

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

'팔릴 콘텐츠'가 가장 많은 제작사

코로나19 영향으로부터 가장 자유로운 사업자. 1)실내활동 증가에 따른 콘텐츠 수요 증가 및 2)넷플릭스와의 바인딩 계약을 바탕으로 안정적인 연간 텐트폴 판매까지 담보될 것. 커버리지 내 Top-pick 관점 유지함

코로나19에도 튼튼하다

코로나19 영향으로부터 가장 자유로운 사업자. '기생충' 및 '킹덤' 효과로 한국 콘텐츠의 글로벌 인지도 상승 추세인 가운데, 코로나19 영향으로 실내 활동이 증가하며 국내외 콘텐츠 수요가 늘어나는 국면. 국내 가구당 주말 TV 시청 시간은 2월 627분(+41분 y-y), 3월 647분(+69분 y-y)으로 증가했고, 글로벌OTT의 신규 구독자 증가폭 두드러짐. 양질의 콘텐츠 라이브러리를 보유한 동사에게 기회가 될 시점. 커버리지 Top-pick 유지

안정적 해외판매로 이익 레버리지 기대감도 높아진다

동사 넷플릭스와의 바인딩 계약으로 콘텐츠 판매가 담보된 상황. 올해 넷플릭스로 판매될 작품은 오리지널 시리즈인 '나홀로 그대 S1(1Q)' 및 '스위트홈 S1(3Q)'을 포함한 최소 2편이며, 글로벌 방영권 판매 방식으로 6편 이상 판매될 것으로 추정. 방영권 판매 시 리캡률은 전년 대비 높은 수준일 것으로 보이는 바, 2019년 대비 판매 작품 수가 유의미하게 증가하지 않더라도 판매매출은 증가할 가능성 높음. 동사 무형자산 선상각 역기지 구간 마무리된 만큼, 판매매출 성장을 통한 이익 레버리지 극대화 기대 가능

1Q Preview: 양질의 라인업 회복 → 판매 매출 성장세 회복

1분기 연결기준 매출 1,332억원(+19% y-y), 영업이익 115억원(+5% y-y)으로 컨센서스에 부합할 것. 1분기 텐트폴 '사랑의 불시착' 및 '하이바이 마마'의 경우 넷플릭스 글로벌 선판매, 일반 드라마 '방법' 및 '메모리스트'의 경우 지역별 선판매 완료. 구작 '날 녹여주오' 판매매출도 반영 예정. 시청률 지표 높아지는 가운데, VOD 매출도 호조. 향후 '더 킹: 영원의 군주', '사이코지만 괜찮아', '비밀의 숲 S2', '스위트홈' 등 기대작 이어질 것

스튜디오드래곤 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E				2Q20F	
					예상치	y-y	q-q	기준추정		컨센서스
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	133.2	19.1	36.8	133.2	121.5	144.7
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.5	4.7	흑전	11.6	11.5	17.3
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.1	8.7			8.7	9.4	12.0
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.2	13.7	3.3	흑전	13.7	12.1	18.4
(지배)순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	10.7	15.7	흑전	10.7	9.8	14.3

주: IFRS 연결기준, 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Report | 2020. 3. 30

※ESG Index/Event는 7페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	110,000원 (유지)
현재가 (20/03/27)	75,700원
업종	미디어/엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	1,717.73 / 522.83
시가총액(보통주)	2,126.9십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('19/04/16)	97,300원
최저가('19/08/06)	54,000원
평균거래대금(60일)	11.5십억원
배당수익률(2020E)	0.00%
외국인지분율	8.6%
주요주주	
CJ ENM 외 5 인	69.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	-4.1	9.2	-14.2	
상대수익률 (%)	21.3	31.0	19.6	
	2019	2020E	2021F	2022F
매출액	468.7	586.5	643.3	724.1
증감률	23.5	25.1	9.7	12.6
영업이익	28.7	68.4	99.2	123.2
증감률	-28.1	138.3	45.0	24.2
영업이익률	6.1	11.7	15.4	17.0
(지배)순이익	26.4	56.7	81.9	101.2
EPS	941	2,019	2,916	3,601
증감률	-26.4	114.6	44.4	23.5
PER	85.9	37.5	26.0	21.0
PBR	5.3	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	14.9	11.0	9.0	7.7
ROE	6.4	12.4	15.6	16.4
부채비율	35.8	33.0	29.5	26.2
순차입금	-100.7	-104.1	-167.7	-257.8

