

스튜디오드래곤 (253450)



BUY(Initiate)

목표주가 110,000원

주가(05/20) 77,500원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업본부가 물적분할되어 설립되었습니다. 당사는 탄탄한 캡티브 채널을 바탕으로 글로벌 OTT와 지상파로 영역을 넓히며 국내 최대 규모의 제작사로 발돋움 하였습니다. 프리미엄 콘텐츠 제작을 통해 언택트 시대에 글로벌 드라마 시장을 공략할 동사의 성장 가능성에 주목해야 하는 시기로 판단합니다.

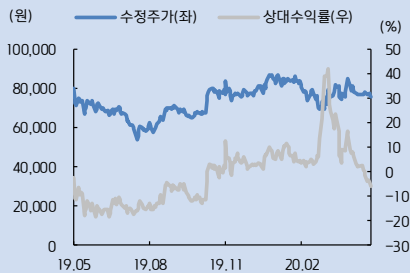
Stock Data

KOSDAQ (05/20)		708.76pt	
시가총액		21,775억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	87,000원	54,000원	
최고/최저가 대비	-10.9%	43.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.4%	-14.0%
	6M	0.6%	-7.7%
	1Y	-5.3%	-6.1%

Company Data

발행주식수	28,096 천주
일평균 거래량(3M)	348천주
외국인 지분율	8.1%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	16,855원
주요 주주	CJ ENM외 5인 61.3%

Price Trend



글로벌 시대, 글로벌 제작사

>>> 독보적인 IP 창조와 활용 역량

스튜디오드래곤은 장르별 크리에이터 최적 매칭, 독립 제작 시스템, 국내 최고의작가를 보유한 핵심 제작사 등의 시너지가 발생하며 국내 최고의 스튜디오로 성장하고 있다. 당사는 과거 미디어 플랫폼이 IP를 보유하던 외주제작 산업지형 변화를 주도했다. 매니지먼트 기능이 더해져 편성에서 해외 판매 비중이 증가하며 다각화 및 글로벌 성장을 지속시키고 있다. 특히 210여명에 달하는 크리에이터와 34%의 매출 비중을 차지하며 성장하고 있는 해외 판매는 향후 글로벌 시대의 글로벌 제작사로서 성장하는 포인트가 될 것이다.

>>> 인터내셔널 드라마 제작이 멀지 않았다

글로벌 OTT와 공동기획 및 제작, 오리지널 드라마 공급 등을 통해 브랜드 가치가 상승하며 유통을 넘어 글로벌 제작사로 외연을 확장하고 있다. 또한 미국 등 현지 크리에이터를 확보하며 궁극적으로 글로벌 로컬 콘텐츠 제작을 통해 현지화를 강화하고 글로벌 서사에 맞는 다양한 인터내셔널 드라마 제작을 할 것으로 보인다. 포스트 코로나 시대에 방송과 OTT를 넘나드는 인터내셔널 콘텐츠로 포트폴리오 다양성을 확보하며 수익 극대화를 이뤄낼 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원

2020년 연결 매출액 5,289억원(YoY +12.9%), 영업이익 598억원(YoY +108.9%)을 달성할 것으로 전망한다. 넷플릭스와 3년간 드라마 제작 및 방영권 판매 계약을 체결하며 캡티브와 더불어 제작 역량 확대가 기대되고, 무형자산상각 등에 대한 변동성 이슈도 안정화되어 매출과 이익이 동시에 개선되는 흐름을 보일 것으로 전망한다. 목표주가는 2020E EBITDA에 Target EV/EBITDA 19.5배를 사용하여 110,000원으로 산정하고 미디어 업종 Top-Pick으로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	528.9	615.7	739.4
영업이익	39.9	28.7	59.8	65.5	77.8
EBITDA	115.2	145.5	154.8	168.1	200.7
세전이익	45.6	33.1	64.9	77.8	86.2
순이익	35.8	26.4	46.0	54.3	60.1
지배주주지분순이익	35.8	26.4	46.0	54.3	60.1
EPS(원)	1,278	941	1,638	1,931	2,140
증감률(%, YoY)	21.7	-26.3	74.0	17.9	10.8
PER(배)	72.3	85.9	46.3	39.3	35.5
PBR(배)	6.46	5.31	4.50	4.05	3.64
EV/EBITDA(배)	21.1	14.9	12.9	11.9	9.9
영업이익률(%)	10.5	6.1	11.3	10.6	10.5
ROE(%)	9.3	6.4	10.2	10.8	10.8
순차입금비용(%)	-39.2	-24.8	-27.7	-26.3	-24.2

자료 : 키움증권

밸류에이션 및 투자포인트

>>> 스튜디오드래곤: 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원, Top-Pick 제시

당사는 스튜디오드래곤에 대하여 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시하며 미디어 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 목표주가는 스튜디오드래곤 2020E EBITDA에 Target EV/EBITDA 19.5배(2017 ~ 2019 EV/EBITDA 평균)를 사용하여 산정했다.

