

스튜디오드래곤 (253450)

아쉬운 실적, 외면할 수 없는 잠재력

아쉬운 실적이나 조정 시 매수 유효

〈스위트홈〉의 글로벌 흥행에 따른 높은 모멘텀에도 불구하고 3년 연속 4분기 실적 쇼크는 상당히 아쉽다. 다만, 1) 미국에서 다수의 글로벌 프로젝트를 준비 중이고 2) 아이치이 오리지널 3편 제작 계획 등 한한령 완화에 따른 가파른 이익 개선 가능성이 높은 1등 제작사임을 감안할 때 조정 시 매수가 유효하다.

4Q Review: OPM 3.3%(+7.5%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,377억원(+41% YoY)/46억원(흑전)으로 컨센서스(112억원)를 하회했다. 〈경이로운 소문〉, 〈철인왕후〉 등이 시청률 10%를 상회하는 흥행에 성공했고, 넷플릭스 오리지널인 〈스위트홈〉이 미국 및 글로벌에서 일간 3위를 기록하는 흥행에 힘입어 매출은 크게 증가했다. 다만, 비용 측면에서 1) 〈스위트홈〉의 완성도를 높이기 위해 VFX 비용 증가로 예상했던 프로젝트 마진에 못 미쳤으며(10% 초반으로 추정), 2) 전년 대비 높은 성과에 따른 1회성 인센티브(약 30억원)가 반영되었다. 영업외적으로는 1) 외환 관련 손실(평가손 포함) 76억원, 2) 자회사 문화창고의 영업권 손상 차손 38억원 등이 반영되었다. 〈미스터션샤인〉과 같이 VFX 등 후반 작업 비중이 높은 텐트폴 작품들에서 퀄리티 컨트롤을 위해 프로젝트 마진이 연이어 시장 기대치를 하회했으며, 3년 연속 4분기 실적이 각각의 이유로 부진했다는 점은 다소 아쉬운 부분이다.

그래도 또 한번 성장할 미워할 수 없는 1등 제작사

티빙의 공격적인 투자로 인해 올해 제작편수는 전년 대비 3편 증가한 30편으로 예상된다. TVN/OCN 등의 캡티브 뿐만 아니라 넷플릭스/티빙/아이치이 오리지널로 각각 3편 제작이 계획되어 있다. 티빙과 아이치이 오리지널의 대표작 품들은 각각 〈유미의 세포들〉과 〈간 떨어지는 동거〉 등 웹툰 IP 기반의 높은 흥행 가능성이 예상된다. 글로벌 역시 스카이드와 자체 개발 2편(호텔 델루나 리메이크 등), 공동 개발 8편 등 10편을 계획하고 있다.

기업분석(Report)

BUY

TP(12M): 120,000원 | CP(2월04일): 100,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	964.58
52주 최고/최저(원)	109,200/69,100
시가총액(십억원)	3,003.4
시가총액비중(%)	0.78
발행주식수(천주)	30,004.3
60일 평균 거래량(천주)	334,467.0
60일 평균 거래대금(십억원)	31.3
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.42
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	55.94
네이버	6.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 13.2 17.8
상대	7.4 (1.9) (19.3)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	509.5	576.6
영업이익(십억원)	55.5	72.3
순이익(십억원)	41.4	57.2
EPS(원)	1,459	1,908
BPS(원)	16,253	18,092

Stock Price



Financial Data

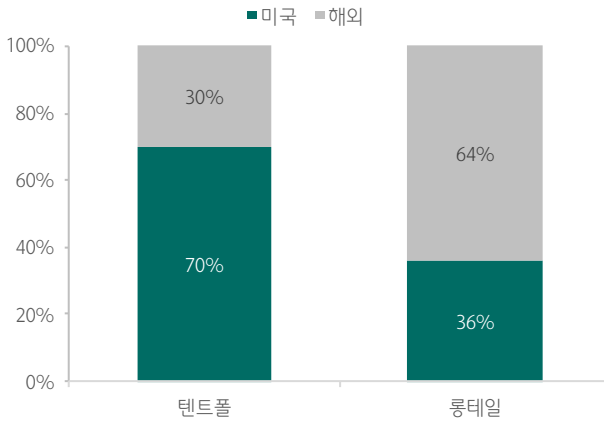
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	379.6	468.7	525.7	572.4	657.1
영업이익	십억원	39.9	28.7	49.1	57.1	80.4
세전이익	십억원	45.6	33.1	41.5	60.4	83.8
순이익	십억원	35.8	26.4	29.6	46.5	64.5
EPS	원	1,278	941	1,043	1,551	2,150
증감율	%	21.71	(26.37)	10.84	48.71	38.62
PER	배	72.30	85.97	88.78	64.54	46.56
PBR	배	6.46	5.31	6.07	5.95	5.28
EV/EBITDA	배	21.14	14.89	22.22	26.72	24.03
ROE	%	9.31	6.37	6.68	9.67	12.02
BPS	원	14,305	15,242	15,259	16,810	18,960
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

