



스튜디오드래곤 (253450)

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

‘더 킹’과 함께 본격적인 텐트폴 향연의 시작

2020년 4월 21일

투자의견 BUY (유지)

목표주가 (유지) 109,000원

현재주가 (4월 20일) 81,100원

Upside 34.4%

KOSDAQ	637.8pt
시가총액(보통주)	2,279십억원
발행주식수	28,096천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	300천주
60일 평균거래대금	23,481백만원
외국인 지분율	9.6%
52주 최고가	94,600원
52주 최저가	50,900원

주요 대주주	
CJ ENM(외 6인)	61.3%
스튜디오드래곤우리아주(외 1인)	0.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.0	-29.4
3M	-2.9	3.8
6M	20.5	21.9

주가차트



1분기 순조로운 출발과 함께, 2분기는 더욱 가파르게 성장할 것

- 스튜디오드래곤의 1Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,143억원(+2.2% YoY), 112억원(+1.4% YoY)으로 전년대비 편성 감소에도 불구하고 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 캡티브 채널 드라마 편성 축소로 편성매출은 -2% 하락할 것으로 추정되나 최고 시청률 21.7%로 tvN 사상 역대 최고 시청률을 기록한 드라마 ‘사랑의 불시착’과 함께 ‘하이바이, 마마!’, ‘루갈’ 등의 넷플릭스향 동시 방영권 판매로 판매매출은 +6.3%를 기록할 것으로 전망된다. 전년동기 부재했던 넷플릭스 오리지널 드라마 ‘나 홀로 그대’까지 실적에 반영된다. 넷플릭스와의 전략적 제휴를 통한 리쿱 비율 증가(+15%p) 및 오리지널 콘텐츠 마진 상승(+20%p)으로 영업이익은 전년과 유사한 수준을 기록할 것으로 전망한다.
- 1Q20 실적이 순조로웠다면 2Q20에는 더욱 가파른 성장이 전망된다. ‘도깨비’, ‘미스터 션샤인’을 집필한 김은숙 작가의 텐트폴 드라마 ‘더 킹: 영원의 군주’가 4/17일부터 SBS에서 방영을 시작했으며, 첫 회부터 시청률 두 자릿수를 돌파하며 역대 SBS 금토드라마 1회 최고 기록을 경신했다. 2회 순간 최고 시청률은 14.7%로 순항하는 중이다. 회당 제작비는 20억원을 소폭 상회하는 것으로 파악되며, 넷플릭스에 선판매되어 이미 BEP를 달성한 것으로 추정된다. 넷플릭스 판매 마진 상승을 감안할 때 보수적으로 추정해도 2Q20 영업이익은 169억원(+55.9% YoY)을 무난히 달성할 것으로 전망한다.

‘더 킹’을 필두로 한 텐트폴 향연의 시작, 과거 ‘아스달’ 우려는 제한적

- ‘더 킹: 영원의 군주’를 필두로 2H20에도 다수의 텐트폴 기대작들이 포진되어 있어 실적 성장세를 이어갈 전망이다. 6월에는 김수현의 컴백작품 ‘사이코지만 괜찮아’, 7월에는 박보검 주연의 ‘청춘기록’ 방영이 예정되어 있으며, 4분기에는 회당 제작비 30억원 규모의 텐트폴 드라마 ‘스위트홈’이 넷플릭스 오리지널 시리즈로 공개될 예정이다. 과거 텐트폴과의 차이점은 제작비 규모다. 당사는 ‘20년 경영 전략으로 안정적인 수익 창출을 위해 제작비 규모를 통제 중에 있다. 텐트폴 제작시 ‘18년 ‘미스터 션샤인(430억원)’, ‘19년 ‘아스달 연대기(500억원)’보다 낮게 제작될 가능성이 높으며, 제작비 회수 우려 대한 투자センチ먼트 훼손은 제한적이다.

