



2019년 8월 27일 | Equity Research

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 외부 변수와 무관하게 2020년이 기대되는 1위 제작사

### 일본/중국 없이 2020년 고성장 재개

국제 무역갈등으로 인해 수출을 기반으로 하는 컨텐츠 기업들의 펀더멘털 훼손 우려가 높아지면서 산업의 디레이팅이 나타나고 있다. 그러나, 스튜디오드래곤은 1) 중국/일본향 비중이 매우 낮고, 2) 글로벌 OTT들의 경쟁심화로 관련 매출은 점진적으로 상향될 것이며, 3) 미국 진출과 드라마 IP의 영화화로 플러스 알파도 기대해 볼 수 있다. 외부 변수와 다소 무관하면서도 실적과 모멘텀이 점증하는 스튜디오드래곤에 대한 꾸준한 비중확대를 추천한다.

### 2019년을 기점으로 2021년까지 계단식 수익성 개선 예상

1) 내년 상반기 김은숙 작가의 '더킹'이 SBS에서 방영된다. 지상파의 드라마 슬랫은 줄어드는 추세이나, 오히려 확실한 대작에 투자해 질적으로 경쟁하는 지상파의 노선 변화가 최상위 컨텐츠를 만드는 드래곤에 있어 긍정적이다. 또한, 2) 스튜디오드래곤 2.0을 통한 신인 작가/연출의 성장이다. '왕이 된 남자', '검색어를 입력하세요 WWW', 그리고 넷플릭스 오리지널인 '좋아하면 울리는' 모두 내부 육성 작가 출신이다. 히트 가능성은 상승하고, 수익은 내재화 되는 크리에이티의 시스템화가 시작되고 있다. 3) 메가IP인 아스달연대기는 이미 고정비가 대부분 반영된 만큼 시즌제를 통해 갈수록 레버리지가 확대될 것이다.

### 미국 시즌제 제작과 OCN의 영화화가 플러스 알파

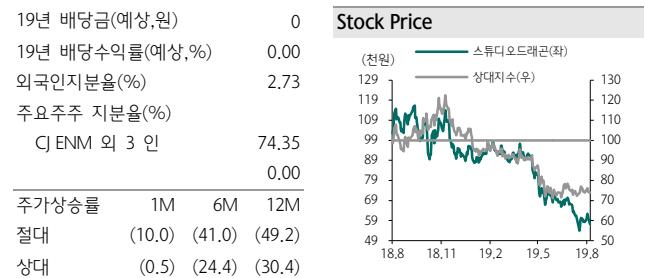
중국 모멘텀이 부재 속에서 고밸류에이션은 부담스러워 보일 수 있다. 결국 플러스 알파가 있어야 한다. 첫째로, 빠르면 연내로 예상되는 미국 제작사 인수 가능성이 있다. 국내 IP의 글로벌 시즌제 제작에 맞춰 진행시 흥행에 따라 밸류에이션 확장도 기대할 수 있다. 둘째는 드라마의 영화화다. 9월 OCN 드라마를 영화화한 '나쁜 녀석들'뿐만 아니라 '손 the guest'도 예정되어 있다. 제작비는 안정적인데 팬덤은 높은 장르물 드라마의 영화화는 흥행 기반에 따른 이익 공유가 가능해 긍정적이다. 최근 종영한 '왓처'는 OCN임에도 6~7%의 시청률로 종영하면서 채널 경쟁력도 상당히 제고되고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 86,000원 | CP(8월 26일): 57,300원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	582.91		
52주 최고/최저(원)	116,300/54,000	497.2	587.8
시가총액(십억원)	1,607.4	49.7	74.2
시가총액비중(%)	0.79	41.5	61.5
발행주식수(천주)	28,051.5		
60일 평균 거래량(천주)	143.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	9.6		
19년 배당금(예상, 원)	0		
19년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	2.73		
주요주주 지분율(%)			
CJ ENM 외 3 인	74.35		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(10.0) (41.0) (49.2)		
상대	(0.5) (24.4) (30.4)		



### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	528.6	609.6	670.5
영업이익	십억원	33.0	39.9	49.6	76.0	94.6
세전이익	십억원	30.3	45.6	55.2	83.1	103.1
순이익	십억원	23.8	35.8	39.4	64.0	79.4
EPS	원	1,050	1,278	1,404	2,282	2,830
증감률	%	84.5	21.7	9.9	62.5	24.0
PER	배	61.90	72.30	40.81	25.11	20.24
PBR	배	4.95	6.46	3.65	3.18	2.75
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	13.87	11.78	10.14
ROE	%	9.45	9.31	9.35	13.54	14.59
BPS	원	13,141	14,305	15,709	17,991	20,821
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸  
02-3771-7529  
dagyeompark@hanafn.com

