



기업분석 | 미디어/엔터/통신

Analyst

김현용

02 3779 8955

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	110,000 원
현재주가	78,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (5/7)	668.17 pt
시가총액	21,915 억원
발행주식수	28,096 천주
52 주 최고가/최저가	91,800 / 54,000 원
90 일 일평균거래대금	263.17 억원
외국인 지분율	8.4%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	11,049 원
KOSDAQ 대비 상대수익	1개월 -6.6%
	6개월 -0.7%
	12개월 -3.3%
주주구성	CJ ENM 외 6인 61.3%
	스튜디오드래곤우리스주 0.4%

Stock Price



스튜디오드래곤 (253450)

제작비는 날씬하게, 플랫폼은 다양하게

1분기 탄탄한 호실적으로 강철 펀더멘탈 입증

동사 1분기 매출액은 1,203억원(YoY +7.6%), 영업이익 116억원(YoY +5.5%)으로 당사 전망치(1,238억원, 112억원)에 부합한 호실적을 기록했다. 예견된 편성 매출 부진을 판매 매출이 YoY +19% 증가하며 매출 증가율은 당사 전망치를 크게 벗어나지 않았던 것으로 판단된다. 아울러 수익성 측면에서도 전망치에 부합하며 코로나 무풍지대였음이 실적으로 입증되었다는 판단이다.

힘든 편성여건에도 넷플릭스 중심 플랫폼 다변화 효과 발현

모 회사의 TV광고 매출이 1분기 급감하는 등 캡티브 중심 편성으로는 지속 가능한 성장을 도모하기 힘들어진 점은 사실이다. 그럼에도 투자리수 매출 성장과 큰 폭의 증익이 가능하다고 보는 이유는 플랫폼 다변화에 있다. 국내 채널 편성도 이제는 비계열 비중이 20~30%까지 증가했고, 넷플릭스를 비롯한 OTT까지 포함하면 이익 기여도는 계열 비중이 단기간 50% 이하로까지 떨어지는 것도 가능해 보인다. 동사가 이야기의 원천을 갖고 있고, 그 이야기를 풀어주길 희망하는 곳은 점점 더 늘고 있다는 것이 팩트다.

명실상부 K-Drama 대장주로 중장기 적극매수 전략 유효

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가도 11만원으로 기준을 유지한다. 1분기 호실적을 재차 확인했고, 2분기 더킹 영원의 군주 효과로 이익 급증이 확실시되며, 하반기 넷플릭스 대작 스위트홈과 HBO 프로젝트 가시화로 이어지는 점이 핵심 투자 포인트에 해당한다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	379.6	468.7	564.3	652.9	720.8
영업이익	39.9	28.7	53.0	63.7	73.4
세전계속사업손익	45.6	33.1	54.4	62.1	68.8
순이익	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
EPS (원)	1,278	941	1,572	1,768	1,959
증감률 (%)	n/a	-26.4	67.1	12.5	10.8
PER (x)	72.3	81.0	51.5	45.8	41.4
PBR (x)	6.5	5.0	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA (x)	21.1	14.0	11.5	9.8	9.5
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.4	9.8	10.2
EBITDA 마진 (%)	17.1	11.5	14.2	14.2	14.2
ROE (%)	9.3	6.4	9.8	10.0	10.0
부채비율 (%)	27.7	35.8	28.7	27.8	26.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q 호실적 확인 → 2Q 더 킹 → 하반기 스위트홈 & HBO 프로젝트

동사 1분기 매출액은 1,203억원(YoY +7.6%), 영업이익 116억원(YoY +5.5%)으로 당사 전망치(1,238억원, 112억원)에 부합한 호실적을 기록했다. 예견된 편성 매출 부진을 판매 매출이 YoY +19% 증가하며 매출 증가율은 당사 전망치를 크게 벗어나지 않았던 것으로 판단된다. 아울러 수익성 측면에서도 전망치에 부합하며 코로나 무풍지대였음이 실적으로 입증되었다는 판단이다.

