

스튜디오드래곤 (253450)

Analyst 최재호
02) 709-2626 chlwogh2002@ds-sec.co.kr

이미 예견된 감익, 용의 승천(昇天)은 지금부터

2020년 2월 14일

투자의견 BUY (유지)

목표주가 (유지) 109,000원

현재주가 (2월 13일) 86,000원

Upside 26.7%

KOSDAQ	687.6pt
시가총액(보통주)	2,416십억원
발행주식수	28,096천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	171천주
60일 평균거래대금	13,773백만원
외국인 지분율	7.7%
52주 최고가	99,000원
52주 최저가	50,900원

주요 대주주

CJ ENM(외 4인)	69.3%
스튜디오드래곤우리카주(외 1인)	0.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.1	-2.4
3M	14.4	10.5
6M	47.0	30.6

주가차트



4Q19 Review: 컨센서스 하회했으나 이미 예견된 감익, 글로벌 방향성은 유효

- 스튜디오드래곤의 4Q19 연결 영업실적은 매출액 974억원(-4.2% YoY), 영업이익 -40억원(적전 YoY), OPM -4.1%(-4.5%p YoY)로 시장 컨센서스(매출액 1.044억원, 영업이익 67억원)를 하회하는 실적을 기록했다. 드라마 Line-up 부재로 이미 예견된 실적하락에 크게 우려할 부분은 아니라는 판단이다.
- 매출액 하락의 주 요인은 1) 캡티브 채널인 OCN과 tvN 등 슬롯 편성 감소(4Q18 11편 → 4Q19 9편) 및 논캡티브 채널의 Line-up 부재로 편성매출이 457억원(-16.1% YoY)을 기록하며 크게 하락했으며, 2) 지난 12월부터 방영된 인기 드라마 '사랑의 불시착'이 6회분만 실적에 반영됐기 때문이다. 해외 판매매출은 317억원(+27.7% YoY)을 기록하며 견조한 모습을 보였다. '19년 해외 매출은 전년동기대비 45.5% 성장했으며, 최근 3개년 CAGR은 54.3%에 달한다. 따라서 동사의 글로벌 방향성은 유효하며, 견고한 해외매출은 지속적으로 성장을 견인할 전망이다.
- 영업이익 하락의 주 요인 역시 편성매출 및 판매매출 부진에 기인한다. 1) 전반적인 매출 차질로 인해 매출원가율이 전년동기대비 4.1%p 상승하면서 수익성 하락을 이끌었다. 2) 전체적인 드라마 Line-up의 평균시청률이 2.5%(-2.1%p YoY)로 하락했으며, VOD 판매매출 부진으로 국내 판매매출은 111억원(-14.3% YoY)을 기록하며 이익 하락을 주도했다. 이번 분기는 일시적인 드라마 Line-up 부재로 국내 판매매출이 부진했으나 라이브러리 판매 성장에 주목해야 한다. 신작IP 판매는 지난해 4분기 25편에서 27편까지 증가했으며, 구작IP는 83편에서 123편으로 40편이나 증가했다. 판매매출은 이익 기여도가 높기 때문에 지속적인 IP확보 및 라이브러리 판매 증가로 수익성은 점진적으로 개선될 전망이다.

