



# 스튜디오드래곤 (253450)

글로벌 플랫폼이 사고 싶은 콘텐츠투성이

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 박준기 jungi.park@hanwha.com

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 105,000원

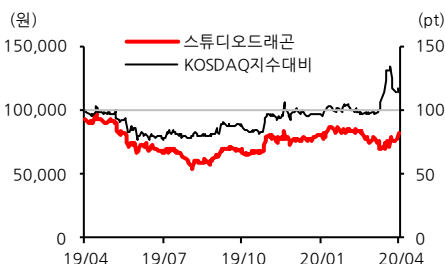
|                |                  |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(4/2)     | 81,800원          |
| 상승여력           | ▲ 28.4%          |
| 시가총액           | 22,983억원         |
| 발행주식수          | 28,096천주         |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 97,300 / 54,000원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 118.59억원         |
| 외국인 지분율        | 8.5%             |
| 주주 구성          |                  |
| CJENM (외 6인)   | 69.3%            |
| 스튜디오드래곤우리스주    | 0.4%             |

| 주가수익률(%)      | 1개월  | 3개월  | 6개월  | 12개월 |
|---------------|------|------|------|------|
| 절대수익률         | 7.5  | 0.9  | 18.4 | -9.4 |
| 상대수익률(KOSDAQ) | 17.0 | 16.6 | 27.5 | 13.8 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2018  | 2019 | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|------|-------|-------|
| 매출액       | 380   | 469  | 586   | 654   |
| 영업이익      | 40    | 29   | 63    | 76    |
| EBITDA    | 115   | 146  | 198   | 233   |
| 지배주주순이익   | 36    | 26   | 51    | 62    |
| EPS       | 1,278 | 941  | 1,818 | 2,192 |
| 순차입금      | -157  | -106 | -236  | -443  |
| PER       | 72.3  | 86.0 | 45.0  | 37.3  |
| PBR       | 6.5   | 5.3  | 4.8   | 4.2   |
| EV/EBITDA | 21.1  | 14.9 | 10.4  | 7.9   |
| 배당수익률     | n/a   | n/a  | n/a   | n/a   |
| ROE       | 9.3   | 6.4  | 11.3  | 12.1  |

## 주가 추이



우호적인 산업 변화, 매력적인 콘텐츠 라인업, 2020년 경영전략은 순항 중입니다.

## 1Q20 국내외 판권 호조 추정

동사의 1Q20 연결 매출액은 1,143억(+2.2% y-y), 영업이익은 113억 원(+2.7% y-y)을 예상한다. 전년대비 편성 감소에도 불구하고...

① <사랑의 불시착> 흥행과 언택트, 집콕 소비 확대가 콘텐츠 소비량을 넓힌데 따른 국내외 판권 및 부가수익 증가, ② 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약(3년간 최소 21건 공급) 효력이 1/1부터 발생해 해외판권 성장을 높게 추정했기 때문이다.

## 2020년 경영전략 이상 無

지난 4Q19에 제시한 올해 경영전략은 순항 중이다. ① 글로벌 가속화: 미국법인 설립 후, 10개 작품에 대해 리메이크 IP 판매를 준비 중인데 이미 3-4개 작품은 구체화 단계에 들어서 내년쯤에는 미국에서 방영될 수 있겠고, HBO와는 오리지널은 현재 기획/개발 단계, Skydance 지분 투자를 통해 크리에이터 확보 등 현지화에 집중하고 있다.

② 채널 다각화: 올해는 분기에 텐트폴 1개 이상이 방영되는 첫 해다. 캡티브보다는 해외 OTT 오리지널, 지상파 중심으로 증편이 예상된다.

③ 사업 효율화: 매출성장뿐 아니라 넷플릭스 판매조건 강화, 오리지널 콘텐츠 리콥비율 개선 등을 통한 수익성 향상 노력이 지속될 것이다.

## 글로벌 플랫폼이 사고 싶은 콘텐츠투성이

동사에 대한 긍정적 시각을 유지한다. 상기 내용처럼 이제는 플랫폼간의 BIG MONEY 게임이 본격화되면서 동사의 투자포인트인 해외판권 성장이 더욱 강화(가격↑, 판매 작품 수↑, 협상력↑)됐기 때문이다.

