

무한한 성장 잠재력

Analyst 황성진

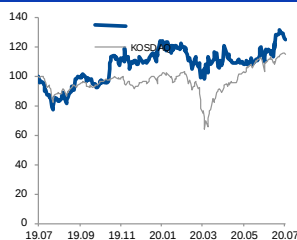
02-3787-2658 hsj@hmsec.com

현재주가 (7/17)	88,000원		
상승여력	30.7%		
시가총액	24,725억원		
발행주식수	28,096천주		
자본금/액면가	140억원/500원		
52주 최고가/최저가	92,500원/54,000원		
일평균 거래대금 (60일)	290억원		
외국인지분율	8.81%		
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.31%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.0	3.8	1.3
상대주가(%)	5.3	-16.5	-10.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	1,572	2,084	100,000
After	1,544	2,320	115,000
Consensus	1,591	2,053	103,083
Cons. 차이	-3.0%	13.0%	11.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- K-드라마 확산의 선봉에 선 국내 최고 드라마 스튜디오로서의 명성과 가치는 향후에도 지속될 것. 넷플릭스로 대표되는 글로벌 시장 진출의 성과는 앞으로도 더욱 가속화될 것이며, 국내 Captive 채널 편성의 가시성은 안정적인 수익기반을 유지시켜 주는 초석으로 작용할 것
- 100여명의 작가진과 각 50여명의 연출 및 PD를 보유하고, 연간 30여편 이상의 드라마 제작 능력을 갖춘 스튜디오로, 콘텐츠 제작역량은 이미 국내외적으로 평가 완료된 상황. 특히 넷플릭스와의 계약을 통해 향후 3년간 21편 이상의 드라마 공급 예정. 그동안 넷플릭스에 공급한 많은 작품들이 동남아는 물론 글로벌 전역에서 높은 트래픽을 불러 일으키며 인기몰이중
- Covid-19에 따른 언택트 문화 확산, OTT플랫폼의 약진과 K-드라마에 대한 글로벌 수요 증가 등의 기조를 감안하면 높은 성장세는 당분간 이어질 것으로 전망

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 예상 매출액은 1,390억원(+8.4% YoY), 영업이익은 169억원(+56.8% YoY)을 기록할 것으로 추정. 넷플릭스에 동시 방영되며 non-Captive 채널에 편성된 <더 킹: 영원의 군주> 효과가 온기 반영될 것이고, 인기 구작 IP들의 넷플릭스 판매 또한 당 분기에 이루어졌기 때문
- 향후 성장의 모멘텀은 해외 판권 판매 부문에서 나타날 것. 기존 넷플릭스와의 공급계약 뿐만 아니라, 신규 해외 업체들을 통한 추가 판권 판매 가능성은 여전히 상존. 동사 제작 드라마의 검증된 작품성과 흥행성을 감안할 때, 향후 다른 해외 OTT들의 국내 시장 진출시 최우선적으로 소싱을 검토할 가능성이 가장 높은 업체인 것으로 판단
- 또한 한한령 이후 판로가 막혀 있는 중국 시장에 대한 분위기가 반전될 경우, 추가적인 성장 모멘텀 발현 가능할 것. 한한령 이전 작품들의 판매가 대략 100억원 수준에 판매되었던 점을 감안하면, 향후 한한령 해제시 의미있는 수준의 이익 기여도 가능할 것

주가전망 및 Valuation

- 성장추세에 높은 가산점을 줄만한 시점. 해외 진출 확대 기조와 더불어 높아진 수익성 및 추가적인 성장 가능성에 주목. 투자자의견 BUY와 목표주가 115,000원(22F 예상 EPS에 Target P/E Multiple 40.0배 적용)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	3,796	399	358	1,152	1,278	21.7	72.3	6.5	21.1	9.3	0.0
2019	4,687	287	264	1,455	941	-26.3	85.9	5.3	14.9	6.4	0.0
2020F	5,153	573	434	1,758	1,544	64.0	57.3	5.3	13.4	9.6	0.0
2021F	5,883	779	652	2,033	2,320	50.2	38.2	4.6	11.3	12.9	0.0
2022F	6,138	1,006	827	2,283	2,945	26.9	30.1	4.0	9.7	14.3	0.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 스튜디오드래곤 분기실적 추이

