

스튜디오드래곤

(253450)

Aug 10, 2020 / 20-29

콘텐츠 경쟁력 확대에 따른 해외매출성장 지속

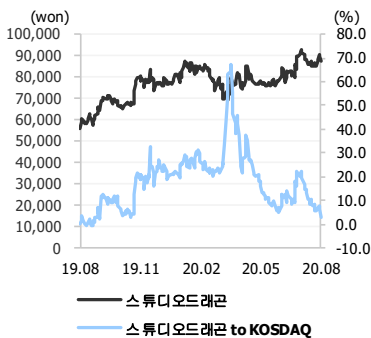
- ▶ 콘텐츠 경쟁력 확대에 따른 ASP상승 및 판매처 다변화
- ▶ 하반기 중국 및 글로벌 OTT 경쟁심화에 의한 동사 콘텐츠 수요확대
- ▶ 2020년 매출액 5,423억원(+15.7 YoY), 영업이익 571억원(+98.9% YoY) 전망

Buy (신규)

목표주가 110,000원(+26.1%)

현재가 (원)	87,200
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	140
시가총액 (억원)	24,500
상장주식수 (만주)	2,810
외국인보유비중 (%)	8.48%
60일 평균거래량 (주)	
52주 최고/최저 (원)	94,000 57,200
주요주주	CJ ENM 58.18%

Stock Performance



투자포인트

- ▶ 동사에 대한 투자포인트는 1) 해외 판매 매출 확대를 통한 빠른 이익성장세 지속, 2) 하반기 북미, 중국 등 글로벌 OTT향 공급 다변화 예상, 3) 콘텐츠 경쟁력 강화에 따른 작품당 ASP 증가 및 비효율화에 따른 점진적인 수익성 개선 등을 들 수 있음.

해외판매매출 가파른 성장세 지속

- ▶ 2분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1,614억원(+25.9 YoY), 169억원 (+56.3% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합. 해외판매 매출 594억원(+40.7% YOY)으로, 빠른 성장세 지속. <더킹:영원의군주>가 인기 방영되면서 분기 최대 해외 판권 실적 견인.
- ▶ 국내 드라마 수요확대와 넷플릭스를 비롯한 OTT의 성장으로 해외판매 매출 비중 78.5%(YoY +8.5%p)로 증가. 하반기 북미/중국 등 글로벌 OTT향 동사 콘텐츠 수요확대 예상. 이미 동사는 중국과 글로벌 OTT 업체와 계약이 진행 중이며, 최근 동사 드라마 경쟁력 확대를 리튬(제작비 지원비율)의 개선도 기대.

투자 의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

- ▶ 동사에 대해 목표주가 110,000원, 투자 의견 Buy를 제시하며 커버리지 개시. 목표주가 110,000원은 12Fwd EPS에 동사의 3년 평균 PER에 20% 할인된 60배를 적용. 최근 코로나19에 따른 영향으로 하반기 Captive향 제작편수 감소 가능성 및 해외대비 국내 판매매출 정체 등에 따라 할인 불가피. 다만 우호적인 영업환경 속에서 해외 매출성장세가 가파르게 진행되고 있어, 현주가 수준은 저평가 매력 보유.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2017	2,868	330	303	238	1,051	61.9	22.1	6.0	9.5
2018	3,796	399	456	358	1,278	72.3	21.1	9.8	9.3
2019	4,687	287	331	264	941	85.9	14.9	8.3	6.4
2020E	5,423	571	600	457	1,628	53.6	13.5	8.2	10.1
2021E	6,274	729	763	586	2,087	41.8	11.6	6.9	11.6

실적전망 및 투자포인트

▶ 2분기 실적 Review

2분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1,614억원(+25.9 YoY), 169억원 (+56.3% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합했다. 사업부문별로는 편성매출 654억원(+12.6% YoY), 국내판매163억원(-10.1% YoY), 해외판매 594억원(+40.7% YoY)을 기록했다. 해외 판매매출의 성장세가 지속되는 가운데, OCN 수목드라마 편성감소에 따른 Captive항 매출하락에도 불구하고, <더킹: 영원의군주, SBS>, <한번 다녀왔습니다, KBS2> 작품의 자상파 채널 다각화를 보이며 편성매출 역시 분기 최고실적을 기록했다.