특히 올해는 모든 글로벌 플랫폼들이 탐낼 만한 텐트폴 작품이 매분기 1개 이상씩 준비(그림6-11)돼있다. 모든 탑 크리에이터들이 움직인다. 연초부터 박지은 작가의 <사랑의 불시착>을 시작으로 2Q20 김은숙 작가 차기작 <더킹(배우:이민호, 김고은)>, 2H20 배우 이병헌/한지민/신민아가 합세한 노회경 작가의 <HERE(가제)>, 배우 김수현과 박보검을 각각 주연으로 한 드라마, <비밀의 숲 시즌2>, 대규모 제작비가 수반되는 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 <스위트홈>이 대기 중이다.

[표4] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| VS       | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18   | 1Q19  | 2Q19   | 3Q19   | 4Q19   | 1Q20E | 2017   | 2018  | 2019   | 2020E  | 2021E |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액      | 79.9   | 74.3   | 123.7  | 101.7  | 111.8 | 128.2  | 131.2  | 97.4   | 114.3 | 286.8  | 379.6 | 468.5  | 586.1  | 653.8 |
| growth % | 6.0%   | 19.6%  | 59.7%  | 41.5%  | 40.0% | 72.5%  | 6.0%   | -4.3%  | 2.2%  | 46.7%  | 32.4% | 23.4%  | 25.1%  | 11.6% |
| 편성       | 40.7   | 34.1   | 48.9   | 54.4   | 44.1  | 58.1   | 60.8   | 45.7   | 42.8  | 131.2  | 178.1 | 208.7  | 249.3  | 251.4 |
| growth % | 54.5%  | 41.1%  | 17.1%  | 39.5%  | 8.4%  | 70.5%  | 24.4%  | -16.1% | -2.9% | 49.5%  | 35.7% | 17.2%  | 19.5%  | 0.8%  |
| sales %  | 51.0%  | 45.8%  | 39.5%  | 53.5%  | 39.4% | 45.3%  | 46.4%  | 46.9%  | 37.5% | 45.8%  | 46.9% | 44.5%  | 42.5%  | 38.4% |
| 판매       | 32.1   | 28.8   | 63.4   | 37.8   | 56.2  | 60.3   | 60.0   | 42.8   | 60.4  | 111.8  | 162.1 | 219.2  | 289.3  | 349.0 |
| growth % | -12.0% | 9.5%   | 172.0% | 46.9%  | 75.1% | 109.2% | -5.4%  | 13.3%  | 7.5%  | 48.3%  | 44.9% | 35.3%  | 31.9%  | 20.6% |
| sales %  | 40.2%  | 38.8%  | 51.2%  | 37.1%  | 50.2% | 47.1%  | 45.7%  | 43.9%  | 52.8% | 39.0%  | 42.7% | 46.8%  | 49.4%  | 53.4% |
| 국내       | 9.4    | 12.3   | 17.2   | 13.0   | 13.6  | 18.1   | 16.1   | 11.1   | 13.4  | 44.7   | 51.8  | 58.8   | 69.6   | 78.2  |
| growth % | -32.6% | 21.0%  | 68.2%  | 24.9%  | 45.0% | 46.5%  | -6.2%  | -14.4% | -1.2% | 43.4%  | 16.0% | 13.5%  | 18.2%  | 12.4% |
| sales %  | 11.7%  | 16.6%  | 13.9%  | 12.7%  | 12.1% | 14.1%  | 12.3%  | 11.4%  | 11.7% | 15.6%  | 13.7% | 12.6%  | 11.9%  | 12.0% |
| 해외       | 22.7   | 16.5   | 46.2   | 24.8   | 42.6  | 42.2   | 43.9   | 31.7   | 47.0  | 67.2   | 110.2 | 160.4  | 219.7  | 270.8 |
| growth % | 0.6%   | 2.2%   | 253.1% | 61.7%  | 87.5% | 156.3% | -5.0%  | 27.7%  | 10.3% | 51.8%  | 64.1% | 45.5%  | 37.0%  | 23.3% |
| sales %  | 28.5%  | 22.2%  | 37.3%  | 24.4%  | 38.1% | 32.9%  | 33.4%  | 32.6%  | 41.1% | 23.4%  | 29.0% | 34.2%  | 37.5%  | 41.4% |
