

스튜디오드래곤

| Bloomberg Code (253450 KS) | Reuters Code (253450.KS)

2020년 9월 15일

[미디어]

홍세중 연구위원
☎ 02) 3772-1584
✉ sejonghong@shinhan.com

모두가 원하는 회사; Bottom Call



매수
(유지)



현재주가 (9월 14일)
81,100 원



목표주가
110,000 원 (유지)



상승여력
35.6%

- ◆ 전방 산업 호황 지속
- ◆ 모두가 원하는 아시아 대표 제작사
- ◆ 목표주가 110,000원 유지, 지금이 매수 최적의 시기



투자판단	매수 (유지)
목표주가	110,000 원 (유지)
상승여력	35.6%

KOSPI	2,427.91p
KOSDAQ	894.17p
시가총액	2,281.1십억원
액면가	500 원
발행주식수	28.1백만주
유동주식수	10.8백만주 (38.3%)
52 주 최고가/최저가	92,500 원/65,000 원
일평균 거래량 (60 일)	315,603 주
일평균 거래액 (60 일)	27,256백만원
외국인 지분율	8.35%
주요주주	
CJENM 외 5인	61.32%

절대수익률	
3개월	-1.1%
6개월	17.0%
12개월	15.5%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-17.5%
6개월	-31.4%
12개월	-18.6%

주가차트



전방 산업 호황 지속

동영상 서비스는 4차 산업에 속한 기업들에게 반드시 필요한 사업 영역이다. 코로나19 여파로 인해 디지털 세계에서의 경쟁은 심화되고 있다. IP(지적재산권)를 확보하고 이를 동영상화 할 수 있는 업체들의 기업가치가 빠르게 상승하고 있는 이유다. IP는 한 명의 사용자가 특정 콘텐츠를 소모해도 이것이 타 사용자의 소모에 영향을 주지 않는다. 고정비 이상의 매출액은 모두 수익성 상승에 직결된다는 의미다. 전방 산업의 호황과 판매 지역 확대가 최고의 호재인 이유다.

모두가 원하는 아시아 대표 제작사

동사의 사업 영역을 원하는 기업군은 총 세 부류다. 1) 미주 플랫폼이다. 기존 넷플릭스에 이어 HBO, 애플 등과 같은 거대한 사업자들과 오리지널 드라마 제작 관련 협의를 지속하고 있다. 향후 미주로부터만 연간 3~4편의 오리지널 드라마를 수주할 시기가 다가오고 있다.

2) 국내 플랫폼이다. 통신사들과 인터넷 사업자들의 마음이 상대적으로 급하다. 통신사들은 오리지널 콘텐츠가 없다면 넷플릭스와 유튜브에 휘둘릴 수밖에 없다는 점을 정확히 인지하고 있다. SK텔레콤의 웨이브 출시도 이를 감안한 결정이다. 인터넷 플랫폼의 경우 수백 개의 양질의 웹툰/웹소설 IP를 동영상화 해줄 수 있는 주체가 필요하다.

3) 중국 플랫폼이다. 동영상 공룡으로 볼 수 있는 아이치이, 텐센트, 유쿠의 국내 콘텐츠 구애는 지속되고 있다. 중국 내 한류 콘텐츠 방영이 허용될 경우 연간 최소 수 편의 드라마 수출이 가능해진다. 현재 500억원 내외의 영업이익이 2배 이상 증가할 가능성이 충분하다.

목표주가 110,000원 유지, 지금이 매수 최적의 시기

목표주가 110,000원을 유지한다. 1) 전방 산업의 호황, 2) 국내와 해외에서의 급격한 콘텐츠 수요 증가, 3) 최근 조정받은 주가를 근거로 'Bottom Call' 의견을 제시한다. 주식을 움직이는 핵심 동력은 다음 분기 실적이 아닌 수요와 공급에 따른 중장기 사업 전망이다. 지금이 매수 최적의 시기다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금 비율 (%)
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	21.1	6.5	9.3	(39.2)
2019	468.7	28.7	33.1	26.4	941	(26.3)	15,242	85.9	14.9	5.3	6.4	(24.9)
2020F	559.1	49.7	53.1	41.0	1,460	55.1	16,702	55.6	12.2	4.9	9.1	(15.1)
2021F	618.6	55.8	59.2	46.2	1,644	12.6	18,346	49.3	10.7	4.4	9.4	(13.1)
2022F	673.8	62.5	66.8	52.1	1,856	12.9	20,202	43.7	9.5	4.0	9.6	(13.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

Valuation

새로운 업황에서 조금은 바뀔 가치평가 방법

기존 방법의 한계 직면

PER 기준 지난 3년 평균의 상단은 93배, 평균은 73배

지난 3년간 동사만큼 기업가치 추정이 쉽지 않았던 회사가 많지 않다. 흥행성이 핵심 지표 중 하나임과 동시에 산업 구조 역시 빠르게 변화하고 있기 때문이다. 많은 투자자들이 주로 사용한 지표는 PER(주가수익비율)이다. 동사가 보유한 성장성(매출액 증감률) 덕분에 30~40배의 PER이 통상 주가 하단이 되어왔다. 상단은 가늠이 어려웠다. 지난 3년 평균의 상단은 무려 93배다. 다만, 90배 이상의 배수 부여가 정당했다기보다는 예상보다 낮은 이익 규모로 밸류에이션이 비쌌다는 표현이 적절하다.

지난 3년 스튜디오드래곤의 PER 평균은 73배다. 다만, 12개월 선행 EPS(주당순이익)에 73배를 적용하자라는 논리는 시장에서 큰 호응을 얻지 못한다. 오히려 전망 산업 호황을 감안한 새로운 가치평가 방법에 대한 고민이 필요한 시점이다. 기업이 창출할 수 있는 중장기 최대 이익에 하향 안정화된 배수를 적용하는 방법이 상대적으로 유용할 수 있다.

기업의 시가총액 상단은 이론적으로 4조원 이상도 가능

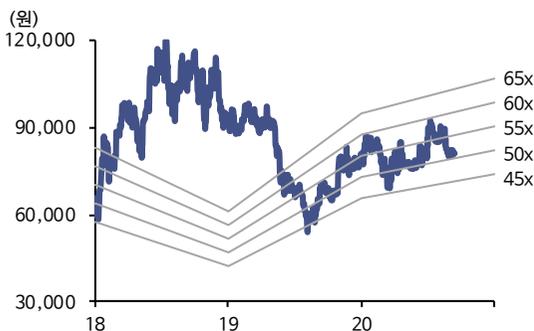
미주에서의 추가적인 오리지널 수주와 중국 시장 개방을 감안한 기업의 3년 내 최대 영업이익은 1,300억원 내외라고 판단된다. 중국으로의 수출 편수에 따라 최대 영업이익 규모가 2천억원에 육박할 가능성도 있다. 기업의 시가총액 상단이 이론적으로 4조원 이상까지도 충분히 가능하다고 보는 이유다.