▶ 해외판매매출 빠른 증가세 지속

2분기 이익성장의 주된 요인인 해외판매 매출 성장세가 가파르게 진행 중이다. 국내 드라마 수요확대와 넷플릭스를 비롯한 글로벌 OTT성장으로 판매매출 중 해외비중이 78.5%(YoY +8.5%p)로 확대되었다. 해외 판매 매출성장세는 하반기에도 이어질 전망이다. 글로벌 OTT의 경쟁심화가 이뤄지는 상황 속에서 국내 드라마에 대한 수요확대가 예상된다. 이미 2분기 실적에서 보여주었다시피, <더킹: 영원의군주>, <사이코지만 괜찮아> 등이 넷플릭스 Top10 월드와이드에서 6위를 기록하며, 동사 콘텐츠의 경쟁력을 확인 시켜주었다. 그리고 향후 중국 OTT 업체와 계약이 진행될 예정이며, 동사 콘텐츠 경쟁력 확대에 리튬(제작비 지원비율)의 개선도 기대된다. .

▶ 콘텐츠 경쟁력 확대, 비용효율화에 따른 점진적인 수익성 개선 기대

동사 콘텐츠 경쟁력 확대에 점차 작품 ASP상승과 함께 수익성 개선도 기대된다. 2분기 주요 작품들의 제작비 감감상각 처리를 공격적으로 반영했음에도 불구하고, 영업이익률은 10.4%(+2.0%p)로 개선되었다. 최근 2년내 최고치를 경신했다. 또한, 이미 감감상각이 완료된 구작들의 판매증가(라이브러리 161편 최고치 경신)와 OTT 업체의 동시방영 콘텐츠 증가, 비용효율화 등의 영향으로 향후 동사의 점진적인 이익 개선세는 지속될 전망이다.

▶ 하반기 해외판매 중심의 성장예상

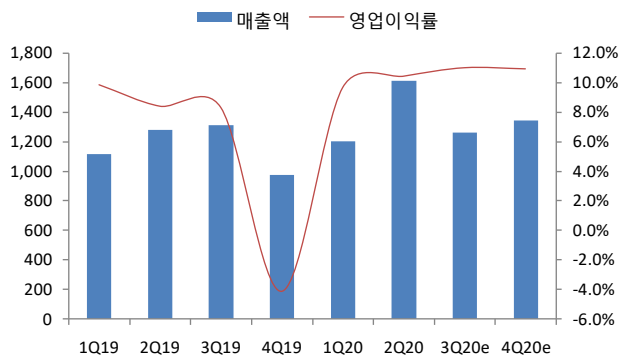
하반기 역시 코로나19 영향에 따라, 국내 방송사 및 Captive항 드라마 편성감소가 전망된다. 3분기 동사의 드라마 편성편수는 6편 이하로 전년 대비 상당 폭 감소가 예상되어, 편성매출감소는 불가피할 것으로 예상된다. 다만, 최근 제작편수 감소에도 불구하고, 작품당 ASP 증가 및 아마존, HBO Max, 중국 OTT업체 등 해외 판매처 다변화에 따른 해외매출 성장세는 하반기 편성매출 감소를 일정부분 상쇄시킬 것으로 기대된다. 하반기 기대되는 작품으로는 넷플릭스 오리지널이며 웹툰 원작인 < 스위트홈>, 2분기에 이어 흥행을 지속하고 있는 <사이코지만 괜찮아>, <비밀의 숲>의 후속 <비밀의 숲2>, <청춘기록> 등이 넷플릭스와 동시 방영되면서 기대감을 모으고 있다. .

