

스튜디오드래곤(253450)

4Q20 Preview: 멀티플 상승 국면 진입

4분기 영업이익 107억원(흑자전환)으로 컨센서스 하단 전망

4분기 매출액은 1,205억원(+23.7% YoY), 영업이익은 107억원(흑자전환)을 전망한다. 영업이익 컨센서스 하단 수준이다. 편성 드라마 편수는 4.8편으로 작년동기 대비 1.6편 감소하지만 무형자산(판권) 상각 안정화와 넷플릭스 오리지널 판매로 흑자전환이 가능하다. 하지만 중국향 판매 실적이 없을 것으로 추정되어 3분기 대비 감익은 불가피할 것이다(참고로 3분기 영업이익 160억원 중 중국 기여분은 약 60억원).

올해는 디지털향 콘텐츠가 새로운 트렌드

글로벌 OTT의 한국 진출이 시작되고 있다. 올해 디즈니플러스, STAR, 애플TV 플러스의 한국 진출이 전망되며 연말~내년 중 HBO Max의 한국 진출이 기대된다. 중국 OTT iQiyi도 한국에 지사를 설립하고 스튜디오드래곤과 오리지널 콘텐츠를 제작 중이다. 올해부터는 넷플릭스 경쟁 OTT들의 오리지널 콘텐츠 확보 노력이 펼쳐질 것이다. 이에 연간 드라마 제작 편수는 31.7편(캡티브 22~24편, 지상파 2~3편, 넷플릭스 오리지널 2~3편, 기타 OTT 2~3편, TVIGN 2~3편)으로 전년 대비 4.1편 증가할 전망이다. 글로벌 OTT의 한국 진출은 넷플릭스 의존도를 낮추고 콘텐츠 확보 경쟁을 유발한다는 점에서 특히 긍정적이다.

목표주가 12만원으로 상향. 한국 콘텐츠 세계화에 따른 프리미엄 반영

목표주가를 12만원으로 기존 대비 20% 높인다. 목표 PER 65배는 2018년 초 중국 판매 기대감이 형성되던 초입 구간의 멀티플이다. 당시 PER은 한중 관계 개선과 '알함브라궁전의 추억' 중국 판매 기대감 등으로 65배에서 110배까지 상승했다. 회사의 드라마가 중국보다 더 큰 글로벌 시장에서 흥행하고 있으며 작년 3분기에는 중국향 판매 매출도 인식됐다는 점을 고려하면 당시 멀티플을 충분히 인정받을 수 있다. 올해부터 본격화되는 글로벌 OTT의 한국 진출, 네이버웹툰을 통한 인기 IP 확보(툼 작가 의존도 하락), 광고 업황 회복 등을 고려하면 멀티플 상승(지난해 평균 PER은 50배)이 가능할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2018A	380	40	36	1,278	21.4	115	72.3	21.1	6.5	9.3	0.0
2019A	469	29	26	941	(26.4)	146	86.0	14.9	5.3	6.4	0.0
2020F	509	55	41	1,433	52.3	159	72.4	18.5	5.0	7.8	0.0
2021F	561	68	55	1,825	27.3	161	54.5	17.4	4.4	8.5	0.0
2022F	626	86	70	2,316	27.0	184	42.9	15.1	4.0	9.8	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 120,000원(상향)

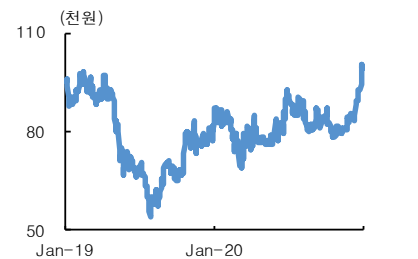
Stock Data

KOSPI(1/12)	3,126
주가(1/12)	103,700
시가총액(십억원)	3,111
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	103,700/69,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,519
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.1/11.3
주요주주(%)	CJ ENM 외 4 인 56.9
네이버	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.0	13.7	22.9
KOSDAQ 대비(%p)	18.1	(12.3)	(21.8)