스튜디오드래곤 Valuation Multiple 추이

(배)	2017	2018	2019	3년 평균
PER 상단	77.4	96.6	105.1	93.1
PER 하단	52.7	45.4	54.0	50.7
PER 평균	60.3	75.9	82.9	73.0

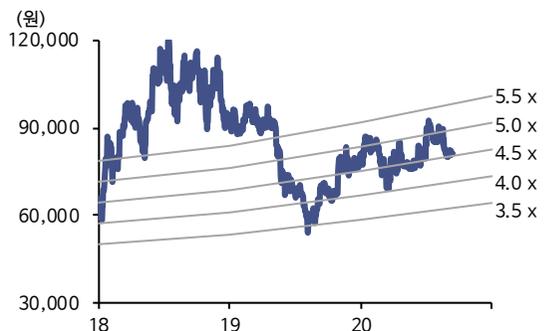
자료: QuantiWise, 신한금융투자

스튜디오드래곤 12MF PER Band 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

스튜디오드래곤 12MF PBR Band 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 국내외 Peers

Ticker	253450 KS	036420 KS	003560 KS	160550 KS	DIS US	300027 CH	300133 CH
회사명	스튜디오드래곤	제이콘텐츠리	IHQ	NEW	디즈니	하이 브라더스	저장화처펄름
시가총액(십억원)	2,281.1	446.5	233.2	127.1	281,925.5	2,599.6	2,540.7
Sales (십억원)							
2019	468.7	554.2	99.3	149.2	80,244.6	368.9	443.8
2020F	543.2	440.5	89.9	141.9	77,317.7	380.0	709.1
2021F	625.8	603.2	98.3	154.8	84,840.9	594.7	856.5
OP (십억원)							
2019	29.0	35.4	(7.0)	(7.8)	13,669.4	(124.8)	(55.7)
2020F	57.3	(18.6)	(3.4)	2.4	7,066.2	23.6	100.2
2021F	75.5	50.8	16.4	8.5	10,878.0	93.6	132.7
OP margin (%)							
2019	6.2	6.4	(7.1)	(5.2)	17.0	(33.8)	(12.6)
2020F	10.5	(4.2)	(3.8)	1.7	9.1	6.2	14.1
2021F	12.1	8.4	16.7	5.5	12.8	15.7	15.5
NP (십억원)							
2019	26.6	5.7	(10.0)	(8.0)	9,595.4	(321.9)	(87.2)
2020F	45.7	(25.9)	0.3	2.6	2,908.1	11.8	84.4
2021F	60.7	24.5	16.4	11.6	5,210.7	69.3	110.2
Sales Growth (%YoY)							
2019	23.5	8.4	(9.3)	(7.5)	23.3	(43.0)	(54.0)
2020F	15.9	(20.5)	(9.5)	(4.9)	(3.6)	3.0	59.8
2021F	15.2	36.9	9.3	9.1	9.7	56.5	20.8
EPS Growth (%YoY)							
2019	(26.6)	(78.9)	적지	적지	(25.0)	적지	적전
2020F	73.0	적전	적지	흑전	(68.0)	흑전	흑전
2021F	32.3	흑전	흑전	342.6	74.7	160.7	27.1
P/E (x)							
2019	86.0	488.0	-	-	25.8	-	-
2020F	49.5	-	766.8	48.5	83.9	92.8	29.6
2021F	37.4	17.4	14.2	10.9	48.0	35.4	23.3
P/B (x)							
2019	5.3	1.7	1.8	1.0	2.6	2.9	2.5
2020F	5.0	1.5	1.7	1.1	2.9	2.9	2.6
2021F	4.4	1.4	1.5	1.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)							
2019	14.8	8.8	5.0	-	18.0	-	-
2020F	12.7	20.4	13.6	29.4	32.1	40.0	24.0
2021F	11.3	9.5	6.1	14.9	25.8	23.1	18.3
ROE (%)							
2019	6.4	1.8	(5.9)	(7.0)	12.1	(29.4)	(8.5)
2020F	10.0	(7.4)	0.2	2.4	1.3	0.1	9.0
2021F	12.0	7.5	11.3	9.8	4.7	6.7	10.5

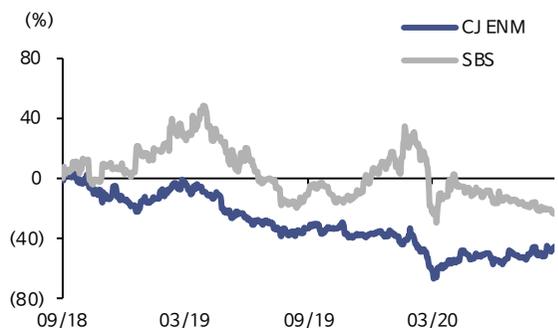
자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 드라마 사업자 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 방송 사업자 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자



Contents

I. 전방 산업 현황	6
II-1. 사야 하는 첫 번째 이유	8
II-2. 사야 하는 두 번째 이유	9
II-3. 사야 하는 세 번째 이유	12
III. 중장기 시가총액 전망	14
III. 실적 전망	16
IV. 이슈 분석	18

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 홍세중).
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장 시 대표 주 관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

1. 전방 산업 현황

모두가 동영상이 필요하다

코로나19를 맞아 넷플릭스와 유튜브가 주도한 디지털 시대

1H20 넷플릭스 가입자 순증은 시장 기대를 상회

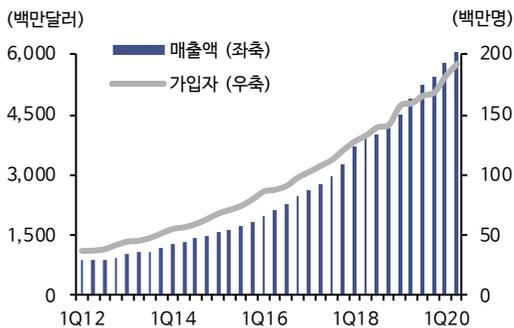
2020년 상반기 넷플릭스의 실적이 의미하는 바는 크다. 코로나19라는 거대한 질병은 기존에 진행되던 동영상 수요 증가라는 흐름을 폭발적으로 가속화시켰다. 가입자 순증은 지난 2개 분기 모두 컨센서스를 크게 상회했다. 이는 기존에 구축된 거대 플랫폼의 독주를 의미한다. 2019년 하반기에는 ‘디즈니 플러스’의 출시 등으로 ‘경쟁 심화’라는 컨셉이 ‘동영상 시장 성장’이라는 흐름을 일정 부분 상회했다. 코로나19를 겪은 세상은 이제 다시 시장 성장에 집중하고 있다.

넷플릭스의 하반기 가입자 순증 가이드스가 시장 기대를 하회했지만 이미 굳혀진 공룡의 입지는 전혀 흔들림이 없다. 사업 기반 유지와 강화를 위해 수익성보다도 중요한 건 안정적인 콘텐츠 공급이다. 스튜디오드래곤의 지분 확보가 초대형 미주 플랫폼에게 중요했던 이유다.

유튜브의 급격한 광고 매출 성장 지속, 국내 점유율은 빠르게 상승 중

넷플릭스와 함께 급격한 매출 성장을 보이고 있는 사업자는 유튜브다. 유튜브는 상반기에 급격한 광고 매출 성장을 보이며 알파벳의 주력 사업임을 다시 한번 입증했다. 유튜브의 매력은 분명하다. 유튜브에서 시간을 쓰는 모든 사용자들이 잠재적 크리에이터이자 시청자라는 점이다. 개개인들이 만든 영상이 업로드되고 시청자들은 이것과 소통하고 또 다른 콘텐츠를 창조한다. 국내 DA(노출형광고) 시장에서 유튜브로의 쏠림이 심화된 이유다. 국내 디지털 강자인 네이버와 카카오는 물론 통신사 역시 유튜브에 대한 대응이 중장기 최우선 과제다.