동사 2020년 실적은 매출액 5,642억원(YoY +20.4%), 영업이익 530억원(YoY +84.6%)으로 사상 최대 영업이익 경신이 예상된다. 높은 베이스에도 20% 이상 외형 성장이 가능한 이유는 캡티브 중심 사업구조에서 탈피, 넷플릭스를 위시한 글로벌 플랫폼과 국내 기타 채널향으로 기획/제작을 대폭 늘린 점에 기인한다. 보수적으로 봐도 넷플릭스 오리지널 3편, 국내 비계열 물량 3~4편으로 합산해 보면 기존 캡티브 제작물량의 약 30% 비중을 차지한다. 넷플릭스와의 파트너십 계약으로 올해부터는 마진도 확실하게 개선된 상태로, 외형 성장과 적정 마진이라는 두 마리 토끼를 모두 잡을 것으로 예상된다.

표1 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	162.6	150.0	131.4	286.8	379.6	468.7	564.3
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.5	66.7	56.6	131.2	178.1	208.7	234.0
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	72.3	66.6	58.5	111.9	162.1	219.3	264.3
기타매출	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	24.8	16.7	16.3	43.7	39.4	40.6	66.0
YoY	6.1	19.8	59.6	41.3	39.9	72.5	6.1	-4.2	7.6	26.8	14.3	34.7		32.4	23.4	20.4
편성매출	54.8	41.5	17.0	39.5	8.4	70.4	24.3	-16.0	2.5	12.7	9.7	23.8		35.7	17.2	12.1
판매매출	-12.1	9.5	172.1	46.5	75.1	109.4	-5.4	13.2	19.0	19.9	11.0	36.7		44.9	35.3	20.5
기타매출	-43.2	-1.7	-8.1	31.9	62.0	-14.0	-8.8	-6.3	-28.7	153.1	60.6	83.1		-9.8	3.0	62.6
해외 판매	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	31.7	52.8	75.6	52.2	40.9	67.2	110.2	160.4	221.5
YoY	0.4	2.5	252.7	61.0	87.7	155.8	-5.0	27.8	23.9	79.1	18.9	29.0	58.5	64.0	45.6	38.1
매출 비중	28.4	22.2	37.3	24.4	38.1	32.9	33.5	32.5	43.9	46.5	34.8	31.1	23.4	29.0	34.2	39.3
편성시간	100	98	100	120	109	123	140	102	98	139	145	123	302	418	481	505
시간당 편성매출	4.1	3.5	4.9	4.5	4.0	4.7	4.4	4.5	4.6	5.0	4.6	4.6	4.3	4.3	4.3	4.6
평균시청률	3.9	4.2	7.3	4.6	4.2	3.6	3.3	2.8	4.4				3.7	5.0	n/a	n/a
넷플릭스향	1	1	1	1	1	2	2	2	3	2	3	3	2	4	7	11
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	17.1	12.6	11.7	33.0	39.9	28.7	53.0
YoY	-23.6	-18.0	220.9	-89.9	2.8	47.9	-49.3	적전	5.5	58.3	15.6	흑전	55.7	20.8	-28.1	84.7
영업이익률(%)	13.4%	9.8%	17.4%	0.3%	9.8%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.6%	10.5%	8.4%	8.9%	11.5%	10.5%	6.1%	9.4%