당사는 1) 작가 및 감독 등 독보적인 크리에이터 보유 강점을 통해 제작 역량이 업그레이드되며 콘텐츠 인지도가 상승하여 캡티브에서 년캡티브로의 확대되어 국내외 판매 호조가 발생하고 2) 판권 보유에 따른 상각 비용 등이 안정화되며 비즈니스 모델의 안정성이 높아질 것으로 판단한다. 또한 3) 신규 글로벌 OTT의 시장 진입으로 인해 글로벌향으로 제작되는 오리지널 등의 작품이 증가하고 이에 따른 판권 가격 상승 수혜가 전망되어 매출과 이익이 동시에 성장하는 모습을 보일 것으로 기대한다.

스튜디오드래곤 Valuation Table

구분	추정	비고
EBITDA(십억원)	154.8	2020년 EBITDA 기준
Target EV/EBITDA	19.5	2017 ~ 2019 EV/EBITDA 평균
기업가치	3,149.0	2020년 순차입금 적용
목표주가(원)	110,000	주식수 28,096 천주 적용
상승여력(%)	43.2	2020년 5월 20일 종가 기준

자료: 키움증권

스튜디오드래곤 Historical Valuation

(배)	2017	2018	2019	평균
EV/EBITDA(End)	22.1	21.1	14.9	19.4
EV/EBITDA(High)	24.6	27.8	18.2	23.6
EV/EBITDA(Low)	19.4	12.9	9.7	14.0
EV/EBITDA(Avg)	21.4	22.2	14.3	19.3

자료: FnGuide, 키움증권

실적 추정

>>> 1Q20 Review : 연결 영업이익 115억원(YoY +4.1%)

1Q20 연결 매출액 1,203억원(YoY +7.6%), 순이익 84억원(YoY -7.6%)

코로나19로 인한 비대면 콘텐츠 소비가 증가하고, ‘사랑의 불시착’ 등 프리미엄 콘텐츠 제작이 더해지며 전년동기 대비 개선된 실적을 달성했다. 특히 판매 매출이 전년동기 대비 19% 성장했고, 해외 판매 역시 호조를 보여 전체 매출과 판매 매출에서 차지하는 비중이 급격히 상승하고 있다.

또한 코로나19의 영향으로 글로벌 스튜디오의 콘텐츠 제작이 중단된 것으로 알려져 있으나, 캡티브 채널 형태로 제작되는 동사의 제작 차질은 발생하지 않은 것으로 보인다. 따라서 뛰어난 크리에이터 보유 역량과 캡티브를 중심으로 제작되는 작품의 수급이 원활하게 발생해, 신규 제작 물량과 이로 인해 추가되는 라이브러리가 현재 보다 더욱 증가할 것으로 보여 글로벌 콘텐츠 판매사업자로서 입지를 탄탄히 할 것으로 보인다.

>>> 2020년 전망 : 영업이익 598억원(YoY +108.9%)

2020년 연결 매출액 5,289억원(YoY +12.9%), 순이익 462억원(YoY +75.2%)

동사는 넷플릭스와의 드라마 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 체결하며, 2020년부터 3년간 21편 이상의 사업협력을 하기로 약정했다. 스튜디오드래곤이 제작한 오리지널 드라마를 공급하고, 스튜디오드래곤이 IP를 보유하고 CJ ENM이 유통권을 보유한 콘텐츠 중 합작 작품을 넷플릭스에 방영권 형태로 판매하게 되는데 이는 기존 캡티브형 드라마 보다 우수한 제작비 회수율을 달성할 것으로 보여 실적 개선에 영향을 미칠 것으로 전망한다.

또한 CJ ENM의 콘텐츠 제작비 감소 전략은 CJ ENM의 영화, 예능, 드라마에 모두 해당 되는 내용으로 드라마가 가지는 방송 채널의 영향력과 수익성을 감안한다면 스튜디오드래곤의 방영권료 하락까지 크게 이어지지는 않을 전망이다.

