

미디어/인터넷
조태나
02)739-5932
taenajo@heungkuksec.co.kr

R.A
손혜원
02)6742-3525
hwson@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

애정을 담아,
너에게 HOLD를 바친다

HOLD(하향)

목표주가	100,000원(유지)			
현재주가(02/04)	100,100원			
상승여력	-0.1%			
시가총액	3,003십억원			
발행주식수	30,004천주			
52주 최고가 / 최저가	109,200 / 69,100원			
3개월 일평균거래대금	30십억원			
외국인 지분율	12.4%			
주요주주				
CJ ENM (외 4인)	55.9%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.9	25.0	13.2	17.8
상대수익률				
(KOSDAQ)	7.3	8.3	-2.2	-28.1

	(단위: 십억원, 원, %, 배)			
재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	380	469	526	566
영업이익	40	29	49	61
EBITDA	115	146	169	142
지배주주순이익	36	26	39	33
EPS	1,278	942	1,376	1,158
순차입금	-157	-106	-100	-207
PER	72.3	85.9	72.7	86.5
PBR	6.5	5.3	6.0	5.6
EV/EBITDA	21.1	14.9	17.2	19.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.3	6.4	8.6	6.7
컨센서스 영업이익	40	29	55	71
컨센서스 EPS	1,278	942	1,353	1,950

주가추이



4Q20 REVIEW

-2020년 4분기 Review 매출액 137.7억원(+41% yoy), OP 46억원(흑전)
-제작편수 2019년대비 1편 감소 (28편→27편), '21E 30편 이상
-'20년 편성매출 1,970억원으로 전년비 -6% 감소했으나, non-captive 비
중의 증가는 긍정적이라고 판단. 글로벌 OTT 수혜 기대.
-4Q20 판매매출 863억원으로 사상 최고치 달성 (해외판매 비중 83%)
-스위트홈 후반 제작비 증가로 4Q20 제작원가 763억원 기록

제작편수, 무리하게 증가시킬 필요가 없다

<스위트홈>, <경이로운 소문>의 글로벌 흥행, <철인왕후> 시청률 14.9% 달성으로 명실상부 1위 사업자임이 입증되었다. 캡티브향 편성이 줄었지만, 캡티브의 의존도가 낮아지고 글로벌 OTT의 수혜를 본다는 점은 분명 긍정적이다. 그러나, 마진을 지켜내지 못했다. 충분히 더 좋은 실적을 낼 수 있었다고 믿었기 때문에, 아쉽다.

우리는, 현재 글로벌 OTT의 수혜는 Q보다 P의 영향이 훨씬 더 크다고 판단한다. 레버리지 효과를 확실하게 누려야한다. 그래서 편성 수를 굳이 늘릴 필요가 없다. 전체 제작비도 더 무리해서 늘릴 필요가 없다. 제작편수를 줄이고 편당 가격을 높여서 레버리지를 크게 일으키는 편이 실적에 훨씬 더 긍정적 효과를 줄 것이라고 생각한다. 지금은 선택과 집중이 필요한 때인 것 같다. 성공한 프로젝트의 이익을 애써 나눌 필요가 없다. '영화'라는 극단적 흥행 사업은 이러한 수익모델이 잘 맞을지도 모르지만, 솔직하게 드라마 제작은 1편으로 10편의 손실을 make-up 할 수 있을만한 흥행 사업은 아니다.

소중한 마진, 잃지 말자

벌써 2월이다. OTT發 촉매를 들 날도 얼마 남지 않았다. 스튜디오드래곤, 대장주인데 혼자만 파티에서 소외될 수 없다. 그래서 1등은 더 열심히 해야 한다. 항상 최고의 모습을 보여야한다. 오리지널 마진 20%, 판매마진 50%, 받아내는 것도 중요하지만 지켜내는 것이 더 중요하다. 잃지 말자.

