2021년 2월 5일

기업분석 | 엔터/미디어

스튜디오드래곤 (253450)

K-Contents 대장주

Analyst
안진아
02 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	135,000 원
현재주가	100,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ(2/4)		964.58 pt
시가총액		30,034 억원
발행주식수		30,004 천주
52주 최고가 /최저가		109,200 / 69,100 원
90일 일평균거래대금		302.5 억원
외국인 지분율		12.4%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		16,295 원
KOSDAQ대비 상대수익	1 개월	7.3%
	6 개월	-2.2%
	12 개월	8.5%
주주구성	CJ ENM (외 4 인)	55.9%
	네이버 (외 1 인)	6.3%
	김영규 (외 1 인)	0.0%

Stock Price

K-Contents 대장주 – 해외판매 매출 비중 확대

동사 4분기 실적은 매출액 1,377억원(+41.3% YoY), 영업이익 46억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스 대비 매출액 상회 반면, 영업이익은 하회하는 모습이다. 전년동기대비 방영 편수 감소 불구, 넷플릭스 <스위트홈> 스케일업 및 IP Value 높인 라이브러리 판매 효율 확대로 외형성장 도모 한편, 작품 완성도 강화에 따른 비용 증가로 외형성장 대비 마진확보는 제한적인 모습이다. 부문별로 4분기 편성매출 407억원(-10.9% YoY), 판매매출 863억원(+101.6% YoY)을 기록했다. 4분기 총 비용은 1,331억원으로 전년동기대비 31.2% 증가했다. 매출원가율은 전년동기대비 8.7%p 하락한 89.1% 수준이다. 편성매출 탑라인은 4분기 하이라이트 구미호뎐(10/7), 스타트업(10/17), 경이로운 소문(11/28) 여신강림(12/9) 등 다양한 장르 라인업을 갖추고 제작비 프로세스를 강화하는 등 비용 절감을 지속했으나, 방영편수 감소세 지속에 역성장을 면치 못하였다. 반면, 판매매출은 <스위트홈> 공급, 라이브러리 해외 판매 증가 및 ASP 인상, 국내 VOD 정상화에 전년대비 큰 폭으로 개선, 전체 실적을 견인하는 모습이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 135,000원 상향 조정

동사에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가 135,000원으로 상향 조정한다. 목표주가와 동사 기업가치는 2021년, 2022년 지배주주순이익에 각각 75%, 25% 가중치를 부여, 적정 P/E 90배를 적용해 산출했다. 목표주가는 동종기업 대비 높은 동사의 성장률을 감안해 프리미엄을 부여했으며, 근거는 K-드라마 콘텐츠 산업을 선도하는 기업으로서 1)완성도 높은 콘텐츠 제작능력이 전세계적으로 입증된 가운데, 2)다수의 우수 IP 보유한 점, 3)2021년 글로벌 OTT 진출 본격화에 따른 제작편수 및 이연편수 증가에 따른 외형성장 및 이익의 동반 개선이 예상되는 점이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	380	469	526	620	713
영업이익	40	29	49	55	67
세전계속사업손익	46	33	41	56	68
순이익	36	26	30	43	52
EPS (원)	1,278	942	1,053	1,519	1,858
증감률 (%)	50.3	-26.3	11.9	44.2	22.3
PER (x)	72.3	85.9	95.1	65.9	53.9
PBR (x)	6.5	5.3	6.1	5.6	5.1
EV/EBITDA (x)	21.1	14.9	16.3	21.8	24.5
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.3	8.8	9.4
EBITDA 마진 (%)	30.3	31.1	33.3	20.3	15.3
ROE (%)	9.3	6.4	6.7	8.9	9.9
부채비율 (%)	27.7	35.8	37.8	38.9	40.3

