

스튜디오드래곤 (253450)

해외판권 서프라이즈 지속 전망



▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 박준기 jungi.park@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(유지): 105,000원

현재 주가(5/28)	76,900원
상승여력	▲ 36.5%
시가총액	21,606억원
발행주식수	28,096천주
52 주 최고가 / 최저가	87,000 / 54,000원
90 일 일평균 거래대금	280.34억원
외국인 지분율	8.2%
주주 구성	
CJENM (외 6인)	61.3%
스튜디오드래곤우리스주	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.1	4.3	4.5	3.8
상대수익률(KOSDAQ)	-10.0	-11.7	-6.2	2.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	380	469	610	705
영업이익	40	29	66	87
EBITDA	115	146	186	215
지배주주순이익	36	26	54	70
EPS	1,278	942	1,914	2,484
순차입금	-157	-106	-98	-150
PER	72.3	85.9	40.2	31.0
PBR	6.5	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA	21.1	14.9	11.1	9.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.3	6.4	11.8	13.5

주가 추이



향후 더 높은 성장성을 보일 가장 강력한 투자포인트. 해외판권 실적에 주목해야합니다. 동사에 대한 긍정적 시각을 유지합니다.

해외판권 서프라이즈 지속

전년대비 드라마 슬랏 감소에도 불구하고 1Q20 가장 호실적을 기록한 부문은 단연 해외판권이다. 528억 원으로 분기 사상 최대 해외실적을 기록, 매출액 대비 차지하는 비중은 44%에 육박한다.

동사의 해외판권 국가별 비중은 (전세계 지역을 아우르는) 넷플릭스 50%, 일본 30%, 동남아 20%, 기타 10%로 구성되는데... 강력한 투자 포인트인 해외판권수익은 향후에도 고성장을 이어갈 전망이다.

- ① 플랫폼 다각화, 그들의 경쟁심화로 콘텐츠 가격이 상승하고 있고,
- ② 특히 미국과 중국의 거대 자본이 동남아시아에서 부딪쳐 BIG MONEY 싸움이 예상되는 가운데, 인기 많은 고품질 한류 콘텐츠 수급이 후행될 것이기 때문이다. 실제로 넷플릭스와의 계약 후 리콥비용은 기존 대비 10%p 이상 상승했고, 1Q20 기준 OTT로부터 받은 ASP는 전년대비 +11% 올랐다. 중국 업체도 한국 드라마 제작사를 컨택하는 일이 잦아지고 있을뿐더러 제안이 훨씬 더 구체화됐다.

동사를 둘러싼 리스크 확대 해석은 기우

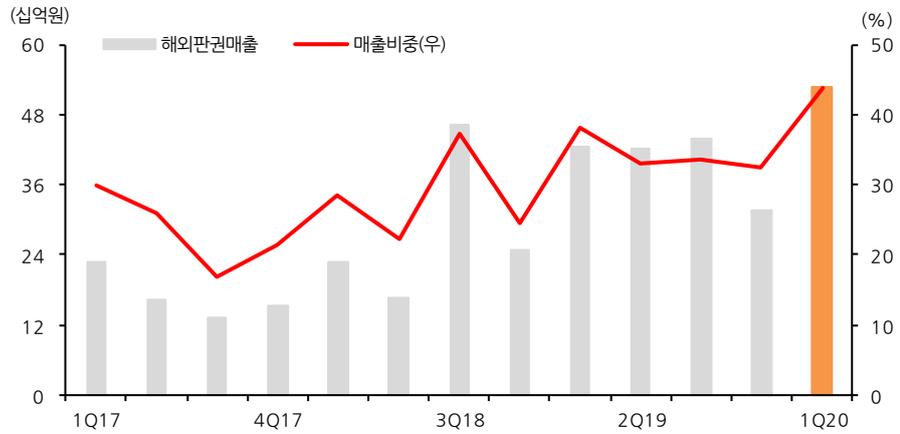
시장에서는 아직도 ① CJ ENM 제작비 축소 계획을 통한 편성 감소, ② 국내 탐작가의 흥행부진에 대해 매우 따가운 시선을 보이고 있다.

