스튜디오드래곤(253450)

하회	부합	상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

해외에선 내가 제일 잘나가

영업이익 169억원(+56.3% YoY) 기록하며 컨센서스 부합
3분기 드라마 공백기 나타날 것이나 장기적으론 IP 비즈니스 모델 구축할 것
3분기 실적은 부담이나 장기적인 투자포인트는 더 강화됐다

Facts : 영업이익 169억원(+56.3% YoY) 기록하며 컨센서스 부합

2분기 매출액 1,614억원(+25.9% YoY), 영업이익 169억원(+56.3% YoY), 순이익 134억원(+82.1% YoY) 기록하며 컨센서스에 부합했다. K드라마의 글로벌 흥행이 지속되며 지난 1분기에 기록했던 사상 최대 해외 판매매출을 또다시 경신했다. 해외 판매매출 594억원 중 넷플릭스 독점 판매(동시방영) 매출은 312억원에 달할 것으로 추정된다. 2분기 드라마 편성 편수는 8.1편으로 작년동기대비 0.3편 적었지만 드라마의 제작비 상승(+7.7% YoY)보다 판매 가격 상승(편성 15.9% YoY, 판매 29.2%) 더 크게 나타나며 실적이 개선됐다.

Pros & cons : IP를 통한 영업 레버리지 vs. 3분기 드라마 공백기

방송사 비용 절감에 따른 드라마 라인업 축소로 3분기 드라마 편성 편수는 5.5편(-2.9편 YoY)에 불과할 전망이다. 이에 3분기 영업이익은 86억원(-21.2% YoY)에 그칠 것이다. 코로나19 이후 웹툰, 애니메이션 업체들의 주가 급등에도 드라마 제작사 주가는 소외됐다. 그 이유는 웹툰이나 애니메이션 IP(지적재산권)가 장기간에 걸쳐 영업 레버리지를 발생하고 영화, 드라마, 캐릭터 상품 등 다양한 영역에 적용되는 반면 우리나라 드라마 IP는 고작 16부작 드라마 한 편으로 소모되었기 때문이다. 드라마 IP를 통한 영업 레버리지 창출을 위해서는 시즌제 드라마 활성화, OTT 판매처 다변화, IP 소비 영역 확대가 필요한데 이번 실적발표에서는 이 3가지 방안에 대한 대략적인 윤곽을 확인할 수 있었다. '비밀의 숲2'가 시즌제 대작 드라마로 편성되고, 중국 OTT향 작품 2편을 기획 중에 있으며, 일본에서의 IP 사업 제안이 쏟아지고 있기 때문이다. 이는 장기 투자포인트를 강화시키는 요소다.

Action : 3분기 실적은 부담이나 장기적인 투자포인트는 더 강화됐다

스튜디오드래곤에 대해 매수 의견과 목표주가 100,000원(2022년 PER 41배)을 유지한다. 성장주에게 영업이익 감익은 주가에 부담 요인이나 K드라마의 인기가 실제 이익으로 연결되고 있다. OTT 경쟁 심화와 드라마 편성 편수 증가로 4분기부터는 다시 성장 국면에 진입할 것이다.

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/6)	2,343
주가(8/6)	89,700
시가총액(십억원)	2,520
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	92,500/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,262
유동주식비율/외국인지분율(%)	38.3/8.7
주요주주(%) CJ ENM 외 5 인	61.3

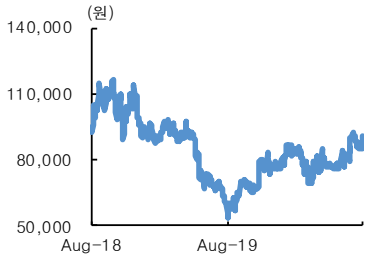
Valuation 지표

	2019A	2020F	2021F
PER(x)	86.0	59.7	47.3
PBR(x)	5.3	5.4	4.8
ROE(%)	6.4	9.4	10.7
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	14.9	15.5	14.4
EPS(원)	941	1,502	1,896
BPS(원)	15,242	16,719	18,590

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.7)	6.4	66.1
KOSDAQ 대비(%p)	(13.1)	(20.6)	11.2