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	123.4	153.2	148.8	141.1	379.5	468.6	525.7	566.6
1)편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.3	52.5	51.8	46.9	178.1	208.7	197.0	194.6
2)판매	66.9	75.7	50.9	86.3	70.2	85.7	86.0	84.4	162.1	219.3	279.8	326.3
-해외판매	52.8	59.4	42.1	72.3	59.1	66.9	74.9	68.7	110.2	160.4	226.6	269.6
-국내판매	14.1	16.3	8.8	14.0	11.1	18.8	11.1	15.7	51.8	58.9	53.2	56.7
3)기타	8.2	20.3	9.7	10.7	9.9	15.1	11.0	9.8	39.4	40.6	37.3	47.8
yoy(%), growth rate	8%	26%	-19%	41%	3%	-5%	40%	2%	32%	23%	12%	8%
편성	2%	13%	-25%	-11%	-4%	-20%	13%	15%	36%	17%	-6%	-1%
판매	19%	26%	-15%	102%	5%	13%	69%	-2%	45%	35%	28%	17%
-해외판매	24%	41%	-4%	128%	12%	13%	78%	-5%	64%	46%	41%	19%
-국내판매	4%	-10%	-45%	26%	-21%	15%	27%	12%	16%	14%	-10%	7%
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	102.6	128.2	126.8	121.3	324.0	420.6	450.9	478.9
-제작원가	62.2	91.2	45.5	75.9	66.3	71.2	62.4	64.4	186.1	230.3	274.8	264.2
-무형자산상각	26.4	44.5	18.6	24.5	23.7	43.2	40.7	40.3	74.6	114.6	114.1	148.0
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	15.3	19.3	16.2	9.9	39.8	28.8	49.1	60.7
yoy(%), growth rate	5%	57%	47%	흑전	32%	14%	1%	115%	20%	-28%	70%	24%

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	379.6	468.7	525.7	565.6	622.2
증가율 (Y-Y,%)	32.4	23.5	12.2	7.6	10.0
영업이익	39.9	28.7	49.5	60.6	99.0
증가율 (Y-Y,%)	21.0	(28.1)	72.5	22.4	63.5
EBITDA	115.2	145.5	168.7	141.9	147.1
영업외손익	5.7	4.4	2.6	(19.8)	(15.1)
순이자수익	3.4	3.0	2.2	3.9	4.1
외화관련손익	2.6	2.8	0.9	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	45.6	33.1	52.1	40.7	83.9
당기순이익	35.8	26.4	38.7	32.6	67.1
지배기업당기순이익	35.8	26.4	38.7	32.6	67.1
증가율 (Y-Y,%)	50.3	(26.3)	46.4	(15.8)	106.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	-	44.8	22.4	14.2	9.9
영업이익증가율(3Yr)	-	19.9	14.5	14.9	51.1
EBITDA증가율(3Yr)	-	55.4	31.4	7.2	0.3
순이익증가율(3Yr)	-	48.1	17.5	(3.1)	36.4
영업이익률(%)	10.5	6.1	9.4	10.7	15.9
EBITDA마진(%)	30.3	31.1	32.1	25.1	23.6
순이익률 (%)	9.4	5.6	7.4	5.8	10.8
NOPLAT	31.3	22.9	36.7	48.4	79.1
(+) Dep	75.3	116.8	119.2	81.3	48.0
(-) 운전자본투자	(36.7)	5.9	40.2	0.0	5.0
(-) Capex	0.2	0.6	7.4	0.8	0.9
OpFCF	143.1	133.2	108.3	129.0	121.3