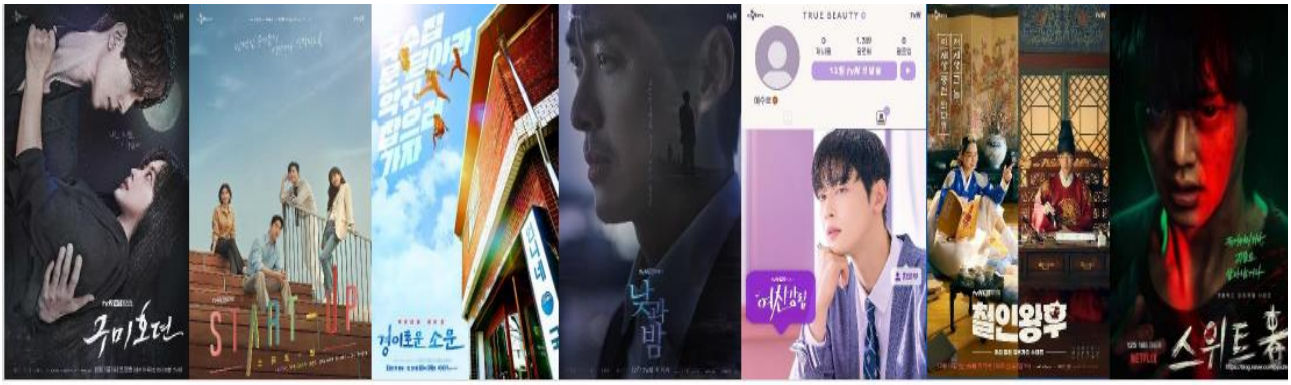
주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

2020년 4분기 실적 & 2021년 전망

동사 4분기 실적은 매출액 1,377억원(+41.3% YoY), 영업이익 46억원(흑전 YoY)을 기록하며 컨센서스 대비 매출액 상회 반면, 영업이익은 하회하는 모습이다. 전년동기대비 방영 편수 감소 불구, 넷플릭스 <스위트홈> 스케일업 및 IP Value 높인 라이브러리 판매 효율 확대로 외형성장 도모 한편, 작품 완성도 강화에 따른 비용 증가로 외형성장 대비 마진확보는 제한적인 모습이다. 부문별로 4분기 편성매출 407억원(-10.9% YoY), 판매매출 863억원(+101.6% YoY)을 기록했다. 4분기 총 비용은 1,331억원으로 전년동기대비 31.2% 증가했다. 매출원가율은 전년동기대비 8.7%p 하락한 89.1% 수준이다. 편성매출 탑라인은 4분기 하이라이트 구미호뎐(10/7), 스타트업(10/17), 경이로운 소문(11/28) 여신강림(12/9) 등 다양한 장르 라인업을 갖추고 제작비 프로세스를 강화하는 등 비용 절감을 지속했으나, 방영편수 감소세 지속에 역성장을 면치 못하였다. 반면, 판매매출은 <스위트홈> 공급, 라이브러리 해외 판매 증가 및 ASP 인상, 국내 VOD 정상화에 전년대비 큰 폭으로 개선, 전체 실적을 견인하는 모습이다.

그림1 스튜디오드래곤 4분기 하이라이트



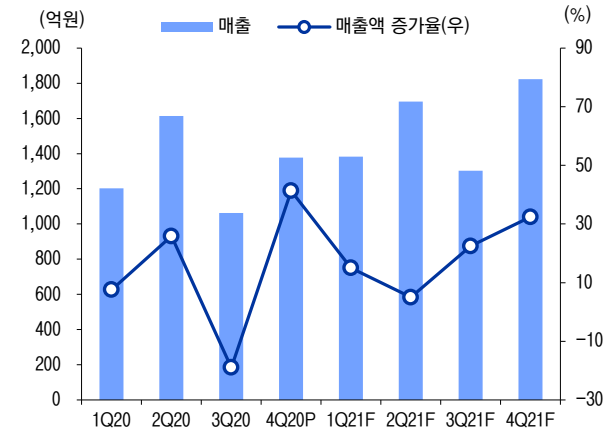
〈구미호뎐〉 〈스타트업〉 〈경이로운 소문〉 〈낮과 밤〉 〈여신강림〉 〈철인왕후〉 〈스위트홈〉

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 2021 전략 및 라인업

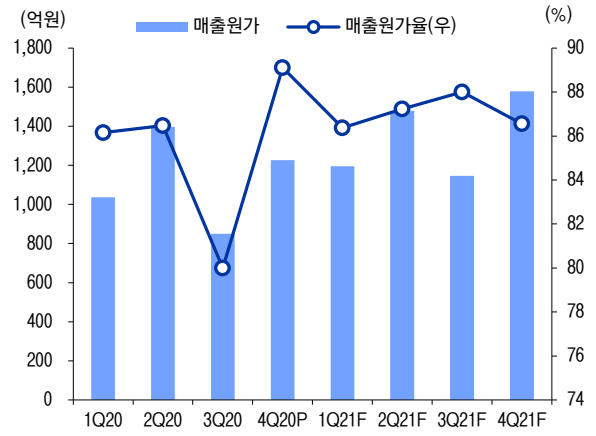
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 및 증가율 추이