 **하나금융투자**

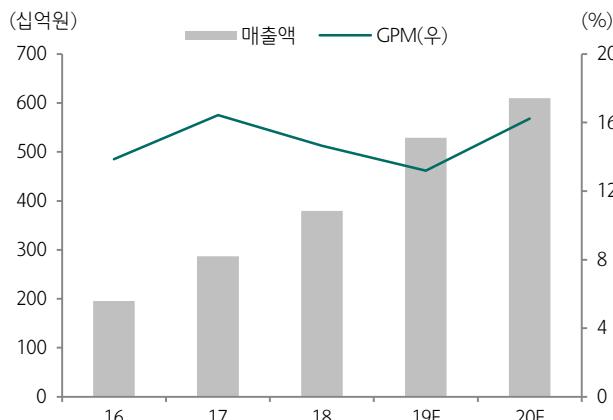
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	287	380	529	610	80	74	124	102	112	128	135	154
편성	131	178	248	300	41	34	49	54	44	58	70	76
판매	112	162	237	261	32	29	63	38	56	60	54	67
기타	44	39	43	48	7	11	11	10	12	10	11	11
오리지널	0	0	16	51	0	0	0	0	0	0	8	8
매출총이익	47	56	70	99	14	11	25	7	15	15	16	23
GPM	16%	15%	13%	16%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	12%	15%
영업이익	33	40	50	76	11	7	22	0	11	11	12	16
OPM	11%	11%	9%	12%	13%	10%	17%	0%	10%	8%	9%	10%
순이익	24	36	39	64	8	9	17	2	9	7	10	13

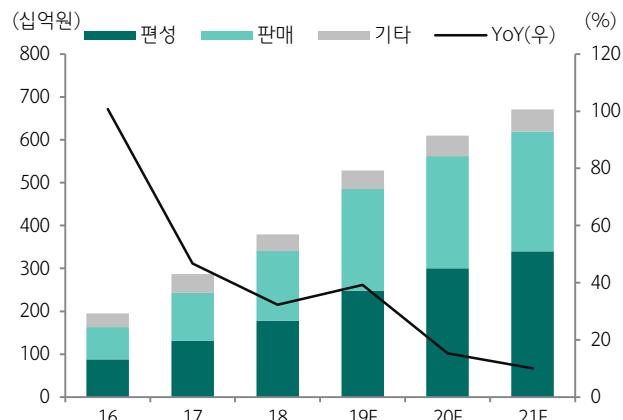
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



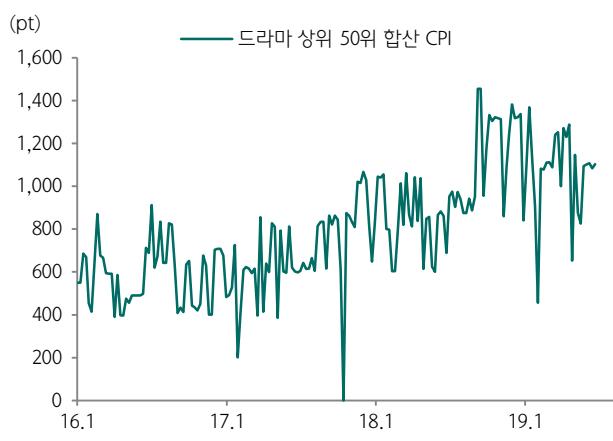
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 2. 스튜디오드래곤 부문별 매출 추이 및 전망



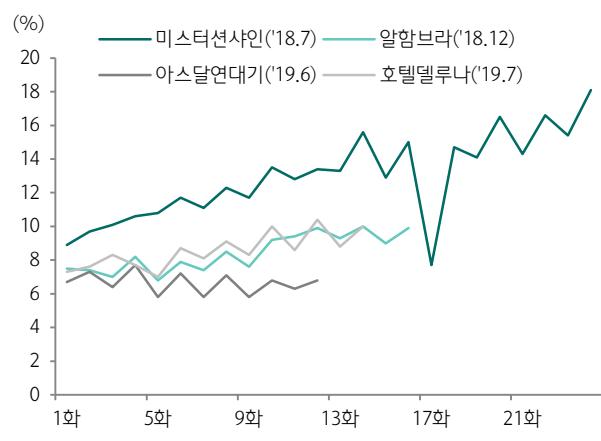
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. 드라마 상위 50위 합산 CPI 추이