주가추이



자료: FnGuide

오태완

taewan.oh@koreainvestment.com

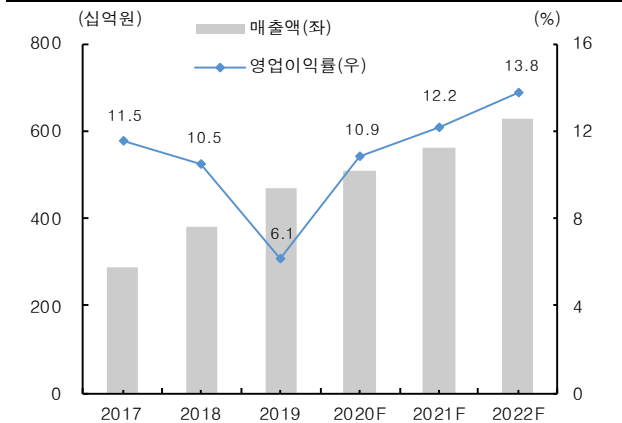
〈표 1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	120.3	161.4	106.3	120.5	128.2	135.9	148.4	148.9	468.7	508.6	561.3	625.6
편성	45.2	65.4	45.7	38.2	47.6	48.3	53.5	53.5	208.7	194.5	202.8	212.6
Captive	44.4	37.8	38.3	38.2	43.8	44.5	46.0	46.0	194.3	158.6	180.3	185.3
Non-Captive	0.8	27.6	7.4	0.0	3.8	3.8	7.5	7.5	14.4	35.8	22.5	27.3
판매	66.9	75.7	50.9	74.3	70.2	77.0	83.1	83.7	219.3	267.8	313.9	363.1
국내	14.1	16.3	8.8	9.9	13.3	13.5	15.0	15.5	58.8	49.1	57.3	63.8
해외	52.8	59.4	42.1	64.4	56.8	63.5	68.1	68.1	160.4	218.7	256.6	299.3
기타(PPL, OST)	8.2	20.3	9.7	8.0	10.5	10.6	11.8	11.8	40.6	46.2	44.6	50.0
매출총이익	16.7	21.8	21.3	17.9	19.4	21.9	26.8	26.1	47.9	77.7	94.2	115.0
영업이익	11.6	16.9	16.0	10.7	13.8	15.8	21.0	17.8	28.7	55.2	68.3	86.2
세전이익	12.0	17.2	15.2	10.2	14.9	15.7	21.0	17.3	33.1	54.6	68.9	87.4
지배주주순이익	8.5	13.4	10.6	8.1	11.8	12.5	16.7	13.8	26.4	40.6	54.7	69.5
(%)												
매출총이익률	13.8	13.5	20.0	14.9	15.1	16.1	18.1	17.6	10.2	15.3	16.8	18.4
영업이익률	9.7	10.4	15.1	8.9	10.8	11.6	14.2	12.0	6.1	10.9	12.2	13.8
순이익률	7.1	8.3	10.0	6.8	9.2	9.2	11.2	9.2	5.6	8.0	9.8	11.1
(% YoY)												
매출액	7.6	25.9	(19.0)	23.7	6.5	(15.8)	39.6	23.5	23.5	8.5	10.4	11.4
영업이익	5.5	56.3	46.8	흑전	18.5	(6.5)	31.1	66.4	(28.1)	92.3	23.8	26.2
지배주주순이익	(7.3)	82.1	(8.0)	흑전	38.7	(6.6)	57.0	69.1	(26.3)	53.8	34.7	27.0

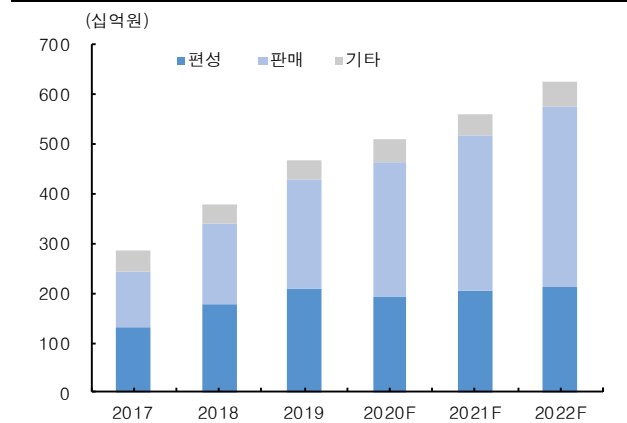
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 1] 매출액 및 영업이익률 추이: 수익성 회복 중



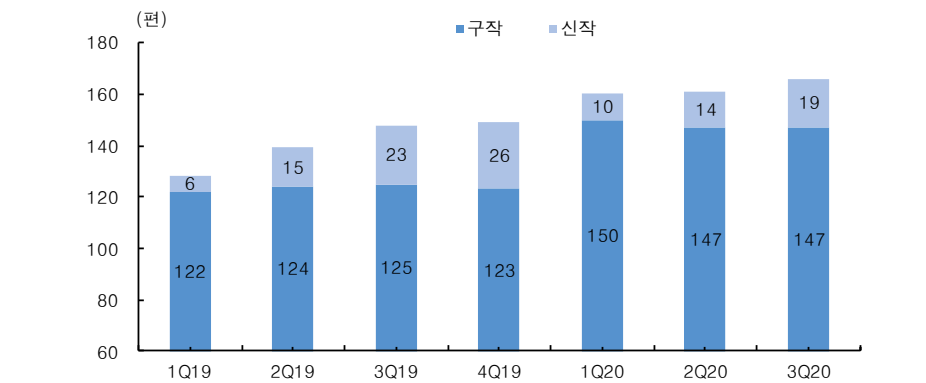
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 추이: 판매매출이 성장을 이끌어



