

스튜디오드래곤(253450)

하 회 **부 합** 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

사상 최대 판매매출 경신

영업이익 116억원(+5.5% YoY) 기록하며 컨센서스 부합
 캡티브의 제작비 축소 vs. 해외 판매매출 증가
 2분기 증익과 구작 라이브러리 가격 상승 기대

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

Facts : 영업이익 116억원(+5.5% YoY) 기록하며 컨센서스 부합

1분기 매출액은 1,203억원(+7.6% YoY), 영업이익은 116억원(+5.5% YoY)을 기록하며 우리의 추정치와 시장 컨센서스에 부합했다. 코로나에 따른 국내 판매매출(VOD)의 증가는 크지 않았으나 구작 판매 증가와 넷플릭스 오리지널 공개로 해외 판매매출이 호조를 보이며 사상 최대 판매매출을 경신했다.

Stock Data

KOSPI(5/7)	1,929
주가(5/7)	78,000
시가총액(십억원)	2,192
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(가원)	90,800/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,100
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.3/8.4
주요주주(%)	CJ ENM 외 5 인 61.3

Pros & cons : 캡티브의 제작비 축소 vs. 해외 판매매출 증가

코로나 여파로 동사 캡티브 채널(tvN, OCN 등)의 광고 매출이 전년대비 29% 감소했다. 이에 캡티브 채널은 콘텐츠 제작비를 10~15% 축소할 계획을 밝혔다. 제작비 축소는 1분기 프리뷰 때 반영해 두었으나 향후 드라마 라인업이 축소된다면 추가적인 조정이 불가피하다.

Valuation 지표

	2019A	2020F	2021F
PER(x)	86.0	44.4	33.4
PBR(x)	5.3	4.6	4.0
ROE(%)	6.4	10.9	12.9
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	14.9	13.1	11.5
EPS(원)	941	1,756	2,335
BPS(원)	15,242	16,974	19,284

하반기 편성매출의 부진을 판매매출로 상쇄할 전망이다. 코로나로 인한 미국과 일본의 콘텐츠 제작 차질로 한국 콘텐츠에 대한 수요가 높아졌기 때문이다. ‘도깨비’가 넷플릭스 공개를 앞두고 있고, ‘백일의 낭군님’은 5월 10일 NHK(일본 방송사)에서 방영될 예정이다.

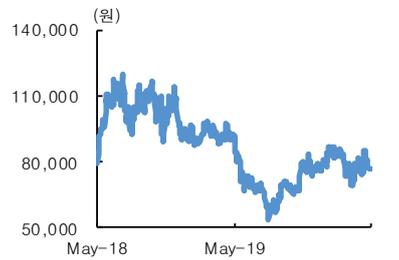
주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.4	(0.4)	(14.1)
KOSDAQ 대비(%p)	(6.6)	(0.7)	(2.8)

Action : 2분기 증익과 구작 라이브러리 가격 상승 기대

스튜디오드래곤에 대해 매수 의견과 목표주가 100,000원(12MF PER 45배)을 유지한다. ‘더킹’의 시청률 부진으로 주가가 약세를 보였지만 시청률이 실적에 미치는 영향은 매우 제한적이다. 오히려 2분기 증익(+80% YoY) 모멘텀과 해외 콘텐츠 제작 차질에 따른 구작 라이브러리 가격 상승이 기대되는 시점이다. 장기적으로도 K-콘텐츠에 대한 세계인들의 관심이 높아지고 있는 만큼 한국 No.1 드라마 제작사인 동사에 관심을 가질 필요가 있다.