2020년은 본격적인 증익 구간 전망, 투자의견 Buy, 목표주가 109,000원 유지

- 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 109,000원을 유지한다. 목표주가는 '20년 추정 EPS에 '17~'18년 최저 PER 평균값을 적용했다. 동사의 글로벌 성장 전략에 주목해야 한다. 1) 미국 현지 법인 설립은 현재 마무리 단계에 도달했으며, 2) 현재 3편의 드라마가 미국 리메이크 작품으로 기획/개발 중인 것으로 파악된다. 3) 넷플릭스와의 전략적 제휴로 미국 시장 안착은 순조로울 것으로 예상하며, 향후 '미드(미국 드라마)' 제작 가능성까지 염두에 둘 때 경쟁사 대비 성장 여력은 매우 높다. 4) 최근에는 미국 TV 드라마의 명가로 꼽히는 'HBO'와 드라마 공동 제작에 돌입한 것으로 파악된다. '20년은 글로벌 사업자로 거듭나는 한 해가 될 것이며, 본격적인 증익 구간에 돌입할 전망이다. 적극 매수를 권고한다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	468.7	598.9	731.3
영업이익	33.0	39.9	28.7	69.9	90.7
영업이익률(%)	11.5	10.5	6.1	11.7	12.4
세전이익	30.3	45.6	33.1	77.4	98.6
지배주주지분순이익	23.8	35.8	26.4	60.4	77.0
EPS(원)	851	1,278	943	2,155	2,746
증감률(%)	-	50.3	-26.2	128.6	27.4
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	13.2	14.6
PER (배)	76.4	72.3	91.2	39.9	31.3
PBR (배)	4.9	6.5	5.6	4.9	4.3
EV/EBITDA (배)	22.1	21.1	29.4	21.7	17.4

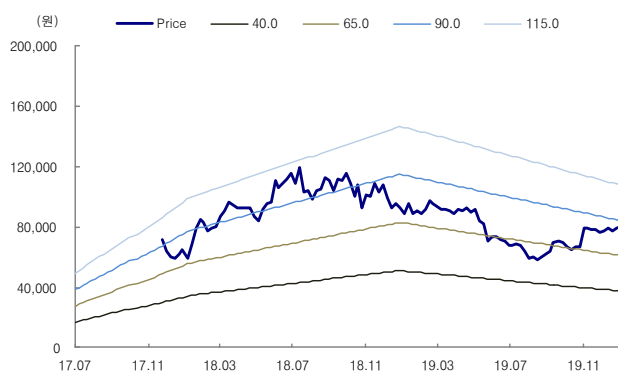
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표1 목표주가 산출

구분	금액	비고
현재 주가(원)	86,000	'20.02.13 기준
EPS(원)	2,155	'20 년 추정 EPS
Target PER(배)	50.4	'17~'18 년 최저 PER 평균
산출 주가	108,612	
1 년 목표 주가(원)	109,000	

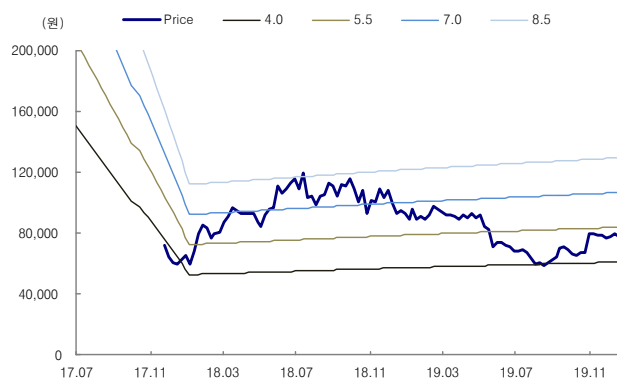
자료 : DS투자증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 PER 밴드 차트



자료 : DS투자증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 PBR 밴드 차트



자료 : DS투자증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	2019				2020F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	144.3	161.0	155.9	137.6	379.6	468.7	598.9	731.3
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	60.2	68.4	66.9	59.5	178.1	208.8	255.0	316.0
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	60.2	63.6	57.5	53.9	168.6	194.4	235.2	291.6
Non-captive	0.2	3.7	10.5	0.0	0.0	4.8	9.4	5.6	9.4	14.4	19.8	24.4
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	72.4	82.5	78.5	69.0	162.1	219.3	302.4	371.8
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	17.0	21.4	19.6	13.9	51.8	58.9	71.8	84.8
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	55.4	61.2	58.8	55.2	110.2	160.4	230.6	287.1
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	11.8	10.0	10.6	9.1	39.4	40.6	41.5	43.5
매출 성장률(% YoY)	40.0	72.6	6.0	-4.2	29.0	25.6	18.9	41.3	32.4	23.5	27.8	22.1
판매 내 해외(%)	75.9	70.0	73.2	74.1	76.6	74.1	75.0	79.9	68.0	73.2	76.2	77.2
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	16.9	18.8	18.2	16.1	39.9	28.7	69.9	90.7
YoY growth(%)	3.5	48.1	-49.2	1,794.1	52.9	73.4	67.1	502.5	21.0	-28.0	143.4	29.6
OPM(%)	9.9	8.5	8.3	-4.1	11.7	11.7	11.7	11.7	10.5	6.1	11.7	12.4
당기순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	14.1	16.1	15.6	14.6	35.8	26.4	60.4	77.0