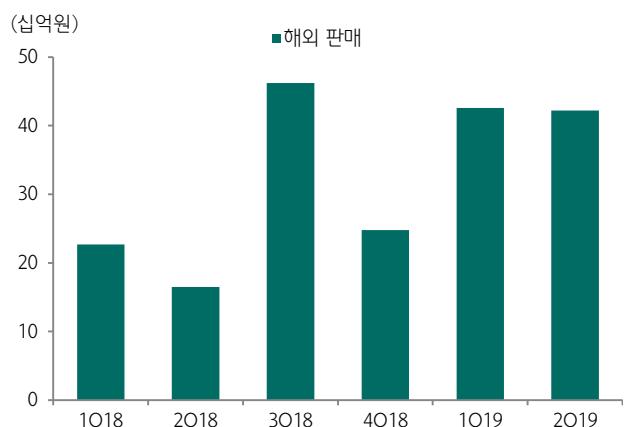
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 스튜디오드래곤 주요 텐트폴 드라마 시청률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 해외 콘텐츠 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. 국내 콘텐츠 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 7. 스튜디오드래곤 2.0 – 제작 역량 중심 성장 전략



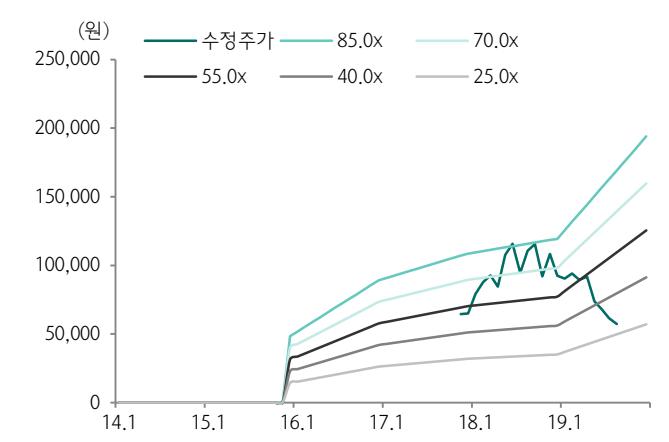
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 2019년 스튜디오 드래곤 방영 예정 라인업

		방영시작	제목	연출	작가	출연진	회차
tvN	월/화	01월 07일	왕이 된 남자	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영	16
		03월 11일	사이코메트리 그녀석	김병수	양진아	박진영, 신예은	16
		05월 06일	어비스	유제원, 주상규	문수연	박보영, 안효섭	16
		07월 01일	60일, 지정생존자	유종선	김태희	지진희, 이준혁	16
		08월 26일	위대한 쇼	신용휘	설준석	송승현, 이선빈	16
		10월 21일	유령을 잡아라	신윤섭	소원, 이영주	김선호, 문근영	16
		12월 경	블랙독	황준혁	박주연	서현진, 라미란	16
	수/목	02월 06일	진심이 닿다	박준화, 최지영	이명숙, 최보림	유인나, 이동욱	16
		04월 10일	그녀의 사생활	홍종찬 외 2	김혜영	박민영, 김재욱	16
		06월 05일	검색어를 입력하세요: www	정지현, 권영일	권도은	임수정, 이다희	16
		09월 25일	청일전자 미쓰리	한동화	박정화	이혜리, 김상경	16
		11월 경	싸이코패스 다이어리	이종재	류용재	윤시윤, 정인선	16
	금	09월 20일	쌉니다 천리마 마트	백승룡	김솔지	김병철, 이동휘	12
	토/일	01월 26일	로맨스는 별책부록	이정효	정현정	이나영, 이종석	16
		03월 23일	자백	김철규, 윤현기	임희철	이준호, 유재명	16
		06월 01일	아스달연대기 1,2	김원석	김영연, 박상연	장동건, 송중기	12
		07월 13일	호텔델루나	오충환	홍정은, 홍미란	이지은, 여진구	16
		09월 07일	아스달연대기 3				6
		09년	날 녹여주오	신우철	백미경	지창욱, 원진아	16
		미정	사랑의 불시착	이정효	박지운	현빈, 손예진	
OCN	수/목	03월 06일	빙의	최도훈	박희강	송새벽, 고준희	16
		05월 08일	구해줘 2	이권	서주연	엄채구, 천호진	16
		07월 17일	미스터기간제	성용일	장홍철	윤균상, 금새록	16
		09월 18일	달리는 조사관	김용수	백정철	이요원, 최귀화	
	토/일	03월 23일	킬잇	남성우, 안지숙	손연수, 최명진	장기용, 나나	12
		05월 11일	보이스 3	남기훈	마진원	이하나, 이진욱	16
		07월 06일	왓쳐	안길호	한상운	한석규, 서강준	16
		10월 경	모두의 거짓말	이윤정	전영신, 원유정	이민기, 이유영	16
기타	지상파	05월 22일	봄밤	안판석	김은	한지민, 정해인	32
		07월 19일	의사요한	조수원	김지운	지성, 이세영	32
	넷플릭스 오리지널	08월 22일	좋아하면 올리는 1	이나정	천계영	김소연, 송강, 정가람	8
		4Q	나홀로 그대 1	이상엽	류용재	윤현민, 고성희	12-15

