

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

뉴 노멀의 진정한 수혜자

코로나19로 OTT 시장 커지면서 콘텐츠 가치 상승. 동사 안정적 콘텐츠 공급 역량 보유한 가운데, 최근 한국 드라마의 글로벌 인지도 높아진 상황. P(단가)와 Q(판매처) 양쪽의 확대 기회. 커버리지 Top-pick 제시

미국에서 KBO가 흥행할 정도로, 세계는 콘텐츠가 고프다

코로나19로 OTT 수요 증가 빨라지는 가운데, 글로벌 락다운으로 콘텐츠 공급 차질 지속됨. 하반기 콘텐츠의 공급 쇼티지 가능성 높아지며 공급 여력 높은 사업자 협상력 개선될 것. 최근 한국 프로야구 콘텐츠가 낮은 인지도에도 불구하고, MLB 개막 지연으로 희소성이 높아지며 미국 스트리밍 흥행에 성공한 바 있음. 공급여력 보유한 사업자 수혜 가능성을 보여주는 사례

넷플릭스에 의하면 현재 콘텐츠 제작이 가능한 국가는 한국과 아이슬란드. 콘텐츠 자체의 희소성이 높아진 가운데, 한국 드라마 콘텐츠는 1)서구권 인지도는 상승 추세에 있고 2)성장 시장인 아시아에서는 핵심 콘텐츠로 작용 가능한 만큼 내재 가치도 높음. 국내 콘텐츠 사업자에게 극히 우호적인 외부환경. 제작 역량 및 글로벌 레퍼런스가 풍부한 동사 최대 수혜 기대

Post-Covid19: P와 Q 양쪽의 기회

코로나19로 인해 올해 동사의 콘텐츠 공급 역량은 글로벌 평균 대비 안정적일 것. 이는 동사에게 1)단가 상승 및 2)판매처 확대로 작용 가능

동사 텐트폴 신작 '사랑의 불시착'은 서구권을 포함한 글로벌에서 흥행. '더 킹: 영원의 군주'의 경우 아시아 주요국 넷플릭스 트래픽 Top3에 해당. 이처럼 긍정적인 글로벌 성과에 힘입어 단가 및 리콥률은 이미 상승세

또한 디즈니+가 아시아로의 진출을 가속화한 상황. 지난 3월 인도에 이어, 일본에 6월 론칭 예정. 디즈니+의 특성(자체 콘텐츠 위주) 상 시일 내 방영권 판매처 확대에 이어지기는 어려워보이나, 아시아 시장을 타깃한 '오리지널 시리즈' 제작에 돌입 시 판매처 확대 가능성도 높아진 상황

K-콘텐츠의 글로벌 인지도 상승: '사랑의 불시착' IMDb 별점 8.9 기록

Gisaengchung (2019)	★ 8.6 ¹⁰ 338,558
15 2h 12min Comedy, Drama, Thriller 30 May 2019 (South Korea)	
Kingdom	★ 8.3 ¹⁰ 18,795
18 45min Action, Drama, Horror TV Series (2019-)	
Sarangui bulsichak	★ 8.9 ¹⁰ 3,325
Sa-rang-eui bul-sa-chak (original title) 15 1h 10min Comedy, Romance TV Series (2019-)	