비용 측면에서도 전년 대규모 상각을 진행함으로써 무형자산상각비 변동성에 대한 우려가 낮아지고 넷플릭스를 비롯한 OTT형 판매가 증가하며 규모의 성장과 이익률 개선이 동시에 진행되는 흐름이 예상된다.

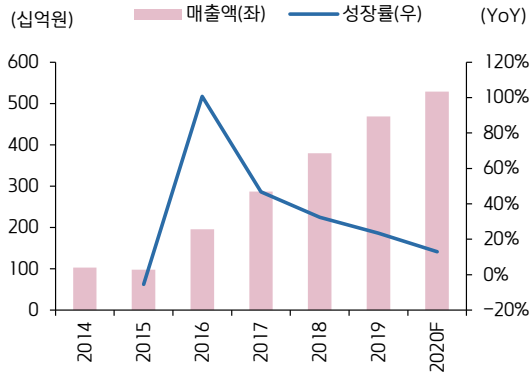
이에 따라 2020년 33편 수준의 드라마 제작을 타게팅하고 있고, 넷플릭스 오리지널, 넷플릭스 동시방영, 지상파 등으로 포트폴리오가 확장되어 올해 연결 매출액 5,289억원(YoY +12.9%), 영업이익 598억원(YoY +108.9%) 달성에 대한 기대감은 매우 높다.

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	125.3	134.6	148.7	468.5	528.9	615.7
(YoY)	40.0%	72.5%	6.1%	-4.2%	7.6%	-2.3%	2.6%	52.8%	23.5%	12.9%	16.4%
편성 매출	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	54.1	49.4	46.9	208.7	195.6	210.3
판매 매출	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	57.4	70.0	84.6	219.2	278.8	329.5
기타 매출	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	13.8	15.2	17.3	40.6	54.5	75.8
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	107.2	113.7	121.9	420.8	446.4	522.7
(YoY)	46.2%	77.2%	17.1%	0.0%	7.0%	-5.0%	-1.8%	27.9%	29.9%	6.1%	17.1%
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.1	16.7	18.1	20.8	26.9	47.7	82.5	92.9
(YoY)	9.9%	44.5%	-38.2%	-67.3%	11.1%	18.2%	36.3%	117.0%	-13.9%	72.8%	12.6%
GPM	13.4%	12.0%	11.7%	2.2%	13.8%	14.5%	15.5%	18.1%	10.2%	15.6%	15.1%
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.2	5.4	5.7	6.4	19.1	22.7	27.4
(YoY)	33.0%	35.2%	33.7%	0.8%	30.5%	17.8%	30.2%	3.9%	21.1%	18.8%	20.9%
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.1	11.5	12.8	15.2	20.4	28.6	59.8	65.5
(YoY)	3.5%	48.8%	-49.2%	-1602.6%	4.1%	18.3%	38.8%	-598.1%	-27.8%	108.9%	9.5%
OPM	9.9%	8.4%	8.3%	-4.2%	9.5%	10.2%	11.3%	13.7%	6.1%	11.3%	10.6%
순이익	9.1	7.3	11.6	-1.7	8.4	10.2	11.9	15.6	26.4	46.2	54.3
(YoY)	16.1%	-17.8%	-32.8%	-204.6%	-7.6%	39.9%	2.7%	흑전	-25.9%	75.2%	17.5%
NPM	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.0%	8.1%	8.8%	10.5%	5.6%	8.7%	8.8%

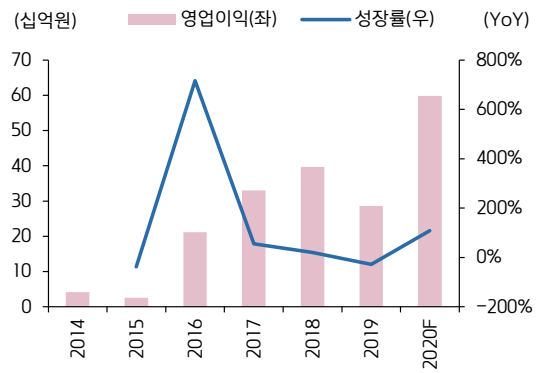
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



