신영 컨슈머 Note

2020. 9. 2

Consumer팀

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

스튜디오드래곤(253450.KQ)

Update

국내보다 해외에서 빛나는 기대감

매수(유지)

현재주가(9/1)	81,000원
목표주가(12M)	115,000원

Valuation Indicator

(배,%)	19A	20F	21F
PER	85.9	56.2	43.2
PBR	5.3	4.9	4.4
EV/EBITDA	14.9	13.0	11.1
ROE	6.4	9.0	10.7

Key Data (기준일: 2020. 9. 1)

KOSPI(pt)	2349.55
액면가(원)	500
시가총액(억원)	22,758
발행주식수(천주)	28,096
평균거래량(3M,주)	353,189
평균거래대금(3M, 백만원)	30,369
52주 최고/최저	92,500 / 62,000
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(20F,%)	0.0
외국인지분율(%)	8.8
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	61.3

Company Performance

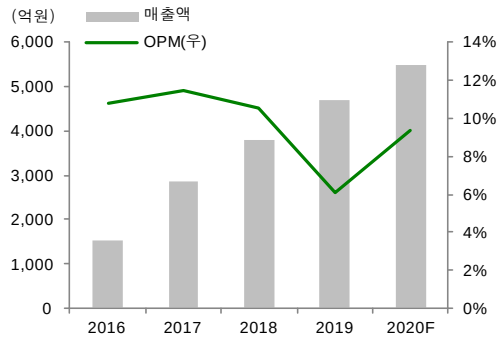
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	5.1	9.9	30.6
KOSDAQ대비상대수익률	-9.2	-9.4	-21.3	-6.5

Company vs KOSDAQ composite

편성매출, 제작편수 감소에 영향

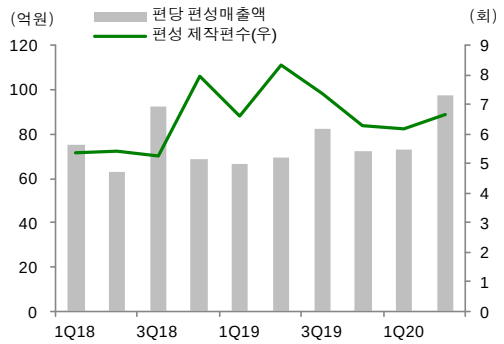
- 스튜디오드래곤은 코로나19가 수도권을 중심으로 확산됨에 따라 8월 24일부터 31일까지 모든 촬영을 중단하였음. 이에 tvN 수목드라마 '악의 꽃'은 9월 3일 방영 예정이었던 12회차 방송을 스페셜 방송으로 대체할 예정임. 또한, 현재 방영 중인 '한 번 다녀왔습니다', '미씽: 그들이 있었다'와 사전제작 작품인 '비밀의 숲 2'은 방영 일정에 변동이 없을 것으로 판단됨.
- 다만, 3분기 편성매출은 전년 동기 대비 감소가 불가피하다 판단됨. 편당 매출액이 증가하는 추세이긴 하나 Captive 채널인 CJ ENM 계열의 채널 효율화 등에 따라 전반적으로 제작편수가 감소했기 때문임. 실제 방영회차 기준 3분기 제작편수는 전년 동기 대비 20.6% 감소한 5.9편이 될 전망.
- 현재까지 지상파 채널로 1개 작품 제작을 논의 중이며, 향후 Non-Captive채널로의 편성 확대에 주목할 필요가 있음.

스튜디오드래곤 실적 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤 편성매출액, 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