넷플릭스 가입자 및 매출액 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

넷플릭스와 알파벳 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

4차 산업의 핵심인 동영상

플랫폼 사업자들의 오리지널 콘텐츠 수요는 급격히 상승할 전망

동영상 시장의 성장은 중장기적으로 필연적이다. 통신 기술 발전과 자율주행 시대의 개막은 콘텐츠 산업의 개화를 촉진시킨다. 사람이 자동차에 앉아서 운전 대신 할 수 있는 일은 여러가지가 있겠지만 “항상 즐거운 것을 찾는 현재 세대의 특성”을 감안하면 동영상 시청은 그 시간 중 과반을 차지할 가능성이 높다. 유튜브, 디즈니 플러스와 같은 초대형 플랫폼에서의 체류 시간이 더욱 증가할 이유다. 플랫폼 사업자들의 콘텐츠 수급 방법과 능력은 상이하지만 오리지널 콘텐츠에 대한 수요가 급격히 상승한다는 결론은 같다.

콘텐츠의 명확한 특징: IP의 확산성

IP(지적재산권)는 그 특징이 매우 명확하다. 바로 확산성이다. 한 명의 사용자가 특정 콘텐츠를 소모해도 이것이 타 사용자의 소모에 영향을 주지 않는다. 고정비 이상의 매출액은 모두 수익성 상승에 직결된다는 의미다. 이 부분은 수익성과 밸류에이션에 있어서 엄청난 할증의 요소가 된다. 여기에 원소스-멀티유즈(One Source, Multi Use)라는 개념은 IP가 그 본연의 형태로만 남아있을 필요가 없다는 점을 의미한다. 웹툰은 드라마로, 드라마는 게임으로 재탄생할 수 있다.

바로 이러한 확산성과 재생산성이 IP에 대한 투자를 매력적으로 만든다. 중장기 가입자 ‘lock in’은 물론 추가적인 부가가치 창출이 용이해지기 때문이다. 거대한 현금흐름을 보유한 4차 산업 기업들이 동영상을 포함한 IP에 수조원을 집중적으로 투자하는 이유다. 이러한 흐름은 향후 수년간 지속될 가능성이 높다.

제작사의 가치는 지속적으로 상승 예상

모두가 필요한 사업 영역은 그 값이 비쌀 수 밖에 없음

모두가 필요한 사업 영역은 그 값이 비쌀 수 밖에 없다. 4차 산업을 주도하고 있는 모든 기업들이 필연적으로 수많은 IP와 이를 동영상화 할 수 있는 기술이 필요하다. 스튜디오드래곤은 아시아를 대표하는 드라마 사업자다. 연간 10편의 넘는 드라마를 넷플릭스에 공급하고 그 경쟁력을 이미 입증했다. 전세계 콘텐츠 허브로의 역할을 수행하고 있는 대한민국의 최전선에 있는 기업이다.

드라마로 재탄생한 ‘이태원 클라쓰’



자료: 언론자료, 신한금융투자

II. Investment Points

1. 사야 하는 첫 번째 이유

모든 미주 플랫폼이 드래곤을 원한다

2020년 넷플릭스향 매출액은 975억원(+83.0% YoY) 전망

지난 3년간 동사 실적 개선의 원동력은 넷플릭스다. 2020년 연간 넷플릭스향 매출액은 구작과 신작 합산 975억원(+83.0% YoY, 이하 YoY)까지 증가할 전망이다. 오리지널 드라마는 제외한 수치다. 2018년 규모가 460억원 내외였다는 점을 감안하면 괄목할만한 성장세다. 2020~22년까지 총 3년 21편의 계약이 체결되어 있다. 제작비가 증가해도 일정한 회수율을 통해 관련 매출액은 증가할 수 있는 구조다. 2020년 판매량은 최소 기준인 7편을 훌쩍 뛰어넘는 11~12편이 예상된다.

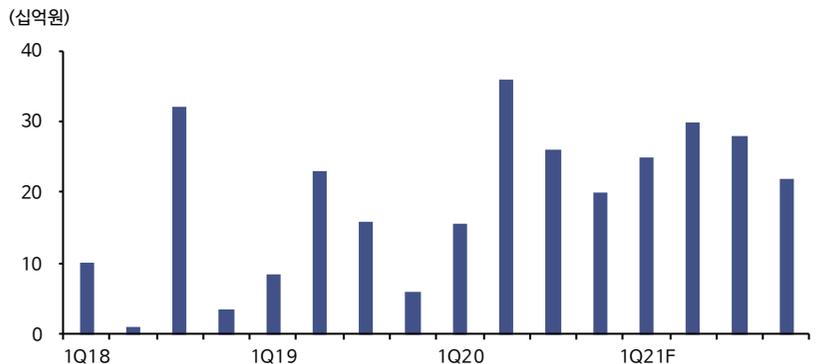
동사에게 필요한 추가적인 모멘텀은 넷플릭스를 제외한 미주 초대형 OTT로부터의 오리지널 드라마 수주다. 투자자들에게 익숙한 HBO, 애플, 아마존 등이 후보군이다. 모두 매년 수조원을 콘텐츠 제작에 투자하는 글로벌 큰 손들이다.

HBO, 애플과 같은 비(非) 넷플릭스향 오리지널 수주에 성공할 경우 이익과 배수가 모두 급격히 상승 가능

현재 미주에 있는 대형 OTT들과 오리지널 드라마 제작 관련 협상을 적극적으로 진행중이다. 빠르면 연내, 늦어도 내년 상반기 중에는 미주 플랫폼(넷플릭스 외)으로부터 첫 수주 소식을 접할 가능성이 있다. 수주에 성공한다면 이 역시도 국내 최초다. 연간 2편 내외의 오리지널 수주가 3~4편으로 증가할 수 있다면 오리지널에서만 매년 100억원 이상의 이익을 창출할 수 있다. 제작비는 전세계적으로 급격한 증가세다. 약 10~15%의 오리지널 제작 관련 마진을 감안하면 중장기적으로 150억원 이상의 이익 창출이 가능한 사업부로 변모한다.

기업의 배수(Multiple) 상승에도 긍정적이다. 한 개 기업으로부터의 집중적인 드라마 수주는 전방 산업에 있는 특정 기업의 현금과 주가 흐름에 동조화될 수 있다는 약점을 수반한다. 비(非) 넷플릭스향 오리지널 드라마 수주에 성공할 경우 특정 기업이 아닌 플랫폼 경쟁 심화에 따른 수혜라는 논리가 더욱 강화된다. 기업이 아닌 산업의 발전에 편승할 수 있다.

