

스튜디오드래곤 (253450)

2020. 4. 6

미디어/엔터

Analyst 김현용
02. 3779 8955

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

사고로 명품은 비싼 법

코로나를 빚겨간 강철 펀더멘탈: 넷플릭스 & 비계열 물량 급증

동사는 연초 사랑의 불시착, 하이 바이 마마 등 주력 금토극이 시청률 호조와 더불어 넷플릭스에 동시 방영되며, 안정적 성장세를 이어가고 있는 것으로 판단된다. 매분기 2편의 동시방영과 1편의 오리지널 공급이 기대되며, 이는 전년비 넷플릭스향 공급작품수가 40% 증가한 것에 해당한다. 아울러 비계열 물량도 KBS 주말극과 SBS 금토극 더킹: 영원의 군주 등 상반기만 2편을 기획/제작한 상황이다. 캡티브를 보수적으로 플랫폼으로 가정해도 올해 프로젝트 수는 전년비 10% 이상 늘어난 33편이 가능할 전망이다.

넷플릭스에 이어 HBO까지 고성장은 계속된다

넷플릭스는 이제 동사의 확실한 수익원으로 자리잡아 가고 있다. 포괄적 파트너십 체결 이후 마진도 개선된 것으로 확인되고, 대작 오리지널도 대부분 동사가 주도하며 양적/질적으로 넷플릭스와의 끈끈한 관계가 포착되고 있다. 여기에 더해 하반기에는 HBO 오리지널까지 가세할 예정이다. 이미 기획/개발에 착수한 상태로 이르면 하반기 중 제작에 돌입할 것으로 전망된다. tvN/OCN을 기반으로 넷플릭스, HBO 등 글로벌 OTT, 그리고 국내 기타채널까지 플랫폼을 아우르는 글로벌 제작사로 발돋움할 전망이다.

1분기 영업이익 112억원으로 시장기대치 부합 예상

동사 1분기 매출액은 1,238억원(YoY +10.7%), 영업이익 112억원(YoY +1.8%)으로 시장기대치에 부합하는 호실적이 예상된다. 매출액은 OCN 수목극 부재 등 편성시간 및 제작매출의 감소가 예상되지만, 주력 금토극들이 넷플릭스에 판매되는 등 유통매출이 큰 폭 증가하며 이를 메이크업할 것으로 전망된다. 일회성 비용도 없을 것으로 예상됨에 따라 정상 마진이 예상된다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 11만원(상향) 제시

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 11만원으로 10% 상향한다. 목표주가 상향은 넷플릭스 오리지널 물량 증가 및 하반기 글로벌 프로젝트 가시화를 반영한 실적 상향에 기인한다. 코로나 무풍지대로서, 섹터 내 탑픽으로 추천한다.

Buy (maintain)

목표주가 **110,000 원**

현재주가 **80,800 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (4/3)	573.01 pt
시가총액	22,702 억원
발행주식수	28,096 천주
52 주 최고가/최저가	97,300 / 54,000 원
90 일 일평균거래대금	118.59 억원
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	11,049 원
KOSDAQ 대비	1개월 17.0%
	6개월 27.5%
	12개월 16.4%
주주구성	CJ ENM(외 4인) 69.3%
	스튜디오드래곤우리사주 0.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,278	50.1	64.9	72.3	32.4	21.1	9.3
2019	468.7	28.7	33.0	26.4	941	-26.4	53.7	81.0	25.1	14.0	6.4
2020E	564.3	53.0	54.4	44.2	1,572	67.1	80.0	51.5	14.6	11.5	9.8
2021E	652.9	63.7	62.1	49.7	1,768	12.5	92.7	45.8	11.5	9.8	10.0
2022E	720.8	73.4	68.8	55.0	1,959	10.8	102.4	41.4	9.8	9.5	10.0

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유일하게 고성장하는 미디어/엔터의 등불 같은 존재

동사 1분기 매출액은 1,238억원(YoY +10.7%), 영업이익 112억원(YoY +1.8%)으로 시장기대치에 부합하는 호실적이 예상된다. 매출액은 OCN 수목극 부재 등 편성시간 및 제작매출의 감소가 예상되지만, 주력 금토극들이 넷플릭스에 판매되는 등 유통매출이 큰 폭 증가하며 이를 메이크업할 것으로 전망된다. 일회성 비용도 없을 것으로 예상됨에 따라 정상 마진이 예상된다.

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 27% 비중을 차지한다. 넷플릭스와의 파트너십 계약으로 올해부터는 마진도 확실하게 개선된 상태로, 외형 성장과 적정 마진이라는 두 마리 토끼를 모두 잡을 것으로 예상된다.

표16 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	123.8	159.1	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	41.2	69.5	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	67.1	72.1	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	15.5	17.5	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	10.7	24.1	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	-6.6	19.6	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	19.4	19.6	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	34.8	78.6	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	54.1	74.3	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	27.1	76.0	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	43.7	46.7	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	4.2	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	11.2	17.1	13.0	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	1.8	58.3	19.3	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%	9.0%	10.7%	8.7%	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	59.8	49.8	42.8	37.8
매출채권 및 기타채권	69	83.7	100.8	116.6	128.7
재고자산	0.6	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	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	14	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			
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	-10.2	-5.3	-4.0
차입금의 증가(감소)	-10	0	-5.2	-0.3	1.0
자본의 증가(감소)	0	0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0	0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	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	59.8	49.8	42.8	37.8

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

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	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
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
EBITDA 마진률 (%)	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	-	-	-	-	-