▶ 2020년 연간실적 전망

2020년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 5,423억원(+15.7 YoY), 571억원 (+98.9% YoY)으로 전망된다. 최근 한국드라마의 선호가 지속되는 가운데, 향후 중국 및 글로벌 OTT 업체들의 경쟁심화에 따른 동사 콘텐츠 수요는 더욱 빠르게 확대될 것으로 예상된다. 이미 아시아를 비롯해 글로벌 각국으로 동사 드라마 콘텐츠 경쟁력이 부각되면서, ASP상승 및 판매처 다변화가 진행되고 있어, 국내를 대표하는 드라마 제작사로써 동사의 중장기적 이익성장에 대한 의구심은 크지 않다고 판단된다.

그림 1 _ 분기별 실적추이

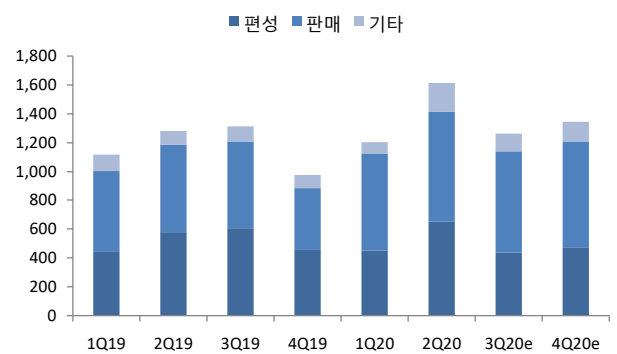
(단위: 억원)



자료 : 스튜디오드래곤, 부국증권 리서치센터 추정

그림 2 _ 판매매출 증가세 지속

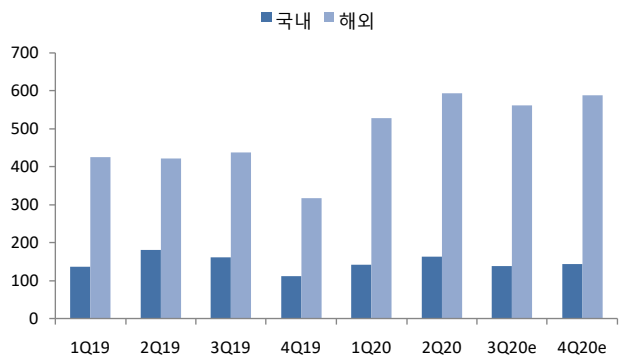
(단위: 억원)



자료 : 스튜디오드래곤, 부국증권 리서치센터 추정

그림 3 _ 해외 판매매출의 빠른성장전

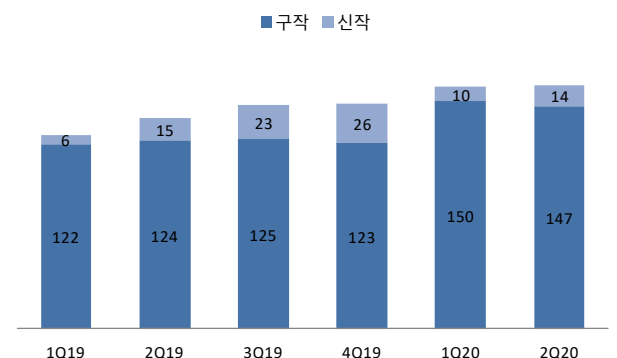
(단위: 억원)



자료 : 스튜디오드래곤, 부국증권 리서치센터 추정

그림 4 _ 라이브러리 판매편수 증가세

(단위: 억원)