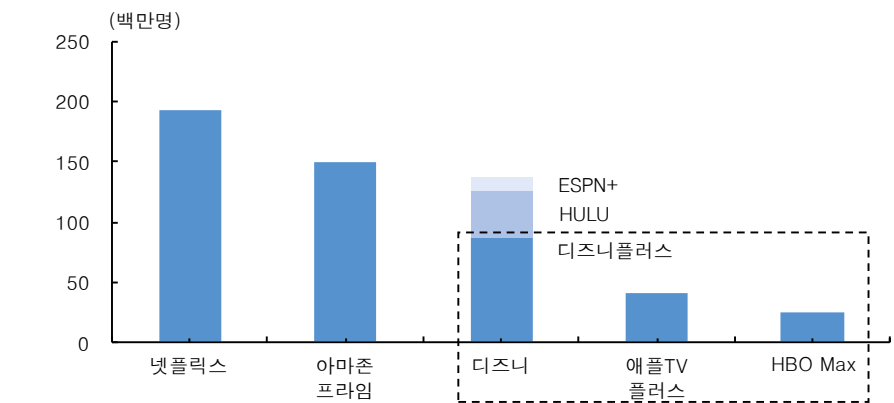
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 보유 라이브러리 추이: 166편의 드라마 라이브러리 보유 중



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 한국 진출이 예상되는 글로벌 OTT 구독자 수



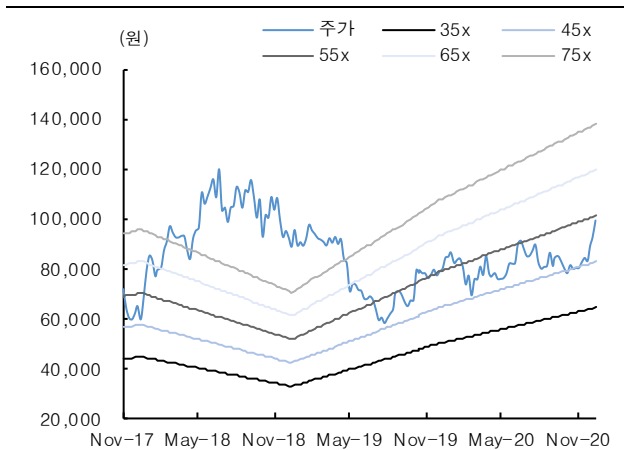
자료: 각 사, 언론사 종합, 한국투자증권

<표 2> 목표주가 도출

구분	내용	설명
12MF 지배주주순이익(십억원)	54.7	
목표 PER(배)	65.0	중국 기대감 재개 초기 국면 멀티플. 2020년 PER 50배 대비 30% 상승된 수준
적정 시가총액(십억원)	3,558	
주식수(천주)	30,004	
적정주가(원)	118,593	
목표주가(원)	120,000	
현재주가(원)	99,400	1월 11일 기준
상승여력(%)	21	

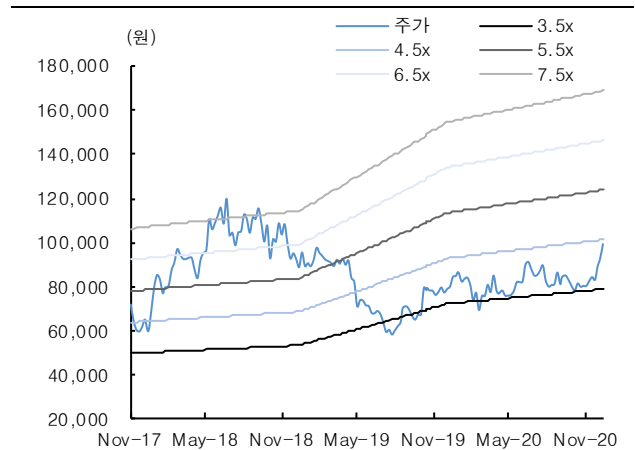
자료: 한국투자증권

[그림 5] 12개월 Forward PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 12개월 Forward PBR band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하며 방송사, OTT 등에 배급하고 방영 후 국내외 유통사업을 영위하는 국내 No. 1 드라마 제작사. 2016년 5월 CJ ENM 드라마 부문에서 분사됐으며 2017년 11월 코스닥에 상장함.

