신영 컨슈머 Note

2020. 8. 7

Consumer팀

화장품/미디어 담당 신수연
T.02)2004-9629, shin.su-yeon@shinyoung.com

스튜디오드래곤(253450.KQ)

Review

2Q20 Review: 해외에서 먹히는 콘텐츠 제작 역량

매수(유지)

현재주가(8/6)	89,700원
목표주가(12M, 상향)	115,000원

Valuation Indicator

(배,%)	19A	20F	21F
PER	85.9	57.2	47.7
PBR	5.3	5.3	4.8
EV/EBITDA	14.9	14.0	12.3
ROE	6.4	9.8	10.6

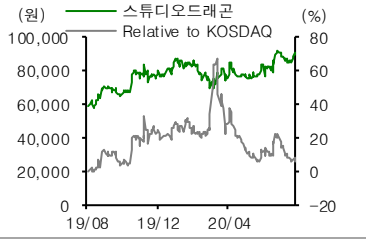
Key Data (기준일: 2020. 8. 6)

KOSPI(pt)	2342.61
액면가(원)	500
시가총액(억원)	25,202
발행주식수(천주)	28,096
평균거래량(3M,주)	327,327
평균거래대금(3M, 백만원)	27,652
52주 최고/최저	92,500 / 54,000
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(20F,%)	0.0
외국인지분율(%)	8.6
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	61.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	16.5	6.4	66.1
KOSDAQ대비상대수익률	-11.6	-10.2	-16.2	7.3

Company vs KOSDAQ composite



스튜디오드래곤 2분기 실적 Summary

- 스튜디오드래곤의 2분기 매출액과 영업이익은 전년 동기대비 각각 25.8%, 56.3% 증가한 1,614억원, 169억원을 기록함
  부문별 매출: 편성 654억원(+12.6%yoy), 국내판매 163억원(-10.1%yoy), 해외판매 594억원(+40.7%yoy)
  영업이익률 10.4%(+2.0%p), 매출원가 1,396억원(+23.7%yoy), 매출액 대비 비중 86.5%(-1.5%p)

글로벌 경쟁력 입증으로 수익성 개선 기대

- 2분기 동사 매출은 컨센서스 대비 13.3%, 영업이익은 4.9% 상회한 호실적을 기록하였음.
- 편성 부문의 경우, 제작편수는 전년 동기 대비 19.9% 감소했으나 편당 매출액이 40.5% 증가하며 2분기 매출액은 12.6% 성장하였음. CJ ENM 관련 채널 매출은 30.5%yoy 감소했으나, 더킹: 영원의 군주(SBS), 한번 다녀왔습니다(KBS2) 등 주요 작품이 좋은 성적을 거두며 Non-Captive 채널에서 매출이 증가하였음.
- 판매 매출은 해외 지역에서 성장세를 견인하였음. 2분기 국내 매출은 전년 동기 대비 10.1% 감소했으나, 해외 매출은 40.7% 증가했기 때문임. 이는 신작의 상당 부분이 Netflix에 판매되며 매출 기여가 높았던 것으로 파악됨.
- 동사의 제작 경쟁력이 인정받으며 ASP 상승과 함께 수익성 개선에 대한 기대감도 높아짐. 당분기에는 '더킹: 영원의 군주'의 제작비용을 100% 반영했음에도 전사 영업이익률이 2%p 개선되어 고무적임.

스튜디오드래곤 2020년 2분기 잠정실적 (연결 기준) (단위: 억원)

구분	2Q20P	2Q19	YoY	1Q20	QoQ	당사 추정치	차이
매출액	1,614	1,282	25.9%	1,203	34.1%	1,393	15.8%
영업이익	169	108	56.1%	116	45.3%	152	10.9%
OPM	10.4%	8.4%		9.6%		10.9%	
세전이익	172	119	44.4%	120	43.2%	162	6.0%
지배순이익	134	73	83.0%	85	57.2%	122	9.5%

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

Captive 채널은 감소하더라도 더 큰 채널이 기다린다

- 동사는 이번 실적발표 컨퍼런스콜에서 국내 지상파 채널과 1편, 중국 OTT사와 2편의 작품제작을 논의하고 있음을 밝힘. 중국 OTT사의 등장은 한국 콘텐츠 제작사에 우호적 환경을 조성할 주요 변수임. 기존 대형 고객사인 Netflix와 대적할 만한 새로운 채널이 생기는 것이기 때문임.
- 동사의 Captive 채널인 CJ ENM은 하반기에도 TV광고시장 부진에 대비한 효율적 방송 편성을 계획하고 있음. 이에 동사 Captive 채널의 제작편수 감소가 예상됨. 그러나 Non-Captive 채널과 함께 OTT플랫폼으로의 채널 확장성이 열려있고, 동사의 제작 역량이 해외에서도 인정받고 있기 때문에 실적 개선은 꾸준히 이어질 것으로 판단됨.
- 동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 종전 대비 4.5% 상향한 11.5만원을 제시함. 이는 우호적 업황 변화에 따라 스튜디오드래곤의 2018년 평균 12M Fwd EV/EBITDA 18배에 대한 할인율을 종전 20%에서 10%로 적용하여 목표배수를 14.4배에서 16.2배로 변경하였기 때문임.