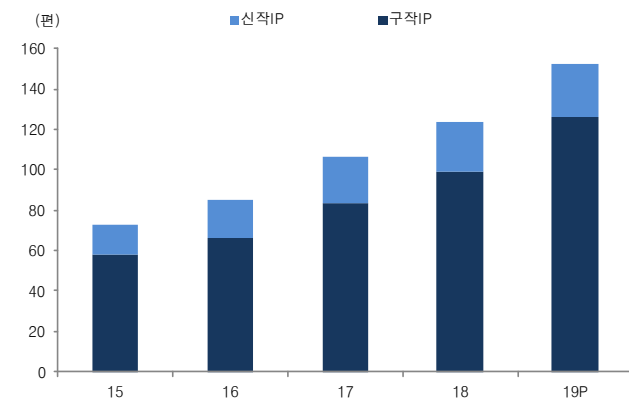
자료 : DS투자증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 주요 크리에이터 및 작품

구분	크리에이터	대표작
작가	김은숙	파리의 연인, 프라하의 연인, 연인, 온에어, 시크릿 가든, 신사의 품격, 상속자들, 태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
	박지은	칼잡이 오수정, 내조의 여왕, 역전의 여왕, 냉혈매 굴러온 당신, 별에서 온 그대, 프로듀사, 푸른 바다의 전설
	김영현	대장금, 서동요, 히트, 최강칠우, 선덕여왕, 로열 패밀리, 뿌리깊은 나무, 육룡이 나르샤, 아스달 연대기
	박상연	최강칠우, 선덕여왕, 로열 패밀리, 뿌리깊은 나무, 청담동 앨리스, 육룡이 나르샤, 아스달 연대기
	홍자매(홍정은, 홍미란)	쾌걸춘향, 환상의 커플, 쾌도 홍길동, 미남이시네요, 내 여자친구는 구미호, 최고의 사랑, 빅, 주군의 태양, 화유기
	노희경	굿바이 솔로, 기적, 그들이 사는 세상, 그 겨울 바람이 분다, 괜찮아 사랑이야, 디어 마이 프렌즈, 라이브
감독	김원석	대왕세종, 파트너, 신데렐라 언니, 성균관 스캔들, 몬스타, 미생, 시그널, 나의 아저씨, 아스달 연대기
	이응복	쾌걸춘향, 드림하이, 학교 2013, 비밀, 연애의 발견, 태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
	김철규	꽃보다 아름다워, 황진이, 대물, 파라다이스 목장, 우와한 너, 응급남녀, 공항 가는 길, 마더
	이윤정	커피프린스, 트리플, 골든 타임, 하트투하트, 치즈인더트랩, 모두의 거짓말
	김윤철	질투, 마지막 승부, 사랑을 그대 품안에, 내 이름은 김삼순, 품위있는 그녀

