# 스튜디오드래곤 (253450.KQ)

# 4Q19 Review: 어닝 쇼크, 콘텐츠 흥행의 중요성 재확인

Tech Media Telecom
T·M·T

2020. 02. 14



5G/Telecom/Contents 한상웅
02)368-6139
sangwoung@eugenefn.com



| 시장 Consensus 대비(영업이익 기준) | | |
|---|---|---|
| Above | In-line | Below |
| | | O |

**BUY(유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 유지) | 100,000원 |
| 현재주가(2/13) | 86,000원 |

| Key Data | (기준일: 2020.2.13) |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,233 |
| KOSDAQ(pt) | 688 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 2,416 |
| 52 주 최고/최저(원) | 99,000 / 50,900 |
| 52 주 일간 Beta | 0.93 |
| 발행주식수(천주) | 28,096 |
| 평균거래량(3M,천주) | 171 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 13,779 |
| 배당수익률(20F, %) | - |
| 외국인 지분율(%) | 7.7 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| CJ ENM 외 5 인 | 69.3 |

| Company Performance | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
| 절대수익률 | -1.1 | 14.4 | 47.0 | -9.0 |
| KOSPI 대비상대수익률 | -2.4 | 10.5 | 30.6 | -1.9 |

### ■ 4Q19 Review: 영업이익 적자 전환

스튜디오드래곤의 4 분기 실적은 매출액 974 억원(-4% yoy), 영업손실 41 억원(적자 전환 yoy)로 당사 추정치 및 시장 컨센서스(58 억원)을 큰 폭으로 하회하는 어닝 쇼크를 기록했다. 영업손실은 4 분기 방영 된 드라마 시청률 부진에 따른 VOD 매출 감소, OCN 드라마 편성 축소, 기대작 '사랑의 불시착'은 6 회만 실적에 반영됐기 때문이다.

### ■ 2020 년 드라마 제작 편수 증가에 따른 매출 성장에 따른 외형 성장 지속

2020 년 동사 매출액과 영업이익을 각각 6,119 억원(+31% yoy), 614 억원(+114% yoy)으로 전망한다. 2019 년 대비 드라마 제작편수가 5 편(캡티브향 2 편 증가) 증가하며, 외형 성장을 지속할 전망이다. 2019 년 대비 큰 폭의 영업이익 개선은 손익분기점 수준이었던 '아스달 연대기'와 부진했던 4 분기 대비 2020 년 제작 작품의 수익성 개선이 기대되기 때문이다. **글로벌 OTT 사업자 넷플릭스와 3 년간 드라마 공급 계약을 체결에 따른 판매 조건 개선으로 이익 성장 가시성도 높다.** 또한 논캡티브향 드라마 판매 채널 확대, 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 확대로 포트폴리오 다각화에 따른 성장도 가능하다.

### ■ 글로벌 진출을 통한 성장 가시화 투자의견 및 목표주가 유지

동사는 **해외 판매 확대와 글로벌 드라마 공동 제작 등을 통해 글로벌 확장을 본격화할 계획**이다. 2019 년 해외 판매 매출도 전년대비 46% 증가하며, 해외 진출이 성장의 핵심 축으로 자리매김했다. 현재 미국법인을 통한 북미 사업 확장 및 네트워크 확대를 진행 중이며, HBO 와는 오리지널 드라마(ALONE)에 대한 공동기획 및 대본을 개발 중에 있다. **글로벌 OTT 플랫폼 사업자간의 콘텐츠 경쟁 확대로 동사의 제작 역량이 주목 받고 있다**는 판단이다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 100,000 원을 유지한다.