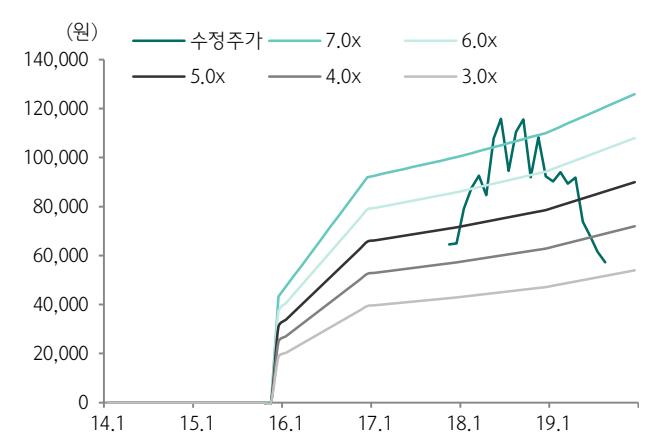
자료: 언론보도 집계, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 9. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>528.6</b>	<b>609.6</b>	<b>670.5</b>
매출원가	239.7	324.0	458.9	510.7	550.3
매출총이익	47.1	55.6	69.7	98.9	120.2
판관비	14.2	15.7	20.1	22.8	25.6
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>49.6</b>	<b>76.0</b>	<b>94.6</b>
금융순익	(2.5)	6.1	5.9	7.1	8.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>30.3</b>	<b>45.6</b>	<b>55.2</b>	<b>83.1</b>	<b>103.1</b>
법인세	6.4	9.8	15.9	19.1	23.7
계속사업이익	23.8	35.8	39.4	64.0	79.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>23.8</b>	<b>35.8</b>	<b>39.4</b>	<b>64.0</b>	<b>79.4</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>23.8</b>	<b>35.8</b>	<b>39.4</b>	<b>64.0</b>	<b>79.4</b>
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	39.4	64.0	79.4
NOPAT	26.0	31.3	35.4	58.6	72.9
EBITDA	74.3	115.2	98.3	107.5	115.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	85.8	32.4	39.3	15.3	10.0
NOPAT증가율	101.6	20.4	13.1	65.5	24.4
EBITDA증가율	91.5	55.0	(14.7)	9.4	7.0
영업이익증가율	98.8	20.9	24.3	53.2	24.5
(지배주주)순익증가율	193.8	50.4	10.1	62.4	24.1
EPS증가율	84.5	21.7	9.9	62.5	24.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	16.4	14.6	13.2	16.2	17.9
EBITDA이익률	25.9	30.3	18.6	17.6	17.2
영업이익률	11.5	10.5	9.4	12.5	14.1
계속사업이익률	8.3	9.4	7.5	10.5	11.8

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,050	1,278	1,404	2,282	2,830
BPS	13,141	14,305	15,709	17,991	20,821
CFPS	3,068	3,930	3,562	3,876	4,121
EBITDAPS	3,271	4,108	3,503	3,833	4,099
SPS	12,628	13,539	18,843	21,731	23,903
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	61.9	72.3	40.8	25.1	20.2
PBR	4.9	6.5	3.6	3.2	2.8
PCFR	21.2	23.5	16.1	14.8	13.9
EV/EBITDA	22.1	21.2	13.9	11.8	10.1
PSR	5.1	6.8	3.0	2.6	2.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.5	9.3	9.4	13.5	14.6
ROA	6.8	7.4	7.1	10.1	11.0
ROIC	15.3	14.6	16.2	33.3	49.1
부채비율	24.7	27.7	34.2	34.1	32.2
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(55.4)	(67.5)	(75.6)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	1,214.1	1,861.7	2,316.5