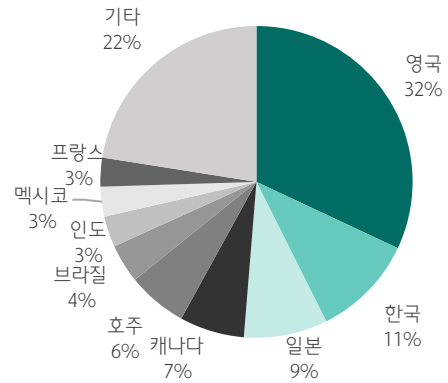
그림 1. 미국의 2019년 텐트폴/롱테일 작품의 지역 분포



자료: Parrot, 하나금융투자

주: 텐트폴은 수요의 80%를 차지하는 상위 20%의 (블록버스터)작품, 롱테일은 나머지

그림 2. 미국 내 해외 롱테일 콘텐츠에 대한 국가별 수요 비중



자료: Parrot, 하나금융투자

표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20P	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P
매출액	469	526	572	657	112	128	131	97	120	161	106	138
편성	209	197	193	233	44	58	61	46	45	65	46	41
판매	219	280	331	373	56	60	60	43	67	76	51	86
기타	41	49	48	51	12	10	10	9	8	20	10	11
매출총이익	48	75	86	113	15	15	15	2	17	22	21	15
GPM	10%	14%	15%	17%	13%	12%	12%	2%	14%	14%	20%	11%
영업이익	29	49	57	80	11	11	11	-4	12	17	16	5
OPM	6%	9%	10%	12%	10%	8%	8%	-4%	10%	10%	15%	3%
순이익	26	33	47	65	9	7	12	-2	9	13	11	-3

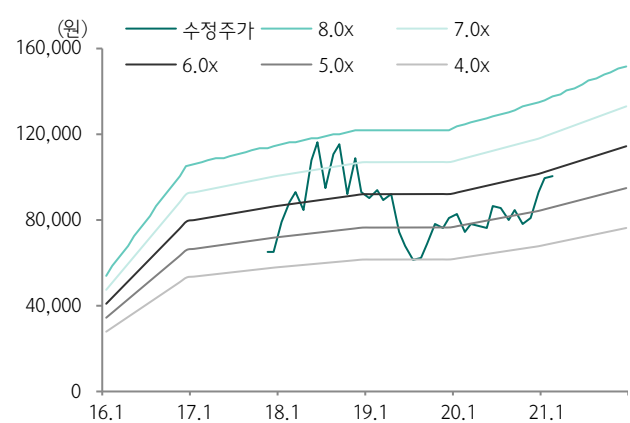
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 3. 12MF P/E 밴드차트



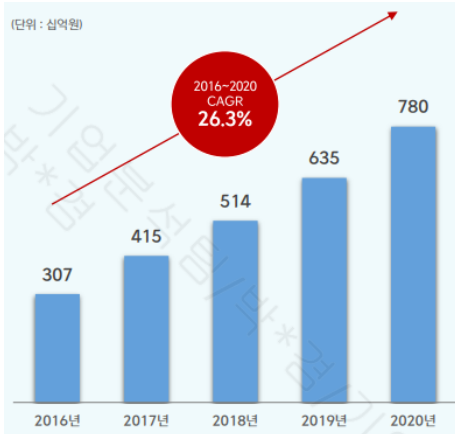
자료: 하나금융투자

그림 4. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 5. 한국 OTT 시장 사이즈



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. 2021년 국내외 OTT 진출 본격화



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

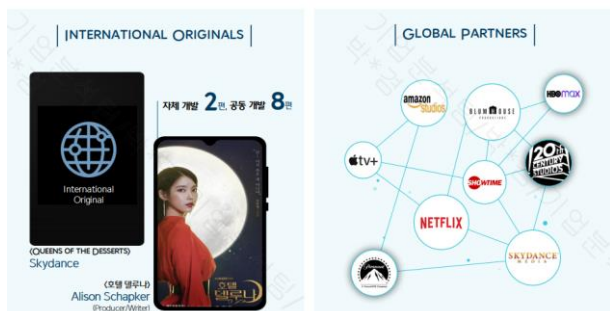
그림 7. 2021년 글로벌 및 디지털 확장 본격화



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 미국 드라마 제작 참여 및 공동제작 확대

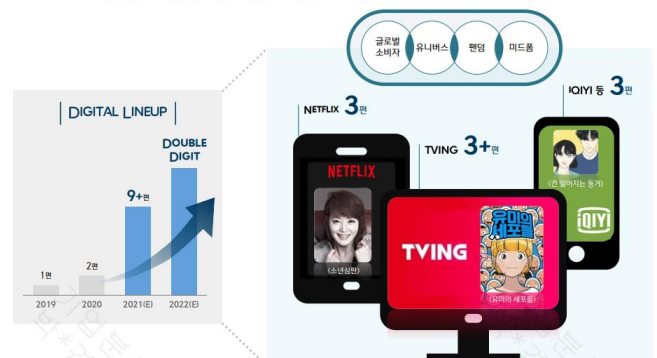
International IP 확보 및 Blockbuster 스케일 Level Up → 글로벌 프리미엄 스튜디오 도약