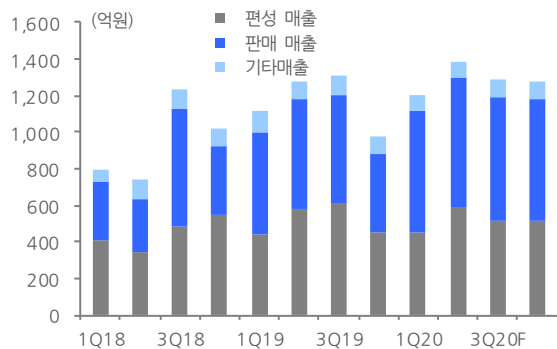
(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,390	1,286	1,274
편성	441	581	608	457	452	589	511	511
판매	562	603	600	428	669	708	684	674
국내	136	181	161	111	141	150	133	133
해외	248	426	422	439	317	528	557	551
기타	95	115	98	104	89	82	93	92
총영업비용	1,008	1,175	1,202	1,015	1,087	1,221	1,145	1,127
매출원가	968	1,128	1,159	952	1,036	1,166	1,091	1,061
판관비	40	46	44	62	51	55	53	66
영업이익	110	108	109	-40	116	169	142	146
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	12.2%	11.0%	11.5%
세전계속사업이익	132	119	131	-52	120	177	136	151
세전이익률	11.8%	9.3%	10.0%	-5.3%	10.0%	12.8%	10.6%	11.9%
순이익	92	73	115	-16	85	133	102	114
순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	9.6%	7.9%	8.9%

자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

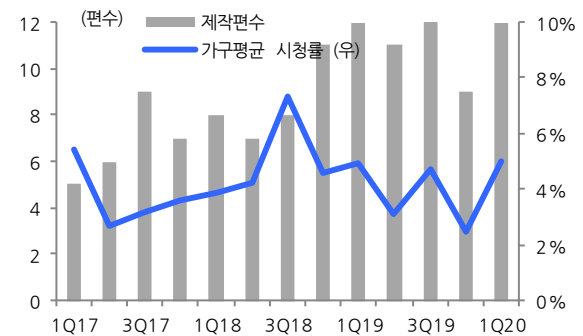
주 : K-IFRS 연결 기준,

〈그림1〉 스튜디오드래곤 매출 추이



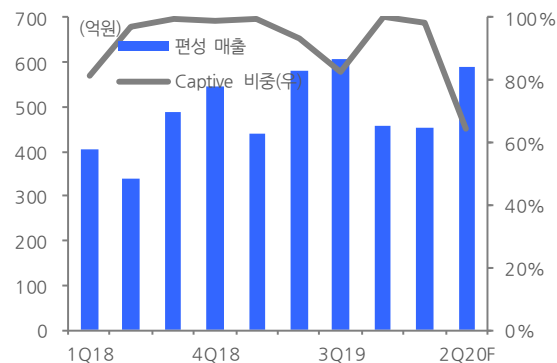
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림2〉 스튜디오 드래곤 평균 시청률과 제작편수



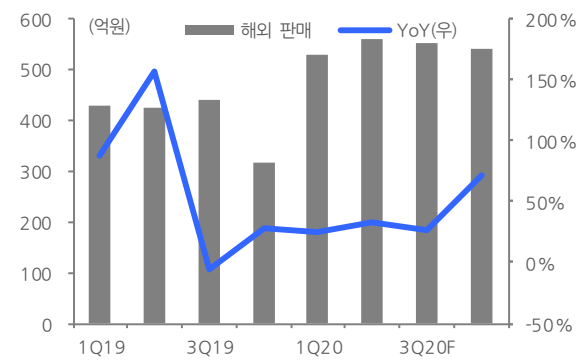
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림3〉 드라마 편성 매출과 Captive 비중