자료 : 스튜디오드래곤, 부국증권 리서치센터 추정

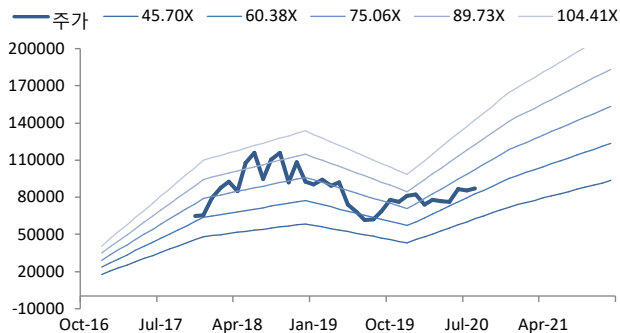
표 1 _ 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20e	4Q20e	2019	2020e	2021e
매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,614	1,262	1,344	4,687	5,423	6,274
편성	441	581	608	457	452	654	438	475	2,087	2,019	2,232
Captive	439	544	504	457	444	378	438	467	1,943	1,726	1,877
Non-captive	2	37	104	0	8	276	0	8	144	292	355
판매	562	603	600	428	669	757	700	731	2,192	2,857	3,464
국내	136	181	161	111	141	163	138	143	588	585	611
해외	426	422	439	317	528	594	562	588	1,604	2,272	2,853
기타	115	98	104	89	82	203	124	138	408	547	578
매출원가	968	1,128	1,159	952	1,036	1,396	1,075	1,132	4,208	4,639	5,311
매출총이익	150	154	153	22	167	218	187	212	479	784	963
판매비와관리비	40	46	44	62	51	49	48	65	192	213	234
영업이익	110	108	109	(40)	116	169	139	147	287	571	729
세전이익	132	119	131	(51)	120	172	143	165	331	600	763
순이익	92	73	115	(16)	85	134	112	126	264	457	586
<이익률>											
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	10.4%	11.0%	10.9%	6.1%	10.5%	11.6%
순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	8.3%	8.9%	9.4%	5.6%	8.4%	9.3%
증가율(yoy)											
매출액	40.0%	72.6%	6.0%	-4.2%	7.6%	25.9%	-3.8%	37.9%	23.5%	15.7%	15.7%
영업이익	3.5%	47.3%	-49.2%	적전	5.5%	56.3%	27.4%	흑전	-28.1%	98.9%	27.7%
순이익	17.2%	-17.4%	-33.5%	적전	-7.3%	82.1%	-2.8%	흑전	-26.3%	72.9%	28.2%

자료 : 스튜디오드래곤, 부국증권 리서치센터 추정

그림 5 _ PER Band



자료 : 부국증권 리서치센터

그림 6 _ Valuation

목표주가 산정		비고
EPS	1,810원	12Fwd EPS 적용
적용 PER	60배	3년평균 EPS * 20% 할인
주당 가치	108,600원	
목표주가	110,000원	
현주가	87,200원	
상승여력(%)	26.1%	

자료 : 부국증권 리서치센터

표 2 _ 2020년 드라마 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일		극본	연출	주연
2020	1	tvN	사랑의 불시착	19.12.14~20.02.16	16부	박지은	이정호	현빈, 손예진
	2		블랙독	19.12.16~20.2.4	16부	박주연	황준혁	라미란, 서현진
	3		머니게임	1.15~3.5	16부	이영미	김상호	이성민, 고수, 심은경
	4		방법	2.10~3.17	12부	연상호	김용완	성동일, 엄지원
	5		하이바이, 마마!	2.22~4.19	16부	권혜주	유제원	김태희, 이규형
	6		메모리스트	3.11~4.30	16부	안도하, 황하나	김휘	유승호, 이세영
	7		반의 반	3.23~4.28	12부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈
	8		화양연화	4.25~6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영
	9		외출	5.4~5.5	2부	류보리	장정도	한혜진, 김태훈
	10		오 마이 베이비	5.13~7.2	16부	노선재	남기훈	장나라, 고준, 정건주
	11		(아는 건 별로 없지만) 가족입니다	6.1~7.21	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 신동욱
	12		사이코지만 괜찮아 (on air)	6.20~on air	16부	조용	박신우	김수현, 서예지
	13		악의 꽃 (on air)	7.29~on air	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원
	14		비밀의 숲 시즌2	8.15~10.4	16부	이수연	박현석	조승우, 윤세아, 이준혁
	15		청춘기록	9.7~10.27	16부	하명희	안길호	박보검, 박소담
	16		구미호전	9.23~11.26	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아
	17		스타트업	10.10~11.29	16부	박혜련	오충환	남주혁, 수지, 김선호
	18		LUCA	12.7~1.5	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희
	19		여신강림	11.25~1.21	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영
	20	OCN	본 대로 말하라	2.1~3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 최수영, 진서연
	21		루갈	3.28~5.17	16부	도현	강철우	최진혁, 박성웅
	22		트레인 (on air)	7.11~on air	12부	박가연	류승진	윤시윤, 경수진
	23		미생: 그들이 있었다	8.29~	16부	반기리, 정소영	민연홍	고수, 안소희, 서은수
	24		경이로운소문	11.28~1.3	12부	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정
	25		써치	10.10~11.8	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희
	26	SBS	더 킹: 영원의 군주	4.17~6.12	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은
	27	KBS	한 번 다녀왔습니다 (KBS) (on-air)	3.28~on air	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은
	28	Netflix	나 홀로 그대	2.7	12부	류용재	이상엽	윤현민, 고성희
	29		스위트홈	하반기		홍소리, 김형민	이용복	송강, 이진욱, 이시영