- 편성매출: 드라마를 방송사 채널에 편성하면서 발생하는 매출
- 판매매출: 드라마를 국내외 방송사, IPTV, OTT 등에 유통하며 발생하는 매출

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	325	352	386
현금성자산	153	60	102	112	125
매출채권및기타채권	69	84	91	97	103
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	391	438	488
투자자산	4	13	15	16	18
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	199	233	280	309	344
자산총계	512	582	715	790	874
유동부채	108	145	88	108	123
매입채무및기타채무	60	66	71	78	86
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	8	8	8	8
부채총계	111	153	97	116	131
지배주주지분	401	428	619	674	743
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	320	322	471	471	471
기타자본	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	68	94	134	189	258
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	619	674	743

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동현금흐름	(29)	(12)	61	151	164
당기순이익	36	26	41	55	70
유형자산감가상각비	0	2	2	2	2
무형자산상각비	75	115	102	91	96
자산부채변동	(139)	(143)	(84)	3	(4)
기타	(1)	(12)	0	0	0
투자활동현금흐름	141	(81)	(169)	(140)	(151)
유형자산투자	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	138	(57)	(1)	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(0)	(149)	(120)	(132)
기타	3	(23)	(17)	(16)	(15)
재무활동현금흐름	(10)	(0)	150	0	0
자본의증가	0	1	150	0	0
차입금의순증	(10)	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	102	(93)	42	11	13

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

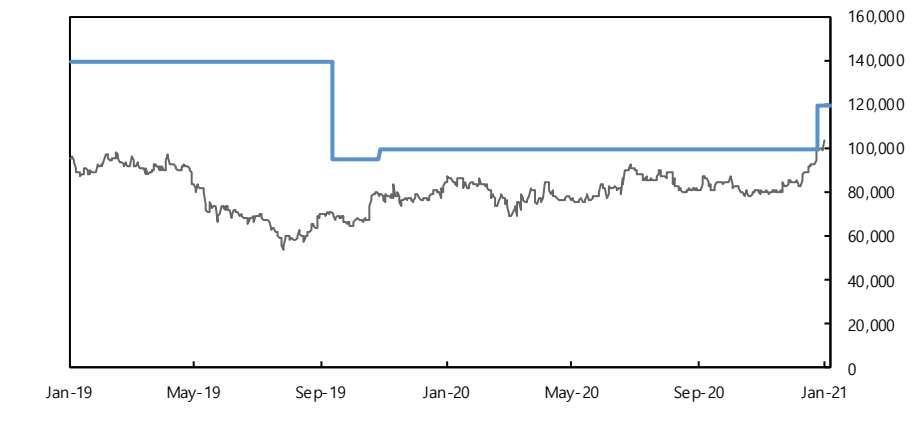
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	509	561	626
매출원가	324	421	431	467	511
매출총이익	56	48	78	94	115
판매관리비	16	19	23	26	29
영업이익	40	29	55	68	86
금융수익	7	10	7	2	2
이자수익	4	3	5	(1)	(1)
금융비용	1	6	8	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	33	55	69	87
법인세비용	10	7	14	14	18
연결당기순이익	36	26	41	55	70
지배주주지분순이익	36	26	41	55	70
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	35	26	41	55	70
지배주주지분포괄이익	35	26	41	55	70
EBITDA	115	146	159	161	184

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,433	1,825	2,316
BPS	14,305	15,242	20,627	22,452	24,768
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	32.4	23.5	8.5	10.4	11.4
영업이익증가율	21.0	(28.1)	92.2	23.9	26.2
순이익증가율	50.3	(26.3)	53.9	34.7	27.0
EPS증가율	21.4	(26.4)	52.3	27.3	27.0
EBITDA증가율	55.1	26.4	9.4	1.3	14.4
수익성(%)					
영업이익률	10.5	6.1	10.8	12.2	13.8
순이익률	9.4	5.6	8.0	9.8	11.1
EBITDA Margin	30.3	31.1	31.3	28.7	29.5
ROA	7.4	4.8	6.3	7.3	8.4
ROE	9.3	6.4	7.8	8.5	9.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(157)	(106)	(163)	(177)	(198)
차입금/자본총계비율(%)	0.5	2.3	1.6	1.5	1.3
Valuation(X)					
PER	72.3	86.0	72.4	54.5	42.9
PBR	6.5	5.3	5.0	4.4	4.0
EV/EBITDA	21.1	14.9	18.5	17.4	15.1

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-42.1	-22.1
	2019.09.23	매수	95,000원	-26.1	-15.7
	2019.11.08	매수	100,000원	-19.0	-7.5
	2020.11.08	1년경과		-14.5	0.4
	2021.01.12	매수	120,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2021년 1월 13일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2020. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
85.5%	14.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.