주가추이



자료: FnGuide

오태완
taewan.oh@truefriend.com

오해리
haeri.oh@truefriend.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %p)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	34.2	25.9	142.4
영업이익	10.8	10.9	(4.0)	11.6	16.9	45.7	56.5	16.1
영업이익률(%)	8.4	8.3	(4.1)	9.6	10.5	0.9	2.1	11.3
세전이익	11.9	13.1	(5.2)	12.0	17.3	44.2	45.4	16.9
순이익	7.3	11.5	(1.6)	8.5	13.4	57.6	83.6	13.1

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익

자료: 한국투자증권

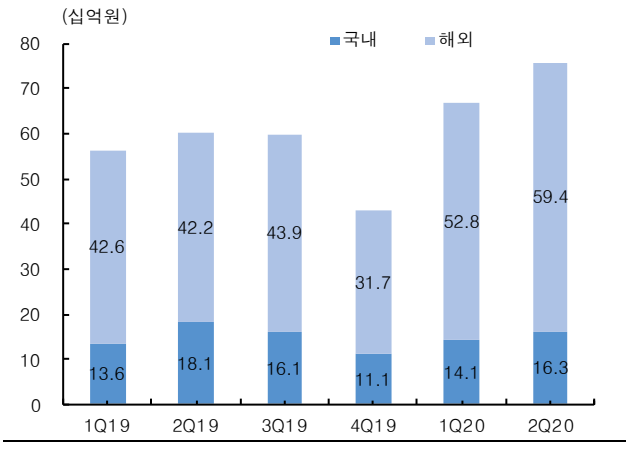
<표 2> 실적 추이 및 전망: 2분기 해외 판매 서프라이즈

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	89.9	147.6	379.6	468.7	519.3	534.0
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	33.8	47.3	178.1	208.7	191.7	202.8
Captive	43.9	54.4	50.4	45.7	44.4	37.8	33.8	44.0	168.6	194.3	160.0	180.3
Non-Capitve	0.2	3.7	10.5	0.0	0.8	27.6	0.0	3.3	9.5	14.4	31.7	22.5
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	46.0	90.9	162.1	219.3	279.4	286.6
국내	13.6	18.1	16.1	11.1	14.1	16.3	10.5	12.3	51.8	58.8	53.1	60.3
해외	42.6	42.2	43.9	31.7	52.8	59.4	35.5	78.6	110.2	160.4	226.3	226.3
기타(PPL, OST)	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	10.1	9.5	39.4	40.6	48.1	44.6
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	14.1	26.7	55.6	47.9	79.3	92.7
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.6	16.9	8.6	17.8	39.9	28.7	54.9	67.5
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.1)	12.0	17.2	8.6	17.3	45.7	33.1	55.1	68.3
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	8.5	13.4	6.7	13.5	35.8	26.4	42.1	53.3
(%)												
매출총이익률	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	15.6	18.1	14.6	10.2	15.3	17.4
영업이익률	9.9	8.4	8.3	(4.1)	9.7	10.4	9.6	12.1	10.5	6.1	10.6	12.6
순이익률	8.2	5.7	8.8	(1.7)	7.1	8.3	7.5	9.2	9.4	5.6	8.1	10.0
(% YoY)												
매출액	40.0	72.6	6.0	(4.2)	7.6	25.9	(31.4)	51.5	32.4	23.5	10.8	2.8
영업이익	3.5	47.3	(49.2)	적전	5.5	56.3	(21.2)	흑전	21.0	(28.1)	91.4	22.9
지배주주순이익	17.2	(17.4)	(33.5)	적전	(7.3)	82.1	(41.7)	흑전	50.3	(26.3)	59.5	26.4

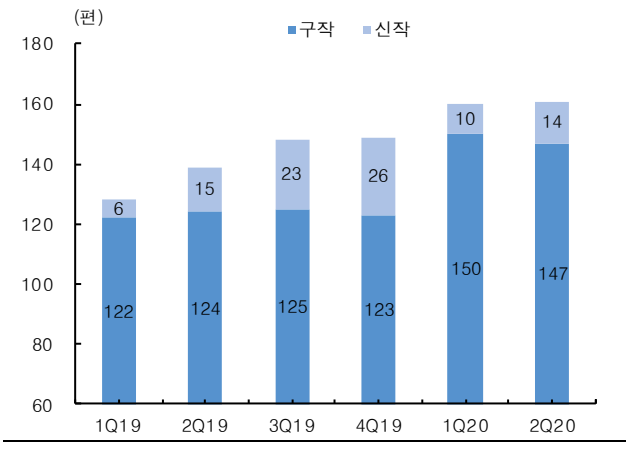
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 1] 판매매출 추이: 사상 최대 판매매출 다시 경신