스튜디오드래곤 2분기 실적 요약

구분	내용
2분기 리뷰	- 구작/신작 판매 확대로 외형성장, 수익성 개선 - 하반기: 비밀의숲2, 청춘기록, 스타트업 등, 넷플릭스 스위트홈 등 해외판매 기대
Q&A	
편성	**Q. 하반기 작품 계획?** 대작 사이코지만 괜찮아, 준대작 비밀의숲2, 청춘기록, 스타트업 등 넷플릭스 오리지널 스위트홈 4분기 내 반영 , 좋아하면 울리는2 촬영 후반작업 중
판매	**Q. 논캡티브 채널로의 매출 계획?** 이르면 하반기~내년 상반기 중 한국 지상파 1편, 중국 OTT 2편 계획 중 **Q. ASP 상승, 성과 가시화되며 하반기에도 Reqoupment 관련 개선 여지 있는지?** 전반적 개선세 진행 중임 상반기 구작 판매 증가, 신작 ASP 증가가 괄목할만 한 성과 하반기 넷플릭스 오리지널 스위트홈과 함께 동사 드라마 인기 높아 판매 강화되는 중임 사랑의 불시착, 사이코지만 괜찮아 등 작품 IP를 활용한 부가사업도 제안받는 중, IP보유로 롱테일 수익구조 강화 **Q. 넷플릭스 향 매출 성장세?** 신작 상당부분이 넷플릭스로 판매, 더킹: 영원의 군주의 선판매 실적 온기 반영되며 가장 큰 기여 더킹:영원의 군주 100% 비용반영 **Q. 중국 OTT와 자체제작 논의 관련 구체적 코멘트** 아직 논의 단계이나, 넷플릭스 오리지널 및 다양한 비즈니스 구조 가능할 것 판매지역을 보다 세분화할 수 있다는 의미임 중국 OTT사는 한한령 영향으로 자체제작 콘텐츠 중국 내 상영 불가 관련 리스크 있으나, 선제적 IP확보 차원에서 논의 중
기타	**Q. 중소형 제작사 인수?** 원천 IP 있거나 제작 역량있는 경우 인수 고려, 분사 후 꾸준히 검토 중 **Q. 하반기 방향성** TV광고 시장 부진하여 제작편수 감소가 예상되나, 비용통제로 수익성 방어하고 다양한 글로벌 사업 구체화할 것

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤 Valuation

(단위: 억원)

구분	20F EBITDA	목표배수	가치	비고
기업가치	1,787	16.2	**28,942**	동사 2018년 12M Fwd EV/EBITDA 18배의 10% 할인
순현금			1,000	2020년 추정치
적정가치			**29,942**	
주식수			25,799,914	자기주식 2,295,346주 제외
목표주가			**116,054**	

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2019A				2020				연간		
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
연결매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,614	1,341	1,387	4,687	5,545	6,111
증가율(YoY)	40.0%	72.6%	6.0%	-4.2%	7.6%	25.8%	2.3%	42.4%	23.5%	18.3%	10.2%
편성	441	581	608	457	452	654	531	461	2,087	2,098	2,110
편당 매출액	67	70	82	72	73	98	91	80	291	341	353
제작편수(Adj.)	6.6	8.3	7.4	6.3	6.2	6.7	5.9	5.8	29	25	24
판매	562	603	600	428	669	757	696	833	2,193	2,955	3,483
국내	136	181	161	111	141	163	169	144	588	617	723
해외	426	422	439	317	528	594	527	689	1,604	2,338	2,760
기타	115	98	104	89	82	203	114	93	406	492	517
매출총이익	150	154	153	22	167	217	206	188	479	779	879
매출총이익률	13.4%	12.0%	11.7%	2.2%	13.8%	13.5%	15.4%	13.6%	10.2%	14.0%	14.4%
영업이익	110	108	109	-40	116	169	154	121	287	560	642
증가율(YoY)	3.5%	47.3%	-49.2%	적전	5.5%	56.3%	41.3%	흑전	-28.1%	95.0%	14.6%
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	10.4%	11.5%	8.7%	6.1%	10.1%	10.5%
세전이익	132	119	131	-52	120	172	164	130	331	586	698
증가율(YoY)	22.2%	7.6%	-40.6%	적전	-9.2%	44.5%	24.9%	흑전	-27.6%	77.2%	19.1%
지배순이익	92	73	115	-16	85	134	124	99	264	441	528
증가율(YoY)	17.2%	-17.4%	-33.5%	적전	-7.3%	82.1%	7.2%	흑전	-26.3%	67.0%	19.8%
지배순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	8.3%	9.2%	7.1%	5.6%	8.0%	8.6%

