

스튜디오드래곤(253450)

매수(유지) / TP: 100,000원 (유지)

주가(2/28, 원)	73,700
시가총액(십억원)	2,071
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	97,300/54,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	10,912
유동주식비율(%)	30.3
외국인지분율(%)	8.0
주요주주(%)	CJ ENM 외 5 인 69.3

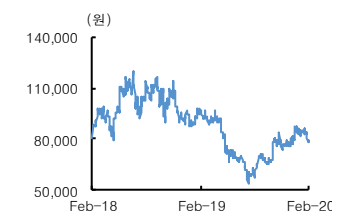
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	287	33	24	1,053	178.5	74	61.7	22.1	4.9	9.5	0.0
2018A	380	40	36	1,278	21.4	115	72.3	21.1	6.5	9.3	0.0
2019F	469	29	26	942	(26.3)	139	78.2	14.1	4.8	6.4	0.0
2020F	506	64	56	2,002	112.6	166	36.8	11.8	4.3	12.3	0.0
2021F	574	90	78	2,781	38.9	196	26.5	9.9	3.7	14.9	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.6)	22.6	(21.7)
상대주가(%p)	(1.5)	21.3	(5.2)

주가추이



2020년 해외부문 성과에 주목

부진한 4분기 실적 발표: 지난 4분기에는 편성 드라마 감소(4Q18 7.9편 → 4Q19 6.3편), 대작 ‘사랑의 불시착’의 방영 지연(6회분만 반영), 시청률 하락에 따른 VOD 부진으로 매출 감소가 나타났지만 고정비 성격으로 발생하는 무형자산 상각비에 ‘아스달연대기’ 비용부담이 더해지며 영업이익 적자를 기록했다.

실적 눈높이는 1분기까지 낮춰야: 올해 1분기까지는 큰 폭의 증익이 나타나지 않을 전망이다. 드라마 제작 편수가 7.2편으로 지난해 6.7편 대비 소폭 증가하나 신규 대작 편성이 없어 매출 증가가 나타나기 어렵기 때문이다. (1Q19: ‘남자친구’, ‘알함브라궁전’ vs. 1Q20: ‘사랑의불시착’)

K-콘텐츠의 세계화 기대 확대: 한국 드라마의 세계화 기대감이 높아지고 있다. 현재 10개 이상 작품이 글로벌 프로젝트를 준비하고 있으며 ‘라이브’, ‘기억’ 등의 리메이크 작품 외에도 HBO Asia가 제안한 작품 ‘Alone’의 대본 작업이 진행 중이다. HBO와 tvN 공동 편성을 목표로 하고 있으며 성사된다면 HBO max에도 판매될 수 있다.

단기 모멘텀은 약하나 연간으로는 좋다: 스튜디오드래곤에 대해 매수 의견과 목표주가 100,000원(12MF PER 45배)을 유지한다. 올해 1분기까지 단기적인 실적모멘텀은 약하나 해외 판매작을 중심으로 콘텐츠 가격 상승이 나타날 예정이며 글로벌 OTT 경쟁에 따른 콘텐츠 제작사의 중장기 수혜 전망도 변하지 않았다. 2분기부터는 해외 프로젝트가 구체화되고 대작 ‘더킹’(SBS, 4월 편성)이 온기 반영되며 의미 있는 증익도 나타날 것이다. ‘기생충’의 글로벌 흥행과 함께 K-콘텐츠에 대한 세계인들의 관심이 높아진 올해는 한국 No.1 드라마 제작사인 동사에 관심을 가져야 한다.

오태완

taewan.oh@truefriend.com

오해리

haeri.oh@truefriend.com

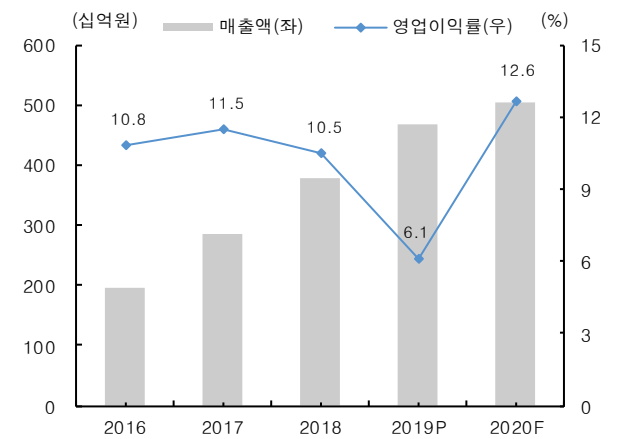
〈표 7〉 실적 추이 및 전망: 2020년 실적은 3분기까지 계단식 성장