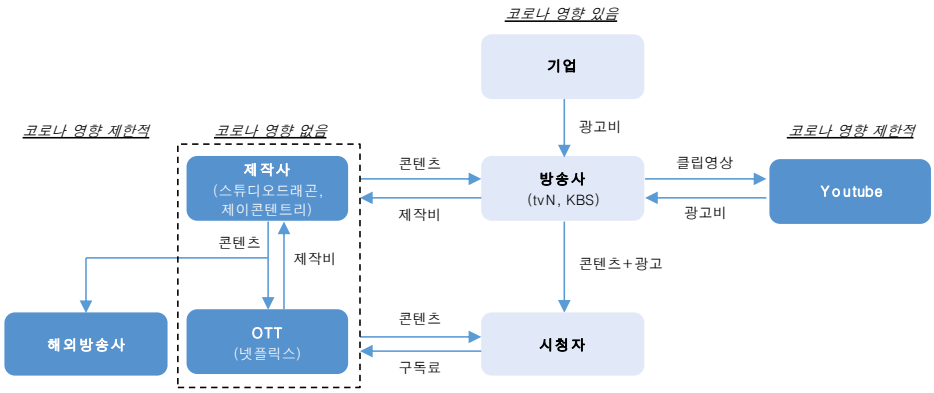
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 라이브러리 판매: 사상 최대 라이브러리 판매



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 다만, 3분기 방송사 비용 절감 본격화되며 실적 타격 불가피



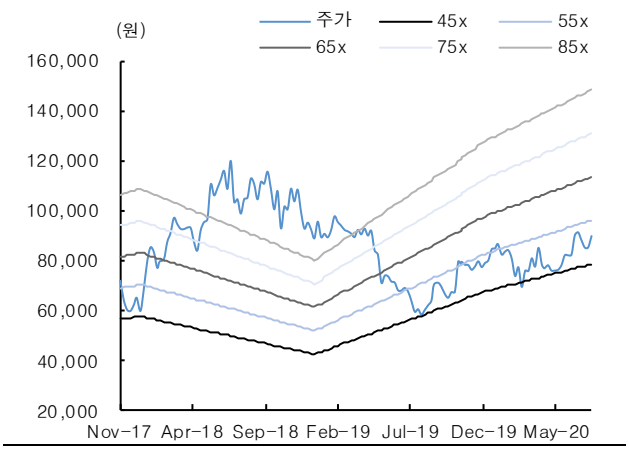
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 3> 목표주가 도출

구분	내용	설명
2021년 지배주주순이익(십억원)	68.9	
목표 PER(배)	41	historical PER(아스달연대기 part 2 종료), 10% 할인
적정 시가총액(십억원)	2,825	
주식수(천주)	28,068	
적정주가(원)	100,631	
목표주가(원)	100,000	
현재주가(원)	89,700	8월 6일 종가 기준
상승여력(%)	11	

