

3Q Review : 글로벌 판매 청신호 지속

Analyst 황성진

02-3787-2658

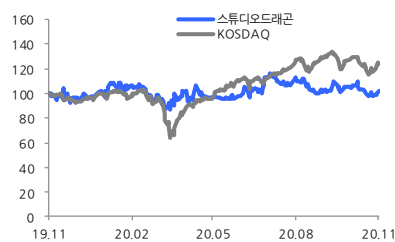
hsj@hmsec.com

현재주가 (11/06)	81,400원
상승여력	41.3%
시가총액	22,895억원
발행주식수	30,004천주
자본금/액면가	140억원/500원
52주 최고가/최저가	92,500원/69,100원
일평균 거래대금 (60일)	197억원
외국인지분율	9.51%
주요주주	CJENM 외 5인 61.32%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-2.5 -9.3 5.7
상대주가(%p)	0.5 -7.4 -16.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	1,572	2,084	115,000
After	1,482	1,815	115,000
Consensus	1,514	1,845	109,048
Cons. 차이	-2.1%	-1.7%	5.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3분기 예상치를 상회하는 우수한 실적 시현. 호실적의 주된 원인은 중국 OTT항 구축 2편 판매와 ASP 상승에 따른 성과가 발현되었기 때문. 국내 편성 회복과 더불어 글로벌 판매 호조세가 이어지고 있는 점을 감안하면 향후 실적 또한 견조한 추세를 보일 것으로 전망
- 최근 단행된 NAVER와 CJ 그룹간의 지분 교환 및 사업적 제휴는 양사 모두에게 긍정적인 시너지를 발현시킬 것으로 전망. NAVER 웹툰 등에서 보유하고 있는 IP를 활용한 콘텐츠 영상화를 통해 더욱 풍성한 제작 라인업을 보유할 수 있으며, NAVER 플랫폼을 활용한 콘텐츠 유통 확대 역시 기대해 볼 수 있기 때문

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 매출액은 1,063억원(-19.0% YoY), 영업이익은 160억원(+46.8% YoY)을 기록하며 예상치를 크게 상회. Covid-19 영향에 따른 국내 편성 축소와 이에 따른 제작편수 감소 및 3Q19 대작(아스달 연대기, 호텔델루나) 편성에 따른 base Effect에도 불구하고, 중국 OTT항 라이브러리 2편 판매에 따른 성과가 반영되면서 수익성이 크게 호전됨. 3분기의 OPM 15.0%는 3Q18 미스터샤인 제작시의 OPM 17.4%에 이어 역대 두번째로 높은 분기 수익성을 기록한 것
- 4분기에도 호실적 기조는 지속될 것으로 전망. 국내 채널들의 편성 정상화에 따른 작품 공급과 더불어, 마진율이 좋은 넷플릭스 오리지널 스위트홈 등의 판매가 단행될 것으로 예상되기 때문
- 글로벌 판매 매출의 호조세는 향후에도 지속될 것. 언택트 트렌드 확산에 따른 OTT의 득세와 더불어, 가입자 확보를 위한 킬러 콘텐츠의 가치는 더욱 높아지는 가운데, 경쟁력이 검증된 K-드라마에 대한 수요 역시 꾸준히 증가하고 있기 때문
- 만약 한한령 해제가 단행되며 중국내 드라마 방영 등 콘텐츠 유통경로가 더욱 확대될 경우, 기판 제작의 추가적인 매출인식은 물론 신작에 대한 판로 확보효과까지 얻을 것은 자명한 일. 이는 상대적으로 넷플릭스에 집중되었던 해외 매출이 다변화된다는 것을 의미하는 것으로, 이익 레버리지 극대화 측면에서 매우 중요한 의미를 지님. 이미 진행되고 있는 중국 OTT항 오리지널 콘텐츠 공급 협상 뿐만 아니라 해외 기타 OTT들과의 콘텐츠 공급협상의 추이에 주목할 필요가 있음