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	108.6	121.5	128.7	146.8	379.6	468.7	505.6	574.5
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	43.0	54.0	53.3	57.8	178.1	208.7	208.1	219.0
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	42.3	34.5	49.8	52.9	168.6	194.3	179.5	189.0
Non-Captive	0.2	3.7	10.5	0.0	0.7	19.5	3.5	4.9	9.5	14.4	28.6	30.0
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	56.6	56.7	63.6	78.7	162.1	219.3	255.6	311.7
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	13.3	15.1	14.9	15.0	51.8	58.8	58.4	64.6
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	43.3	41.6	48.7	63.7	110.2	160.4	197.2	247.1
기타(PPL, OST)	11.5	9.8	10.4	8.9	9.0	10.8	11.7	10.4	39.4	40.6	42.0	43.8
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.0	22.8	25.0	23.4	55.6	47.9	87.3	114.1
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.3	17.4	19.7	15.4	39.9	28.7	63.7	89.8
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.1)	12.1	19.6	21.8	17.7	45.7	33.1	71.2	100.2
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	9.6	15.5	17.2	14.0	35.8	26.4	56.3	78.1
(%)												
매출총이익률	13.4	12.0	11.7	2.2	14.7	18.8	19.4	16.0	14.6	10.2	17.3	19.9
영업이익률	9.9	8.4	8.3	(4.1)	10.4	14.3	15.3	10.5	10.5	6.1	12.6	15.6
순이익률	8.2	5.7	8.8	(1.7)	8.8	12.7	13.4	9.5	9.4	5.6	11.1	13.6
(% YoY)												
매출액	40.0	72.6	6.0	(4.2)	(2.9)	(5.3)	(1.9)	50.7	32.4	23.5	7.9	13.6
영업이익	3.5	47.3	(49.2)	적전	2.2	61.1	80.8	흑전	21.0	(28.1)	122.1	40.9
지배주주순이익	17.2	(17.4)	(33.5)	적전	4.0	110.8	49.6	흑전	50.3	(26.3)	112.9	38.9

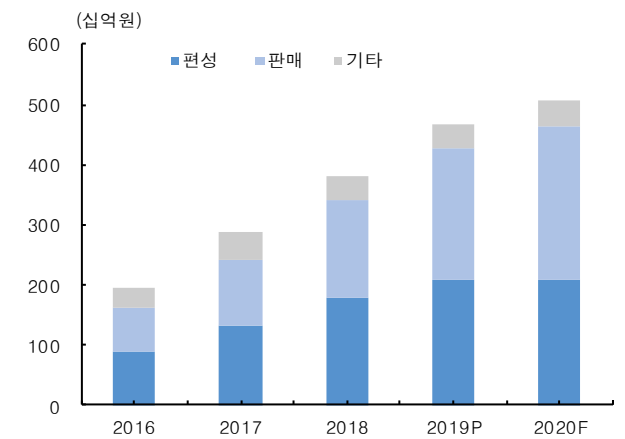
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 29] 2020년부터 수익성 개선 나타날 것



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 30] 실적 성장의 Key는 판매 매출



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 31] 2020년 성장의 키워드는 ‘글로벌’



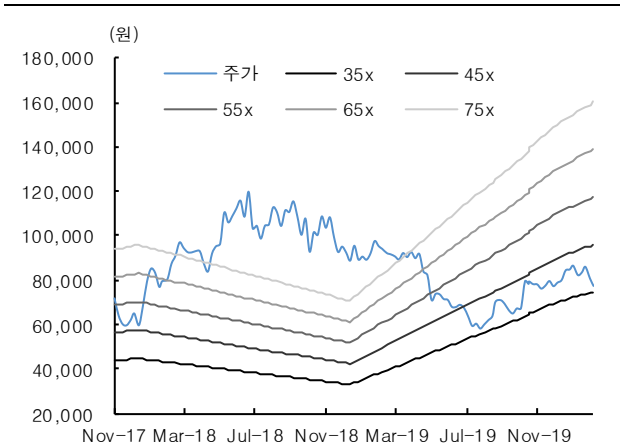
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 8> 목표주가 도출