스튜디오드래곤 넷플릭스향 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2. 사야하는 두 번째 이유

모든 국내 플랫폼도 드래곤을 원한다

통신사는 오리지널 콘텐츠 확보가 필수적, 생태계 구축을 통해 가입자 이탈 방지를

국내 플랫폼 사업자들 역시 이러한 산업 변화에 맞춰 발 빠르게 대응하고 있다. 최전방에 위치한 산업군은 통신사다. 통신사는 구조적으로 콘텐츠가 필요하다. 미국에서 AT&T가 워너미디어를 인수한 이유다. 강력한 오리지널 콘텐츠 보유는 1) 가입자 이탈을 방지하고, 2) 가격을 통한 양적 경쟁이 아닌 질적 경쟁을 유도할 수 있으며, 3) 경쟁자로 등장한 OTT와의 싸움에서 활용할 수 있는 무기를 얻을 수 있다는 장점이 있다. 반면 오리지널 콘텐츠가 없는 플랫폼은 가입자 경쟁에서 지속적인 열위를 감내해야 한다. 또한 태생이 콘텐츠인 넷플릭스와 유튜브에게 지속적으로 휘둘릴 수 밖에 없는 구조다.

국내 통신사 중 가장 먼저 칼자루를 뽑은 건 무선 점유율 1위 SK텔레콤이다. 기존에 보유한 옥수수에 지상파의 폭(POOQ)을 결합하며 토종 플랫폼 웨이브를 탄생시켰다. 웨이브는 가입자 기준 국내 최대 OTT다. SK텔레콤의 무선 경쟁력을 극대화하는 사업 부문이다. SK텔레콤은 웨이브의 지분을 지상파와 나눠지는 대신 지상파로부터 안정적인 콘텐츠 공급을 약속받았다. 지상파는 반대로 시청률에 따른 지상파재전송료 수취와 VOD(주문형비디오) 수익 증가라는 이점을 얻었다. 전형적인 윈(win)-윈(win) 전략이다. 국내 최초의 연대전선이다.

웨이브는 SK텔레콤과 지상파가 결합된 국내 최대 OTT 플랫폼

웨이브라는 연대전선은 향후 통신사의 추가적인 지분 투자라는 물리적 결합으로도 발전할 수 있다. 지상파 중 가장 강력한 콘텐츠 경쟁력을 보유한 기업은 SBS다. 최근 드라마 본부를 분사하며 스튜디오S라는 법인을 출범했다. 스튜디오드래곤을 잇는 국내 2위 규모의 스튜디오다. 2021년 내 중장기 사업 영역 강화를 위해 통신사나 기타 플랫폼으로부터 투자를 유치할 가능성이 높다.



자료: 언론 자료, 신한금융투자

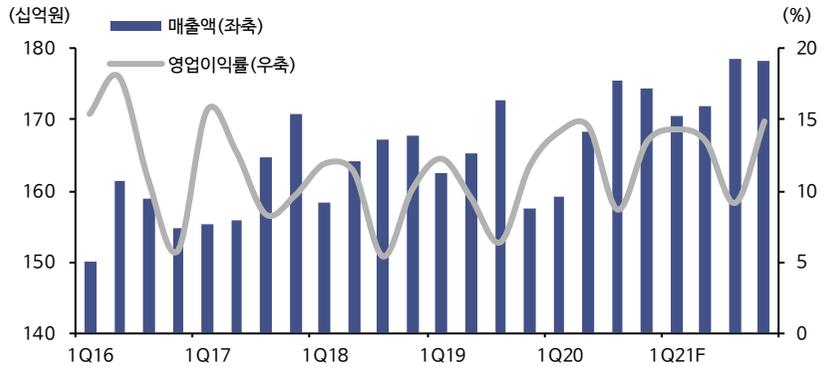
KT와 LG유플러스의 방향성에 주목

향후 스카이라이프가 KT의 동영상 사업을 일정 부분 담당할 가능성 높음

KT와 LG유플러스 역시 발 빠른 행보가 예상된다. KT는 최근 자회사 스카이라이프와 나스미디어를 활용하며 미디어 생태계 구축에 나서고 있다. 스카이라이프는 현재 케이블 사업자 현대에이치씨엔 인수 관련 우선협상대상자다. 인수에 성공할 경우 10개 이상의 채널을 보유한 국내 최대 규모의 PP(방송) 사업자로 탈바꿈이 가능하다. 방송 채널에 공급할 오리지널 콘텐츠를 확보를 위해 제작사와의 협업이 매우 중요해질 전망이다. 국내 콘텐츠 수급만 원활해지면 향후 스카이TV의 가치가 스카이라이프의 현재 시가총액을 상회할 가능성도 있다.

LG유플러스는 구 CJ헬로 인수를 통해 유료방송 점유율을 빠르게 끌어올렸다. 다음은 동영상 경쟁력 확보를 위한 파트너십 구축이 필수적이다. LG유플러스는 상대적으로 작은 무선 가입자 규모를 극복하기 위해 빠른 의사결정을 보이는 기업이다. 동영상 콘텐츠를 확보해야만 LG전자, LG유플러스, LG헬로비전을 포함한 범 하드웨어, 소프트웨어, IoT, OTT 수평계열화가 가능해진다. 제작이 가능한 동영상 관련 사업자의 도움이 필수적인 이유다.

스카이라이프 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스카이라이프 자회사 스카이TV

현대미디어 주력 채널 DramaH



자료: 언론 자료, 신한금융투자

자료: 언론 자료, 신한금융투자

인터넷 사업자들의 마음이 급하다

유튜브의 DA 시장 잠식 지
속, 네이버와 카카오의 동영
상 수요 급증

통신사와 마찬가지로 국내 주요 인터넷 사업자들의 마음도 매우 급하다. 국내 DA(노출형광고) 시장을 유튜브가 빠르게 잠식하고 있기 때문이다. Q(슬롯) 증가와 ASP(평균 판매가격)의 상승으로 글로벌 플랫폼의 확장을 막기에는 한계가 있다. 결국 오리지널 동영상 콘텐츠를 확보해야만 본격적인 경쟁이 가능해진다. 유튜브의 국내 상반기 광고 매출액은 최소 30% 이상 증가로 추정된다. 대표 렉사인 나스미디어와 인크로스도 유튜브향 매출액이 급증하고 있는 구간이다.

인터넷 사업자의 장점은 IP의 보유에 있다. 2004년 출시한 네이버웹툰이 대표적인 예다. 만화를 제작하는 아티스트와 소비자를 이어주는 최대 플랫폼이다. 동시에 정해진 비율에 따라 판권을 보유하고 있다. ‘도전만화’ 시스템을 통해 지속적인 작품 수급도 가능하다. 카카오페이지는 웹소설 절대 강자다. ‘기다리면무료’ 시스템 도입을 통해 판권을 수익화할 수 있는 모델을 갖췄다.

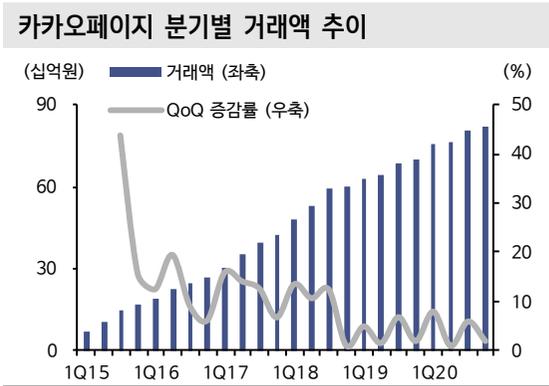
드라마 제작사와 인터넷 사
업자와의 협업은 완벽한 윈
-윈 전략

핵심은 이 수많은 웹툰/웹소설 IP를 동영상화해줄 수 있는 주체가 필요하다는 점이다. 네이버TV와 카카오TV는 아직 규모의 경제가 실현되기 이전 단계다. 카카오가 카카오M을 통해 자체 제작 능력을 빠르게 확장하고 있지만 코로나19의 도래로 인해 준비기간이 급격히 짧아졌다. 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리, SBS와 같이 이미 대량의 드라마를 제작하는 사업자와의 협업이 간절하다.