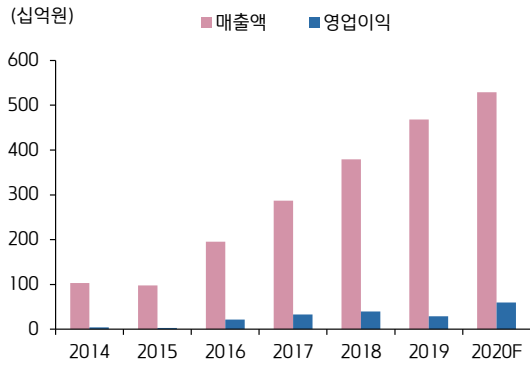
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



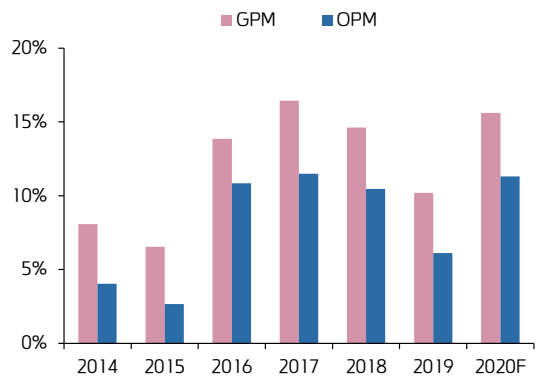
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



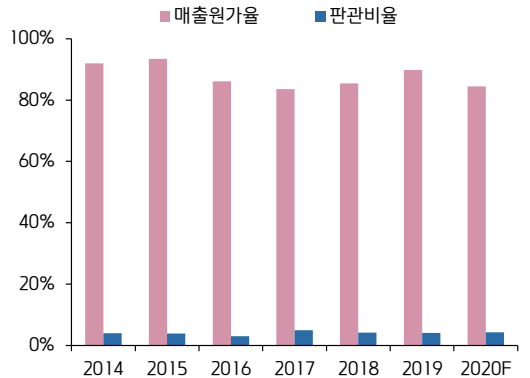
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 GPM 및 OPM 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



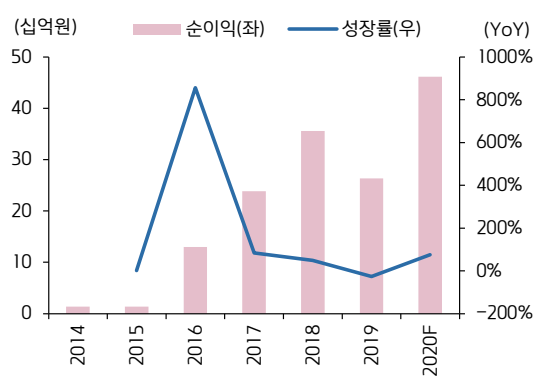
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 매출원가율 및 판권비율 추이 (K-IFRS 연결)



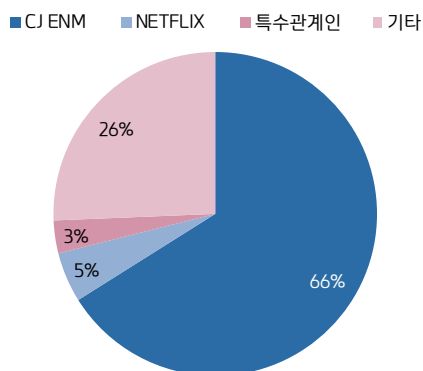
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 순이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



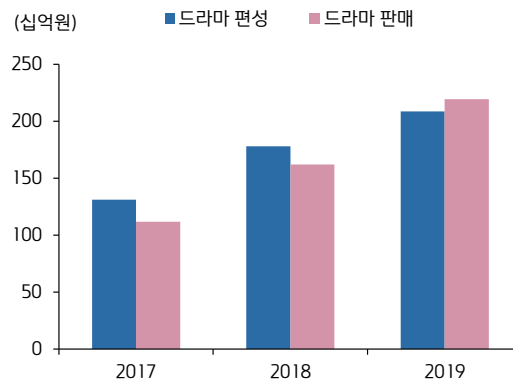
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 주주구성



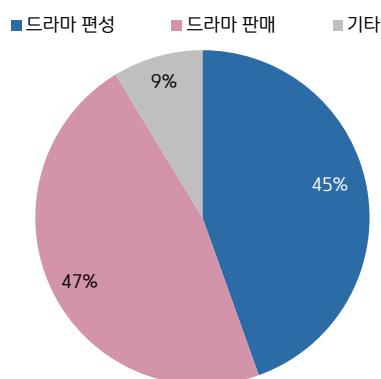
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 사업부문별 실적 추이