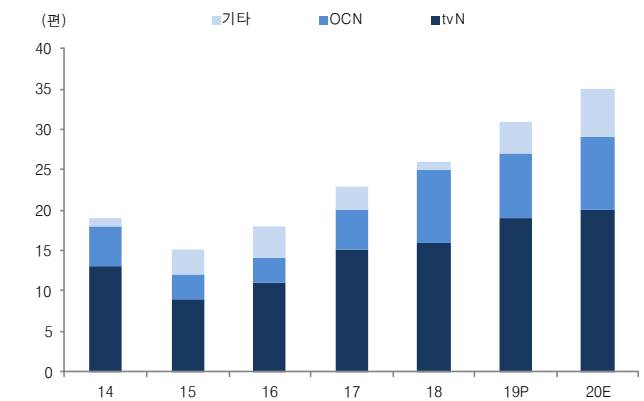
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림3 드라마 라이브러리 판매 추이



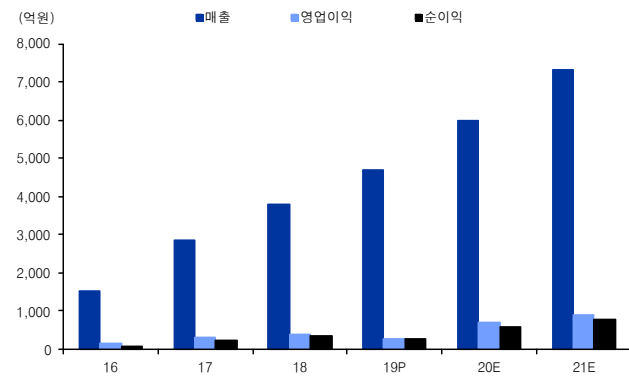
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림4 연도별 드라마 제작 현황 추이 및 전망



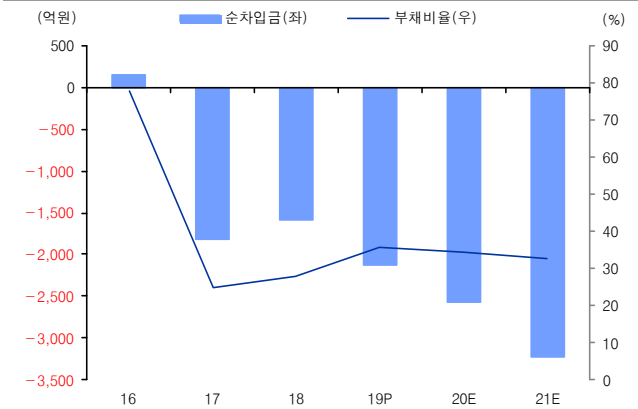
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



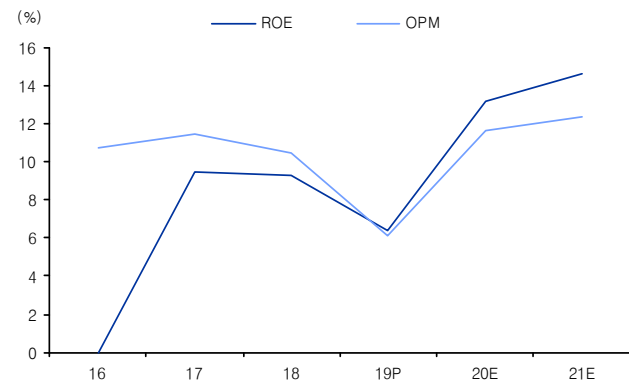
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림6 부채비율, 순차입금 추이 및 전망



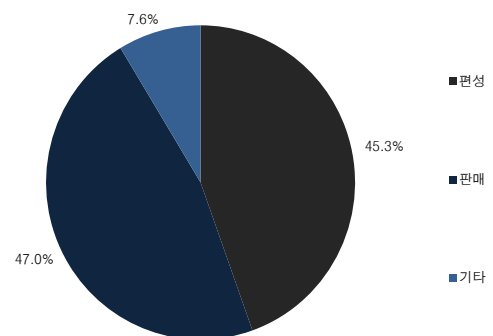
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림7 ROE 및 OPM 추이 및 전망