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	322.2	435.0	555.4
현금성자산	159.1	115.5	109.7	216.3	318.8
매출채권	69.0	83.7	148.1	151.8	167.0
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	265.2	337.1	344.5	269.5	228.1
투자자산	65.7	102.7	137.6	143.2	149.0
유형자산	1.0	1.2	8.1	8.9	9.8
무형자산	198.5	233.1	198.7	117.4	69.3
자산총계	512.4	581.6	666.7	704.5	783.6
유동부채	108.2	145.1	189.0	195.2	208.1
매입채무	55.3	64.4	82.9	84.9	93.4
유동성이자부채	0.0	2.0	2.6	2.6	2.6
비유동부채	2.9	8.2	9.9	9.0	8.1
비유동이자부채	2.1	7.9	7.5	6.5	5.5
부채총계	111.1	153.3	198.9	204.2	216.2
자본금	14.0	14.0	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	320.1	321.7	322.9	322.9	322.9
이익잉여금	67.6	93.5	132.2	164.8	231.9
자본조정	(0.5)	(1.1)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	467.8	500.3	567.4
투자자본	244.0	315.5	349.0	273.2	235.9
순차입금	(156.9)	(105.5)	(99.6)	(207.2)	(310.7)
ROA	7.4	4.8	6.2	4.7	9.0
ROE	9.3	6.4	8.6	6.7	12.6
ROIC	14.6	8.2	11.1	15.6	31.1

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	1,278	942	1,376	1,158	2,385
BPS	14,305	15,242	16,630	17,788	20,173
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	72.3	85.9	72.7	86.5	42.0
PBR	6.5	5.3	6.0	5.6	5.0
EV/ EBITDA	21.1	14.9	17.2	19.7	18.3
배당수익률	-	-	-	-	-
PCR	21.6	15.1	16.5	24.7	24.4
PSR	6.8	4.8	5.4	5.0	4.5
재무건전성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	42.5	40.8	38.1
Net debt/Equity	-	-	-	-	-
Net debt/EBITDA	-	-	-	-	-
유동비율	228.4	168.4	170.5	222.8	266.9
이자보상배율	-	-	-	-	-
이자비용/매출액	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	52.1	59.1	58.5	43.2	33.5
현금+투자자산(%)	47.9	40.9	41.5	56.8	66.5
자본구조					
차입금(%)	0.5	2.3	2.1	1.8	1.4
자기자본(%)	99.5	97.7	97.9	98.2	98.6

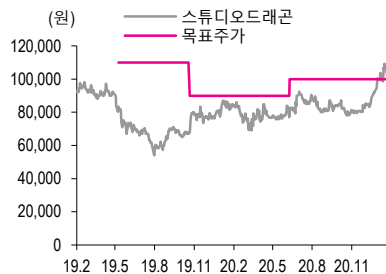
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	(29.1)	(12.2)	(8.0)	114.0	110.2
당기순이익	35.8	26.4	38.7	32.6	67.1
자산상각비	75.3	116.8	119.2	81.3	48.0
운전자본증감	(139.4)	(142.9)	(107.7)	(0.0)	(5.0)
매출채권감소(증가)	(27.7)	(22.1)	(43.3)	(3.7)	(15.2)
재고자산감소(증가)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
매입채무증감(감소)	13.6	(1.2)	15.7	2.0	8.5
투자현금	140.6	(81.0)	25.4	(7.2)	(7.5)
단기투자자산감소	(4.7)	(18.8)	25.6	(0.8)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.2)	(0.8)	(0.8)
설비투자	(0.2)	(0.6)	(7.4)	(0.8)	(0.9)
유무형자산감소	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	(9.7)	(0.0)	(0.1)	(1.1)	(1.0)
차입금증가	(10.0)	0.0	(1.2)	(1.1)	(1.0)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	101.7	(93.2)	29.6	105.7	101.6
총현금흐름(Gross CF)	120.0	150.0	170.3	114.0	115.2
(-) 운전자본증감(감소)	(36.7)	5.9	40.2	0.0	5.0
(-) 설비투자	0.2	0.6	7.4	0.8	0.9
(+) 자산매각	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	156.4	143.3	122.7	113.2	109.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.2	0.8	0.8
잉여현금	156.4	143.3	122.5	112.4	108.5

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2019-05-15	Buy	110,000	(38.7)	(24.3)
2019-10-28	담당자 변경			
2019-10-28	Buy	90,000	(12.5)	(3.3)
2020-06-16	Buy	100,000	(13.5)	9.2
2021-02-05	Hold	100,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중 확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중 축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2020년 12월 31일 기준)

Buy (93.8%)	Hold (6.2%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02)6742-3649