자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	256.1	364.3	422.3
현금 및 현금성자산	153.0	59.8	49.8	42.8	37.8
매출채권 및 기타채권	69.0	83.7	100.8	116.6	128.7
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	24.5	100.9	75.5	174.9	225.8
비유동자산	265.2	337.1	353.1	304.1	310.1
관계기업투자등	0.4	7.3	145.0	145.0	145.0
유형자산	1.0	1.2	4.0	4.0	4.0
무형자산	198.5	233.1	204.1	155.1	161.1
자산총계	512.4	581.6	609.2	668.4	732.4
유동부채	108.2	145.1	133.8	143.3	152.3
매입채무 및 기타채무	55.3	64.4	77.5	89.7	99.0
단기금융부채	0.0	2.0	4.8	4.5	5.5
기타유동부채	52.9	78.7	51.5	49.1	47.8
비유동부채	2.9	8.2	2.0	2.0	2.0
장기금융부채	2.1	7.9	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.7	0.2	2.0	2.0	2.0
부채총계	111.1	153.3	135.8	145.3	154.3
지배주주지분	401.3	428.3	473.4	523.1	578.1
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	67.6	93.5	137.7	187.4	242.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0			
자본총계	401.3	428.3	473.4	523.1	578.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-24.9	-12.2	-16.0	-40.7	15.0
당기순이익(손실)	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
비현금수익비용가감	84.2	123.6	5.0	2.0	2.0
유형자산감가상각비	0.3	1.8	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	75	115	27.0	29.0	29.0
기타현금수익비용	-0.6	6.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-135.2	-142.9	-92.3	-121.5	-71.1
매출채권 감소(증가)	-27.2	-21.8	-17.1	-15.8	-12.1
재고자산 감소(증가)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	25.9	8.6	13.1	12.2	9.3
기타자산, 부채변동	-134.3	-130.2	-88.3	-117.8	-68.3
투자활동 현금	136.4	-81	16.2	39.0	-16.0
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.5	-2.8	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.3	29.0	49.0	-6.0
투자자산 감소(증가)	-4.7	-18.8	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	141.4	-61.3	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금	-9.7	0.0	-10.2	-5.3	-4.0
차입금의 증가(감소)	-10	0.0	-5.2	-0.3	1.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0.0	-5.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	101.7	-93.2	-10.0	-7.0	-5.0
기초현금	51.3	153.0	59.8	49.8	42.8
기말현금	153.0	59.8	49.8	42.8	37.8

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	379.6	468.7	564.3	652.9	720.8
매출원가	324	420.8	465.5	531.4	590.3
매출총이익	55.6	47.9	98.7	121.4	130.5
판매비 및 관리비	15.7	19.2	45.7	57.7	57.1
영업이익	39.9	28.7	53.0	63.7	73.4
(EBITDA)	64.9	53.7	80.0	92.7	102.4
금융손익	6.0	5.7	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	0.1	0.5	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	-1.4	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	45.6	33.1	54.4	62.1	68.8
계속사업법인세비용	9.8	6.6	10.2	12.4	13.8
계속사업이익	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
지배주주	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
총포괄이익	35.0	26.4	44.2	49.7	55.0
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	17.5	18.6	18.1
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.4	9.8	10.2
EBITDA마진률 (%)	17.1	11.5	14.2	14.2	14.2
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	7.8	7.6	7.6
ROA (%)	7.4	4.8	7.4	7.8	7.9
ROE (%)	9.3	6.4	9.8	10.0	10.0
ROIC (%)	14.6	8.2	n/a	n/a	n/a

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	72.3	81.0	51.5	45.8	41.4
P/B	6.5	5.0	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA	21.1	14.0	11.5	9.8	9.5
P/CF	21.6	14.3	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	145.8	23.5	20.4	15.7	10.4
영업이익	139.9	-28.1	84.7	20.2	15.2
세전이익	334.7	-27.6	64.4	14.2	10.8
당기순이익	340.1	-26.3	67.3	12.5	10.8
EPS	n/a	-26.4	67.1	12.5	10.8
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	28.7	27.8	26.7
유동비율	228.4	168.4	191.4	254.2	277.2
순차입금/자기자본(x)	-39.1	-24.6	-9.5	-7.3	-5.6
영업이익/금융비용(x)	343	58.1	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	2.0	10.0	4.8	4.5	5.5
순차입금 (십억원)	-157	-106	-45	-38.3	-32.3
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,572	1,768	1,959
BPS	14,305	15,242	16,848	18,617	20,575
CFPS	4,280	5,341	5,904	6,524	7,210
DPS	-	-	-	-	-

스튜디오드래곤 목표주가 추이		투자 의견 변동내역										
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2018.01.11	변경	김현용									
	2018.05.23	Buy	120,000	-8.0		-14.8						
	2018.06.04	Buy	140,000	-14.4		-28.0						
	2019.04.10	Buy	120,000	-18.9		-26.2						
	2019.05.23	Buy	96,000	-21.7		-24.5						
	2019.06.04	Buy	85,000	-5.8		-21.1						
	2019.11.08	Buy	90,000	-7.3		-12.9						
	2019.11.22	Buy	100,000	-13.0		-20.7						
	2020.04.06	Buy	110,000									

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)