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. 넷플릭스와 2020년부터 3년간 21편의 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 보유하고 있으며, 물리적 제작 역량은 연간 40편 수준. 2019년 매출 비중은 편성 44.6%, 판매 46.8%, 기타 8.7%. 글로벌 사업자와의 풍부한 레퍼런스 및 양질의 인재풀로 차별화. 목표주가 110,000원, 투자의견 Buy, 커버리지 Top-pick

Share price drivers/Earnings Momentum

- 넷플릭스 외 글로벌OTT와의 수출 계약 개시
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작비 및 마진 상승
- 중국 한한령 해제를 통한 중국 시장 수출 재개
- CJ ENM 보유 지분 매각을 통한 SI 확보 가속화

Downside Risk

- 주요 작가 및 연출의 경쟁사 이직
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국 한한령 지속으로 인한 수출 재개 지연
- CJ ENM 보유 지분의 FI로의 매각

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2020E	2021F	2020E	2021F	2020E	2021F
Netflix	60.7	43.1	15.4	18.1	25.3	26.3
Disney	22.4	18.1	2.1	2.0	9.3	10.8
CJ ENM	11.1	9.5	0.7	0.6	6.1	6.8
제이콘텐츠리	14.2	10.2	1.0	0.9	7.0	9.0
에이스토리	18.6	12.2	3.1	2.5	18.2	22.5

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2018	2019	2020E	2021F	2022F
PER	72.3	85.9	37.5	26.0	21.0
PBR	6.5	5.3	4.4	3.8	3.2
PSR	6.8	4.8	3.6	3.3	2.9
ROE	9.3	6.4	12.4	15.6	16.4
ROIC	11.5	6.1	15.7	20.7	24.9

자료: NH투자증권 리서치본부

ESG Index

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

ESG Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2019	2020E	2021F	2022F
매출액	- 수정 후	468.7	586.5	643.3	724.1
	- 수정 전	-	586.5	671.4	748.2
	- 변동률		0.0	-4.2	-3.2
영업이익	- 수정 후	28.7	68.4	99.2	123.2
	- 수정 전	-	67.2	98.9	116.7
	- 변동률		1.8	0.3	5.6
영업이익률(수정 후)		6.1	11.7	15.4	17.0
EBITDA		145.5	184.5	217.5	241.5
(지배지분)순이익		26.4	56.7	81.9	101.2
EPS	- 수정 후	941	2,019	2,916	3,601
	- 수정 전		1,987	2,865	3,360
	- 변동률		1.6	1.8	7.2
PER		85.9	37.5	26.0	21.0
PBR		5.3	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA		14.9	11.0	9.0	7.7
ROE		6.4	12.4	15.6	16.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020E	2021F
전체 작품수	6	6	6	8	7	8	7	5	8	8	8	8	25	27	31	32
국내방영	6	6	6	8	7	8	6	5	7	8	7	7	25	26	28	29
OTT	-	-	-	-	-	-	1	-	1	-	1	1	-	1	3	3
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	133.2	144.7	163.3	145.3	379.6	468.6	586.5	643.3
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	54.0	64.1	59.9	57.8	178.1	208.7	235.8	222.9
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	67.0	66.0	90.1	74.7	162.1	219.3	297.7	367.6
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	12.2	14.6	13.3	12.9	39.4	40.6	53.0	52.7
%y-y(매출액)	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	6.0	-4.3	19.1	12.8	24.5	49.3	32.4	23.4	25.2	9.7
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	95.2	116.4	121.0	137.2	121.7	324.0	420.8	496.3	522.2
제작비	44.6	33.3	47.7	60.0	48.8	64.5	70.8	48.6	69.5	73.5	89.7	74.6	185.6	232.7	307.2	325.4
무형자산상각비	12.6	13.1	23.3	25.9	26.7	32.5	28.4	27.4	28.6	29.4	29.4	27.6	74.9	115.0	115.1	117.3
지급수수료 外	9.1	17.2	27.9	9.3	21.3	15.8	16.6	19.3	18.3	18.1	18.1	19.5	63.5	73.1	74.0	79.5
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	2.1	16.8	23.6	26.1	23.7	55.6	47.8	90.2	121.1
GPM%	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.7	2.2	12.6	16.3	16.0	16.3	14.6	10.2	15.4	18.8
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.1	11.5	17.3	22.2	17.3	39.8	28.6	68.4	99.2
OPM%	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	-4.2	8.7	12.0	13.6	11.9	10.5	6.1	11.7	15.4
%y-y(영업이익)	-23.7	-17.6	218.5	-88.9	3.5	47.3	-49.2	-1,165	4.7	60.6	103.4	-522.3	20.5	-28.2	139.0	45.1
당기순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	-1.6	10.7	14.3	19.0	12.7	35.8	26.4	56.7	81.9
NPM(%)	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	-1.7	8.0	9.9	11.7	8.7	9.4	5.6	9.7	12.7