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**3,796**	**4,687**	**5,545**	**6,111**	**6,550**
증가율(%)	32.4	23.5	18.3	10.2	7.2
매출원가	**3,240**	**4,208**	**4,766**	**5,231**	**5,597**
원가율(%)	85.4	89.8	86.0	85.6	85.5
매출총이익	**556**	**479**	**779**	**879**	**953**
매출총이익률(%)	14.6	10.2	14.0	14.4	14.5
판매비와 관리비 등	**157**	**192**	**220**	**238**	**253**
판관비율(%)	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9
영업이익	**399**	**287**	**559**	**642**	**700**
증가율(%)	20.9	-28.1	94.8	14.8	9.0
영업이익률(%)	10.5	6.1	10.1	10.5	10.7
EBITDA	**1,152**	**1,455**	**1,731**	**1,941**	**2,035**
EBITDA마진(%)	30.3	31.0	31.2	31.8	31.1
순금융손익	**61**	**43**	**28**	**56**	**46**
이자손익	34	30	27	35	46
외화관련손익	26	28	33	33	33
기타영업외손익	**-3**	**1**	**-2**	**0**	**0**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**456**	**331**	**585**	**698**	**745**
계속사업손익법인세비용	**98**	**66**	**144**	**170**	**181**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**358**	**264**	**441**	**528**	**564**
증가율(%)	50.4	-26.3	67.0	19.7	6.8
순이익률(%)	9.4	5.6	8.0	8.6	8.6
지배주주지분 당기순이익	358	264	441	528	564
증가율(%)	50.4	-26.3	67.0	19.7	6.8
기타포괄이익	**-11**	**-7**	**-5**	**-5**	**-5**
총포괄이익	**347**	**257**	**435**	**523**	**559**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,472**	**2,445**	**2,694**	**3,153**	**3,659**
현금및현금성자산	1,530	598	891	1,183	1,542
매출채권 및 기타채권	690	838	1,111	1,224	1,312
재고자산	6	0	0	0	0
비유동자산	**2,652**	**3,371**	**3,700**	**3,812**	**3,909**
유형자산	10	12	21	24	31
무형자산	1,985	2,331	2,481	2,520	2,530
투자자산	37	134	273	373	473
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**5,124**	**5,816**	**6,394**	**6,965**	**7,568**
유동부채	**1,082**	**1,451**	**1,594**	**1,641**	**1,685**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	599	662	724	771	815
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**29**	**82**	**83**	**83**	**83**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,111**	**1,533**	**1,676**	**1,724**	**1,768**
지배주주지분	**4,013**	**4,283**	**4,718**	**5,241**	**5,800**
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,201	3,217	3,217	3,217	3,217
기타포괄이익누계액	-8	-10	-15	-21	-26
이익잉여금	676	935	1,376	1,904	2,469
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**4,013**	**4,283**	**4,718**	**5,241**	**5,800**
총차입금	**21**	**99**	**100**	**100**	**100**
순차입금	**-1,672**	**-1,049**	**-951**	**-1,243**	**-1,603**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	**-291**	**-122**	**1,360**	**1,676**	**1,763**
당기순이익	**358**	**264**	**441**	**528**	**564**
현금유출이없는비용및수익	**842**	**1,236**	**1,257**	**1,400**	**1,436**
유형자산감가상각비	3	18	22	38	45
무형자산상각비	750	1,150	1,150	1,261	1,290
영업활동관련자산부채변동	**-1,394**	**-1,429**	**-220**	**-119**	**-103**
매출채권의감소(증가)	-272	-218	-273	-113	-88
재고자산의감소(증가)	3	6	0	0	0
매입채무의증가(감소)	259	86	61	48	44
투자활동으로인한현금흐름	**1,406**	**-810**	**1,214**	**836**	**826**
투자자산의 감소(증가)	1	-97	-138	-100	-100
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
CAPEX	-2	-6	-31	-42	-52
단기금융자산의감소(증가)	1,392	-390	405	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**-97**	**0**	**0**	**0**	**0**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-1**	**0**	**-2,281**	**-2,220**	**-2,230**
현금의 증가	**1,017**	**-932**	**293**	**292**	**359**
기초현금	513	1,530	598	891	1,183
기말현금	1,530	598	891	1,183	1,542

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Per Share (원)					
EPS	1,278	941	1,568	1,881	2,009
BPS	14,305	15,242	16,791	18,653	20,642
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	72.3	85.9	57.2	47.7	44.7
PBR	6.5	5.3	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	21.1	14.9	14.0	12.3	11.6

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	21.7%	-26.3%	66.6%	19.9%	6.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	55.0%	26.3%	19.0%	12.1%	4.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.3%	6.4%	9.8%	10.6%	10.2%
ROE(지배순이익 기준)	9.3%	6.4%	9.8%	10.6%	10.2%
ROIC	11.6%	6.4%	13.5%	14.2%	15.0%
WACC	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
안전성(%)					
부채비율	27.7%	35.8%	35.5%	32.9%	30.5%
순차입금비율	-41.7%	-24.5%	-20.2%	-23.7%	-27.6%
이자보상배율	343.0	58.1	112.1	128.6	140.3

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(2020.06.30)	매수 : 88.89%	중립 : 11.11%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식선물	주식옵션				
스튜디오드래곤	-	-	-	-	-	-	-

스튜디오드래곤 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2020-08-07	매수	115000		
2020-06-22	매수	100000	-12.98	-7.50
2020-05-28	매수	96000	-16.54	-12.60