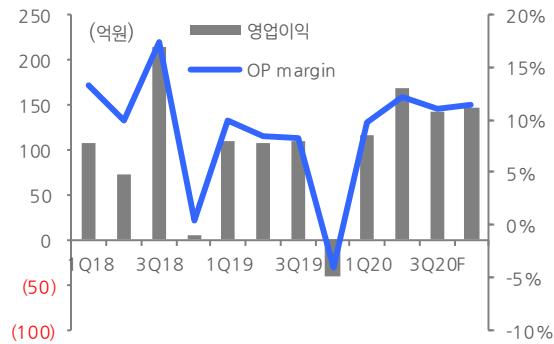
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림4〉 해외 판권 판매 증가



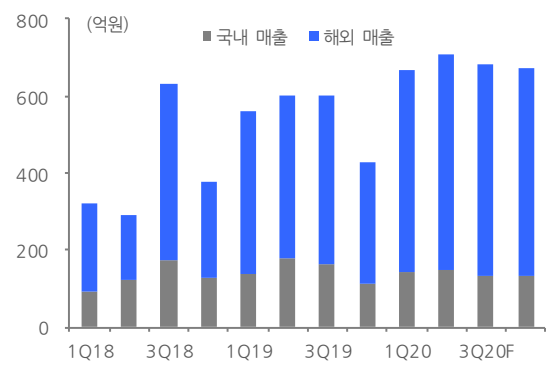
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림5〉 수익성 추이



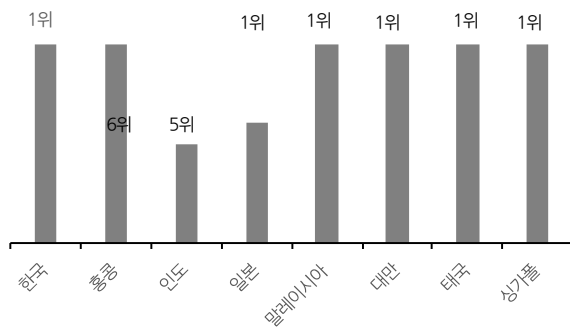
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림6〉 판권 판매 추이



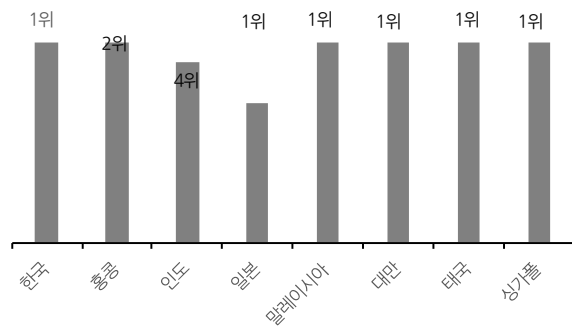
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림7〉 국가별 넷플릭스 흥행 : 더 킹 영원의 군주



자료 : flixpatrol, 현대차증권
주 : 6월 3주차 기준

〈그림8〉 국가별 넷플릭스 흥행 : 사이코지만 괜찮아



자료 : flixpatrol, 현대차증권
주 : 7월 2주차 기준

	(단위:억원)				
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,796	4,687	5,153	5,883	6,138
증가율 (%)	32.4	23.5	9.9	14.2	4.3
매출원가	3,240	4,208	4,355	4,846	4,845
매출원가율 (%)	85.4	89.8	84.5	82.4	78.9
매출총이익	556	479	798	1,037	1,293
매출이익률 (%)	14.6	10.2	15.5	17.6	21.1
증가율 (%)	18.0	-13.8	66.6	29.9	24.7
판매관리비	157	192	225	258	287
판매비율 (%)	4.1	4.1	4.4	4.4	4.7
EBITDA	1,152	1,455	1,758	2,033	2,283
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.0	34.1	34.6	37.2
증가율 (%)	55.0	26.3	20.8	15.6	12.3
영업이익	399	287	573	779	1,006
영업이익률 (%)	10.5	6.1	11.1	13.2	16.4
증가율 (%)	20.9	-28.1	99.7	36.0	29.1
영업외손익	58	44	11	95	102
금융수익	66	104	147	129	138
금융비용	5	61	135	34	36
기타영업외손익	-3	1	-1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	456	331	585	874	1,109
세전계속사업이익률	12.0	7.1	11.4	14.9	18.1
증가율 (%)	50.5	-27.4	76.7	49.4	26.9
법인세비용	98	66	151	222	282
계속사업이익	358	264	434	652	827
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	358	264	434	652	827
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	8.4	11.1	13.5
증가율 (%)	50.4	-26.3	64.4	50.2	26.8
지배주주지분 순이익	358	264	434	652	827
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-7	6	0	0
총포괄이익	347	257	440	652	827