주가전망 및 Valuation

- 향후 안정적인 편성 수익과 더불어 글로벌 매출처 다변화에 따른 레버리지 효과 나타날 것으로 기대. 투자의견 BUY와 목표주가 115,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	3,796	399	358	1,152	1,278	21.7	72.3	6.5	21.1	9.3	0.0
2019	4,687	287	264	1,455	941	-26.3	85.9	5.3	14.9	6.4	0.0
2020F	5,173	586	420	2,210	1,482	57.4	54.2	5.1	9.6	9.4	0.0
2021F	5,803	713	544	2,223	1,815	22.4	44.3	4.6	9.2	10.9	0.0
2022F	6,126	976	801	2,338	2,670	47.2	30.1	4.0	8.4	14.2	0.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 스튜디오드래곤 3분기 실적

(단위: 억 원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q19	2Q20	3Q20P	(YoY)	(QoQ)	3Q20	대비	3Q20	대비
매출액	1,312	1,614	1,063	-19.0%	-34.2%	1,173	-9.4%	1,209	-12.1%
영업이익	109	169	160	47.0%	-5.2%	108	48.3%	106	50.6%
세전이익	131	172	152	16.2%	-11.5%	103	47.7%	113	35.0%
순이익	115	134	106	-7.7%	-20.8%	77	37.8%	101	5.3%

자료 : 스튜디오드래곤, Fnguide, 현대차증권

〈표2〉 스튜디오드래곤 분기실적 추이

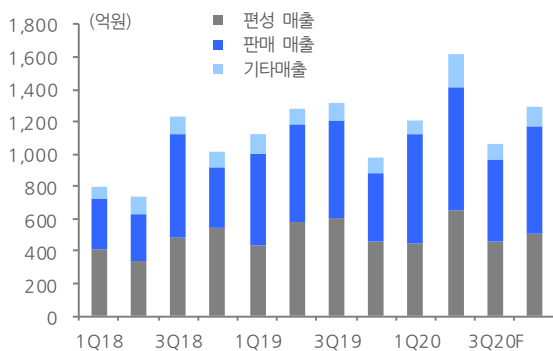
(단위 : 억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,614	1,063	1,292
편성	441	581	608	457	452	654	457	511
판매	562	603	600	428	669	757	509	664
국내	136	181	161	111	141	163	88	124
해외	248	426	422	439	317	594	421	541
기타	95	115	98	104	89	203	97	118
총영업비용	1,008	1,175	1,202	1,015	1,087	1,445	903	1,151
매출원가	968	1,128	1,159	952	1,036	1,396	850	1,084
판관비	40	46	44	62	51	49	53	67
영업이익	110	108	109	-40	116	169	160	142
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	10.4%	15.0%	11.0%
세전계속사업이익	132	119	131	-52	120	172	152	127
세전이익률	11.8%	9.3%	10.0%	-5.3%	10.0%	10.6%	14.3%	9.8%
순이익	92	73	115	-16	85	134	106	95
순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	8.3%	10.0%	7.4%

자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

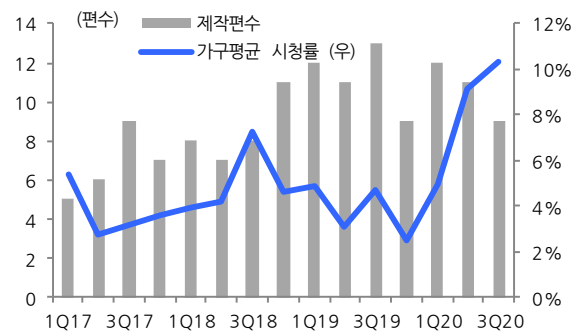
주 : K-IFRS 연결 기준,

〈그림1〉 스튜디오드래곤 매출 추이



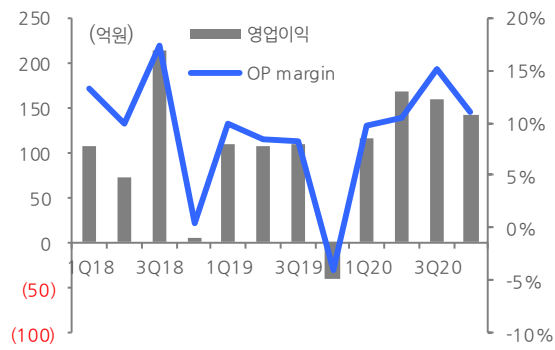
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림2〉 스튜디오 드래곤 평균 시청률과 제작편수