드라마 제작사와 인터넷 사업자의 협업은 통신사보다도 더욱 윈(win)-윈(win)이다. 드라마 제작사는 안정적인 IP 수급을 통해 기존 작가에 대한 의존도를 낮추고 동영상 경쟁력을 제고할 수 있다. 인터넷 사업자는 초대형 글로벌 플랫폼에 대항하는 오리지널 동영상 발주가 가능하다. 향후 수년간 지켜볼 필요가 있는 연대전선의 형성이다.



자료: 언론자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자

3. 사야하는 세 번째 이유

모든 중국 플랫폼은 드래곤을 원한다

중국 은 넷플릭스 시대 이전 가장 중요한 수출 지역

중국 은 항상 기대되는 시장이다. 2013년 하반기 방영된 ‘별에서 온 그대’의 경우 중국에서 80억건 이상의 시청을 기록하며 한류의 시작을 알렸다. 이후 NEW가 판권을 보유한 ‘태양의 후예’ 등을 포함 수십건의 드라마들이 큰 액수에 판매되며 국내 콘텐츠 산업의 개화를 알렸다. 스튜디오드래곤이 제작하고 SBS에서 방영한 ‘푸른 바다의 전설(이민호, 전지현)’의 경우 제작비의 100% 이상을 중국에서 회수할 수 있다는 기대감이 형성됐었다. 사드 사태가 없었다면 사상 최고 수출액을 경신했을 가능성이 매우 높다.

예능과 영화도 마찬가지다. 예능의 경우 SBS가 국내를 대표했다. 국내 대표 예능 ‘런닝맨’을 중국향으로 공동제작한 ‘달려라형제’의 경우 시즌 2와 3에서 마의 시청률 4%를 돌파했다. 수익 배분 계약 덕분에 ‘달려라형제’는 시즌당 약 150~200억원을 창출하는 성장 동력으로 거듭났다. 영화는 CJ ENM과 쇼박스가 도전을 지속했다. 특히, 쇼박스의 ‘미호적의외’는 흥행에는 실패했지만 중국과의 공동제작에 성공한 작품으로 인정받았다. 중국에서 1천만명의 관람객을 기록할 경우 30%의 투자비율을 가정한 이익 기여는 50억원~100억원에 육박했었다.

국내 콘텐츠에 대한 BAT의 수요는 여전히 매우 높은 상황, 규제가 문제

사드 사태 이후 국내 드라마, 예능, 영화 등은 중국 내 방영이 허가되지 않고 있다. 대부분의 인민들이 불법 경로를 통해 국내 콘텐츠를 소모한다. 중국 내 동영상 사업자들에게도 큰 손해다. 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리가 극소수 드라마의 수출에 성공했지만 판매가격은 사드 사태 이전 대비 극히 낮아진 상태다. 중국 내 한류 콘텐츠 방영 시기를 중국 사업자들도 가늠하기 어렵기 때문이다.

국내 주요 드라마 작품 중국 수출 추이

드라마 제목	판매가(억원)	제작사	상영 시기
별에서 온 그대	6	HB엔터테인먼트	2H13
상속자들	6	화앤담픽처스	2H13
운명처럼 널 사랑해	24	넘버스리픽처스	2H14
피노키오	62	iHQ	2H14
태양의 후예	50+RS	화앤담픽처스	1H16
달의 연인: 보보경심 려	91	바람이분다	2H16
푸른바다의 전설	100억원 이상 가능	문화창고	2H16
사임당 더 히스토리	62	그룹에이트	1H17
당신이 잠든 사이에	75	iHQ	2H17

자료: 언론자료, 신한금융투자

중국에 열리면 국내 수익과 상관없이 즉각적으로 이익 창출이 가능한 구조 생성

중국에 있었다면 '미스터션샤인'의 GPM은 80% 상회 추정

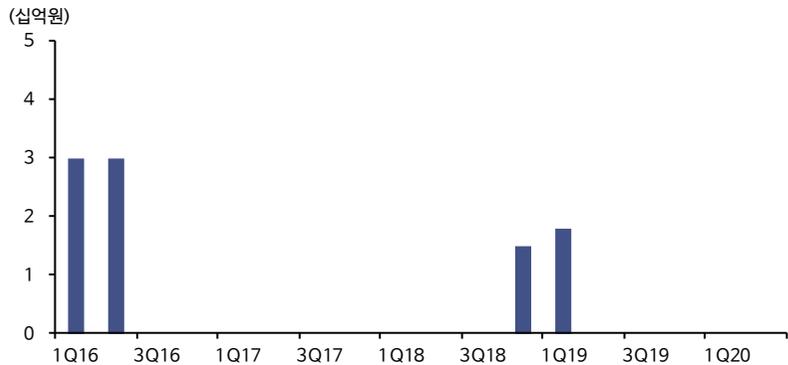
시진핑 국가 주석 방한 가정 시 최대 수혜

시진핑 국가 주석의 방한이 성사될 경우 국내 동영상 방영 재개는 가장 기대되는 분야 중 하나다. 당연히 수출되는 드라마 ASP(평균 판매가격)는 급격히 상승할 가능성이 높다. 사드 이전의 경우 제작비의 평균 60%를 중국에서 회수했다. 또 다른 넷플릭스가 생기는 셈이다. 국내 콘텐츠 사업자의 경우 국내 수익(편성 매출액, VOD 등)과 상관없이 이익을 창출할 수 있는 구조가 마련된다.

동영상 산업이 엔터테인먼트, 면세점, 화장품 대비 기대가 큰 이유는 입증된 실적 추이와 코로나19에서의 자유로움 덕분이다. 1) 수십 건의 기존 판매와 현재 협상을 통해 중국 내 수요의 견조함이 입증됐고, 2) 디지털 매체 중심의 방영을 통해 '자가 격리 해제'와 같은 추가적인 전제 조건이 필요하지 않다. 이미 제작되는 드라마에 대한 추가 판매이기 때문에 비용 증가에 대한 우려도 없다.

결론은 이렇다. 스튜디오드래곤은 의심의 여지가 없는 중국 대장주다. 제작비 440억원이 투하된 '미스터션샤인'에 중국향 판매가 있었다면 GPM(매출총이익률)은 80%를 상회했을 가능성이 높다. 사상 최대 실적을 기록한 3Q18 전사 영업이익이 215억원이 아닌 400억원을 기록했어도 이상하지 않다.

스튜디오드래곤 중국 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

III. 중장기 시가총액 전망

3년 내 창출 가능한 최대 영업이익 추정

전방 산업 활황 감안한 기업가치 평가

전방 산업 활황 가정하
중장기 최대 영업이익 추
정 필요

전방 산업의 활황과 주력 시장의 개방을 감안한 가치평가에서는 기업이 중장기 적으로 창출할 수 있는 최대 영업이익에 주목할 필요가 있다. 기대감이 현재의 높은 배수에 일정 부분 반영되는 점을 감안하면 가능성이 실현되는 구간에서의 목표배수는 하향 안정화될 전망이다.