자료: 언론, 하나금융투자

그림 9. OTT형 작품 라인업

국내의 디지털 플랫폼 확대로 장르 및 포맷 다양화 → Digital Shift 가속



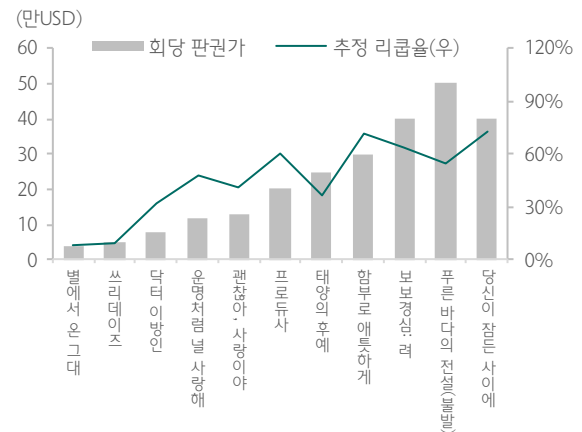
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 10. 아이치이 오리지널 <간 떨어지는 동거>



자료: 언론, 하나금융투자

그림 11. 과거 중국향 드라마 판권 가격 추이



자료: 언론 종합, 하나금융투자

표 2. 아이치이 글로벌 방영 한국 드라마

연도	드라마명	국내 채널	동시방영
2020	저녁 같이 드실래요?	MBC	글로벌
	편의점 샅별이	SBS	글로벌(중국, 일본 제외)
	나를 사랑한 스파이	MBC	글로벌
2021	허쉬	JTBC	글로벌
	암행어사: 조선비밀수사단	KBS2	글로벌
	선배, 그 립스틱 바르지 마요	JTBC	글로벌
	간 떨어지는 동거	tvN	오리지널
	지리산	tvN	글로벌(한국, 중국 제외)

자료: 언론 종합, 하나금융투자
주: 동시 혹은 1~2일 이내 방영작

표 3. 스튜디오드래곤 2021년 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16
		1Q	루카	김래원, 이다희	12
		2Q	나빌레라	송강, 박인환	12
		2Q	어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	박보영, 서인국	16
	수목	1Q	여신강림	차은우, 문가영	16
		2Q	간 떨어지는 동거	장기용, 혜리	16
	토일	1Q	철인왕후	신혜선, 김정현	20
		1Q	빈센조	송중기, 전여빈	20
OCN	토일	2Q	마인	이보영	16
		1Q	타임즈	이서진, 이주영	12
	넷플릭스	2Q	보이스4	송승헌, 이하나	12
기타	넷플릭스	1Q	좋아하면 울리는2	송강, 김소현	6

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	525.7	572.4	657.1
매출원가	324.0	420.8	450.9	486.5	544.5
매출총이익	55.6	47.9	74.8	85.9	112.6
판매비	15.7	19.2	25.7	28.7	32.2
영업이익	39.9	28.7	49.1	57.1	80.4
금융손익	6.1	4.3	(3.8)	3.4	3.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.1	(3.8)	0.0	0.0
세전이익	45.6	33.1	41.5	60.4	83.8
법인세	9.8	6.6	11.9	13.9	19.3
계속사업이익	35.8	26.4	29.6	46.5	64.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	29.6	46.5	64.5
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.8	26.4	29.6	46.5	64.5
지배주주지분포괄이익	34.7	25.7	29.6	46.5	64.5
NOPAT	31.3	22.9	35.0	44.0	61.9
EBITDA	115.2	145.5	115.9	95.3	102.3
성장성(%)					
매출액증가율	32.36	23.47	12.16	8.88	14.80
NOPAT증가율	20.38	(26.84)	52.84	25.71	40.68
EBITDA증가율	55.05	26.30	(20.34)	(17.77)	7.35
영업이익증가율	20.91	(28.07)	71.08	16.29	40.81
(지배주주)순이익증가율	50.42	(26.26)	12.12	57.09	38.71
EPS증가율	21.71	(26.37)	10.84	48.71	38.62
수익성(%)					
매출총이익률	14.65	10.22	14.23	15.01	17.14
EBITDA이익률	30.35	31.04	22.05	16.65	15.57
영업이익률	10.51	6.12	9.34	9.98	12.24
계속사업이익률	9.43	5.63	5.63	8.12	9.82