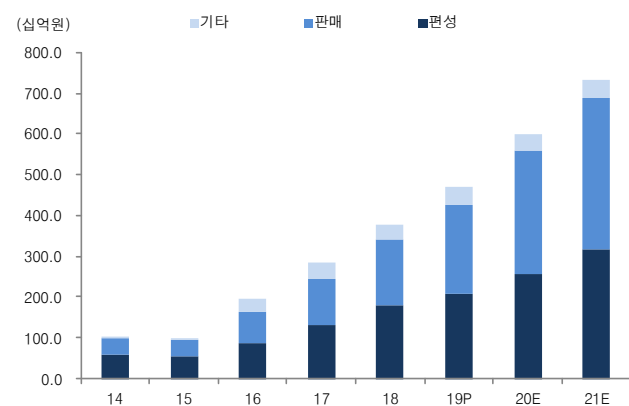
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림8 스튜디오드래곤 부문별 매출 비중('19년 기준)



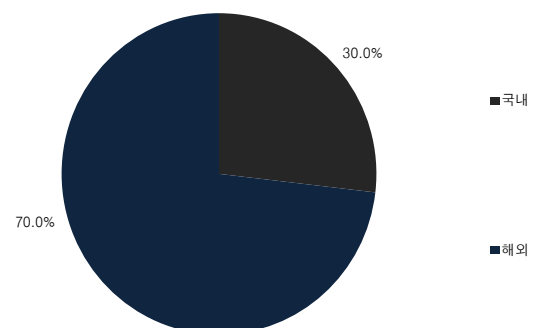
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림9 스튜디오드래곤 부문별 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림10 판매부문 국내, 해외 매출 비중('19년 기준)



자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	311.6	382.2	471.5
현금및현금성자산	51.3	153.0	140.2	181.7	243.1
매출채권 및 기타채권	54.9	68.8	83.6	109.2	133.3
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.8	0.9
기타유동자산	182.3	24.8	87.0	90.6	94.2
비유동자산	169.6	265.2	268.5	273.0	277.2
관계기업투자등	1.5	0.4	0.4	0.4	0.5
유형자산	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3
무형자산	127.5	198.5	232.1	235.2	237.9
자산총계	459.5	512.4	580.0	655.2	748.7
유동부채	90.7	108.2	144.5	165.2	182.3
매입채무 및 기타채무	31.7	55.3	64.4	88.2	108.4
단기금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	48.9	52.9	80.1	76.9	73.9
비유동부채	0.3	2.9	7.8	1.8	1.2
장기금융부채	0.0	2.1	2.0	1.0	0.5
기타비유동부채	0.3	0.7	5.8	0.8	0.7
부채총계	91.0	111.1	152.3	167.0	183.5
지배주주지분	368.4	401.3	427.7	488.2	565.2
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	32.1	67.6	94.1	154.5	231.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	427.7	488.2	565.2

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	468.7	598.9	731.3
매출원가	239.7	324.0	420.8	506.7	614.3
매출총이익	47.1	55.6	47.9	92.2	117.0
판매비 및 관리비	14.2	15.7	19.2	22.3	26.3
영업이익	33.0	39.9	28.7	69.9	90.7
(EBITDA)	74.3	115.2	75.1	99.3	120.4
금융손익	-2.5	6.0	4.3	7.2	7.7
이자비용	1.7	0.1	6.0	2.8	3.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.3	0.1	0.2	0.2
세전계속사업이익	30.3	45.6	33.1	77.4	98.6
계속사업법인세비용	6.4	9.8	6.7	16.9	21.6
계속사업이익	23.8	35.8	26.4	60.4	77.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	26.4	60.4	77.0
지배주주	23.8	35.8	26.4	60.4	77.0
총포괄이익	23.8	35.0	26.4	60.4	77.0
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	10.2	15.4	16.0
영업이익률 (%)	11.5	10.5	6.1	11.7	12.4
EBITDA 마진률 (%)	25.9	30.3	16.0	16.6	16.5
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	5.6	10.1	10.5
ROA (%)	6.8	7.4	4.8	9.8	11.0
ROE (%)	9.5	9.3	6.4	13.2	14.6
ROIC (%)	15.4	14.6	10.0	24.6	30.0