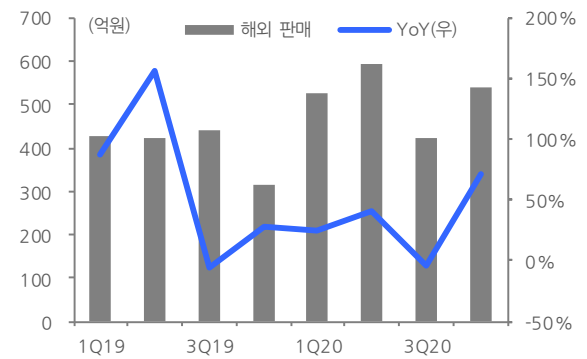
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림3〉 수익성 추이



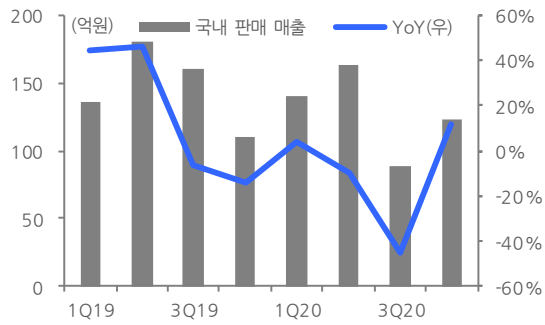
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림4〉 해외 판권 판매 증가



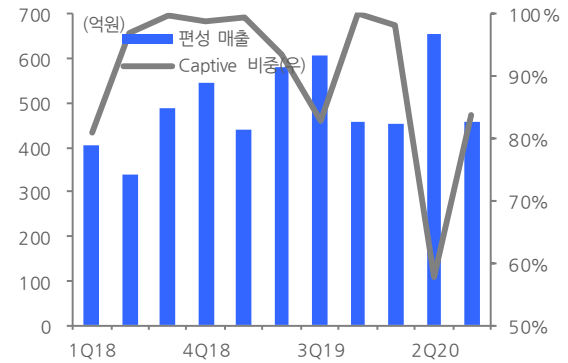
자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림5〉 국내 콘텐츠 판매 추이



자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림6〉 편성매출과 Captive 비중



자료 : 스튜디오드래곤, 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,796	4,687	5,173	5,803	6,126
증가율 (%)	32.4	23.5	10.4	12.2	5.6
매출원가	3,240	4,208	4,367	4,832	4,850
매출원가율 (%)	85.4	89.8	84.4	83.3	79.2
매출총이익	556	479	806	971	1,276
매출이익률 (%)	14.6	10.2	15.6	16.7	20.8
증가율 (%)	18.0	-13.8	68.3	20.5	31.4
판매관리비	157	192	220	258	299
판매비율 (%)	4.1	4.1	4.2	4.4	4.9
EBITDA	1,152	1,455	2,210	2,223	2,338
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.0	42.7	38.3	38.2
증가율 (%)	55.0	26.3	51.8	0.6	5.2
영업이익	399	287	586	713	976
영업이익률 (%)	10.5	6.1	11.3	12.3	15.9
증가율 (%)	20.9	-28.1	104.3	21.7	36.8
영업외손익	58	44	-15	27	113
금융수익	66	104	126	102	139
금융비용	5	61	137	71	22
기타영업외손익	-3	1	-4	-4	-4
종속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	456	331	571	740	1,089
세전계속사업이익률	12.0	7.1	11.0	12.8	17.8
증가율 (%)	50.5	-27.4	72.8	29.6	47.1
법인세비용	98	66	151	196	288
계속사업이익	358	264	420	544	801
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	358	264	420	544	801
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	8.1	9.4	13.1
증가율 (%)	50.4	-26.3	59.1	29.5	47.2
지배주주지분 순이익	358	264	420	544	801
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-7	3	0	0
총포괄이익	347	257	424	544	801