| 기타       | 7.1    | 11.4   | 11.4   | 9.5    | 11.5  | 9.8    | 10.4   | 8.9    | 11.1  | 43.7   | 39.4  | 40.6   | 47.5   | 53.4  |
| growth % | -43.4% | -1.9%  | -8.3%  | 33.1%  | 63.1% | -14.1% | -9.0%  | -6.7%  | -4.1% | 35.3%  | -9.8% | 3.0%   | 17.1%  | 12.4% |
| sales %  | 8.9%   | 15.4%  | 9.2%   | 9.4%   | 10.3% | 7.6%   | 7.9%   | 9.1%   | 9.7%  | 15.2%  | 10.4% | 8.7%   | 8.1%   | 8.2%  |
| 매출원가     | 66.2   | 63.7   | 98.9   | 95.2   | 96.8  | 112.8  | 115.9  | 95.2   | 98.7  | 239.7  | 324.0 | 420.8  | 502.9  | 554.8 |
| growth % | 13.1%  | 27.6%  | 48.2%  | 47.8%  | 46.2% | 77.2%  | 17.1%  | 0.0%   | 2.0%  | 42.3%  | 35.2% | 29.9%  | 19.5%  | 10.3% |
| margin % | 82.9%  | 85.7%  | 79.9%  | 93.6%  | 86.6% | 88.0%  | 88.3%  | 97.8%  | 86.4% | 83.6%  | 85.4% | 89.8%  | 85.8%  | 84.9% |
| 매출총이익    | 13.6   | 10.6   | 24.8   | 6.5    | 15.0  | 15.4   | 15.3   | 2.1    | 15.6  | 47.1   | 55.6  | 47.7   | 83.3   | 99.0  |
| growth % | -18.6% | -12.8% | 131.0% | -12.9% | 9.9%  | 44.5%  | -38.4% | -67.5% | 3.8%  | 73.9%  | 17.9% | -14.1% | 74.4%  | 18.9% |
| margin % | 17.1%  | 14.3%  | 20.1%  | 6.4%   | 13.4% | 12.0%  | 11.7%  | 2.2%   | 13.6% | 16.4%  | 14.6% | 10.2%  | 14.2%  | 15.1% |
| 판관비      | 3.0    | 3.3    | 3.3    | 6.0    | 4.0   | 4.6    | 4.4    | 6.2    | 4.3   | 14.1   | 15.7  | 19.1   | 20.5   | 22.8  |
| growth % | 7.8%   | 0.2%   | -16.6% | 51.9%  | 32.4% | 40.2%  | 31.0%  | 2.7%   | 7.0%  | 138.2% | 11.6% | 21.8%  | 7.3%   | 11.4% |
| margin % | 3.8%   | 4.4%   | 2.7%   | 5.9%   | 3.6%  | 3.6%   | 3.3%   | 6.4%   | 3.7%  | 4.9%   | 4.1%  | 4.1%   | 3.5%   | 3.5%  |
| 영업이익     | 10.6   | 7.3    | 21.5   | 0.4    | 11.0  | 10.8   | 10.9   | -4.1   | 11.3  | 33.1   | 39.9  | 28.6   | 62.8   | 76.2  |
| growth % | -23.8% | -17.6% | 218.5% | -87.3% | 3.6%  | 47.3%  | -49.1% | 적전     | 2.7%  | 56.1%  | 20.6% | -28.2% | 119.1% | 21.4% |
| margin % | 13.3%  | 9.9%   | 17.4%  | 0.4%   | 9.9%  | 8.4%   | 8.3%   | -4.2%  | 9.9%  | 11.5%  | 10.5% | 6.1%   | 10.7%  | 11.6% |
| 순이익      | 7.8    | 8.9    | 17.2   | 1.7    | 9.2   | 7.3    | 11.6   | -1.7   | 8.4   | 23.8   | 35.8  | 26.4   | 51.1   | 61.6  |
| growth % | -41.4% | 219.5% | 204.6% | -12.5% | 17.4% | -18.0% | -32.8% | 적전     | -8.8% | 83.8%  | 50.1% | -26.3% | 93.8%  | 20.6% |
| margin % | 9.8%   | 12.0%  | 13.9%  | 1.7%   | 8.2%  | 5.7%   | 8.8%   | -1.7%  | 7.3%  | 8.3%   | 9.4%  | 5.6%   | 8.7%   | 9.4%  |