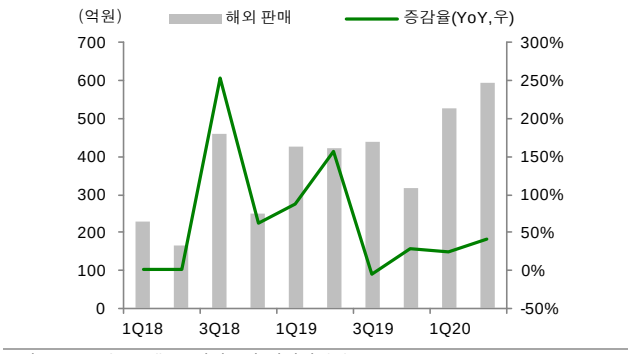
판매매출, 중국과 미국을 날개 삼아

- 동사의 장기 성장동력은 해외 판매부문임. 기존 대형 고객사인 Netflix의 경우 올해 2월부터 국가별 Top 10 랭킹을 공개함에 따라 동사의 제작 경쟁력을 확인할 수 있게 되었음. 이에 '더킹: 영원의 군주'가 Netflix로부터 역대 최고의 Recoupment 비율을 적용 받는 등 2019년 대비 2020년 상반기 Netflix 향 신작 ASP가 25% 증가한 것으로 파악됨. 또한, 동사는 CJ ENM, Netflix와 2020년부터 3년 간 콘텐츠 제작과 판권 유통계약을 체결함에 따라 상대적으로 안정적인 Netflix향 판매매출이 발생할 것으로 판단됨, 4분기에는 Netflix 오리지널콘텐츠 '스위트홈'(10부작) 방영이 예정되어 있음.
- 중국의 경우, 구작매출 기대감뿐만 아니라 중국 OTT플랫폼과 드라마 제작에 대해 구체적으로 논의하고 있어 긍정적임. 한한령 해제는 여전히 불확실성이 있으나, OTT플랫폼과의 드라마 제작의 경우 동남아를 비롯한 중국 외 지역에서의 송출이 가능하다는 점에서 상대적으로 가시성이 높은 매출임. 또한, 일본 내 '사랑의 불시착'의 인기가 높아 아마존 프라임 비디오 등 일본 내 OTT와의 판매확대가 기대되는 상황임.

다음은 미국이다, 미국 현지법인 Update

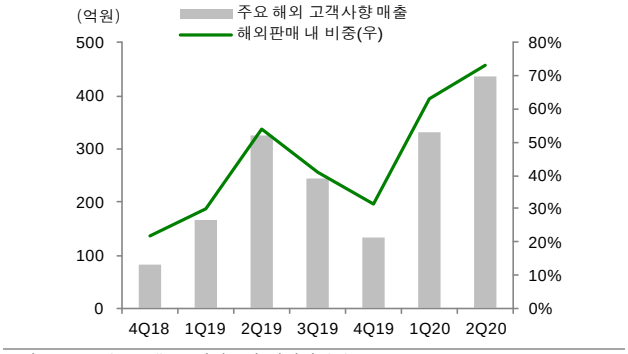
- 동사는 2020년 미국 현지법인을 설립하여 궁극적으로 미국 내 자체제작 역량을 갖추고자 함. 이를 위해 향후 2~3년간 10여개의 IP를 기반으로 미국 내 제작사와의 공동작업을 진행할 계획이며, 동시에 미국 현지 크리에이터를 확보하고 있음. 제작된 작품은 미국 내 방송사와 OTT플랫폼 등으로 편성될 것으로 예상됨. 현재까지 Skydance-호텔델루나(리메이크), HBO-Alone 등이 진행 중임.
- 최근 해외시장 확장에 있어 IP확보가 제한적인 상황이나 이는 제작역량 강화를 위한 단기적인 문제라 판단됨. Netflix 오리지널이나 미국 내 공동제작 작품은 제작비 수준이 국내 드라마 대비 월등히 높기 때문에 리스크 절감 차원에서의 전략적 판단이라 판단됨.
- 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 115,000원을 유지함.

해외 판매 매출 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

주요 해외 고객사 향 매출 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤 Valuation

(단위: 억원)

구분	20F EBITDA	목표배수	가치	비고
기업가치	1,831	16.2	**29,660**	동사 2018년 12M Fwd EV/EBITDA 18배의 10% 할인
순현금			900	2020년 추정치
적정가치			**30,560**	
주식수㈜			25,799,914	자기주식 2,295,346주 제외
주당적정가치(원)			**118,450**	