**Earnings Summary(IFRS 연결기준)**

| (단위: 십억원, (%,%p) | 4Q19P | | | | | 1Q20E | | | 2018 | 2019P | | 2020E | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 실적발표 | 당사 예상치 | 차이 | 컨센서스 | 차이 | 예상치 | qoq | yoy | | 예상치 | yoy | 예상치 | yoy |
| 매출액 | 97 | 105 | -7.6 | 102 | -5.0 | 123 | 26.4 | 10.0 | 380 | 469 | 23.4 | 612 | 30.6 |
| 영업이익 | -4 | 5 | 적전 | 6 | 적전 | 13 | 흑전 | 14.8 | 40 | 29 | -28.2 | 61 | 114.4 |
| 세전이익 | -5 | 7 | 적전 | 8 | 적전 | 14 | 흑전 | 8.0 | 46 | 33 | -27.5 | 65 | 97.5 |
| 순이익 | -2 | 5 | 적전 | 5 | 적전 | 11 | 흑전 | 21.0 | 36 | 26 | -26.2 | 51 | 92.7 |
| 영업이익률 | -4.2 | 4.7 | -8.9 | 5.6 | -9.8 | 10.3 | 14.5 | 0.4 | 10.5 | 6.1 | -4.4 | 10.0 | 3.9 |
| 순이익률 | -1.7 | 5.2 | -6.9 | 5.2 | -6.8 | 9.1 | 10.7 | 0.8 | 9.4 | 5.6 | -3.8 | 8.3 | 2.7 |
| EPS(원) | -231 | 780 | 적전 | 840 | 적전 | 1,587 | 흑전 | 20.8 | 1,278 | 943 | -26.2 | 1,814 | 92.5 |
| BPS(원) | 15,267 | 15,520 | -1.6 | 14,471 | 5.5 | 15,664 | 2.6 | 7.0 | 14,305 | 15,267 | 6.7 | 17,082 | 11.9 |
| ROE(%) | -1.5 | 5.0 | -6.5 | 5.8 | -7.3 | 10.1 | 11.6 | 1.2 | 9.3 | 6.4 | -2.9 | 11.2 | 4.8 |
| PER(X) | na | 110.2 | - | 102.4 | - | 54.2 | - | - | 72.3 | 91.2 | - | 47.4 | - |
| PBR(X) | 5.6 | 5.5 | - | 5.9 | - | 5.5 | - | - | 6.5 | 5.6 | - | 5.0 | - |

자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

**도표 1 4Q19 잠정 실적**

| (십억원) | 4Q19P | 4Q18 | 3Q19 | % yoy | % qoq | 컨센서스 | 차이(%) | 당사추정치 | 차이(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 97 | 102 | 131 | -4.3 | -25.8 | 102 | -5.0 | 105 | -7.6 |
| 영업이익 | -4 | 0 | 11 | 적전 | 적전 | 6 | 적전 | 5 | 적전 |
| 세전이익 | -5 | 2 | 13 | 적전 | 적전 | 8 | 적전 | 7 | 적전 |
| 순이익 | -2 | 2 | 12 | 적전 | 적전 | 5 | 적전 | 5 | 적전 |
| % of Sales | | | | | | | | | |
| 영업이익 | -4.2% | 0.4% | 8.3% | - | - | 5.6% | - | 4.7% | - |
| 순이익 | -1.7% | 1.7% | 8.8% | - | - | 5.2% | - | 5.2% | - |