구분	내용	설명
12MF 지배주주순이익(십억원)	59.9	
목표 PER(배)	45.0	historical PER(아스달연대기 part 2 종료)
적정 시가총액(십억원)	2,456	
주식수(천주)	28,000	
적정주가(원)	100,000	
현재주가(원)	73,700	2월 28일 종가 기준
상승여력(%)	35	

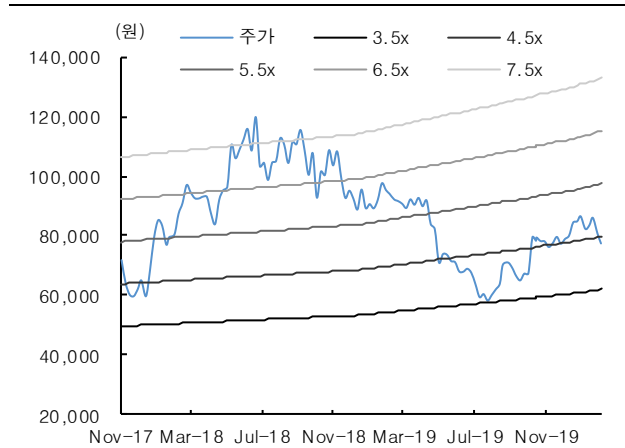
자료: 한국투자증권

[그림 32] 12개월 forward PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 33] 12개월 forward PBR band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하여 방송사, OTT 등에 배급하고 방영 후 국내외 유통사업을 영위하는 국내 No. 1 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM 드라마 부문에서 분사했으며 2017년 11월 코스닥에 상장함

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	229	246	283
현금성자산	51	153	104	95	115
매출채권및기타채권	55	69	93	101	111
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	325	349	409
투자자산	4	4	5	5	6
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	128	199	245	264	316
자산총계	459	512	554	595	691
부채총계	91	108	123	108	126
유동부채	91	108	123	108	126
매입채무및기타채무	34	60	59	67	80
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	10	0	0	0	0
비유동부채	0	3	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	2	2	2	2
자본총계	368	401	428	484	562
지배주주지분	368	401	428	484	562
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	94	150	228
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	484	562

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(7)	(29)	117	117	183
당기순이익	24	36	26	56	78
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	110	102	106
자산부채변동	(73)	(139)	(20)	(42)	(2)
기타	1	(1)	1	1	1
투자활동현금흐름	(141)	141	(166)	(125)	(163)
유형자산투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(141)	138	(1)	(0)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(156)	(122)	(157)
기타	0	3	(9)	(3)	(5)
재무활동현금흐름	188	(10)	0	0	0
자본의증가	208	0	0	0	0
차입금의순증	(18)	(10)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(2)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	40	102	(49)	(9)	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	469	506	574
매출원가	240	324	421	418	460
매출총이익	47	56	48	87	114
판매관리비	14	16	19	24	24
영업이익	33	40	29	64	90
금융수익	1	7	11	11	14
이자수익	1	4	8	8	12
금융비용	3	1	6	3	4
이자비용	2	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	33	71	100
법인세비용	6	10	7	15	22
연결당기순이익	24	36	26	56	78
지배주주지분순이익	24	36	26	56	78
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	24	35	26	56	78
지배주주지분포괄이익	24	35	26	56	78
EBITDA	74	115	139	166	196

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,053	1,278	942	2,002	2,781
BPS	13,141	14,305	15,223	17,225	20,006
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	85.7	32.4	23.5	7.9	13.6
영업이익증가율	98.3	21.0	(28.1)	122.0	40.9
순이익증가율	192.9	50.3	(26.2)	112.8	38.9
EPS증가율	178.5	21.4	(26.3)	112.6	38.9
EBITDA증가율	91.4	55.1	20.4	19.9	17.9
수익성(%)					
영업이익률	11.5	10.5	6.1	12.6	15.6
순이익률	8.3	9.4	5.6	11.1	13.6
EBITDA Margin	25.9	30.3	29.6	32.9	34.1
ROA	6.8	7.4	5.0	9.8	12.1
ROE	9.5	9.3	6.4	12.3	14.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(183)	(158)	(110)	(102)	(123)
차입금/자본총계비율(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Valuation(X)					
PER	61.7	72.3	78.2	36.8	26.5
PBR	4.9	6.5	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.1	11.8	9.9