그러나, 라인업 중 이익기여도가 높은 텐트폴, 토일 슬랏은 큰 차질 없이 진행될 전망이다. 광고는 6개월을 선행하는데, 이미 광고 계약이 메이드됐기 때문이다. 또한 <더킹>은 이미 방영 전부터 최소 20-30% 수익성이 담보된 작품이다. 제작비 대비 넷플릭스 리콥율도 기존 드라마 대비 우수했고, 국내 VoD도 방영 전 미니멈개런티로 이미 정해졌다. 수익 측면에서는 흠잡을 데 없다. 심지어 싱가포르에서는 <더킹> 트래픽 순위가 상위권을 유지하고 있다. 국내만 다소 아쉽다.

글로벌 플랫폼이 원하는 콘텐츠 투성이

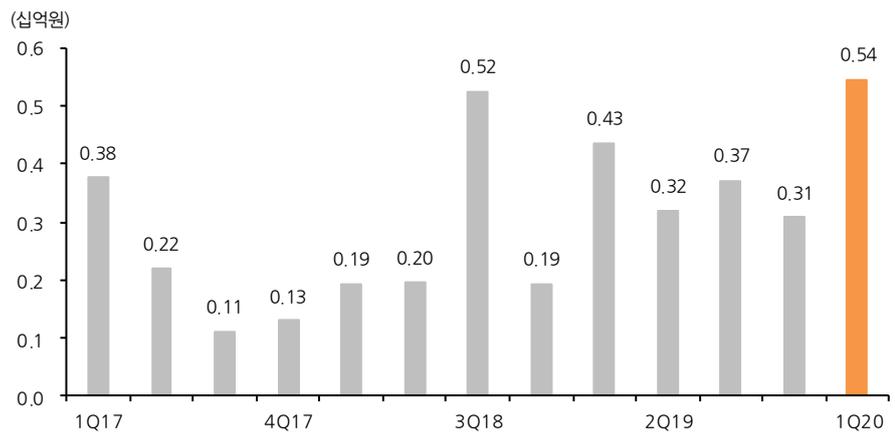
동사는 IP-제작-판매 모든 절차를 직접 컨트롤하면서 가장 이상적인 실적을 기록 중이고, 수직계열화를 통한 내재화 작업과 업종 수혜를 가장 크게 받고 있다. 긍정적 투자이견을 유지한다.

[그림72] 스튜디오드래곤 해외판권매출 및 매출비중 추이



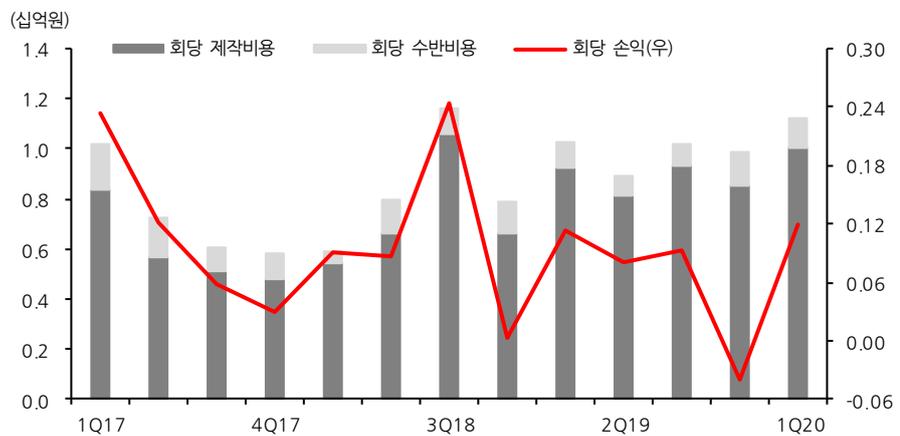
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 스튜디오드래곤 회당 해외판권단가