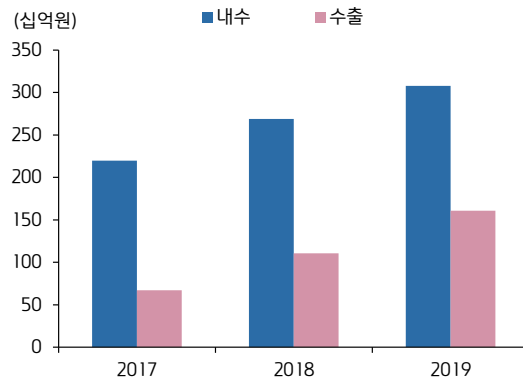
자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 사업부문별 매출 비중



자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 국내 및 글로벌 추이



자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 주요 종속회사

회사명	지분율(%)	매출액(십억원)	주요사업
(주)화앤담픽처스	100	19.8	방송 프로그램 제작 및 공급업
(주)문화창고	100	1.1	방송 프로그램 제작 및 공급업, 연예매니지먼트
(주)케이피제이	100	0.2	방송 프로그램 제작 및 공급업

자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

스튜디오드래곤 2Q20 주요 라인업



〈하이바이, 마마!〉

- 편성: tvN
- 방영: 2/22~4/19(16부)
- 극본: 권예주, 연출: 유재원
- 주연: 김태희, 이규형



〈메모리스트〉

- 편성: tvN
- 방영: 3/11~4/30(16부)
- 극본: 안도하, 왕하나, 연출: 김휘
- 주연: 유승호, 이세영



〈화랑연화〉

- 편성: tvN
- 방영: 4/25~6/14(16부)
- 극본: 전희영, 연출: 손정현
- 주연: 유지태, 이보영



〈오 마이 베이비〉

- 편성: tvN
- 방영: 5/13~7/2(16부)
- 극본: 노선재, 연출: 남기훈
- 주연: 정나라, 고준, 정건주



〈아는 건 별로 없지만 가족입니다〉

- 편성: tvN
- 방영: 6/1~7/21(16부)
- 극본: 김은정, 연출: 권영일
- 주연: 한예리, 김지석, 신동욱



〈루갈〉

- 편성: OCN
- 방영: 3/28~5/17(16부)
- 극본: 도현, 연출: 강철우
- 주연: 최진혁, 박성웅



〈한 번 다녀왔습니다〉

- 편성: KBS
- 방영: 3/28~9/13(50부)
- 극본: 양희승, 연출: 이재상
- 주연: 이민정, 이상엽, 이정은



〈더 킹: 영원의 군주〉

- 편성: SBS
- 방영: 4/17~6/6(16부)
- 극본: 김은숙, 연출: 백성훈
- 주연: 이민호, 김고은

자료: 스튜디오드래곤, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	528.9	615.7	739.4
매출원가	324.0	420.8	446.4	522.7	629.2
매출총이익	55.6	47.9	82.5	92.9	110.2
판매비	15.7	19.2	22.7	27.4	32.4
영업이익	39.9	28.7	59.8	65.5	77.8
EBITDA	115.2	145.5	154.8	168.1	200.7
영업외손익	5.7	4.4	5.0	12.3	8.4
이자수익	3.5	3.5	4.2	4.4	4.5
이자비용	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
외환관련이익	3.0	6.6	5.6	5.6	5.6
외환관련손실	0.4	3.8	2.2	2.2	2.2
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	-1.4	-2.1	5.0	1.0
법인세차감전이익	45.6	33.1	64.9	77.8	86.2
법인세비용	9.8	6.6	18.8	23.5	26.1
계속사업손익	35.8	26.4	46.0	54.3	60.1
당기순이익	35.8	26.4	46.0	54.3	60.1
지배주주순이익	35.8	26.4	46.0	54.3	60.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	32.4	23.5	12.8	16.4	20.1
영업이익 증감율	21.0	-28.1	108.4	9.5	18.8
EBITDA 증감율	55.1	26.3	6.4	8.6	19.4
지배주주순이익의 증감율	50.1	-26.3	74.2	18.0	10.7
EPS 증감율	21.7	-26.3	74.0	17.9	10.8
매출총이익율(%)	14.6	10.2	15.6	15.1	14.9
영업이익율(%)	10.5	6.1	11.3	10.6	10.5
EBITDA Margin(%)	30.3	31.0	29.3	27.3	27.1
지배주주순이익율(%)	9.4	5.6	8.7	8.8	8.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29.1	-12.2	128.4	140.5	161.6
당기순이익	35.8	26.4	46.0	54.3	60.1
비현금항목의 가감	84.2	123.6	105.7	117.8	140.6
유형자산감가상각비	0.3	1.8	1.8	2.1	2.0
무형자산감가상각비	75.0	115.0	93.1	100.5	120.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.9	6.8	10.8	15.2	17.7
영업활동자산부채증감	-139.4	-142.9	-8.2	-11.9	-17.1
매출채권및기타채권의감소	-27.2	-21.8	-10.8	-15.5	-22.1
채고자산의감소	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	25.9	8.6	4.8	5.9	7.5