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

2020년 스튜디오드래곤 제작(예정) 작품 List

No.	편성	타이틀	방송일		요일	회차	극본	연출	주연
			시작	종료					
1	tvN	사랑의 불시착	12/14	2/16	토일	16	박지은	이정효	현빈, 손예진
2	tvN	블랙독	12/16	2/4	월화	16	박주연	황준혁	라미란, 서현진
3	tvN	머니게임	1/15	3/5	수목	16	이영미	김상호	이성민, 고수, 심은경
4	OCN	본대로말하라	2/1	3/22	토일	16	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 최수영, 진서연
5	Netfilx	나 홀로 그대	2/7	-	-	12	류용재	이상엽	윤현민, 고성희
6	tvN	방법	2/10	3/17	월화	12	연상호	김용완	성동일, 엄지원
7	tvN	하이바이, 마마!	2/22	4/19	토일	16	권혜주	유제원	김태희, 이규형
8	tvN	메모리스트	3/11	4/30	수목	16	안도하, 황하나	김휘	유승호, 이세영
9	tvN	반의 반	3/23	4/28	월화	12	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈
10	OCN	루갈	3/28	5/17	토일	16	도현	강철우	최진혁, 박성웅
11	KBS2	한 번 다녀왔습니다	3/28	9/13		50	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은
12	SBS	더킹: 영원의 군주	4/17	6/12	금토	16	김은숙	백상훈	이민호, 김고은
13	tvN	화양연화	4/25	6/14	토일	16	전희영	손정현	유지태, 이보영
14	tvN	오 마이 베이비	5/13	7/2	수목	16	노선재	남기훈	장나라, 고준, 정건주
15	tvN	아는건 별로 없지만 가족입니다	6/1	7/21	수목	16	김은정	권영일	한예리, 김지석, 신동욱
16	tvN	사이코지만 괜찮아	6/20	8/9	토일	16	조용	박신우	김수현, 서예지
17	OCN	트레인	7/11	8/16	토일	12	박가연	류승진, 이승훈	윤시윤, 경수진
18	tvN	악의꽃	7/29	9/23	수목	16	유정희	김철규	이준기, 문채원
19	tvN	비밀의숲2	8/15	10/4	토일	16	이수연	박현석	조승우, 배두나
20	OCN	미씽:그들이있었다	8/29	10/4	토일	12	반기리, 정소영	민연홍	고수, 허준호
21	tvN	청춘기록	9/7	10/27	토일	16	하명희	안길호	박보검, 박소담
22	tvN	구미호뎐	10월 중		월화	12	한우리	강신효	이동욱, 조보아
23	tvN	스타트업	10월 중		토일	16	박혜련	오충환	남주혁, 배수지
24	tvN	산후조리원	11월 중		월화	8	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	엄지원, 박하선
25	tvN	Luca	-			12	천성일	김홍선	김래원, 이다희
26	Netfilx	스위트홈				10	홍소리, 김형민, 박소정	이응복	송강, 이진욱

자료: 스튜디오드래곤, 언론취합, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2019A				2020				연간		
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20A	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
연결매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,614	1,293	1,396	4,687	5,506	6,101
증가율(YoY)	40.0%	72.6%	6.0%	-4.2%	7.6%	25.8%	-1.4%	43.3%	23.5%	17.5%	10.8%
편성	441	581	608	457	452	654	507	461	2,087	2,074	2,085
편당 매출액	67	70	82	72	73	98	87	80	291	337	349
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	672	842	2,193	2,940	3,498
국내	136	181	161	111	141	163	169	144	588	617	723
해외	426	422	439	317	528	594	503	698	1,604	2,323	2,775
기타	115	98	104	89	82	203	114	93	406	492	517
매출총이익	150	154	153	22	167	217	173	176	479	733	877
매출총이익률	13.4%	12.0%	11.7%	2.2%	13.8%	13.5%	13.4%	12.6%	10.2%	13.3%	14.4%
영업이익	110	108	109	-40	116	169	121	108	287	514	639
증가율(YoY)	3.5%	47.3%	-49.2%	적전	5.5%	56.3%	11.3%	흑전	-28.1%	79.1%	24.4%
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	10.4%	9.4%	7.7%	6.1%	9.3%	10.5%
세전이익	132	119	131	-52	120	172	130	118	331	540	696
증가율(YoY)	22.2%	7.6%	-40.6%	적전	-9.2%	44.5%	-0.3%	흑전	-27.6%	63.3%	28.8%
지배순이익	92	73	115	-16	85	134	99	89	264	407	527
증가율(YoY)	17.2%	-17.4%	-33.5%	적전	-7.3%	82.1%	-14.4%	흑전	-26.3%	53.8%	29.5%
지배순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	8.3%	7.6%	6.4%	5.6%	7.4%	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**	**5,506**	**6,101**	**6,556**
증가율(%)	32.4	23.5	17.5	10.8	7.5
매출원가	**3,240**	**4,208**	**4,773**	**5,224**	**5,551**
원가율(%)	85.4	89.8	86.7	85.6	84.7
매출총이익	**556**	**479**	**733**	**877**	**1,006**
매출총이익률(%)	14.6	10.2	13.3	14.4	15.3
판매비와 관리비 등	**157**	**192**	**220**	**237**	**253**
판관비율(%)	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9
영업이익	**399**	**287**	**512**	**639**	**753**
증가율(%)	20.9	-28.1	78.4	24.8	17.8
영업이익률(%)	10.5	6.1	9.3	10.5	11.5
EBITDA	**1,152**	**1,455**	**1,685**	**1,939**	**2,088**
EBITDA마진(%)	30.3	31.0	30.6	31.8	31.8
순금융손익	**61**	**43**	**28**	**56**	**46**
이자손익	34	30	26	34	46
외화관련손익	26	28	33	33	33
기타영업외손익	**-3**	**1**	**-2**	**0**	**0**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**456**	**331**	**538**	**696**	**799**
계속사업손익법인세비용	**98**	**66**	**133**	**169**	**194**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**358**	**264**	**405**	**527**	**605**
증가율(%)	50.4	-26.3	53.4	30.1	14.8
순이익률(%)	9.4	5.6	7.4	8.6	9.2
지배주주지분 당기순이익	358	264	405	527	605
증가율(%)	50.4	-26.3	53.4	30.1	14.8
기타포괄이익	**-11**	**-7**	**-5**	**-5**	**-5**
총포괄이익	**347**	**257**	**400**	**521**	**599**