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 1Q20 텐트폴 흥행작 <사랑의 불시착>



배우: 현빈, 손예진 / 연출: 이정호 <로맨스는 별책부록>, <라이프 온 마스>  
작가: 박지은 <푸른 바다의 전설>, <별에서 온 그대>, <프로듀사>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2Q20 텐트폴 라인업 <더 킹: 영원의 군주>



배우: 이만호, 김고은 / 연출: 백상훈 <태양의 후예>, <비밀>  
작가: 김은숙 <도깨비>, <태양의 후예>, <상속자들>, <신사의 품격>, <시크릿 가든>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2Q20 텐트폴 라인업 <사이코지만 괜찮아>



배우: 김수현, 서예지, 오정세 / 연출: 박신우 <남자친구>, <질투의 화신>  
작가: 조용 <저글러스>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2020 년 하반기 라인업 <청춘기록>



배우: 박보검, 박소담, 변우석 / 연출: 안길호 <알함브라 궁전의 추억>, <비밀의 숲>  
작가: 하명희 <사랑의 온도>, <닥터스>, <상류사회>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2020 년 하반기 라인업 <비밀의 숲 시즌 2>



배우: 조승우, 배두나 / 연출: 박현석 <공주의 남자>, <함부로 애틋하게>  
작가: 이수연 <라이프>, <비밀의 숲>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 2020 년 하반기 라인업 <스타트업>



배우: 남주혁, 배수지, 김선호 / 연출: 오충환 <호텔 델루나>  
작가: 박혜련 <당신이 잠든 사이>, <피노키오>, <너의 목소리가 들려>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 향후 기대되는 텐트폴 라인업 <HERE(가제)>



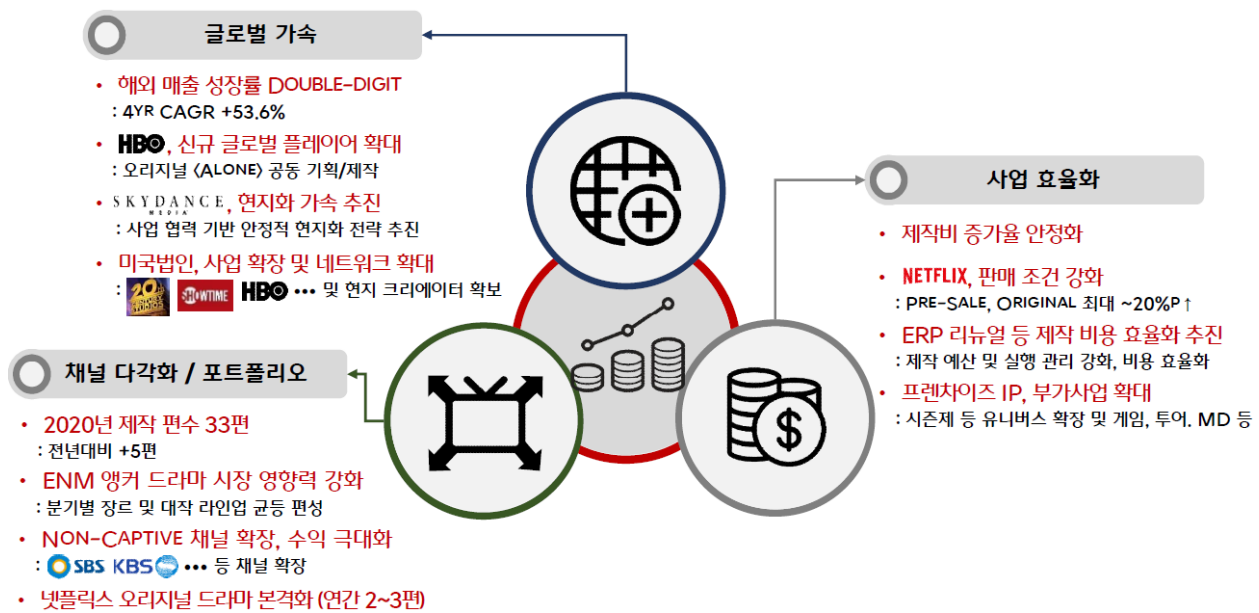
배우: 이병헌, 한지민, 신민아, 남주혁  
작가: 노희경 <라이브>, <관찰아, 사랑이야>, <그 겨울, 바람이 분다>  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 넷플릭스 오리지널 <스위트홈>