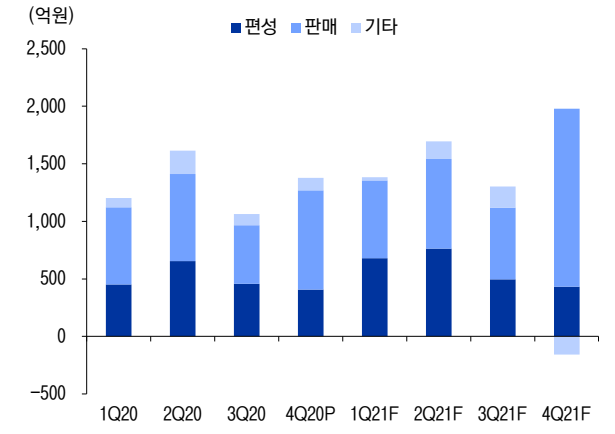
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 매출원가



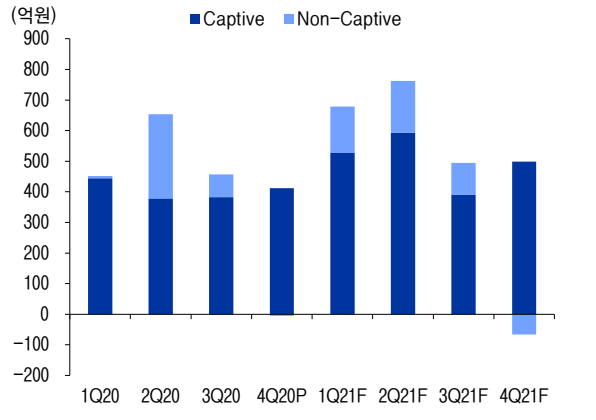
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 부문별 매출액 추이



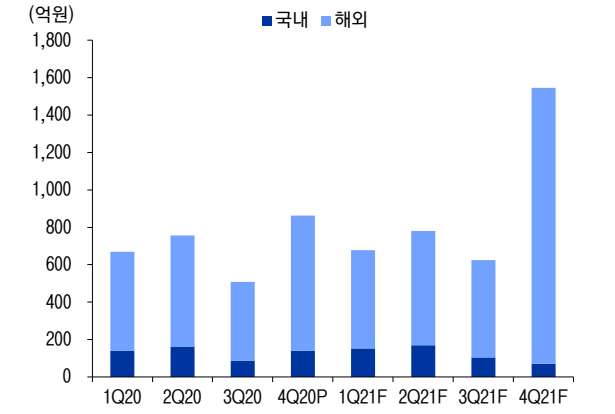
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 스튜디오드래곤 편성 매출



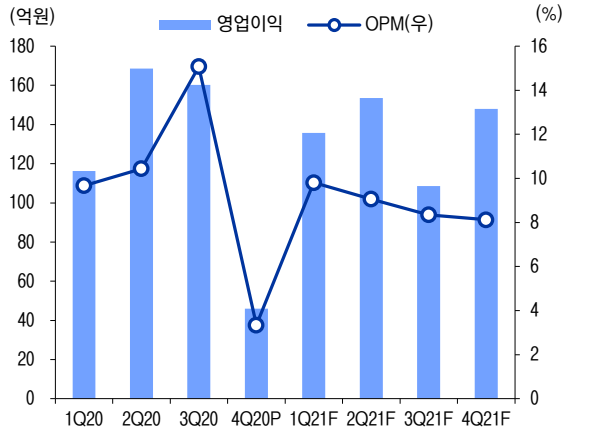
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 스튜디오드래곤 판매 매출



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 스튜디오드래곤 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 – 매출액 6,203억원(+18% YoY), 영업이익 546억원(+11.2% YoY)

2021년은 하반기 글로벌 OTT 업체 진출이 가속화되며, 본격적인 OTT 시장의 고성장이 예상된다. 동사는 국내 최대 미디어 콘텐츠 제작사로 1)국내외 디지털 플랫폼 확대와 2)다양한 플랫폼 형태에 맞는 콘텐츠(숏폼, 미드폼 등)제작, 3)오리지널 IP확보와 제작 스케일업을 통해 국내를 넘어 글로벌 프리미엄 스튜디어로서 도약을 준비하고 있다. 동사의 다수 IP 축적, Netflix Top 10(Worldwide)흥행 콘텐츠들을 통해 콘텐츠 제작 능력은 이미 검증되었다. 2020년은 코로나로 인해 제작 편수가 전년대비 감소하였으나, 2021년 이연된 제작 편수 증가와 함께 아이치이, 넷플릭스를 포함한 글로벌 OTT향 판매가 본격적으로 나타날 것으로 예상한다. 2021년 디지털 라인업은 TVING 3편 이상, 아이치이 3편 등 최소 9편 이상 목표로 양적 확대와 IP 밸류를 동시에 도모할 것으로 보인다.