투자의견 Buy / 목표주가 109,000원 유지

- 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 109,000원을 유지한다. 목표주가는 ‘20년 추정 EPS에 ‘17~’18년 PER 평균값을 적용했다. 넷플릭스와의 전략적 제휴로 리쿱 비율 향상 및 마진 개선을 통해 ‘20년 OPM은 두 자릿수를 회복할 것으로 전망한다. 따라서 동사의 주가 대세 상승기 ‘17~’18년 밸류에이션 적용은 타당하다. 1분기 안정적인 실적 기록과 함께 2분기부터는 본격적인 증익 구간에 돌입할 전망이다. 주가 조정은 매수 찬스다. 적극 매수를 권고한다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	468.7	554.4	642.4
영업이익	33.0	39.9	28.7	57.5	74.9
영업이익률(%)	11.5	10.5	6.1	10.4	11.7
세전이익	30.3	45.6	33.1	58.6	78.0
지배주주지분순이익	23.8	35.8	26.4	45.8	61.0
EPS(원)	851	1,278	943	1,631	2,173
증감률(%)	-	50.3	-26.2	73.1	33.2
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	10.2	12.1
PER (배)	76.4	72.3	86.0	49.7	37.3
PBR (배)	4.9	6.5	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA (배)	22.1	21.1	27.5	23.5	19.0

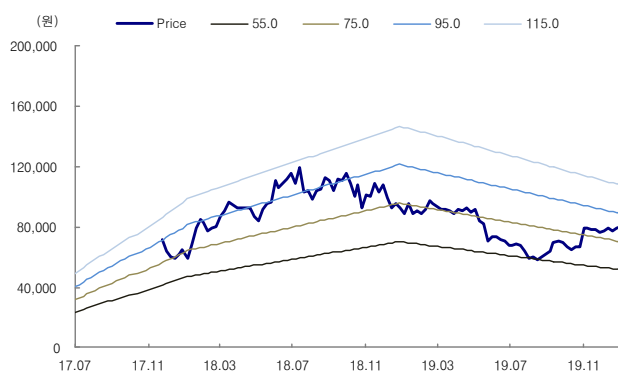
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표1 목표주가 산출

구분	금액	비고
현재 주가(원)	81,100	'20.04.20 기준
EPS(원)	1,631	'20년 추정 EPS
Target PER(배)	67.1	'17~'18년 PER 평균
산출 주가(원)	109,440	
1년 목표주가(원)	109,000	