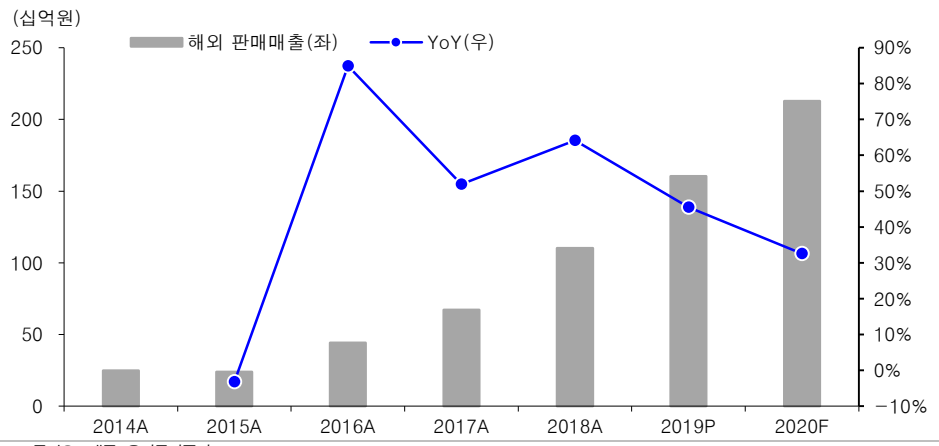
자료: 제이콘텐트리, 유진투자증권

**도표 2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망**

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19P | 1Q20F | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2018A | 2019P | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **111.8** | **128.2** | **131.2** | **97.4** | **123.0** | **166.3** | **160.2** | **162.3** | **379.5** | **468.5** | **611.9** |
| *YoY* | *40.0%* | *72.6%* | *6.1%* | *-4.3%* | *10.0%* | *29.8%* | *22.2%* | *66.7%* | *32.3%* | *23.4%* | *30.6%* |
| **편성 매출** | **44.1** | **58.1** | **60.8** | **45.7** | **57.6** | **74.2** | **69.6** | **78.3** | **178.1** | **208.7** | **279.7** |
| **판매 매출** | **56.2** | **60.3** | **60.0** | **42.8** | **54.5** | **77.6** | **77.1** | **69.4** | **162.1** | **219.3** | **278.5** |
| **기타 매출** | **11.5** | **9.8** | **10.4** | **8.9** | **11.0** | **14.6** | **13.5** | **14.6** | **39.4** | **40.6** | **53.7** |
| 매출원가 | 96.8 | 112.8 | 115.8 | 95.2 | 106.0 | 143.2 | 142.0 | 139.1 | 324.0 | 420.7 | 530.3 |
| 매출원가율 | 86.6% | 88.0% | 88.3% | 97.8% | 86.2% | 86.1% | 88.6% | 85.7% | 85.4% | 89.8% | 86.7% |
| 매출총이익 | 15.0 | 15.4 | 15.3 | 2.1 | 17.0 | 23.1 | 18.2 | 23.3 | 55.5 | 47.8 | 81.6 |
| 매출총이익률 | 13.4% | 12.0% | 11.7% | 2.2% | 13.8% | 13.9% | 11.4% | 14.3% | 14.6% | 10.2% | 13.3% |
| 판관비 | 4.0 | 4.6 | 4.4 | 6.2 | 4.4 | 4.8 | 4.9 | 6.1 | 15.7 | 19.2 | 20.2 |
| 판관비율 | 3.6% | 3.6% | 3.3% | 6.4% | 3.6% | 2.9% | 3.0% | 3.8% | 4.1% | 4.1% | 3.3% |
| **영업이익** | **11.0** | **10.8** | **11.0** | **(4.1)** | **12.7** | **18.3** | **13.3** | **17.1** | **39.8** | **28.7** | **61.4** |
| *YoY* | *3.5%* | *47.2%* | *-48.8%* | *적전* | *14.8%* | *69.6%* | *21.5%* | *흑전* | *20.8%* | *-27.9%* | *113.8%* |
| OPM | 9.9% | 8.4% | 8.4% | -4.2% | 10.3% | 11.0% | 8.3% | 10.6% | 10.5% | 6.1% | 10.0% |
| 영업외손익 | 2.1 | 1.1 | 2.2 | (1.1) | 1.6 | 1.1 | 2.3 | (1.1) | 5.7 | 4.3 | 3.9 |
| 세전이익 | 13.1 | 11.8 | 13.2 | (5.1) | 14.3 | 19.4 | 15.6 | 16.0 | 45.6 | 33.1 | 65.3 |
| 세전이익률 | 11.8% | 9.2% | 10.1% | -5.2% | 11.6% | 11.6% | 9.8% | 9.9% | 12.0% | 7.1% | 10.7% |
| 법인세 | 4.0 | 4.6 | 1.6 | (3.5) | 3.1 | 4.3 | 3.4 | 3.5 | 9.9 | 6.6 | 14.4 |
| **당기순이익** | **9.1** | **7.3** | **11.6** | **(1.6)** | **11.1** | **15.1** | **12.2** | **12.5** | **35.7** | **26.4** | **51.0** |
| NPM | 8.2% | 5.7% | 8.9% | -1.6% | 9.1% | 9.1% | 7.6% | 7.7% | 9.4% | 5.6% | 8.3% |