이에 더해 글로벌 프로젝트 공동 기획을 통한 블록버스터급 편수(10편 이상) 확대와 자체 기획 역량 기반 IP 확보를 통해 해외 판매 비중 확대와 단가 인상이 동시에 이루어질 것으로 예상된다. 신규 콘텐츠 제작 편성 확대 가운데 구작 라이브러리 축적된 IP로부터 추가 상각비용 없이 수익 발생이 가능한 구조다. 동사의 2021년 연간 매출액 6,203억원(+18.0% YoY), 영업이익 546억원(+11.2 YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 부문별로 편성매출 2,370억원(+20.3% YoY), 판매매출 3,629억원(+29.7% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 판매매출 가운데 해외매출은 3,133억원(+38.3% YoY)으로 전체 판매 가운데 50.5%를 차지할 것으로 예상한다.

표1 스튜디오드래곤 부문별 실적추정

(단위: 억원,%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q20E	2019	2020P	2021E
매출	**1,203**	**1,614**	**1,063**	**1,377**	**1,383**	**1,695**	**1,302**	**1,823**	**4,687**	**5,257**	**6,203**
YoY (%)	*7.6*	*25.9*	*-19.0*	*41.3*	*15.0*	*5.0*	*22.5*	*32.4*	*23.5*	*12.2*	*18.0*
QoQ (%)	*23.5*	*34.2*	*-34.2*	*29.6*	*0.5*	*22.5*	*-23.2*	*40.0*			
편성	452	654	457	407	679	763	495	433	2,087	1,970	2,370
판매	669	757	509	863	678	780	625	1,546	2,193	2,798	3,629
기타	115	98	104	89	82	203	97	107	406	489	205
매출원가	**1,036**	**1,396**	**850**	**1,227**	**1,195**	**1,479**	**1,146**	**1,578**	**4,208**	**4,510**	**5,397**
매출원가율 (%)	*86.2*	*86.5*	*80.0*	*89.1*	*86.4*	*87.2*	*88.0*	*86.6*	*89.8*	*85.8*	*87.0*
영업이익	**116**	**169**	**160**	**46**	**136**	**154**	**109**	**148**	**287**	**491**	**546**
OPM(%)	**9.7**	**10.4**	**15.1**	**3.3**	**9.8**	**9.1**	**8.3**	**8.1**	**6.1**	**9.3**	**6.9**
YoY (%)	*5.5*	*56.3*	*46.8*	*흑전*	*16.6*	*-8.9*	*-32.2*	*221.8*	*-28.1*	*71.1*	*11.2*
QoQ (%)	*흑전*	*44.9*	*-5.0*	*-71.3*	*194.9*	*13.2*	*-29.2*	*36.3*			
당기순이익	**85**	**134**	**106**	**-29**	**106**	**119**	**70**	**132**	**264**	**296**	**427**
NPM(%)	**7.1**	**8.3**	**10.0**	**-2.1**	**7.7**	**7.0**	**5.4**	**7.2**	**5.6**	**5.6**	**6.9**

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

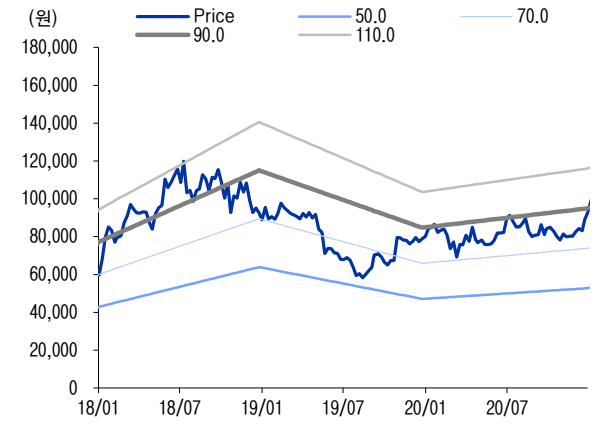
동사에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가 135,000원으로 상향 조정한다. 목표주가와 동사 기업가치는 2021년, 2022년 지배주주순이익에 각각 75%, 25% 가중치를 부여, 적정 P/E 90배를 적용해 산출했다. 목표주가는 동종기업 대비 높은 동사의 성장률을 감안해 프리미엄을 부여했으며, 근거는 K-드라마 콘텐츠 산업을 선도하는 기업으로서 1)완성도 높은 콘텐츠 제작능력이 전세계적으로 입증된 가운데, 2)다수의 우수 IP 보유한 점, 3)2021년 글로벌 OTT 진출 본격화에 따른 제작편수 및 이연편수 증가에 따른 외형성장 및 이익의 동반 개선이 예상되는 점이다.