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,043	1,551	2,150
BPS	14,305	15,242	15,259	16,810	18,960
CFPS	4,280	5,346	3,700	3,102	3,265
EBITDAPS	4,108	5,185	4,086	3,177	3,411
SPS	13,539	16,698	18,532	19,076	21,901
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.30	85.97	88.78	64.54	46.56
PBR	6.46	5.31	6.07	5.95	5.28
PCR	21.59	15.13	25.03	32.27	30.66
EV/EBITDA	21.14	14.89	22.22	26.72	24.03
PSR	6.82	4.84	5.00	5.25	4.57
재무비율(%)					
ROE	9.31	6.37	6.68	9.67	12.02
ROA	7.37	4.83	4.89	7.07	8.79
ROIC	19.20	10.83	18.01	32.92	66.77
부채비율	27.68	35.80	37.25	36.60	36.94
순부채비율	(39.21)	(24.86)	(44.44)	(57.25)	(66.11)
이자보상배율(배)	342.96	58.13	59.76	67.97	93.24

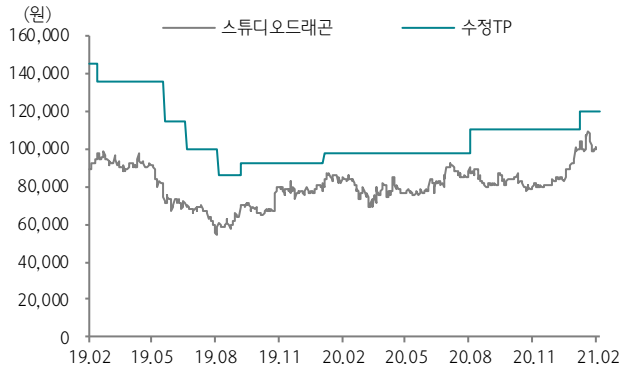
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	247.2	244.5	357.3	455.6	566.5
금융자산	159.5	116.4	213.6	299.1	386.8
현금성자산	153.0	59.8	152.1	233.5	313.8
매출채권	68.8	83.6	93.8	102.1	117.2
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.3	44.5	49.9	54.4	62.5
비유동자산	265.2	337.1	271.0	233.4	212.6
투자자산	3.7	13.4	14.2	14.8	15.9
금융자산	3.7	13.4	14.2	14.8	15.9
유형자산	1.0	1.2	0.5	0.2	0.1
무형자산	198.5	233.1	167.1	129.1	107.3
기타비유동자산	62.0	89.4	89.2	89.3	89.3
자산총계	512.4	581.6	628.4	689.0	779.1
유동부채	108.2	145.1	162.3	176.4	201.9
금융부채	0.0	2.0	2.2	2.4	2.8
매입채무	19.6	18.4	20.7	22.5	25.8
기타유동부채	88.6	124.7	139.4	151.5	173.3
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.2
금융부채	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	111.1	153.3	170.5	184.6	210.2
지배주주지분	401.3	428.3	457.8	504.4	568.9
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
자본조정	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	123.1	169.7	234.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	457.8	504.4	568.9
순금융부채	(157.3)	(106.4)	(203.4)	(288.7)	(376.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(29.1)	(12.2)	102.4	86.8	92.5
당기순이익	35.8	26.4	29.6	46.5	64.5
조정	7	10	6	3	1
감가상각비	75.3	116.8	66.8	38.2	21.9
외환거래손익	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(67.8)	(107.4)	(60.8)	(35.2)	(20.9)
영업활동 자산부채 변동	(139.4)	(142.9)	9.3	7.6	13.8
투자활동 현금흐름	140.6	(81.0)	(1.6)	1.7	0.1
투자자산감소(증가)	0.1	(9.7)	(0.7)	(0.6)	(1.1)
자본증가(감소)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	140.7	(70.8)	(0.9)	2.3	1.2
재무활동 현금흐름	(9.7)	(0.0)	(0.6)	(0.6)	(0.5)
금융부채증가(감소)	(7.9)	7.8	0.2	0.2	0.4
자본증가(감소)	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.3)	(9.5)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	101.7	(93.2)	92.3	81.4	80.3
Unlevered CFO	120.0	150.0	105.0	93.1	98.0
Free Cash Flow	(29.3)	(12.8)	102.4	86.8	92.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.11	BUY	120,000		
20.8.7	BUY	110,000	-23.91%	-8.73%
20.1.8	BUY	98,000	-17.22%	-5.61%
19.9.10	BUY	92,000	-19.44%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-28.57%	-19.65%
19.6.24	BUY	100,000	-34.71%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.59%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-33.17%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.95%	-21.31%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 04일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 2월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 중립자료로 사용될 수 없습니다.