자료: IMDb, NH투자증권 리서치센터

Company Comment | 2020. 5. 19

※ ESG Index/Event는 46페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	110,000원 (유지)
현재가 ('20/05/18)	75,900원
업종	미디어/엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	1,937.11 / 690.85
시가총액(보통주)	2,132.5십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('20/01/13)	87,000원
최저가('19/08/06)	54,000원
평균거래대금(60일)	27.0십억원
배당수익률(2020E)	0.00%
외국인지분율	8.1%
주요주주	
CJ ENM 외 5 인	61.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	-8.1	-2.2	-7.7	
상대수익률 (%p)	-9.2	-5.2	-4.6	
	2019	2020E	2021F	2022F
매출액	468.7	555.8	621.2	639.2
중감률	23.5	18.6	11.8	2.9
영업이익	28.7	74.4	119.4	67.7
중감률	-28.1	159.2	60.5	-43.3
영업이익률	6.1	13.4	19.2	10.6
(지배지분)순이익	26.4	59.3	97.1	55.7
EPS	941	2,110	3,457	1,983
중감률	-26.4	124.2	63.8	-42.6
PER	85.9	36.0	22.0	38.3
PBR	5.3	4.4	3.6	3.3
EV/EBITDA	14.9	11.2	8.6	10.9
ROE	6.4	12.9	18.1	9.1
부채비율	35.8	32.8	28.6	27.3
순차입금	-100.7	-116.3	-202.5	-249.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhq.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, 투자 의견 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	70.4	52.4	18.6	13.5	26.4	25.9
Disney	58.9	29.8	2.2	2.2	3.8	7.3
CJ ENM	16.0	12.7	0.8	0.8	5.1	6.1
제이콘텐트리	85.0	15.7	1.6	1.5	1.9	9.3
에이스토리	N/A	16.7	1.8	1.6	-3.4	9.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2018	2019	2020E	2021F	2022F
PER	72.3	85.9	36.0	22.0	38.3
PBR	6.5	5.3	4.4	3.6	3.3
PSR	6.8	4.8	3.8	3.4	3.3
ROE	9.3	6.4	12.9	18.1	9.1
ROIC	11.5	6.1	17.1	26.0	14.3

자료: Bloomberg, 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	469	556	621	639
영업이익	29	74	119	68
영업이익률	6.2	13.3	19.2	10.6
EBITDA	146	180	225	173
(지배지분)순이익	26	59	97	56
EPS	941	2,110	3,457	1,983
PER	85.9	36.0	22.0	38.3
PBR	5.3	4.4	3.6	3.3
EV/EBITDA	14.9	11.2	8.6	10.9
ROE	6.4	12.9	18.1	9.1

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	1Q20P	2Q20E	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020E	2021F
전체 작품수	6	6	6	8	7	8	7	5	8	8	8	8	25	27	32	33
국내방영	6	6	6	8	7	8	6	5	7	8	7	7	25	26	29	30
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	120.3	138.2	160.1	137.1	379.6	468.7	555.8	621.2
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	58.2	55.7	50.6	178.1	208.7	209.7	196.6
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	70.0	94.7	77.4	162.1	219.3	309.1	387.0
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	10.0	9.7	9.0	39.4	40.6	37.0	37.6
%y-y(매출액)	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	6.0	-4.3	7.6	7.8	22.1	40.7	32.4	23.5	18.6	11.8
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	112.4	128.1	108.5	324.0	420.8	452.6	471.3
제작비	44.6	33.3	47.7	60.0	48.8	64.5	70.8	48.6	61.9	66.1	82.2	64.0	185.6	232.7	274.1	284.2
무형자산상각비	12.6	13.1	23.3	25.9	26.7	32.5	28.4	27.4	25.6	27.5	27.0	24.5	74.9	115.0	104.6	104.0
지급수수료 外	9.1	17.2	27.9	9.3	21.3	15.8	16.6	19.3	16.1	18.8	18.9	20.0	63.5	73.1	73.9	83.0
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	2.1	16.7	25.8	32.0	28.7	55.6	47.9	103.1	150.0
GPM%	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	18.7	20.0	20.9	14.6	10.2	18.6	24.1
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.1	11.6	17.7	26.0	19.1	39.8	28.7	74.4	119.4
OPM%	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.6	12.8	16.3	13.9	10.5	6.1	13.4	19.2
%y-y(영업이익)	-23.7	-17.6	218.5	-88.9	3.5	47.3	-49.2	-1,165	4.8	64.0	138.6	-575.7	20.5	-28.0	159.2	60.6
당기순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	14.6	22.0	14.1	35.8	26.4	59.3	97.7
NPM(%)	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	10.6	13.8	10.3	9.4	5.6	10.7	15.7