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

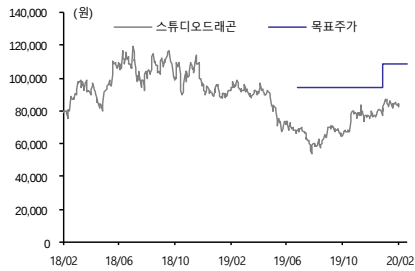
Cashflow Statement					
(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7.2	-24.9	61.1	79.3	98.9
당기순이익(손실)	30.3	45.6	26.4	60.4	77.0
비현금수익비용가감	45.8	74.4	53.9	24.3	29.6
유형자산감가상각비	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4
무형자산상각비	41.0	75.0	45.7	29.0	29.3
기타현금수익비용	0.8	-0.6	7.5	-5.0	-0.1
영업활동 자산부채변동	-72.9	-135.2	-13.5	-5.5	-7.7
매출채권 감소(증가)	-13.7	-27.2	-17.9	-25.6	-24.1
재고자산 감소(증가)	-2.1	0.3	-0.1	-0.1	-0.2
매입채무 증가(감소)	9.0	25.9	9.7	23.8	20.2
기타자산, 부채변동	-66.1	-134.3	-5.1	-3.7	-3.6
투자활동 현금	-141.0	136.4	-71.0	-36.8	-37.0
유형자산처분(취득)	0.0	-0.2	-0.6	-0.4	-0.4
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.1	-51.0	-32.0	-32.0
투자자산 감소(증가)	0.0	-4.1	-67.2	-3.0	-3.2
기타투자활동	-140.8	140.9	47.8	-1.4	-1.5
재무활동 현금	188.1	-9.7	-3.0	-1.0	-0.5
차입금의 증가(감소)	-18.1	-10.0	-3.0	-1.0	-0.5
자본의 증가(감소)	207.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-1.6	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	39.8	101.7	-12.8	41.4	61.4
기초현금	11.5	51.3	153.0	140.2	181.7
기말현금	51.3	153.0	140.2	181.7	243.1
NOPLAT	26.0	31.3	22.9	54.6	70.8
FCF	-137.9	121.2	-4.1	42.4	61.9

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
투자지표 (x)					
P/E	76.4	72.3	91.2	39.9	31.3
P/B	4.9	6.5	5.6	4.9	4.3
P/S	6.4	6.8	5.1	4.0	3.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	29.4	21.7	17.4
P/CF	23.9	21.6	30.0	28.5	22.6
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	85.7	32.4	23.5	27.8	22.1
영업이익	98.3	21.0	-28.0	143.4	29.6
세전이익	188.3	50.8	-27.4	133.6	27.4
당기순이익	192.9	50.3	-26.2	128.6	27.4
EPS		50.3	-26.2	128.6	27.4
안정성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	35.6	34.2	32.5
유동비율	319.6	228.4	215.6	231.4	258.6
순차입금/자기자본(x)	-49.5	-39.3	-49.7	-52.8	-57.1
영업이익/금융비용(x)	19.0	343.0	4.8	25.0	29.3
총차입금 (십억원)	10.1	2.1	2.0	1.0	0.5
순차입금 (십억원)	-182.5	-157.6	-212.4	-257.9	-322.9
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	943	2,155	2,746
BPS	13,141	14,305	15,248	17,403	20,149
SPS	10,229	13,539	16,707	21,349	26,070
CFPS	2,714	4,280	2,863	3,022	3,800
DPS	-	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.07.05	Buy	94,000	1년	-25.5	-11.3
2019.08.12	Buy	94,000	1년	-23.9	-11.3
2020.01.08	Buy	109,000	1년	-22.7	-20.2
2020.02.14	Buy	109,000	1년	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

투자의견 비율 (%)

기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	16.1
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	80.6
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	3.2
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2020. 01. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최재호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.