주가추이



자료: FnGuide

오태완

taewan.oh@truefriend.com

오해리

haeri.oh@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	23.5	7.6	117.9
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.6	NM	5.5	11.0
영업이익률(%)	9.8	8.4	8.3	(4.1)	9.6			9.3
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.2)	12.0	NM	(9.1)	12.2
순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	8.5	NM	(7.6)	9.4

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익
자료: 한국투자증권

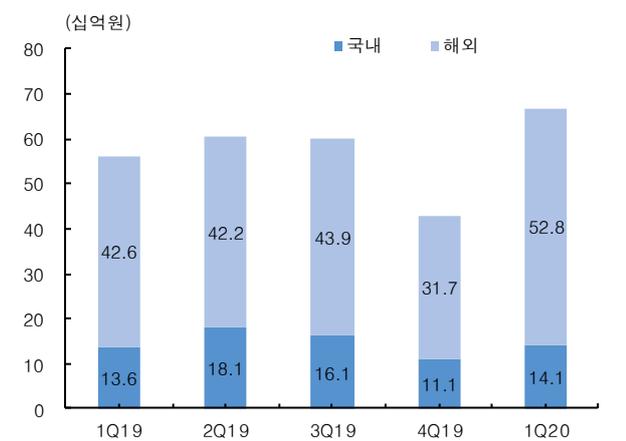
〈표 2〉 실적 추이 및 전망: 2분기 '더킹' 편성에 따른 증익 모멘텀에 주목

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	146.1	123.1	134.6	379.6	468.7	524.0	553.0
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	67.0	50.6	53.4	178.1	208.7	216.2	219.0
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	44.4	33.5	47.1	48.5	168.6	194.3	173.5	189.0
Non-Captive	0.2	3.7	10.5	0.0	0.8	33.5	3.5	4.9	9.5	14.4	42.7	30.0
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	67.0	62.4	71.5	162.1	219.3	267.8	290.2
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	14.1	18.8	14.2	13.9	51.8	58.8	60.9	64.6
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	52.8	48.2	48.2	57.7	110.2	160.4	206.9	225.6
기타(PPL, OST)	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	12.1	10.1	9.6	39.4	40.6	40.0	43.8
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	24.8	20.4	21.0	55.6	47.9	82.8	103.0
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.6	19.4	15.1	12.9	39.9	28.7	59.0	79.1
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.1)	12.0	20.1	17.2	15.0	45.7	33.1	64.3	84.1
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	8.5	15.7	13.4	11.7	35.8	26.4	49.4	65.6
(%)												
매출총이익률	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	17.0	16.6	15.6	14.6	10.2	15.8	18.6
영업이익률	9.9	8.4	8.3	(4.1)	9.7	13.3	12.3	9.6	10.5	6.1	11.3	14.3
순이익률	8.2	5.7	8.8	(1.7)	7.1	10.8	10.9	8.7	9.4	5.6	9.4	11.9
(% YoY)												
매출액	40.0	72.6	6.0	(4.2)	7.6	13.9	(6.2)	38.1	32.4	23.5	11.8	5.5
영업이익	3.5	47.3	(49.2)	적전	5.5	79.6	38.7	흑전	21.0	(28.1)	105.6	34.0
지배주주순이익	17.2	(17.4)	(33.5)	적전	(7.3)	114.1	16.2	흑전	50.3	(26.3)	86.8	32.9

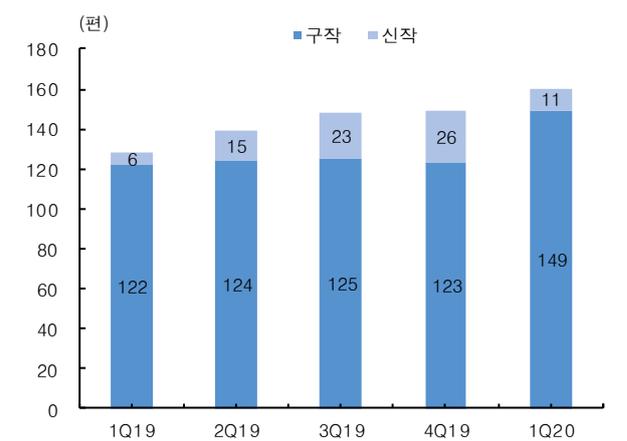
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈그림 1〉 판매매출: 눈에 띄는 해외 판매매출 증가