표2 스튜디오드래곤 Valuation

(단위: 원, 억원, 배, 천주)	2021E	2022F	2023F
매출	**6,203**	**7,134**	**8,061**
편성	2,370	3,155	3,744
Captive	2,010	2,658	3,309
Non-Captive	360	496	434
판매	3,629	3,424	3,595
국내	496	713	693
해외	3,133	2,711	2,902
기타	205	555	723
영업이익	**546**	**671**	**726**
세전이익	**554**	**679**	**734**
지배주주귀속 순이익	**427**	**522**	**565**
적정시가총액	38,386	46,956	50,862
주식수(천주)	30,004	30,004	30,004
적정주가(원)	**127,935**	**156,499**	**169,519**
적정PER(배)	90	90	90
EPS(원)	1,421	1,739	1,884

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 스튜디오드래곤 PER 밴드



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 스튜디오드래곤 PBR 밴드

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 라인업

연도	채널	편성	타이틀	방송일	편수	극본
2020	Captive	tvN	사랑의 불시착	19.12.14~20.02.16	16부	박지은
2020			블랙독	19.12.16~20.2.4	16부	박주연
2020			머니게임	1.15~3.5	16부	이영미
2020			방법	2.10~3.17	12부	연상호
2020			하이바이, 마마!	2.22~4.19	16부	권혜주
2020			메모리스트	3.11~4.30	16부	안도하, 황하나
2020			반의 반	3.23~4.28	12부	이숙연
2020			화양연화	4.25~6.14	16부	전희영
2020			외출	5.4~5.5	2부	류보리
2020			오 마이 베이비	5.13~7.2	16부	노선재
2020			(아는 건 별로 없지만) 가족입니다	6.1~7.21	16부	김은정
2020			사이코지만 괜찮아	6.20~8.9	16부	조용
2020			악의 꽃	7.29~9.23	16부	유정희
2020			비밀의 숲 2	8.15~10.4	16부	이수연
2020			청춘기록	9.7~10.27	16부	하명희
2020			구미호뎐	10.7~12.3	16부	한우리
2020			스타트업	10.17~12.6	16부	박혜련
2020			낮과 밤	11/30~ 21.1.19	16부	신유담
2020		OCN	본 대로 말하라	2.1~3.22	16부	고영재, 한기현
2020			루갈	3.28~5.17	16부	도현
2020			트레인	7.11~8.16	12부	박가연
2020			미씽: 그들이 있었다	8.29~10.11	12부	반기리, 정소영
2020			경이로운 소문	11/28~ 21.1.24	16부	여지나, 김새봄
2020	OTT	Netflix	나 홀로 그대	2.7	12부	류용재
2020			스위트 홈	12.18	10부	홍소리
2020	Non-Captive		더 킹: 영원의 군주 (SBS)	4.17~6.12	16부	김은숙
2020			한 번 다녀왔습니다 (KBS)	3.28~9.13	50부	양희승
2021	Captive	tvN	여신강림 (on air)	12/9~ on air	16부	이시은
			철인왕후 (on air)	12/12~ on air	20부	박계옥, 최아일
			루카: 더 비기닝 (on air)	2/1~ on air	12부	천성일