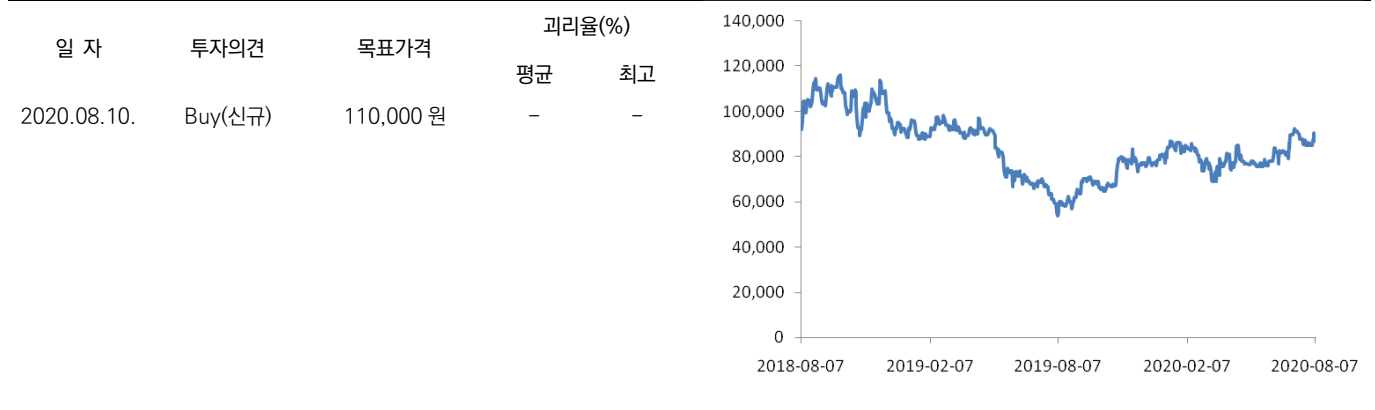
자료 : 스투디오드래곤, 부국증권 리서치센터

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우	기업분석
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우	
Hold (중립)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우	
Sell (매도)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우	
Overweight (비중 확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때	산업분석
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때	
Underweight (비중 축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때	

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



본 자료는 2020년 8월 10일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장과 관련하여 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 임태웅

본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적차와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

당사 조사분석자료 투자의견 비중(%)

(기준일 2020. 6. 30)