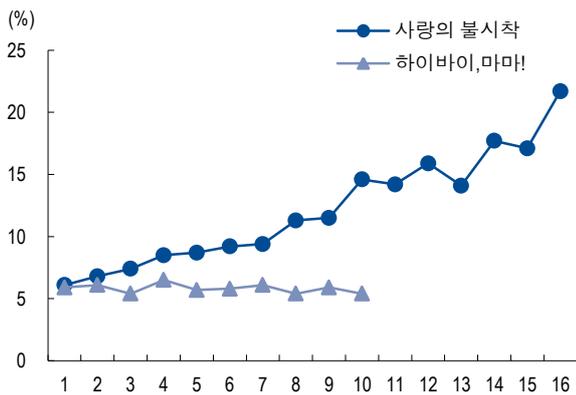
주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영)
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 2020년 드라마 라인업

제목	방영(예정)일	반영분기	채널	구분	최고시청률	비고
사랑의 불시착	19.12.14~20.02.02	4Q, 1Q	tvN	16 부작	17.7%	[텐트폴]
블랙독	19.12.16~20.02.04	4Q, 1Q	tvN	16 부작	5.4%	
머니게임	20.01.15~20.03.05	1Q	tvN	16 부작	3.5%	
본대로 말하라	20.02.01~02.03.08	1Q	OCN	16 부작	4.4%	
방법	20.02.10~20.03.17	1Q	tvN	12 부작	6.7%	[텐트폴]
하이바이, 마마!	20.02.22~20.04.11	1Q, 2Q	tvN	16 부작	6.5%	
메모리스트	20.03.11~20.04.30	1Q, 2Q	tvN	16 부작	3.4%	
반의 반	20.03.23~20.05.12	2Q	tvN	16 부작	5.0%	
루갈	20.03.28~20.06.07	2Q	OCN	16 부작	5.0%	
한 번 다녀왔습니다	20.03.28~20.09.13	2Q	KBS2	50 부작	20.0%	
더 킹: 영원의 군주	20.04.04~20.05.24	2Q	SBS	16 부작	20.0%	[텐트폴]
화양연화	20.04.18~20.05.24	2Q	tvN	16 부작	5.0%	
오 마이 베이비	20.05.06~20.06.25	2Q, 3Q	tvN	16 부작	5.0%	
사이코지만 괜찮아	20.06.13~20.08.02	2Q, 3Q	tvN	16 부작	20.0%	

자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. '사랑의 불시착' 및 '하이바이,마마!' 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, NH투자증권 리서치본부