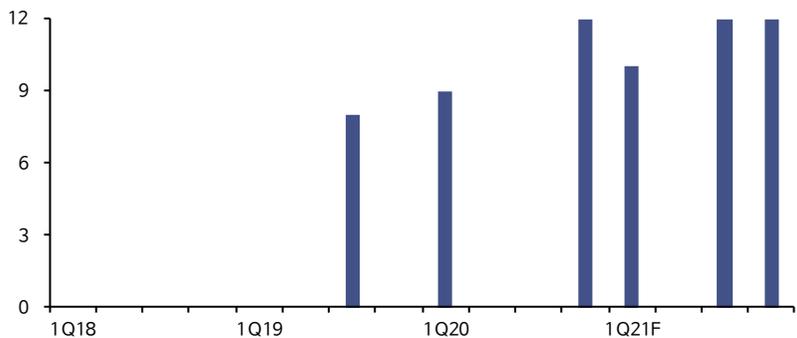
2020년 스튜디오드래곤의 전사 영업이익은 500억원 내외로 추정된다. 넷플릭스 향 계약은 2020~22년까지 체결되어 있기 때문에 여기서 매년 큰 폭의 성장을 기대하기는 어렵다. 다만, 플랫폼 경쟁 심화로 비(非) 넷플릭스향 ASP(평균 판매 가격)는 지속적인 상승이 예상된다. 추가적인 드라마 제작비 상승은 바로 이 판매가격 상승이 충분히 상쇄해 줄 가능성이 높다.

오리지널 제작에서만
150억원에 가까운 이익
창출 기대

중장기 오리지널 드라마 제작 수주는 연간 4편 내외도 충분히 가능할 전망이다. 넷플릭스향 2편, 넷플릭스 외 미주향 1~2편, 중국향 0~1편 등이다. 오리지널 드라마의 제작비는 최근 급격한 상승세다. 향후 500~1천억원에 육박하는 제작비를 보이는 드라마 수도도 충분히 가능할 전망이다. 연간 4편, 평균 드라마 제작비 300억원을 가정할 경우 약 150억원에 가까운 오리지널 수익 인식이 예상된다.

스튜디오드래곤 오리지널 매출액 추이 및 전망

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 중장기 순이익은 1천억원 상회할 가능성 있음

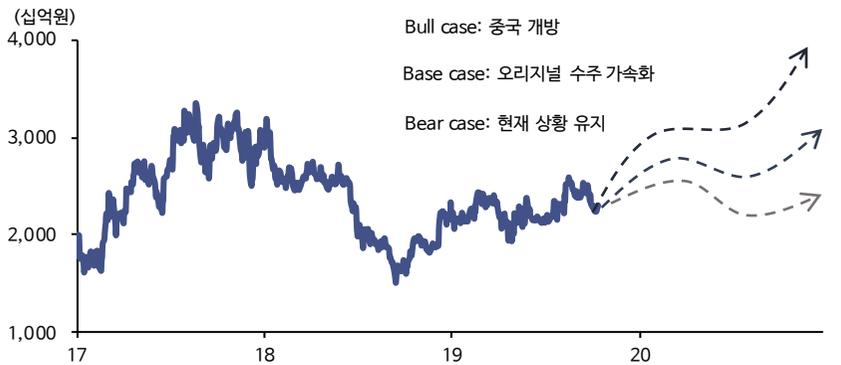
중국까지 더할 경우 연간 1천억원 이상의 이익 창출 가능

중국의 경우 판매량 가정이 필요하다. 연간 4~5편 내외의 판매량 추정은 공격적이지 않다. A급 이상 드라마 평균 제작비 200~300억원에 60%의 회수율(사드 사태 이전 국내 드라마의 평균 중국 회수율)을 가정한 총 이익 기여는 600~700억원 내외다. 전방위적인 규제 완화를 가정하면 중국에서만 1천억원 이상의 매출액 인식도 가능하다. 중국 동영상 사업자들의 한류 콘텐츠 수요는 여전히 높다.

오리지널 추가 수주를 더한 스튜디오드래곤의 이론 가능 연간 영업이익 규모는 기존 500억원에서 1,100~1,300억원까지 증가가 가능하다. 순이익 기준으로는 1천억원에 육박할 전망이다. 평균 PER 하단으로 평가되는 40배를 적용할 경우 시가총액 4조원이 충분히 가능하다. 국내 엔터테인먼트 사업자들이 40배 이상의 배수를 받고 있다는 점도 참고할 필요가 있다.

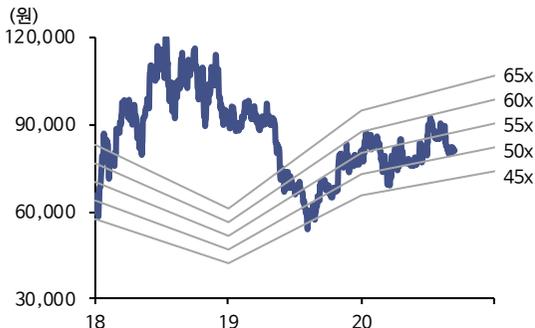
추정에서 배제한 부분은 국내 편성 드라마 증가다. 계열항 드라마 제작 편수는 향후 소폭의 증가에 그칠 전망이다. 비계열항 기대도 크지는 않다. 다만, 인터넷 사업자와 통신사항 오리지널 드라마 수주는 기대가 크다. 추정에서 감안하지 않은 국내 변수가 긍정적으로 바뀌면 주가 상단은 더욱 높아질 수 있다.

시나리오별 스튜디오드래곤 시가총액 추정



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤 12MF PER Band 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

드라마 김비서가 왜 그럴까(웹툰)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

IV. 실적 전망

중국 수출 전무하다고 가정한 보수적인 추정

2021년 연간 영업이익 558억원(+12.2% YoY) 전망

중국 수출 전무, 오리지널
수주 3편 가정

2021년 연간 매출액은 6,186억원(+10.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 558억원(+12.2%)을 전망한다. 몇 개의 가정을 감안한 보수적인 추정이다.

1) 중국 수출은 전무하다고 가정했다. 중국을 제외한 전 지역 유통 매출액은 고성장을 지속할 전망이다. 핵심인 넷플릭스향 매출액은 오리지널 제외 1,050억원(+7.7%)이 예상된다. 약 11편의 판매량을 가정했다. 제작비가 소폭 증가하면서 회수하는 판권 매출액 역시 동반 증가할 전망이다. 중국을 제외한 동남아시아향 매출액은 견조한 성장을 지속할 전망이다.

2) 오리지널 수주는 3편으로 가정했다. 넷플릭스향 2편, 비(非) 넷플릭스향 1편이다. 넷플릭스 외 수주는 미주일 가능성이 높다. 빠르면 4Q21에 수익 인식이 기대된다. 전체 오리지널 매출액은 340억원(+61.9%)을 전망한다. 매우 보수적인 추정이다. 1편에 500억원이 상회하는 오리지널 드라마를 수주할 경우 모든 추정치는 급격한 상향 조정이 필요하다.