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

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
매출액	468.7	555.8	621.2	639.2
증감률 (%)	23.5	18.6	11.8	2.9
매출원가	420.8	452.6	471.3	531.5
매출총이익	47.9	103.1	150.0	107.8
Gross 마진 (%)	10.2	18.5	24.1	16.9
판매비와 일반관리비	19.2	28.8	30.5	40.1
영업이익	28.7	74.4	119.4	67.7
증감률 (%)	-28.1	159.2	60.5	-43.3
OP 마진 (%)	6.1	13.4	19.2	10.6
EBITDA	145.5	179.9	224.5	172.7
영업외손익	4.4	2.7	2.7	2.7
금융수익(비용)	4.3	2.7	2.7	2.7
기타영업외손익	0.1	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	33.1	77.1	122.1	70.3
법인세비용	6.6	17.8	25.0	14.6
계속사업이익	26.4	59.3	97.1	55.7
당기순이익	26.4	59.3	97.1	55.7
증감률 (%)	-26.3	124.6	63.7	-42.6
Net 마진 (%)	5.6	10.7	15.6	8.7
지배주주지분 순이익	26.4	59.3	97.1	55.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.7	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	25.7	59.3	97.1	55.7

Valuation / Profitability / Stability				
	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
PER(X)	85.9	36.0	22.0	38.3
PBR(X)	5.3	4.4	3.6	3.3
PCR(X)	15.1	11.9	9.6	12.6
PSR(X)	4.8	3.8	3.4	3.3
EV/EBITDA(X)	14.9	11.2	8.6	10.9
EV/EBIT(X)	75.7	27.1	16.2	27.8
EPS(W)	941	2,110	3,457	1,983
BPS(W)	15,242	17,352	20,809	22,792
SPS(W)	16,698	19,781	22,111	22,751
자기자본이익률(ROE, %)	6.4	12.9	18.1	9.1
총자산이익률(ROA, %)	4.8	9.6	13.9	7.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	6.1	17.1	26.0	14.3
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	-23.9	-34.6	-38.9
총부채/ 자기자본(%)	35.8	32.8	28.6	27.3
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	168.4	182.5	235.8	255.9
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	80,900	75,900	75,900	75,900
시가총액(십억원)	2,273	2,133	2,133	2,133

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
현금및현금성자산	59.8	73.4	157.4	201.7
매출채권	83.6	98.6	108.5	111.7
유동자산	244.5	276.9	374.8	426.6
유형자산	1.2	1.2	1.2	1.2
투자자산	13.4	7.4	7.8	8.1
비유동자산	337.1	370.6	377.0	388.7
자산총계	581.6	647.5	751.8	815.3
단기성부채	2.0	2.4	2.6	2.7
매입채무	18.4	18.4	18.8	19.5
유동부채	145.1	151.8	159.0	166.7
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	8.2
부채총계	153.3	160.0	167.2	174.9
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	93.5	152.8	250.0	305.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	487.5	584.7	640.4

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2019/12A	2020/12E	2021/12F	2022/12F
영업활동 현금흐름	-12.2	151.3	193.1	157.1
당기순이익	26.4	59.3	97.1	55.7
+ 유/무형자산상각비	116.8	105.6	105.0	105.0
+ 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	179.7	222.8	169.3
- 운전자본의증가(감소)	-142.9	-10.6	-4.8	2.5
투자활동 현금흐름	-81.0	-138.2	-109.3	-112.9
+ 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	149.3	191.1	155.1
Net Cash Flow	-93.1	13.2	83.7	44.2
재무활동현금흐름	0.0	0.4	0.3	0.1
자기자본 증가	1.7	0.0	0.0	0.0
부채증감	-1.7	0.4	0.3	0.1
현금의증가	-93.2	13.5	84.0	44.3
기말현금 및 현금성자산	59.8	73.4	157.4	201.7
기말 순부채(순현금)	-100.7	-116.3	-202.5	-249.1