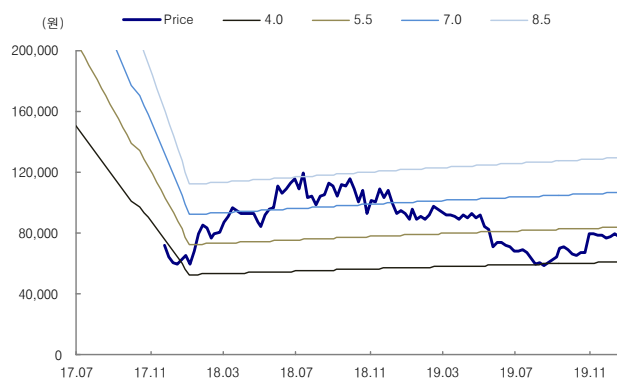
자료 : DS투자증권 리서치센터

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	114.3	149.9	141.8	148.4	379.6	468.7	554.4	642.4
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	43.2	65.7	60.7	62.5	178.1	208.8	232.1	279.2
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	42.7	36.3	54.4	54.4	168.6	194.4	187.8	232.7
Non-captive	0.2	3.7	10.5	0.0	0.5	29.4	6.3	8.1	9.4	14.4	44.3	46.5
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	59.7	71.4	68.9	72.1	162.1	219.3	272.2	311.4
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	13.3	18.6	16.3	13.3	51.8	58.9	61.4	63.9
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	46.5	52.9	52.7	58.8	110.2	160.4	210.8	247.5
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	11.3	12.7	12.2	13.8	39.4	40.6	50.0	51.8
매출 성장률(% YoY)	40.0	72.6	6.0	-4.2	2.2	16.9	8.1	52.3	32.4	23.5	18.3	15.9
판매 내 해외(%)	75.9	70.0	73.2	74.1	77.8	74.0	76.4	81.5	68.0	73.2	77.4	79.5
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.2	16.9	15.7	13.7	39.9	28.7	57.5	74.9
YoY growth(%)	3.5	48.1	-49.2	적전	1.4	55.9	44.1	흑전	21.0	-28.0	99.9	30.4
OPM(%)	9.9	8.5	8.3	-4.1	9.8	11.3	11.1	9.2	10.5	6.1	10.4	11.7
당기순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	9.4	14.4	12.0	9.9	35.8	26.4	45.8	61.0

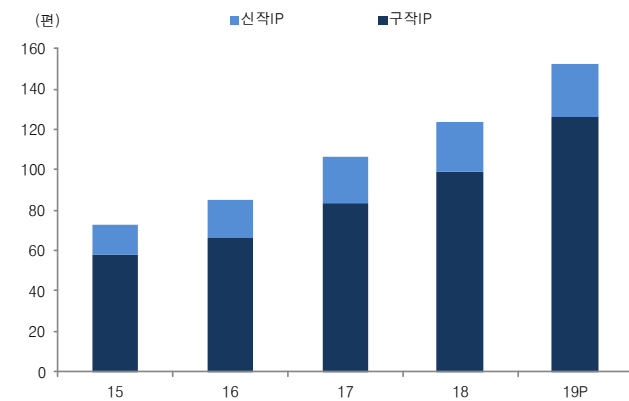
자료 : DS투자증권 리서치센터

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, 냉혈재 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

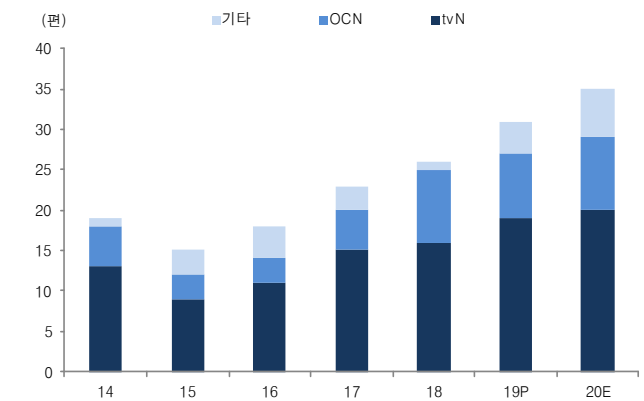
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림3 드라마 라이브러리 판매 추이



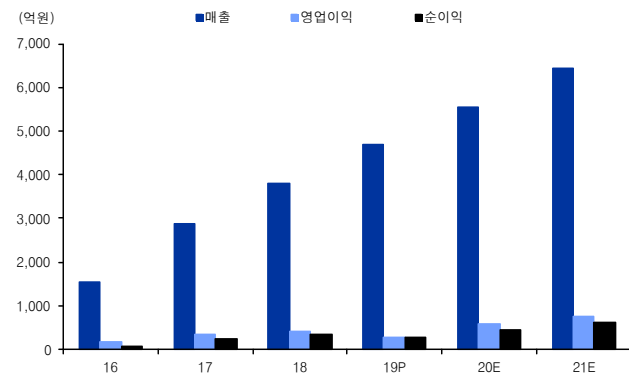
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림4 연도별 드라마 제작 현황 추이 및 전망