공격적으로 추정할 경우 영
업이익은 1천억원 상회

중국과 오리지널을 공격적으로 가정할 경우 수익 추정은 영업이익 기준 1천억원을 상회하기 시작한다. 동사의 밸류에이션이 비쌀 수 밖에 없는 이유다. 보수적인 추정에서도 핵심 부문인 유통(판권) 매출액은 12.4% 증가한 2,447억원이 기대된다. 국내 VOD(주문형비디오) 성장이 상대적으로 더디지만 해외의 고성장이 이를 모두 상쇄하고도 남는다.

스튜디오드래곤 유통 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

3Q20 연결 영업이익은 101억원(-7.4% YoY) 전망

넷플릭스가 원하는 최상위 드라마는 대부분 상반기에 판매

3Q20 연결 매출액은 1,443억원(+10.0% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 101억원(-7.4%)을 전망한다. 콘텐츠가 부족한 넷플릭스의 상황 덕분에 해외 매출액은 25.6% 증가할 가능성이 높다(3Q19 오리지널 수익 인식 감안 시 2.7% 증가). 상반기에는 총 5편의 드라마가 판매됐다. 하반기에는 5~6편의 드라마가 추가로 판매될 전망이다. 넷플릭스가 가장 원하는 최상위 드라마가 대부분 상반기에 팔렸기 때문에 3Q 실적은 2Q 대비 상대적으로 부진하다.

4Q20 연결 매출액은 1,333억원(+36.8%), 영업이익은 112억원(흑자전환)을 전망한다. 넷플릭스향 오리지널 매출액 인식이 기대되는 분기다. 여기에 기저효과(4Q19에 제작비 감가상각 관련 일회성 비용 발생)를 더하면 큰 폭의 수익성 개선이 어렵지 않다. 코로나19로 인한 의미 있는 제작 지연은 없다고 가정했다.

스튜디오드래곤 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
<실적 추정>																
전체 매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	144.3	133.3	379.6	468.6	559.1	618.6
편성(제작) 수익	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	69.5	51.1	178.1	208.7	231.1	262.0
유통(판매) 수익	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.7	66.9	75.7	62.7	72.7	162.1	219.2	278.0	308.0
기타(PPL) 수익	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	12.1	9.5	39.4	40.7	50.1	48.6
<해외 추정>																
해외 유통 매출액	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	31.6	52.8	59.4	45.0	60.4	110.2	160.4	217.6	244.7
유통 내 해외(%)	70.8	57.2	72.9	65.7	75.9	70.0	73.1	74.1	78.9	78.5	71.8	83.1	68.0	73.2	78.3	79.5
넷플릭스	10.0	1.0	32.0	3.6	8.3	23.0	24.0	6.0	24.5	36.0	26.0	32.0	46.6	61.3	118.5	139.0
일본	3.5	4.5	3.4	4.3	10.3	5.9	3.2	5.8	8.3	6.1	3.6	6.4	15.7	25.2	24.4	25.6
중국 포함 아시아	8.9	10.5	10.4	14.3	21.6	12.7	11.3	17.3	17.4	14.9	12.8	19.3	44.1	63.0	64.4	68.5
중국	0.0	0.0	0.0	1.5	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.8	0.0	0.0
미주	0.2	0.3	0.3	1.1	0.4	0.5	5.2	2.5	2.4	2.3	2.5	2.6	1.9	8.6	9.8	11.1
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.6
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	95.2	103.5	139.6	129.2	114.8	324.0	420.8	487.1	538.9
판매관리비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.0	7.3	15.7	19.2	22.3	23.9
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.6	16.9	10.1	11.2	39.9	28.7	49.7	55.8
세전이익	10.8	11.0	22.0	1.7	13.2	11.9	13.1	(5.1)	12.0	17.2	11.4	12.5	45.6	33.1	53.1	59.2
순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	(1.7)	8.6	13.4	9.1	10.0	35.8	26.4	41.0	46.2
<% YoY growth>																
매출액	6.0	19.6	59.6	41.5	40.0	72.6	6.1	(4.2)	7.5	25.9	10.0	36.8	32.4	23.5	19.3	10.6
영업이익	(23.7)	(17.8)	223.0	(87.3)	3.5	47.5	(49.2)	적전	5.5	56.3	(7.4)	흑전	20.9	(28.1)	73.4	12.2
순이익	(41.3)	216.8	206.3	(12.5)	17.2	(17.2)	(33.6)	적전	(7.2)	82.1	(20.8)	흑전	50.2	(26.3)	55.3	12.6
<이익률, %>																
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	(4.1)	9.7	10.4	7.0	8.4	10.5	6.1	8.9	9.0
순이익률	9.8	11.9	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	(1.7)	7.1	8.3	6.3	7.5	9.4	5.6	7.3	7.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 넷플릭스향 판매권 판매는 유통 내 해외로 포함, 중국 수익은 2020년에도 없다고 가정

V. 이슈 분석

드래곤의 흐름에 동참 가능한 국내 사업자

SBS와 제이콘텐츠리가 그나마 유력

SBS는 2년 가까이 드라마 사업부 경쟁력 제고 지속

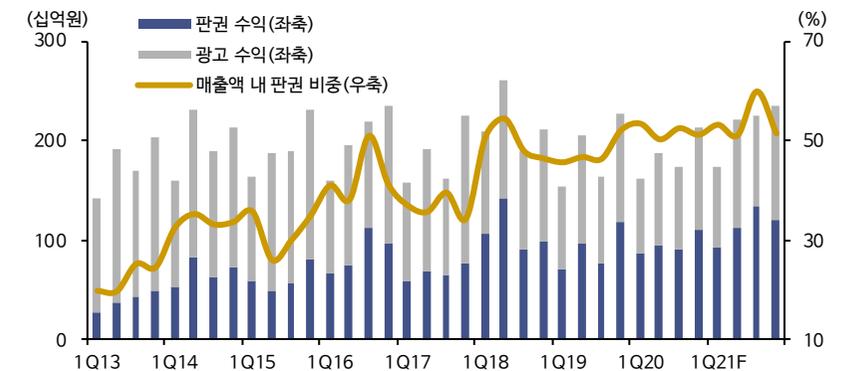
국내 1등 스튜디오드래곤과 타 제작사들과는 그 사업 역량에서 상대적으로 격차가 있다. 보유하고 있는 아티스트들의 흥행력, 연간 제작 편수, 강력한 해외 유통망, 활용 가능한 방송 계열사 등은 모두 스튜디오드래곤의 압도적 경쟁력으로 작용한다. 그래도 스튜디오드래곤과 함께 Basket 매수가 가능한 콘텐츠 사업자는 SBS와 제이콘텐츠리다.

SBS의 경우 2년 가까이 드라마 사업부의 경쟁력 제고가 확인되고 있다. 특히 4Q19에 방영된 베가본드, VIP, 낭만닥터 김사부2 등은 지상파의 화려한 부활을 알렸다. 2020년에는 코로나19 여파가 지속되는 가운데 제작비 대비 효율이 좋은 예능에 조금 더 집중하는 모습을 보이고 있다. 최근 분사한 스튜디오S는 국내 2위의 드라마 스튜디오다. 3Q20에는 10% 이상의 시청률을 기록한 드라마 ‘앨리스(연출 백수찬)’를 앞세워 그 경쟁력을 뽐내고 있다. 스튜디오드래곤과 함께 국내 인터넷 및 통신사들이 투자를 검토할 수 있는 최상위 법인이다.