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

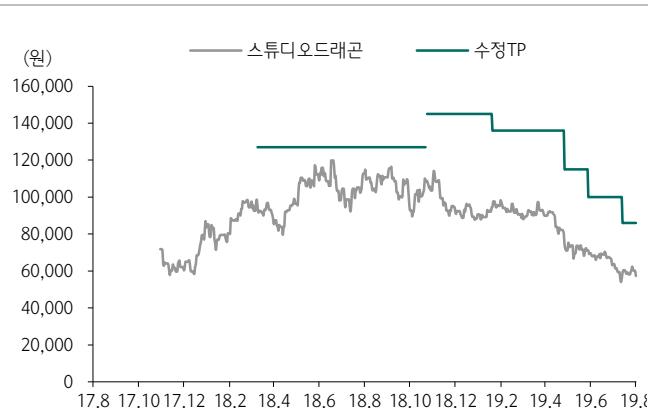
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>289.8</b>	<b>247.2</b>	<b>373.9</b>	<b>490.2</b>	<b>605.6</b>
금융자산	192.6	155.5	246.2	343.0	443.6
현금성자산	51.3	153.0	242.8	339.0	439.3
매출채권 등	54.9	68.8	95.8	110.4	121.5
재고자산	1.3	0.6	0.8	0.9	1.0
기타유동자산	41.0	22.3	31.1	35.9	39.5
<b>비유동자산</b>	<b>169.6</b>	<b>265.2</b>	<b>217.4</b>	<b>186.6</b>	<b>166.8</b>
투자자산	3.8	3.7	4.6	5.3	5.9
금융자산	3.8	3.3	4.6	5.3	5.9
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	150.1	118.8	98.6
기타비유동자산	37.2	62.0	62.0	61.9	61.9
<b>자산총계</b>	<b>459.5</b>	<b>512.4</b>	<b>591.3</b>	<b>676.8</b>	<b>772.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>90.7</b>	<b>108.2</b>	<b>147.5</b>	<b>168.8</b>	<b>184.9</b>
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	83.4	96.2	105.8
기타유동부채	46.4	48.3	64.1	72.6	79.1
<b>비유동부채</b>	<b>0.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.1	1.2	1.3
<b>부채총계</b>	<b>91.0</b>	<b>111.1</b>	<b>150.6</b>	<b>172.1</b>	<b>188.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>368.4</b>	<b>401.3</b>	<b>440.7</b>	<b>504.7</b>	<b>584.1</b>
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
자본조정	2.7	0.3	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	0.0	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	32.1	67.6	107.0	171.0	250.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>368.4</b>	<b>401.3</b>	<b>440.7</b>	<b>504.7</b>	<b>584.1</b>
순금융부채	(182.5)	(153.4)	(244.1)	(340.8)	(441.5)

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(7.2)</b>	<b>(29.1)</b>	<b>87.6</b>	<b>91.5</b>	<b>93.3</b>
당기순이익	23.8	35.8	39.4	64.0	79.4
조정	41.9	74.5	44.6	25.6	12.4
감가상각비	41.3	75.3	48.7	31.5	20.4
외환거래손익	0.8	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	(0.3)	(4.1)	(5.9)	(8.0)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	3.6	1.9	1.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(141.0)</b>	<b>140.6</b>	<b>2.2</b>	<b>4.7</b>	<b>7.0</b>
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.9)	(0.7)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.1	5.4	7.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>188.1</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.0)</b>
금융부채증가(감소)	(18.0)	(7.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.7)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>39.8</b>	<b>101.7</b>	<b>89.8</b>	<b>96.2</b>	<b>100.3</b>
Unlevered CFO	69.7	110.2	99.9	108.7	115.6
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	87.6	91.5	93.3

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.8.9	BUY	86,000		
19.6.24	BUY	100,000	-35.83%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.57%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-32.90%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	담당자변경	145,000		
18.11.18	담당자변경			-
18.4.5	BUY	127,000	-19.28%	-5.67%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

\* 기준일: 2019년 8월 26일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 08월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.