투자의견	Buy(매수)	Hold(중립)	Sell(매도)	합계
비중(%)	66.1%	33.9%	-	100%

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,472	2,445	2,798	3,494
현금 및 현금성자산	1,530	598	1,135	1,597
매출채권	688	836	967	1,119
재고자산	6	0	0	0
비유동자산	2,652	3,371	3,763	3,919
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	10	12	16	14
무형자산	1,985	2,331	2,553	2,559
자산총계	5,124	5,816	6,561	7,413
유동부채	1,082	1,451	1,733	1,993
매입채무	196	184	213	247
단기금융부채	0	20	76	76
비유동부채	29	82	82	83
장기금융부채	21	79	80	80
기타비유동부채	4	2	2	3
부채총계	1,111	1,533	1,815	2,075
지배주주지분	4,013	4,283	4,746	5,338
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	3,201	3,217	3,217	3,217
이익잉여금	676	935	1,393	1,979
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,013	4,283	4,746	5,338

현금흐름표

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
영업활동으로 인한 현금흐름	-249	-122	1,261	1,697
당기순이익(손실)	358	264	457	586
비현금수익비용가감	842	1,236	1,288	1,393
유형자산감가상각비	3	18	9	7
무형자산상각비	750	1,150	1,154	1,244
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	-1,352	-1,429	-346	-105
매출채권 감소(증가)	-272	-218	-55	-152
재고자산의(증가)감소	3	6	0	0
매입채무 감소(증가)	259	86	103	117
투자활동으로 인한 현금흐름	1,364	-810	-722	-1,229
유형자산처분(취득)	-2	-5	-7	-5
무형자산감소(증가)	-1	-3	-1,000	-1,250
장단기금융자산의 감소(증가)	1,338	-572	266	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-97	0	-11	-6
장단기금융부채의 감소(증가)	-100	0	-3	0
자본의 증가(감소)	4	12	0	0
배당금지급	0	0	0	0
현금의 증가	1,017	-932	536	462
기초현금	513	1,530	598	1,135
기말현금	1,530	598	1,135	1,597

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,796	4,687	5,423	6,274
매출원가	3,240	4,208	4,639	5,311
매출총이익	556	479	784	963
판매비와관리비	157	192	213	234
조정영업이익	399	287	571	729
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	399	287	571	729
이자손익	34	30	15	20
외환손익	26	28	28	29
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	456	331	600	763
법인세비용	98	66	142	177
계속사업이익	358	264	457	586
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	358	264	457	586
지배주주	358	264	457	586
EBITDA	1,152	1,455	1,733	1,979
FCF	1,226	1,091	581	450
EBITDA 마진율(%)	30.3	31.1	32.0	31.6
영업이익률(%)	10.5	6.1	10.5	11.6
지배주주귀속 순이익률(%)	9.4	5.6	8.4	9.3

주요투자지표

(단위: 억원)

	2018	2019	2020E	2021E
P/E(x)	72.3	85.9	53.6	41.8
P/CF(x)	23.3	15.8	15.1	13.3
PBR(x)	9.8	8.3	8.2	6.9
EV/EBITDA(x)	21.1	14.9	13.5	11.6
EPS(원)	1,278	941	1,628	2,087
CFPS(원)	3,963	5,104	5,766	6,538
BPS(원)	9,424	9,717	10,577	12,662
DPS(원)	0	0	0	0
매출액증가율(%)	32.4	23.5	15.7	15.7
EBITDA 증가율(%)	55.1	26.4	19.1	14.2
조정영업이익증가율(%)	21.0	-28.1	98.9	27.7
지배주주순이익증가율(%)	50.3	-26.3	73.1	28.2
EPS 증가율(%)	21.6	-26.3	73.0	28.2
매출채권회전율(회)	6.1	6.2	6.0	6.0
재고자산회전율(회)	405.4	1620.7	NA	NA
ROA(%)	7.4	4.8	7.4	8.4
ROE(%)	9.3	6.4	10.1	11.6
부채비율(%)	27.7	35.8	38.2	38.9
순차입금/자기자본(%)	-39.1	-24.6	-24.2	-30.2
영업이익/이자비용(x)	343.0	58.1	70.3	116.6



www.bookook.co.kr

서울시 영등포구 국제금융로 6길 17

T. 02-368-9200