제이콘텐츠리의 20년 방송 영업이익은 824% 증가

제이콘텐츠리 역시 2019년 말에 체결한 넷플릭스와의 3년 21편 계약을 앞세워 방송 부문의 실적 개선을 지속하고 있다. 2020년 방송 영업이익은 제작비 급증에도 824% 증가한 180억원이 기대된다. 안타까운 부문은 극장이다. 코로나19 여파로 인해 메가박스(극장) 손실은 350억원(적자전환)까지 확대가 예상된다. 방송 부문의 IPO(기업공개) 이전까지 극장 손실을 감내해야 한다는 약점이 있다. 극장의 턴어라운드만 감안하면 저평가 매력이 돋보이는 사업자다.

SBS 유형별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
자산총계	512.4	581.6	636.4	694.7	750.5
유동자산	247.2	244.5	227.9	237.7	257.4
현금및현금성자산	153.0	59.8	22.8	17.8	23.4
매출채권	68.8	83.6	99.6	110.1	119.9
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	265.2	337.1	408.5	457.0	493.2
유형자산	1.0	1.2	(0.2)	1.0	(0.2)
무형자산	198.5	233.1	304.7	351.4	387.9
투자자산	3.7	13.4	14.6	15.4	16.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	111.1	153.3	167.1	179.3	182.9
유동부채	108.2	145.1	158.9	171.0	174.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	19.6	18.4	19.3	20.2	22.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	469.3	515.4	567.6
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
기타자본	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	67.6	93.5	134.6	180.7	232.9
지배주주지분	401.3	428.3	469.3	515.4	567.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	2.1	9.9	10.3	10.6	10.8
*순차입금(순현금)	(157.3)	(106.4)	(71.0)	(67.8)	(75.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	(29.1)	(12.2)	166.0	196.2	212.2
당기순이익	35.8	26.4	41.0	46.2	52.1
유형자산상각비	0.3	1.8	0.4	(2.2)	0.4
무형자산상각비	75.0	115.0	131.1	154.0	169.3
외환환산손실(이익)	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(139.4)	(142.9)	(5.1)	(0.8)	(8.7)
법인세납부	(9.7)	(19.4)	(12.1)	(13.0)	(14.7)
기타	9.4	6.3	10.7	12.0	13.8
투자활동으로인한현금흐름	140.6	(81.0)	(202.6)	(200.6)	(206.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.2)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
유형자산의감소	0.0	0.2	1.5	1.4	1.3
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.3)	(202.7)	(200.6)	(205.9)
투자자산의감소(증가)	(0.5)	(18.8)	(1.2)	(0.8)	(0.7)
기타	141.4	(61.5)	0.3	(0.2)	(0.2)
FCF	143.5	133.7	164.3	194.1	209.2
재무활동으로인한현금흐름	(9.7)	(0.0)	(0.4)	(0.6)	(0.6)
차입금의 증가(감소)	(10.0)	0.0	0.4	0.3	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	0.0	(0.8)	(0.9)	(0.8)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	(0.0)	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	101.7	(93.2)	(36.9)	(5.1)	5.5
기초현금	51.3	153.0	59.8	22.9	17.8
기말현금	153.0	59.8	22.9	17.8	23.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	559.1	618.6	673.8
증감률 (%)	32.4	23.5	19.3	10.6	8.9
매출원가	324.0	420.8	487.1	538.9	585.5
매출총이익	55.6	47.9	72.0	79.7	88.3
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	12.9	12.9	13.1
판매관리비	15.7	19.2	22.3	23.9	25.8
영업이익	39.9	28.7	49.7	55.8	62.5
증감률 (%)	21.0	(28.1)	73.3	12.2	11.9
영업이익률 (%)	10.5	6.1	8.9	9.0	9.3
영업외손익	5.7	4.4	3.3	3.4	4.4
금융손익	6.1	4.3	3.7	3.2	3.3
기타영업외손익	(0.3)	0.1	(0.4)	0.2	1.1
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	45.6	33.1	53.1	59.2	66.8
법인세비용	9.8	6.6	12.1	13.0	14.7
계속사업이익	35.8	26.4	41.0	46.2	52.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	41.0	46.2	52.1
증감률 (%)	50.3	(26.3)	55.2	12.6	12.9
순이익률 (%)	9.4	5.6	7.3	7.5	7.7
(지배주주)당기순이익	35.8	26.4	41.0	46.2	52.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	34.7	25.7	41.0	46.2	52.1
(지배주주)총포괄이익	34.7	25.7	41.0	46.2	52.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	115.2	145.5	181.2	207.6	232.2
증감률 (%)	55.1	26.4	24.5	14.6	11.8
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.1	32.4	33.6	34.5

주요 투자지표

12월 결산	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS (당기순이익, 원)	1,278	941	1,460	1,644	1,856
EPS (지배순이익, 원)	1,278	941	1,460	1,644	1,856
BPS (자본총계, 원)	14,305	15,242	16,702	18,346	20,202
BPS (지배지분, 원)	14,305	15,242	16,702	18,346	20,202
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	72.3	85.9	55.6	49.3	43.7
PER (지배순이익, 배)	72.3	85.9	55.6	49.3	43.7
PBR (자본총계, 배)	6.5	5.3	4.9	4.4	4.0
PBR (지배지분, 배)	6.5	5.3	4.9	4.4	4.0
EV/EBITDA (배)	21.1	14.9	12.2	10.7	9.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.1	32.4	33.6	34.5
영업이익률 (%)	10.5	6.1	8.9	9.0	9.3
순이익률 (%)	9.4	5.6	7.3	7.5	7.7
ROA (%)	7.4	4.8	6.7	6.9	7.2
ROE (지배순이익, %)	9.3	6.4	9.1	9.4	9.6
ROIC (%)	14.8	8.4	15.0	13.6	13.3
안정성					
부채비율 (%)	27.7	35.8	35.6	34.8	32.2
순차입금비율 (%)	(39.2)	(24.9)	(15.1)	(13.1)	(13.2)
현금비율 (%)	141.4	41.2	14.4	10.4	13.4
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	60.1	65.4	71.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(196.2)	(26.4)	(44.8)	(65.1)	(143.2)
재고자산회수기간 (일)	0.9	0.2	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	59.5	59.3	59.8	61.9	62.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 06월 22일	매수	146,000	(28.3)	(17.9)
2018년 12월 23일		6개월경과	(37.5)	(34.0)
2019년 02월 07일	매수	128,000	(27.6)	(23.2)
2019년 05월 10일	매수	120,000	(36.9)	(30.6)
2019년 06월 07일	매수	104,000	(35.8)	(29.0)
2019년 08월 09일	매수	85,000	(26.9)	(17.4)
2019년 09월 16일	매수	93,000	(24.5)	(13.9)
2019년 11월 08일	매수	100,000	(21.0)	(13.0)
2020년 05월 09일		6개월경과	(22.4)	(16.2)
2020년 06월 10일	매수	110,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 홍세중).
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장 시 대표 주 관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2020년 09월 11일 기준)

매수 (매수)	90.63%	Trading BUY (중립)	2.60%	중립 (중립)	6.77%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------