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	247	244	316	446	561
현금 및 현금성자산	153	60	146	242	313
매출채권 및 기타채권	69	84	94	124	165
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	25	101	77	80	83
비유동자산	265	337	314	249	214
관계기업투자등	0	7	20	20	21
유형자산	1	1	2	0	0
무형자산	199	233	170	100	59
자산총계	**512**	**582**	**631**	**695**	**775**
유동부채	108	145	165	187	215
매입채무 및 기타재무	55	64	54	71	95
단기금융부채	0	2	4	4	4
기타유동부채	53	79	107	112	116
비유동부채	3	8	8	8	8
장기금융부채	2	8	7	7	7
기타비유동부채	1	0	0	0	0
부채총계	**111**	**153**	**173**	**195**	**223**
지배주주지분	401	428	458	501	553
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	123	166	218
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**401**	**428**	**458**	**501**	**553**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	**380**	**469**	**526**	**620**	**713**
매출원가	324	421	451	540	616
매출총이익	**56**	**48**	**75**	**81**	**97**
판매비 및 관리비	16	19	26	26	30
영업이익	**40**	**29**	**49**	**55**	**67**
(EBITDA)	115	146	175	126	109
금융손익	6	6	6	4	4
이자비용	0	0	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-14	-3	-4
세전계속사업이익	**46**	**33**	**41**	**56**	**68**
계속사업법인세비용	10	7	12	13	16
계속사업이익	36	26	30	43	52
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**36**	**26**	**30**	**43**	**52**
지배주주	36	26	30	43	52
총포괄이익	**35**	**26**	**30**	**43**	**52**
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	14.2	13.0	13.6
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.3	8.8	9.4
EBITDA마진률 (%)	30.3	31.1	33.3	20.3	15.3
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	5.6	6.9	7.3
ROA (%)	7.4	4.8	4.9	6.4	7.1
ROE (%)	9.3	6.4	6.7	8.9	9.9
ROIC (%)	14.6	8.2	11.8	16.7	24.1

현금흐름표

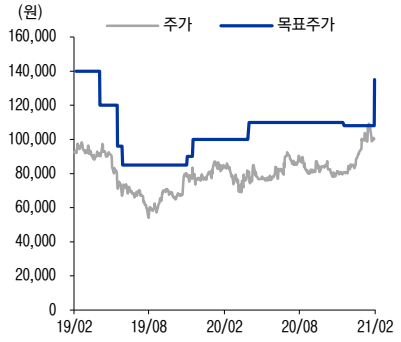
(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-25**	**-12**	**76**	**104**	**79**
당기순이익(손실)	36	26	30	43	52
비현금수익비용가감	84	124	133	72	42
유형자산감가상각비	0	2	4	2	1
무형자산상각비	75	115	121	70	41
기타현금수익비용	-1	1	7	0	0
영업활동 자산부채변동	-135	-143	-79	-11	-15
매출채권 감소(증가)	-27	-22	-15	-30	-41
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	26	9	-11	17	23
기타자산, 부채변동	-134	-130	-54	2	2
투자활동 현금	**136**	**-81**	**10**	**-8**	**-8**
유형자산처분(취득)	0	0	-4	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	-19	21	-2	-2
기타투자활동	141	-61	-7	-5	-5
재무활동 현금	**-10**	**0**	**-1**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-10	0	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**102**	**-93**	**86**	**96**	**71**
기초현금	51	153	60	146	242
기말현금	153	60	146	242	313

주요 투자지표

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	72.3	85.9	95.1	65.9	53.9
P/B	6.5	5.3	6.1	5.6	5.1
EV/EBITDA	21.1	14.9	16.3	21.8	24.5
P/CF	21.6	15.1	17.3	24.6	29.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	32.4	23.5	12.2	18.0	15.0
영업이익	21.0	-28.1	71.1	11.2	23.0
세전이익	50.8	-27.6	25.5	33.8	22.4
당기순이익	50.3	-26.3	12.0	44.2	22.3
EPS	50.3	-26.3	11.9	44.2	22.3
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	37.8	38.9	40.3
유동비율	228.4	168.4	191.5	238.4	261.0
순차입금/자기자본(x)	-39.1	-24.6	-34.7	-51.1	-59.4
영업이익/금융비용(x)	343.0	58.1	92.2	112.1	137.8
총차입금 (십억원)	2	10	11	11	11
순차입금 (십억원)	-157	-106	-159	-256	-328
주당지표(원)					
EPS	1,278	942	1,053	1,519	1,858
BPS	14,305	15,242	16,295	17,814	19,672
CFPS	4,280	5,346	5,787	4,068	3,358
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.01.08	Buy	140,000	-29.8		-34.0
2019.04.10	Buy	120,000	-18.9		-26.2
2019.05.23	Buy	96,000	-21.7		-24.5
2019.06.04	Buy	85,000	-5.8		-21.1
2019.11.08	Buy	90,000	-7.3		-12.9
2019.11.22	Buy	100,000	-13.0		-20.7
2020.04.06	Buy	110,000	-15.9		-25.4
2020.10.22		커버리지제외			
2020.11.23	신규	안진아			
2020.11.23	Buy	108,000	1.1		-14.2
2021.02.05	Buy	135,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안진아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)