배우: 송강, 이진욱, 이시영 / 연출: 이응복 <태양의 후예>, <도깨비>, <미스터 션샤인>  
작가: 홍소리, 김형민, 박소정  
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 스튜디오드래곤 2020 년 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산    | 2017  | 2018 | 2019  | 2020E | 2021E |
|------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 287   | 380  | 469   | 586   | 654   |
| 매출총이익      | 47    | 56   | 48    | 83    | 99    |
| 영업이익       | 33    | 40   | 29    | 63    | 76    |
| EBITDA     | 74    | 115  | 146   | 198   | 233   |
| 순이자손익      | -1    | 3    | 3     | 5     | 5     |
| 외화관련손익     | -1    | 3    | 3     | 0     | 0     |
| 지분법손익      | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익   | 30    | 46   | 33    | 67    | 81    |
| 당기순이익      | 24    | 36   | 26    | 51    | 62    |
| 지배주주순이익    | 24    | 36   | 26    | 51    | 62    |
| 증가율(%)     |       |      |       |       |       |
| 매출액        | 85.7  | 32.4 | 23.5  | 25.1  | 11.6  |
| 영업이익       | 98.3  | 21.0 | -28.1 | 118.7 | 21.4  |
| EBITDA     | 91.4  | 55.1 | 26.4  | 36.0  | 17.9  |
| 순이익        | 192.9 | 50.3 | -26.3 | 93.3  | 20.6  |
| 이익률(%)     |       |      |       |       |       |
| 매출총이익률     | 16.4  | 14.6 | 10.2  | 14.2  | 15.1  |
| 영업이익률      | 11.5  | 10.5 | 6.1   | 10.7  | 11.6  |
| EBITDA 이익률 | 25.9  | 30.3 | 31.1  | 33.8  | 35.7  |
| 세전이익률      | 10.6  | 12.0 | 7.1   | 11.5  | 12.4  |
| 순이익률       | 8.3   | 9.4  | 5.6   | 8.7   | 9.4   |

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산        | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | -7   | -29  | -12  | 135   | 212   |
| 당기순이익          | 30   | 36   | 26   | 51    | 62    |
| 자산상각비          | 41   | 75   | 117  | 135   | 157   |
| 운전자본증감         | -73  | -139 | -143 | -52   | -7    |
| 매출채권 감소(증가)    | -15  | -28  | -22  | -50   | -15   |
| 재고자산 감소(증가)    | -2   | 0    | 1    | 0     | 0     |
| 매입채무 증가(감소)    | -3   | 14   | -1   | -3    | 7     |
| 투자현금흐름         | -141 | 141  | -81  | -7    | -7    |
| 유형자산처분(취득)     | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 무형자산 감소(증가)    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 투자자산 감소(증가)    | 0    | -5   | -19  | -2    | -2    |
| 재무현금흐름         | 188  | -10  | 0    | 0     | 0     |
| 차입금의 증가(감소)    | -18  | -10  | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소)     | 208  | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금의 지급        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 총현금흐름          | 76   | 120  | 150  | 186   | 219   |
| (-)운전자본증가(감소)  | 23   | -37  | 6    | 52    | 7     |
| (-)설비투자        | 0    | 0    | 1    | 0     | 0     |
| (+)자산매각        | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Free Cash Flow | 53   | 156  | 143  | 135   | 212   |
| (-)기타투자        | 191  | 31   | 198  | 4     | 4     |
| 잉여현금           | -138 | 126  | -55  | 130   | 207   |
| NOPLAT         | 26   | 31   | 23   | 48    | 58    |
| (+) Dep        | 41   | 75   | 117  | 135   | 157   |
| (-)운전자본투자      | 23   | -37  | 6    | 52    | 7     |
| (-)Capex       | 0    | 0    | 1    | 0     | 0     |
| OpFCF          | 44   | 143  | 133  | 131   | 208   |