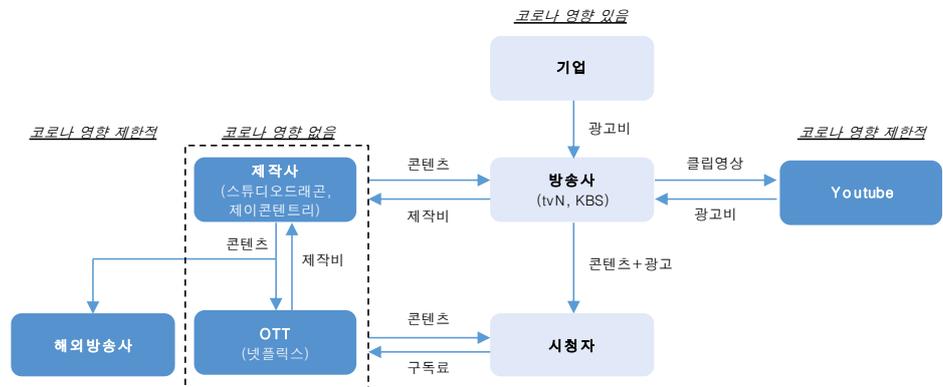
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈그림 2〉 라이브러리 판매: 역대 최대 규모의 구작 판매



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 2020년 성장의 키워드는 ‘글로벌’



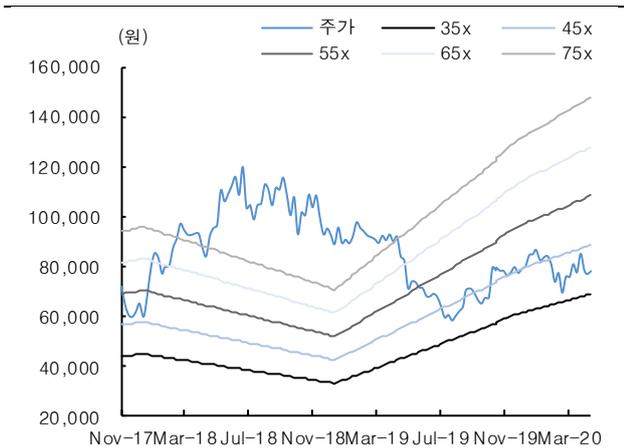
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 3> 목표주가 도출

구분	내용	설명
12MF 지배주주순이익(십억원)	60.2	
목표 PER(배)	45	historical PER(아스달연대기 part 2 종료)
적정 시가총액(십억원)	2,709	
주식수(천주)	28,082	
적정주가(원)	96,450	
목표주가(원)	100,000	
현재주가(원)	78,000	5월 7일 증가 기준
상승여력(%)	28	

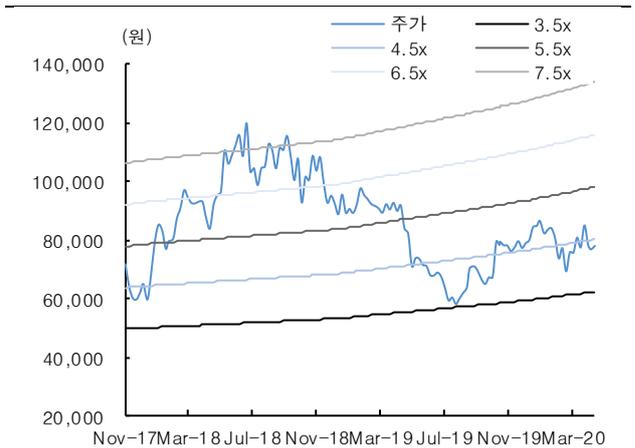
자료: 한국투자증권

[그림 4] 12개월 forward PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] 12개월 forward PBR band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하며 방송사, OTT 등에 배급하고 방영 후 국내외 유통사업을 영위하는 국내 No. 1 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM 드라마 부문에서 분사됐으며 2017년 11월 코스닥에 상장함.