자료: 유진투자증권

**도표 3 연간 해외 판매매출 추이 및 전망**




자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

# 스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **459** | **512** | **564** | **625** | **703** |
| 유동자산 | 290 | 247 | 263 | 441 | 633 |
| 현금성자산 | 193 | 160 | 174 | 305 | 456 |
| 매출채권 | 55 | 69 | 71 | 118 | 158 |
| 재고자산 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 170 | 265 | 300 | 183 | 70 |
| 투자자산 | 41 | 66 | 96 | 100 | 104 |
| 유형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 128 | 199 | 203 | 82 | (35) |
| **부채총계** | **91** | **111** | **135** | **145** | **154** |
| 유동부채 | 91 | 108 | 126 | 136 | 145 |
| 매입채무 | 32 | 55 | 14 | 24 | 32 |
| 유동성이자부채 | 10 | 0 | 58 | 58 | 58 |
| 기타 | 49 | 53 | 53 | 54 | 55 |
| 비유동부채 | 0 | 3 | 9 | 9 | 9 |
| 비유동이자부채 | 0 | 2 | 7 | 7 | 7 |
| 기타 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| **자본총계** | **368** | **401** | **429** | **480** | **549** |
| 지배지분 | 368 | 401 | 429 | 480 | 549 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 320 | 320 | 322 | 322 | 322 |
| 이익잉여금 | 32 | 68 | 94 | 145 | 215 |
| 기타 | 3 | (0) | (1) | (1) | (1) |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | **368** | **401** | **429** | **480** | **549** |
| 총차입금 | 10 | 2 | 65 | 65 | 65 |
| 순차입금 | (183) | (158) | (109) | (239) | (391) |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **287** | **380** | **469** | **612** | **725** |
| 증가율(%) | 85.7 | 32.4 | 23.4 | 30.6 | 18.5 |
| 매출원가 | 240 | 324 | 421 | 530 | 617 |
| **매출총이익** | **47** | **56** | **48** | **82** | **107** |
| 판매 및 일반관리비 | 14 | 16 | 19 | 20 | 22 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| **영업이익** | **33** | **40** | **29** | **61** | **85** |
| 증가율(%) | 98.3 | 21.0 | (28.2) | 114.4 | 38.6 |
| **EBITDA** | **74** | **115** | **145** | **184** | **205** |
| 증가율(%) | 91.4 | 55.1 | 25.6 | 27.4 | 11.2 |
| **영업외손익** | **(3)** | **6** | **4** | **4** | **4** |
| 이자수익 | 1 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 이자비용 | 2 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업손익 | (2) | 2 | 1 | (0) | (1) |
| **세전순이익** | **30** | **46** | **33** | **65** | **89** |
| 증가율(%) | 188.3 | 50.8 | (27.5) | 97.5 | 36.5 |
| 법인세비용 | 6 | 10 | 7 | 14 | 20 |
| **당기순이익** | **24** | **36** | **26** | **51** | **70** |
| 증가율(%) | 192.9 | 50.3 | (26.2) | 92.7 | 36.5 |
| 지배주주지분 | 24 | 36 | 26 | 51 | 70 |
| 증가율(%) | 192.9 | 50.3 | (26.2) | 92.7 | 36.5 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EPS(원)** | **851** | **1,278** | **943** | **1,814** | **2,476** |
| 증가율(%) | (77.0) | 50.3 | (26.2) | 92.5 | 36.5 |
| 수정EPS(원) | 851 | 1,278 | 943 | 1,814 | 2,476 |
| 증가율(%) | (77.0) | 50.3 | (26.2) | 92.5 | 36.5 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **(7)** | **(25)** | **42** | **136** | **158** |
| 당기순이익 | 30 | 46 | 26 | 51 | 70 |
| 자산상각비 | 41 | 75 | 116 | 123 | 120 |
| 기타비현금성손익 | 1 | (1) | 9 | 0 | 0 |
| 운전자본증감 | (73) | (135) | (92) | (37) | (32) |
| 매출채권감소(증가) | (14) | (27) | (11) | (47) | (40) |
| 재고자산감소(증가) | (2) | 0 | 0 | (0) | (0) |
| 매입채무증가(감소) | 9 | 26 | 12 | 10 | 8 |
| 기타 | (66) | (134) | (94) | 0 | 0 |
| **투자현금** | **(141)** | **136** | **(101)** | **(9)** | **(10)** |
| 단기투자자산감소 | 0 | (4) | (75) | (3) | (3) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 설비투자 | (0) | (0) | (1) | (0) | (0) |
| 유형자산처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (0) | (0) | (1) | (2) | (2) |
| **재무현금** | **188** | **(10)** | **0** | **0** | **0** |
| 차입금증가 | (18) | (10) | (1) | 0 | 0 |
| 자본증가 | 208 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금 증감** | **40** | **102** | **(59)** | **127** | **148** |
| 기초현금 | 12 | 51 | 153 | 94 | 221 |
| 기말현금 | 51 | 153 | 94 | 221 | 370 |
| Gross Cash flow | 76 | 120 | 152 | 174 | 189 |
| Gross Investment | 214 | (5) | 118 | 43 | 38 |
| **Free Cash Flow** | **(138)** | **125** | **34** | **131** | **152** |