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**	**2,658**	**3,115**	**3,662**
현금및현금성자산	1,530	598	862	1,147	1,545
매출채권 및 기타채권	690	838	1,103	1,222	1,313
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**	**6,357**	**6,927**	**7,571**
유동부채	**1,082**	**1,451**	**1,592**	**1,641**	**1,686**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	599	662	722	771	816
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**	**1,675**	**1,724**	**1,768**
지배주주지분	**4,013**	**4,283**	**4,682**	**5,204**	**5,803**
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	1,341	1,867	2,472
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**4,013**	**4,283**	**4,682**	**5,204**	**5,803**
총차입금	**21**	**99**	**100**	**100**	**100**
순차입금	**-1,672**	**-1,049**	**-922**	**-1,208**	**-1,605**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	**-291**	**-122**	**1,331**	**1,669**	**1,801**
당기순이익	**358**	**264**	**405**	**527**	**605**
현금유출이없는비용및수익	**842**	**1,236**	**1,246**	**1,401**	**1,449**
유형자산감가상각비	3	18	22	38	45
무형자산상각비	750	1,150	1,150	1,261	1,290
영업활동관련자산부채변동	**-1,394**	**-1,429**	**-213**	**-123**	**-105**
매출채권의감소(증가)	-272	-218	-265	-119	-91
재고자산의감소(증가)	3	6	0	0	0
매입채무의증가(감소)	259	86	60	49	45
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**	**264**	**285**	**397**
기초현금	513	1,530	598	862	1,147
기말현금	1,530	598	862	1,147	1,545

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Per Share (원)					
EPS	1,278	941	1,443	1,874	2,153
BPS	14,305	15,242	16,666	18,521	20,655
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	72.3	85.9	56.2	43.2	37.6
PBR	6.5	5.3	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.0	11.1	10.1

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	21.7%	-26.3%	53.2%	29.9%	14.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	55.0%	26.3%	15.8%	15.1%	7.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.3%	6.4%	9.0%	10.7%	11.0%
ROE(지배순이익 기준)	9.3%	6.4%	9.0%	10.7%	11.0%
ROIC	11.6%	6.4%	12.4%	14.2%	16.1%
WACC	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
안전성(%)					
부채비율	27.7%	35.8%	35.8%	33.1%	30.5%
순차입금비율	-41.7%	-24.5%	-19.7%	-23.2%	-27.7%
이자보상배율	343.0	58.1	102.8	128.2	151.0

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
2020-09-02	매수	115000		
2020-08-07	매수	115000		
2020-06-22	매수	100000	-12.98	-7.50
2020-05-28	매수	96000	-16.54	-12.60