	(단위:억원)				
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-291	-122	1,118	1,847	2,062
당기순이익	358	264	434	652	827
유형자산 상각비	3	18	24	17	16
무형자산 상각비	750	1,150	1,160	1,237	1,261
외환손익	-5	6	23	-20	10
운전자본의 감소(증가)	-1,394	-1,429	-562	-8	-2
기타	-3	-131	39	-31	-50
투자활동으로인한현금흐름	1,406	-810	-738	-1,257	-1,259
투자자산의 감소(증가)	-7	-98	-128	-11	-3
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-6	-13	-16	-16
기타	1,415	-708	-597	-1,230	-1,240
재무활동으로인한현금흐름	-97	0	-5	6	-4
차입금의 증가(감소)	21	58	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	17	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-123	-75	-6	6	-4
기타현금흐름	-1	-0	8	0	0
현금의증가(감소)	1,017	-932	382	596	799
기초현금	513	1,530	598	980	1,576
기말현금	1,530	598	980	1,576	2,375

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:억원)				
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,472	2,445	2,813	3,683	4,566
현금성자산	1,530	598	980	1,576	2,375
단기투자자산	22	409	8	10	10
매출채권	688	836	1,090	1,270	1,326
재고자산	6	0	0	0	0
기타유동자산	184	445	565	658	686
비유동자산	2,652	3,371	3,678	3,739	3,769
유형자산	10	12	6	5	5
무형자산	1,985	2,331	2,498	2,548	2,575
투자자산	37	134	262	273	277
기타비유동자산	620	894	912	913	912
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,124	5,816	6,491	7,422	8,335
유동부채	1,082	1,451	1,687	1,966	2,051
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	196	184	141	164	172
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	886	1,267	1,546	1,802	1,879
비유동부채	29	82	82	82	82
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	21	79	80	80	80
기타비유동부채	8	3	2	2	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,111	1,533	1,769	2,048	2,134
지배주주지분	4,013	4,283	4,722	5,374	6,201
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,201	3,217	3,217	3,217	3,217
자본조정 등	3	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-8	-10	-4	-4	-4
이익잉여금	676	935	1,369	2,021	2,848
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,013	4,283	4,722	5,374	6,201

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,278	941	1,544	2,320	2,945
EPS(지배순이익 기준)	1,278	941	1,544	2,320	2,945
BPS(자본총계 기준)	14,305	15,242	16,807	19,126	22,071
BPS(지배지분 기준)	14,305	15,242	16,807	19,126	22,071
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	72.3	85.9	57.3	38.2	30.1
P/E(지배순이익 기준)	72.3	85.9	57.3	38.2	30.1
P/B(자본총계 기준)	6.5	5.3	5.3	4.6	4.0
P/B(지배지분 기준)	6.5	5.3	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA(Reported)	21.1	14.9	13.4	11.3	9.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	21.7	-26.3	64.0	50.2	26.9
EPS(지배순이익 기준)	21.7	-26.3	64.0	50.2	26.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.3	6.4	9.6	12.9	14.3
ROE(지배순이익 기준)	9.3	6.4	9.6	12.9	14.3
ROA	7.4	4.8	7.1	9.4	10.5
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	37.5	38.1	34.4
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	343.0	58.1	82.0	99.9	125.3