자료: 유진투자증권

## 주요투자지표

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 851 | 1,278 | 943 | 1,814 | 2,476 |
| BPS | 13,141 | 14,305 | 15,267 | 17,082 | 19,557 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | 76.4 | 72.3 | 89.1 | 46.3 | 33.9 |
| PBR | 4.9 | 6.5 | 5.5 | 4.9 | 4.3 |
| EV/ EBITDA | 22.1 | 21.1 | 15.6 | 11.5 | 9.6 |
| 배당수익율 | 0.0 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 23.9 | 21.6 | 15.5 | 13.6 | 12.5 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 11.5 | 10.5 | 6.1 | 10.0 | 11.7 |
| EBITDA이익율 | 25.9 | 30.3 | 30.9 | 30.1 | 28.3 |
| 순이익율 | 8.3 | 9.4 | 5.6 | 8.3 | 9.6 |
| ROE | 9.5 | 9.3 | 6.4 | 11.2 | 13.5 |
| ROIC | 15.4 | 14.6 | 8.2 | 17.3 | 33.9 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (49.5) | (39.3) | (25.3) | (49.8) | (71.1) |
| 유동비율 | 319.6 | 228.4 | 208.7 | 323.8 | 436.7 |
| 이자보상배율 | 19.0 | 343.0 | 57.5 | 78.8 | 109.3 |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 매출채권회전율 | 6.1 | 6.1 | 6.7 | 6.5 | 5.3 |
| 재고자산회전율 | n/a | 405.4 | 934.5 | 1,080.8 | 875.8 |
| 매입채무회전율 | 11.1 | 8.7 | 13.4 | 31.8 | 25.8 |

## Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

| | | 당사 투자의견 비율(%) |
|---|---|---|
| • STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| • BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 89% |
| • HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 11% |
| • REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2019.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가 대비 | 괴리율(%) 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018-10-15 | Buy | 130,000 | 1년 | -26.5 | -12.2 |
| 2019-01-23 | Buy | 130,000 | 1년 | -29.0 | -24.4 |
| 2019-02-15 | Buy | 130,000 | 1년 | -28.9 | -24.4 |
| 2019-03-26 | Buy | 130,000 | 1년 | -29.6 | -25.2 |
| 2019-05-10 | Buy | 110,000 | 1년 | -30.4 | -24.3 |
| 2019-06-04 | Buy | 91,000 | 1년 | -22.6 | -4.4 |
| 2019-07-09 | Buy | 91,000 | 1년 | -22.4 | -4.4 |
| 2019-08-09 | Buy | 91,000 | 1년 | -20.8 | -4.4 |
| 2019-09-18 | Buy | 91,000 | 1년 | -17.6 | -4.4 |
| 2019-10-15 | Buy | 91,000 | 1년 | -15.7 | -4.4 |
| 2019-11-08 | Buy | 91,000 | 1년 | -13.7 | -4.4 |
| 2019-11-22 | Buy | 91,000 | 1년 | -13.6 | -4.4 |
| 2019-12-04 | Buy | 91,000 | 1년 | -13.0 | -4.4 |
| 2019-12-18 | Buy | 91,000 | 1년 | -11.6 | -4.4 |
| 2020-01-15 | Buy | 100,000 | 1년 | -15.8 | -13.1 |
| 2020-02-14 | Buy | 100,000 | 1년 | | |

스튜디오드래곤(253450.KQ) 주가 및 목표주가 추이
**담당 애널리스트: 한상웅**