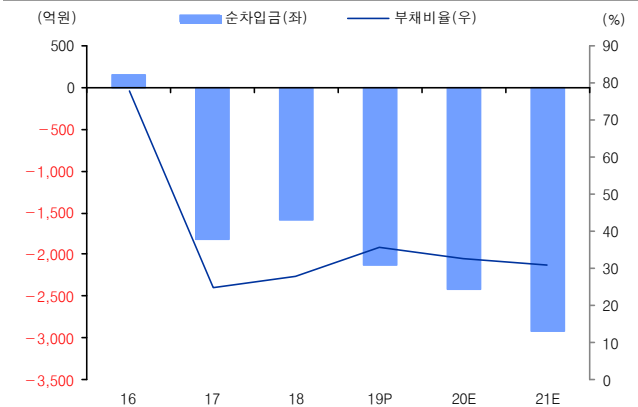
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



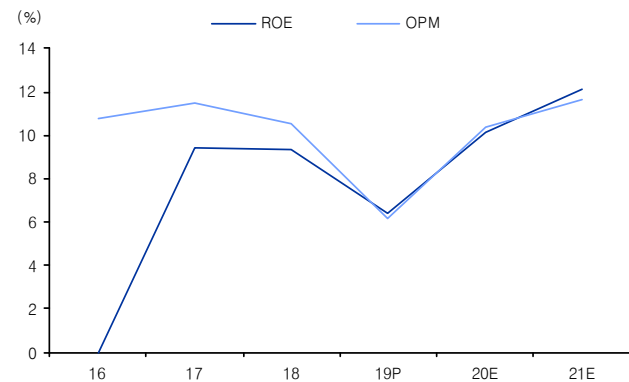
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림6 부채비율, 순차입금 추이 및 전망



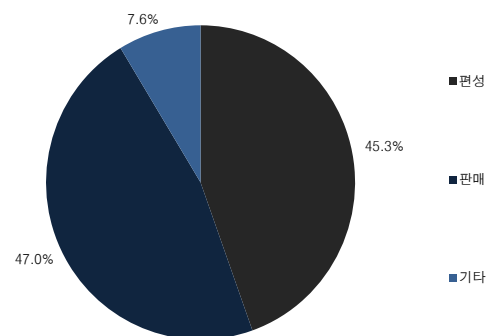
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림7 ROE 및 OPM 추이 및 전망



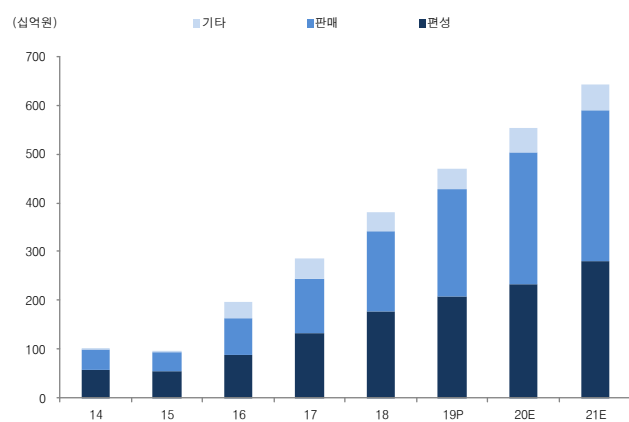
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림8 스튜디오드래곤 부문별 매출 비중('19년 기준)



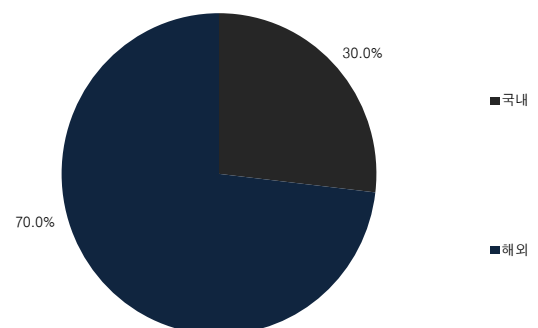
자료 : 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