(단위:억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-291	-122	1,212	2,074	2,112
당기순이익	358	264	420	544	801
유형자산 상각비	3	18	29	20	16
무형자산 상각비	750	1,150	1,595	1,490	1,346
외환손익	-5	6	57	50	0
운전자본의 감소(증가)	-1,394	-1,429	-895	7	3
기타	-3	-131	7	-37	-55
투자활동으로인한현금흐름	1,406	-810	-527	-1,326	-1,251
투자자산의 감소(증가)	-7	-98	-145	-12	-5
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-6	-43	-16	-16
기타	1,415	-708	-340	-1,299	-1,230
재무활동으로인한현금흐름	-97	-0	-19	0	-3
차입금의 증가(감소)	21	58	7	5	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	17	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-123	-75	-26	-5	-5
기타현금흐름	-1	-0	5	0	0
현금의증가(감소)	1,017	-932	671	748	859
기초현금	513	1,530	598	1,269	2,017
기말현금	1,530	598	1,269	2,017	2,876

* K-IFRS 연결 기준

(단위:억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,472	2,445	2,837	3,771	4,716
현금성자산	1,530	598	1,269	2,017	2,876
단기투자자산	22	409	19	22	23
매출채권	688	836	922	1,049	1,108
재고자산	6	0	0	0	0
기타유동자산	184	445	412	469	495
비유동자산	2,652	3,371	3,362	3,167	3,114
유형자산	10	12	36	32	32
무형자산	1,985	2,331	1,946	1,744	1,685
투자자산	37	134	279	291	296
기타비유동자산	620	894	1,101	1,101	1,101
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,124	5,816	6,198	6,938	7,830
유동부채	1,082	1,451	1,416	1,611	1,701
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	196	184	148	168	178
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	886	1,267	1,268	1,442	1,523
비유동부채	29	82	77	77	77
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	21	79	73	73	73
기타비유동부채	8	3	4	4	4
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,111	1,533	1,492	1,688	1,778
지배주주지분	4,013	4,283	4,706	5,251	6,052
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,201	3,217	3,217	3,217	3,217
자본조정 등	3	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	-8	-10	-7	-7	-7
이익잉여금	676	935	1,356	1,900	2,702
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,013	4,283	4,706	5,251	6,052

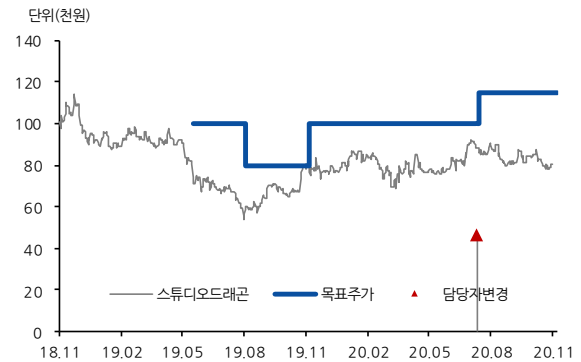
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,278	941	1,482	1,815	2,670
EPS(지배순이익 기준)	1,278	941	1,482	1,815	2,670
BPS(자본총계 기준)	14,305	15,242	15,685	17,499	20,170
BPS(지배지분 기준)	14,305	15,242	15,685	17,499	20,170
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	72.3	85.9	54.2	44.3	30.1
P/E(지배순이익 기준)	72.3	85.9	54.2	44.3	30.1
P/B(자본총계 기준)	6.5	5.3	5.1	4.6	4.0
P/B(지배지분 기준)	6.5	5.3	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA(Reported)	21.1	14.9	9.6	9.2	8.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	21.7	-26.3	57.4	22.4	47.2
EPS(지배순이익 기준)	21.7	-26.3	57.4	22.4	47.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.3	6.4	9.4	10.9	14.2
ROE(지배순이익 기준)	9.3	6.4	9.4	10.9	14.2
ROA	7.4	4.8	7.0	8.3	10.9
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	31.7	32.1	29.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	343.0	58.1	114.2	152.8	204.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2019.05.24	BUY	100,000	-32.30	-24.80
2019.08.09	BUY	80,000	-15.77	0.13
2019.11.11	BUY	100,000	-20.94	-13.00
2020.05.11	AFTER 6M	100,000	-18.03	-7.50
2020.07.17	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2020.07.20	BUY	115,000	-27.41	-21.30
2020.11.09	BUY	115,000		

▶ 최근 2년간 스튜디오드래곤 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 황성진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.