- 편성매출: 드라마를 방송사 채널에 편성하면서 발생하는 매출
- 판매매출: 드라마를 국내외 방송사, IPTV, OTT 등에 유통하며 발생하는 매출
- Captive 채널: 자체적으로 보유하고 있는 채널이나 계열사가 보유하고 있는 채널(tvN, OCN, Mnet 등)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	258	316	353
현금성자산	153	60	57	111	126
매출채권및기타채권	69	84	94	96	104
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	375	422	479
투자자산	4	13	15	16	18
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	199	233	261	304	346
자산총계	512	582	632	738	832
유동부채	108	145	163	144	164
매입채무및기타채무	60	66	78	86	98
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	8	8	8	8
부채총계	111	153	171	152	172
지배주주지분	401	428	477	542	610
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
기타자본	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	68	94	143	208	277
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	477	542	610

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	(29)	(12)	153	136	169
당기순이익	36	26	49	66	69
유형자산감가상각비	0	2	2	2	2
무형자산상각비	75	115	98	96	99
자산부채변동	(139)	(143)	4	(28)	(1)
기타	(1)	(12)	0	0	0
투자활동현금흐름	141	(81)	(143)	(143)	(162)
유형자산투자	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	138	(57)	(2)	(2)	(3)
무형자산순증	(0)	(0)	(126)	(139)	(141)
기타	3	(23)	(13)	0	(16)
재무활동현금흐름	(10)	(0)	2	2	2
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(10)	0	2	2	2
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	102	(93)	12	(5)	9

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

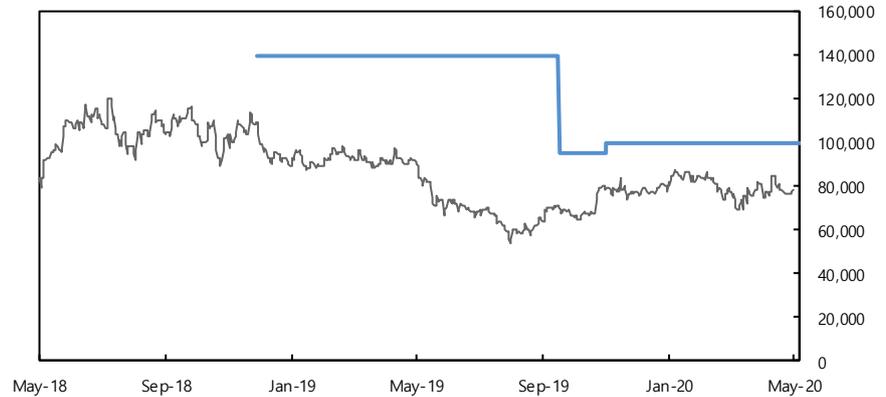
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	524	553	629
매출원가	324	421	441	450	519
매출총이익	56	48	83	103	110
판매관리비	16	19	24	24	28
영업이익	40	29	59	79	82
금융수익	7	10	17	14	16
이자수익	4	3	14	11	13
금융비용	1	6	11	9	10
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	33	64	84	88
법인세비용	10	7	15	19	19
연결당기순이익	36	26	49	66	69
지배주주지분순이익	36	26	49	66	69
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	35	26	49	65	68
지배주주지분포괄이익	35	26	49	65	68
EBITDA	115	146	159	177	183

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,756	2,335	2,448
BPS	14,305	15,242	16,974	19,284	21,707
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	32.4	23.5	11.8	5.5	13.7
영업이익증가율	21.0	(28.1)	105.4	34.2	3.5
순이익증가율	50.3	(26.3)	86.7	32.9	4.8
EPS증가율	21.4	(26.4)	86.6	32.9	4.8
EBITDA증가율	55.1	26.4	9.3	11.2	3.3
수익성(%)					
영업이익률	10.5	6.1	11.2	14.3	13.0
순이익률	9.4	5.6	9.4	11.9	10.9
EBITDA Margin	30.3	31.1	30.3	32.0	29.1
ROA	7.4	4.8	8.1	9.6	8.8
ROE	9.3	6.4	10.9	12.9	11.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(157)	(106)	(110)	(162)	(183)
차입금/자본총계비율(%)	0.5	2.3	2.5	2.6	2.6
Valuation(X)					
PER	72.3	86.0	44.4	33.4	31.9
PBR	6.5	5.3	4.6	4.0	3.6
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.1	11.5	11.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-42.1	-22.1
	2019.09.23	매수	95,000원	-26.1	-15.7
	2019.11.08	매수	100,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2020년 5월 7일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2020. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.4%	17.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.