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	355.9	421.6
현금및현금성자산	51.3	153.0	140.2	165.2	211.3
매출채권 및 기타채권	54.9	68.8	83.6	99.3	115.1
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	628.8	698.8
유동부채	90.7	108.2	144.5	153.5	163.1
매입채무 및 기타채무	31.7	55.3	64.4	76.6	89.2
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	155.3	164.3
지배주주지분	368.4	401.3	427.7	473.5	534.4
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	139.9	200.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	427.7	473.5	534.4

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

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	468.7	554.4	642.4
매출원가	239.7	324.0	420.8	475.9	544.4
매출총이익	47.1	55.6	47.9	78.5	98.0
판매비 및 관리비	14.2	15.7	19.2	21.0	23.1
영업이익	33.0	39.9	28.7	57.5	74.9
(EBITDA)	74.3	115.2	75.1	86.8	104.6
금융손익	-2.5	6.0	4.3	0.9	2.9
이자비용	1.7	0.1	6.0	5.1	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	58.6	78.0
계속사업법인세비용	6.4	9.8	6.7	12.8	17.1
계속사업이익	23.8	35.8	26.4	45.8	61.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	26.4	45.8	61.0
지배주주	23.8	35.8	26.4	45.8	61.0
총포괄이익	23.8	35.0	26.4	45.8	61.0
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	10.2	14.2	15.3
영업이익률 (%)	11.5	10.5	6.1	10.4	11.7
EBITDA 마진률 (%)	25.9	30.3	16.0	15.7	16.3
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	5.6	8.3	9.5
ROA (%)	6.8	7.4	4.8	7.6	9.2
ROE (%)	9.5	9.3	6.4	10.2	12.1
ROIC (%)	15.4	14.6	10.0	20.1	24.7

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Cashflow Statement					
(십억원)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7.2	-24.9	61.1	62.9	83.6
당기순이익(손실)	30.3	45.6	26.4	45.8	61.0
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	-7.2	-6.9
매출채권 감소(증가)	-13.7	-27.2	-17.9	-15.7	-15.8
재고자산 감소(증가)	-2.1	0.3	-0.1	-0.1	-0.2
매입채무 증가(감소)	9.0	25.9	9.7	12.2	12.6
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	25.0	46.1
기초현금	11.5	51.3	153.0	140.2	165.2
기말현금	51.3	153.0	140.2	165.2	211.3
NOPLAT	26.0	31.3	22.9	44.9	58.5
FCF	-137.9	121.2	-4.1	26.0	46.6

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2017	2018	2019P	2020F	2021F
투자지표 (x)					
P/E	76.4	72.3	86.0	49.7	37.3
P/B	4.9	6.5	5.3	4.8	4.3
P/S	6.4	6.8	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	22.1	21.1	27.5	23.5	19.0
P/CF	23.9	21.6	28.3	32.5	25.1
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	85.7	32.4	23.5	18.3	15.9
영업이익	98.3	21.0	-28.0	99.9	30.4
세전이익	188.3	50.8	-27.4	76.9	33.2
당기순이익	192.9	50.3	-26.2	73.1	33.2
EPS	-	50.3	-26.2	73.1	33.2
안정성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	35.6	32.8	30.7
유동비율	319.6	228.4	215.6	231.8	258.5
순차입금/자기자본(x)	-49.5	-39.3	-49.7	-51.0	-54.5
영업이익/금융비용(x)	19.0	343.0	4.8	11.3	24.2
총차입금 (십억원)	10.1	2.1	2.0	1.0	0.5
순차입금 (십억원)	-182.5	-157.6	-212.4	-241.4	-291.2
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	943	1,631	2,173
BPS	13,141	14,305	15,248	16,879	19,052
SPS	10,229	13,539	16,707	19,764	22,902
CFPS	2,714	4,280	2,863	2,498	3,227
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	-26.7	-20.2
2020.02.14	Buy	109,000	1년	-29.0	-22.0
2020.04.21	Buy	109,000	1년	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

투자의견 비율 (%)

기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	14.3
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	83.3
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.4
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2020. 04. 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 기관투자자 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.