기타	-138.4	-130.3	-2.2	-2.3	-2.5
기타현금흐름	-9.7	-19.3	-15.1	-19.7	-22.0
투자활동 현금흐름	140.6	-81.0	-128.8	-158.1	-183.3
유형자산의 취득	-0.2	-0.6	-2.0	-2.0	-2.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.3	-105.3	-134.6	-159.8
투자자산의감소(증가)	0.1	-9.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	134.9	-50.1	-1.1	-1.2	-1.2
기타	5.9	-20.5	-20.4	-20.3	-20.3
재무활동 현금흐름	-9.7	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.1	0.0	24.1	24.1	24.1
현금 및 현금성자산의 순증가	101.7	-93.2	23.6	6.4	2.3
기초현금 및 현금성자산	51.3	153.0	59.8	83.4	89.9
기말현금 및 현금성자산	153.0	59.8	83.4	89.9	92.2

자료: 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247.2	244.5	282.2	307.6	335.7
현금 및 현금성자산	153.0	59.8	83.4	89.9	92.2
단기금융자산	6.4	56.5	57.7	58.8	60.0
매출채권 및 기타채권	69.0	83.8	94.5	110.0	132.2
채고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.2	44.4	46.6	48.9	51.3
비유동자산	265.2	337.1	349.4	383.5	422.4
투자자산	3.7	13.4	13.4	13.4	13.4
유형자산	1.0	1.2	1.4	1.3	1.3
무형자산	198.5	233.1	245.3	279.5	318.3
기타비유동자산	62.0	89.4	89.3	89.3	89.4
자산총계	512.4	581.6	631.6	691.1	758.1
유동부채	108.2	145.1	149.9	155.8	163.3
매입채무 및 기타채무	59.9	66.2	71.0	76.9	84.4
단기금융부채	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
기타유동부채	48.3	76.9	76.9	76.9	76.9
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.2
장기금융부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	111.1	153.3	158.1	164.0	171.5
지배지분	401.3	428.3	473.6	527.1	586.6
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
기타자본	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타포괄손익누계액	-0.8	-1.0	-1.7	-2.4	-3.1
이익잉여금	67.6	93.5	139.6	193.8	253.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	473.6	527.1	586.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,638	1,931	2,140
BPS	14,305	15,242	16,855	18,762	20,877
CFPS	4,280	5,346	5,400	6,123	7,143
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	72.3	85.9	46.3	39.3	35.5
PER(최고)	96.6	105.2	54.0		
PER(최저)	45.4	54.1	38.9		
PBR	6.46	5.31	4.50	4.05	3.64
PBR(최고)	8.63	6.50	5.25		
PBR(최저)	4.05	3.34	3.78		
PSR	6.82	4.85	4.03	3.46	2.88
PCFR	21.6	15.1	14.1	12.4	10.6
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.9	11.9	9.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	7.4	4.8	7.6	8.2	8.3
ROE	9.3	6.4	10.2	10.8	10.8
ROIC	11.6	6.4	14.0	13.5	14.0
매출채권회전율	6.1	6.1	5.9	6.0	6.1
재고자산회전율	405.4	1,620.7			
부채비율	27.7	35.8	33.4	31.1	29.2
순차입금비율	-39.2	-24.8	-27.7	-26.3	-24.2
이자보상배율, 현금	343.0	58.1	121.1	132.7	157.6
총차입금	2.1	9.9	9.9	9.9	9.9
순차입금	-157.3	-106.4	-131.2	-138.8	-142.2
EBITDA	115.2	145.5	154.8	168.1	200.7
FCF	-40.4	-10.1	21.8	-0.3	-1.7