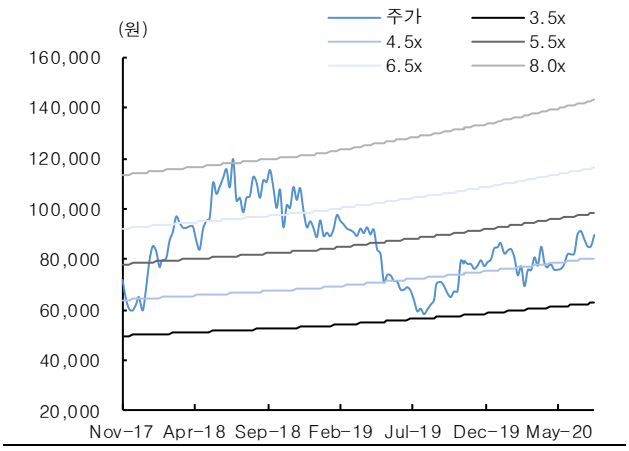
자료: 한국투자증권

[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	255	305	339
현금성자산	153	60	56	107	121
매출채권및기타채권	69	84	93	93	100
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	372	407	461
투자자산	4	13	15	15	17
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	199	233	258	294	332
자산총계	512	582	627	712	800
유동부채	108	145	165	140	152
매입채무및기타채무	60	66	77	83	94
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	173	148	161
지배주주지분	401	428	470	522	591
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
기타자본	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	68	94	136	189	258
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	470	522	591

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	519	534	604
매출원가	324	421	440	441	489
매출총이익	56	48	79	93	116
판매관리비	16	19	24	25	29
영업이익	40	29	55	67	87
금융수익	7	10	7	2	2
이자수익	4	3	5	(1)	(1)
금융비용	1	6	7	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(0)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	33	55	68	88
법인세비용	10	7	13	15	19
연결당기순이익	36	26	42	53	69
지배주주지분순이익	36	26	42	53	69
기타포괄이익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	35	26	41	53	68
지배주주지분포괄이익	35	26	41	53	68
EBITDA	115	146	155	165	184

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	(29)	(12)	150	122	159
당기순이익	36	26	42	53	69
유형자산감가상각비	0	2	2	2	2
무형자산상각비	75	115	98	95	95
자산부채변동	(139)	(143)	7	(29)	(7)
기타	(1)	(12)	1	1	0
투자활동현금흐름	141	(81)	(140)	(131)	(153)
유형자산투자	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	138	(57)	(2)	(1)	(3)
무형자산순증	(0)	(0)	(124)	(130)	(134)
기타	3	(23)	(12)	2	(14)
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	(7)	7

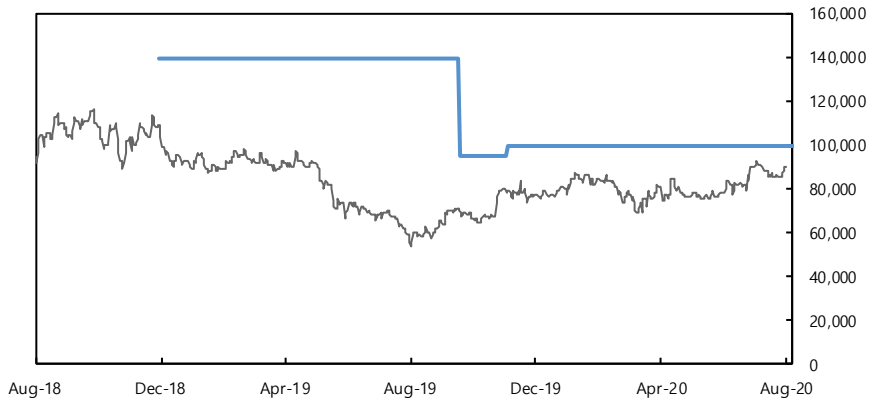
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,502	1,896	2,452
BPS	14,305	15,242	16,719	18,590	21,017
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	32.4	23.5	10.8	2.8	13.2
영업이익증가율	21.0	(28.1)	91.4	22.9	28.7
순이익증가율	50.3	(26.3)	59.7	26.2	29.4
EPS증가율	21.4	(26.4)	59.6	26.2	29.4
EBITDA증가율	55.1	26.4	6.7	5.9	11.7
수익성(%)					
영업이익률	10.5	6.1	10.6	12.6	14.4
순이익률	9.4	5.6	8.1	10.0	11.4
EBITDA Margin	30.3	31.1	29.9	30.8	30.4
ROA	7.4	4.8	7.0	8.0	9.1
ROE	9.3	6.4	9.4	10.7	12.4
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)	(109)	(156)	(176)
차입금/자본총계비율(%)	0.5	2.3	2.5	2.7	2.7
Valuation(X)					
PER	72.3	86.0	59.7	47.3	36.6
PBR	6.5	5.3	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	21.1	14.9	15.5	14.4	12.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 8월 7일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.4%	19.6%	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 높이 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.

■ 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

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