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------|------|------|------|-------|-------|
| 유동자산    | 290  | 247  | 244  | 427   | 651   |
| 현금성자산   | 193  | 159  | 115  | 246   | 453   |
| 매출채권    | 55   | 69   | 84   | 133   | 149   |
| 재고자산    | 1    | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 비유동자산   | 170  | 265  | 337  | 206   | 54    |
| 투자자산    | 41   | 69   | 103  | 107   | 111   |
| 유형자산    | 1    | 1    | 1    | 1     | 1     |
| 무형자산    | 128  | 199  | 233  | 98    | -59   |
| 자산총계    | 459  | 512  | 582  | 633   | 705   |
| 유동부채    | 91   | 108  | 145  | 146   | 156   |
| 매입채무    | 32   | 55   | 64   | 62    | 69    |
| 유동성이자부채 | 10   | 0    | 2    | 2     | 2     |
| 비유동부채   | 0    | 3    | 8    | 8     | 8     |
| 비유동이자부채 | 0    | 2    | 8    | 8     | 8     |
| 부채총계    | 91   | 111  | 153  | 154   | 164   |
| 자본금     | 14   | 14   | 14   | 14    | 14    |
| 자본잉여금   | 320  | 320  | 322  | 322   | 322   |
| 이익잉여금   | 32   | 68   | 94   | 145   | 206   |
| 자본조정    | 3    | 0    | -1   | -1    | -1    |
| 자기주식    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 자본총계    | 368  | 401  | 428  | 479   | 541   |

### 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산         | 2017   | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표            |        |        |        |        |        |
| EPS             | 851    | 1,278  | 941    | 1,818  | 2,192  |
| BPS             | 13,141 | 14,305 | 15,242 | 17,066 | 19,258 |
| DPS             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| CFPS            | 2,714  | 4,280  | 5,341  | 6,636  | 7,792  |
| ROA(%)          | 6.8    | 7.4    | 4.8    | 8.4    | 9.2    |
| ROE(%)          | 9.5    | 9.3    | 6.4    | 11.3   | 12.1   |
| ROIC(%)         | 15.4   | 14.5   | 8.2    | 17.3   | 35.4   |
| Multiples(x, %) |        |        |        |        |        |
| PER             | 76.4   | 72.3   | 86.0   | 45.0   | 37.3   |
| PBR             | 4.9    | 6.5    | 5.3    | 4.8    | 4.2    |
| PSR             | 6.4    | 6.8    | 4.8    | 3.9    | 3.5    |
| PCR             | 23.9   | 21.6   | 15.1   | 12.3   | 10.5   |
| EV/EBITDA       | 22.1   | 21.1   | 14.9   | 10.4   | 7.9    |
| 배당수익률           | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 안정성(%)          |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 24.7   | 27.7   | 35.8   | 32.1   | 30.3   |
| Net debt/Equity | -49.5  | -39.1  | -24.6  | -49.2  | -81.9  |
| Net debt/EBITDA | -245.7 | -136.3 | -72.5  | -119.2 | -189.8 |
| 유동비율            | 319.6  | 228.4  | 168.4  | 293.2  | 417.6  |
| 이자보상배율(배)       | 19.0   | 343.0  | 58.1   | 9.9    | 11.4   |
| 자산구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 투자자본            | 44.1   | 52.0   | 59.1   | 40.1   | 13.8   |
| 현금+투자자산         | 55.9   | 48.0   | 40.9   | 59.9   | 86.2   |
| 자본구조(%)         |        |        |        |        |        |
| 차입금             | 2.7    | 0.5    | 2.3    | 2.0    | 1.8    |
| 자기자본            | 97.3   | 99.5   | 97.7   | 98.0   | 98.2   |