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 스튜디오드래곤 회당 비용 및 손익



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	287	380	469	610	705
매출총이익	47	56	48	91	115
영업이익	33	40	29	66	87
EBITDA	74	115	146	186	215
순이자손익	-1	3	3	5	5
외화관련손익	-1	3	3	5	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	33	71	92
당기순이익	24	36	26	54	70
지배주주순이익	24	36	26	54	70
증가율(%)					
매출액	85.7	32.4	23.5	30.1	15.6
영업이익	98.3	21.0	-28.1	131.3	31.0
EBITDA	91.4	55.1	26.4	27.6	15.6
순이익	192.9	50.3	-26.3	103.6	29.8
이익률(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	10.2	15.0	16.4
영업이익률	11.5	10.5	6.1	10.9	12.3
EBITDA 이익률	25.9	30.3	31.1	30.5	30.5
세전이익률	10.6	12.0	7.1	11.6	13.1
순이익률	8.3	9.4	5.6	8.8	9.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-7	-29	-12	33	58
당기순이익	30	36	26	54	70
자산상각비	41	75	117	119	128
운전자본증감	-73	-139	-143	-6	-3
매출채권 감소(증가)	-15	-28	-22	-20	-10
재고자산 감소(증가)	-2	0	1	0	0
매입채무 증가(감소)	-3	14	-1	14	6
투자현금흐름	-141	141	-81	-5	-7
유형자산처분(취득)	0	0	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-5	-19	26	-1
재무현금흐름	188	-10	0	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-18	-10	0	-3	-3
자본의 증가(감소)	208	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	76	120	150	78	61
(-)운전자본증감(감소)	23	-37	6	25	3
(-)설비투자	0	0	1	1	1
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	53	156	143	52	57
(-)기타투자	191	31	198	11	5
잉여현금	-138	126	-55	41	52
NOPLAT	26	31	23	50	66
(+) Dep	41	75	117	119	128
(-)운전자본투자	23	-37	6	25	3
(-)Capex	0	0	1	1	1
OpFCF	44	143	133	144	190

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	290	247	244	289	351
현금성자산	193	159	115	110	160
매출채권	55	69	84	125	135
재고자산	1	1	0	0	0
비유동자산	170	265	337	374	389
투자자산	41	69	103	121	126
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	233	253	263
자산총계	459	512	582	663	740
유동부채	91	108	145	175	184
매입채무	32	55	64	72	78
유동성이자부채	10	0	2	7	6
비유동부채	0	3	8	6	4
비유동이자부채	0	2	8	6	4
부채총계	91	111	153	181	188
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	322	322	322
이익잉여금	32	68	94	147	217
자본조정	3	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	482	552

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	851	1,278	942	1,914	2,484
BPS	13,141	14,305	15,242	17,157	19,641
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,714	4,280	5,346	2,769	2,160
ROA(%)	6.8	7.4	4.8	8.6	10.0
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	11.8	13.5
ROIC(%)	15.4	14.5	8.2	14.8	17.7
Multiples(x, %)					
PER	76.4	72.3	85.9	40.2	31.0
PBR	4.9	6.5	5.3	4.5	3.9
PSR	6.4	6.8	4.8	3.5	3.1
PCR	23.9	21.6	15.1	27.8	35.6
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.9	11.1	9.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	24.7	27.7	35.8	37.6	34.0
Net debt/Equity	-49.5	-39.1	-24.6	-20.3	-27.2
Net debt/EBITDA	-245.7	-136.3	-72.5	-52.6	-69.9
유동비율	319.6	228.4	168.4	165.5	191.1
이자보상배율(배)	19.0	343.0	58.1	759.9	13.0
자산구조(%)					
투하자본	44.1	52.0	59.1	61.2	57.2
현금+투자자산	55.9	48.0	40.9	38.8	42.8
자본구조(%)					
차입금	2.7	0.5	2.3	2.6	1.7
자기자본	97.3	99.5	97.7	97.4	98.3