그림2. 넷플릭스 내 스튜디오드래곤 신작 트래픽 순위권



자료: 넷플릭스, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
매출액	468.7	586.5	643.3	724.1
증감률 (%)	23.5	25.1	9.7	12.6
매출원가	420.8	496.3	522.2	572.6
매출총이익	47.9	90.2	121.1	151.5
Gross 마진 (%)	10.2	15.4	18.8	20.9
판매비와 일반관리비	19.2	21.8	21.9	28.3
영업이익	28.7	68.4	99.2	123.2
증감률 (%)	-28.1	138.3	45.0	24.2
OP 마진 (%)	6.1	11.7	15.4	17.0
EBITDA	145.5	184.5	217.5	241.5
영업외손익	4.4	4.3	4.3	4.3
금융수익(비용)	4.3	4.3	4.3	4.3
기타영업외손익	0.1	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	33.1	72.7	103.6	127.6
법인세비용	6.6	16.0	21.6	26.4
계속사업이익	26.4	56.7	81.9	101.2
당기순이익	26.4	56.7	81.9	101.2
증감률 (%)	-26.3	114.8	44.4	23.6
Net 마진 (%)	5.6	9.7	12.7	14.0
지배주주지분 순이익	26.4	56.7	81.9	101.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.7	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	25.7	56.7	81.9	101.2

Valuation Profitability Stability				
	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
PER(X)	85.9	37.5	26.0	21.0
PBR(X)	5.3	4.4	3.8	3.2
PCR(X)	15.1	11.4	9.7	8.9
PSR(X)	4.8	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA(X)	14.9	11.0	9.0	7.7
EV/EBIT(X)	75.7	29.6	19.7	15.2
EPS(W)	941	2,019	2,916	3,601
BPS(W)	15,242	17,261	20,178	23,779
SPS(W)	16,698	20,873	22,894	25,772
자기자본이익률(ROE, %)	6.4	12.4	15.6	16.4
총자산이익률(ROA, %)	4.8	9.2	11.9	12.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	6.1	15.7	20.7	24.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-23.5	-21.5	-29.6	-38.6
총부채/ 자기자본(%)	35.8	33.0	29.5	26.2
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	168.4	174.3	213.8	260.6
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	80,900	75,700	75,700	75,700
시가총액(십억원)	2,273	2,127	2,127	2,127

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
현금및현금성자산	59.8	61.2	122.6	210.4
매출채권	83.6	98.6	108.5	111.7
유동자산	244.5	264.7	340.1	435.3
유형자산	1.2	1.2	1.2	1.2
투자자산	13.4	7.4	7.8	8.1
비유동자산	337.1	380.4	394.1	408.1
자산총계	581.6	645.1	734.2	843.4
단기성부채	2.0	2.5	2.7	3.1
매입채무	18.4	18.4	18.8	19.5
유동부채	145.1	151.9	159.0	167.0
장기성부채	7.9	7.9	7.9	7.9
장기충당부채	0.2	0.3	0.3	0.3
비유동부채	8.2	8.2	8.2	8.3
부채총계	153.3	160.1	167.3	175.3
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	93.5	150.3	232.2	333.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	485.0	566.9	668.1

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
영업활동 현금흐름	-12.2	159.5	191.8	216.2
당기순이익	26.4	56.7	81.9	101.2
+ 유/무형자산상각비	116.8	116.1	118.3	118.3
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.6	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	150.0	186.0	218.2	240.1
- 운전자본의증가(감소)	-142.9	-10.6	-4.8	2.5
투자활동 현금흐름	-81.0	-158.7	-130.5	-128.8
+ 유형자산 감소	0.2	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.6	-2.0	-2.0	-2.0
+ 투자자산의매각(취득)	-9.7	6.0	-0.4	-0.4
Free Cash Flow	-12.8	157.5	189.8	214.2
Net Cash Flow	-93.1	0.8	61.2	87.4
재무활동현금흐름	0.0	0.5	0.2	0.3
자기자본 증가	1.7	0.0	0.0	0.0
부채증감	-1.7	0.5	0.2	0.3
현금의증가	-93.2	1.3	61.5	87.8
기말현금 및 현금성자산	59.8	61.2	122.6	210.4
기말 순부채(순현금)	-100.7	-104.1	-167.7	-257.8