

# 스튜디오드래곤 (253450)

그릇을 키우는 것이 먼저



▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

## Buy (유지)

목표주가(상향): 115,000원

현재 주가(2/8)	97,500원
상승여력	▲ 17.9%
시가총액	29,254억원
발행주식수	30,004천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 69,100원
90 일 일평균 거래대금	307.03억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
CIENM (외 4인)	55.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	19.8	11.8	16.8
상대수익률(KOSDAQ)	0.4	5.0	-0.2	-26.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020P	2021E
매출액	380	469	526	645
영업이익	40	29	49	76
EBITDA	115	146	177	254
지배주주순이익	36	26	30	63
EPS	1,278	942	1,051	2,242
순차입금	-157	-106	-75	-150
PER	72.3	85.9	76.8	43.5
PBR	6.5	5.3	4.9	5.3
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.2	10.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	9.3	6.4	6.7	12.9

### 주가 추이



성장주인만큼 눈에 띄는 외형성장(회당 해외판권매출 +55%, 신장 ASP +29%)에 주목해야합니다. 판매는 정말 잘했습니다.

### 실적 부진의 세 가지 이유

IP 대장주의 4Q20 실적은 다소 아쉬웠다. 그래도 매출과 비용 부문에서 긍정적 포인트와 부정적 포인트가 나뉘었다. 동사는 매출액 1377억 원, 영업이익 45억 원에 그쳤다. 기대치를 대폭 하회한 수치였다.

주된 원인은 ① 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠 <스위트홈>에 막바지 퀄리티 향상을 위한 추가 제작비가 집행되며 기존 20% 수익성 타겟 → 10%로 축소됐고, ② 분기 평균 대비 제작편수가 1.5편 감소(드라마 에피소드 횟수는 4Q19 99편 → 4Q20 86편)했으며 ③ 인센티브가 기존 배정 대비 30억 원이 추가 반영됐기 때문이다.

### 매출액 고성장예 주목

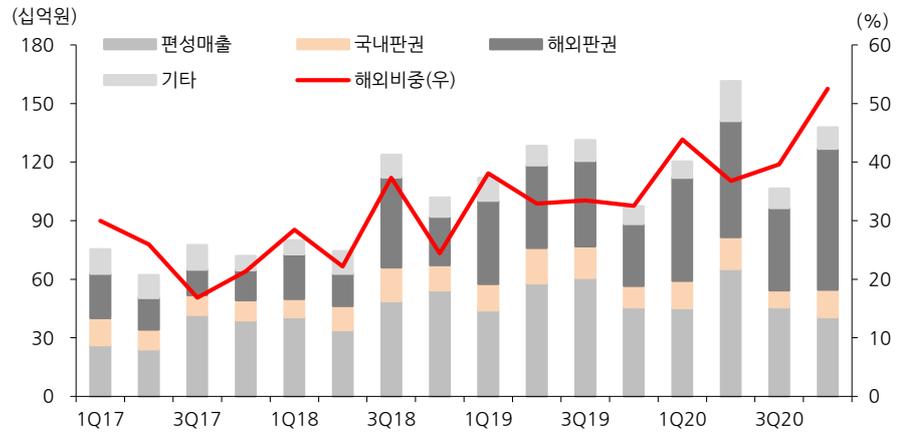
그럼에도 고무적인 점은 탐라인의 고성장(그림35,36)이다. 우려했던 TV 드라마 편성 축소에도 불구하고, 전년대비 전체 해외판권매출은 무려 +128%, 무엇보다 드라마 회당 해외판권매출액은 +55% 늘었다. 해외판권매출은 P, 드라마 에피소드 갯수는 Q로 해석할 수 있는데, 해외 판매단가 상승으로 드라마 편당 수익화가 원활하다는 의미다. 실제로 신작의 판매단가는 전년대비 +29%나 올랐다. 판매는 정말 잘했다.

<스위트홈>의 추가 제작비 집행은 다소 아쉽지만, 그만큼 성과가 매우 좋았기 때문에 다음 시즌의 협상력 제고 및 수익성 향상을 위한 발판으로 삼아야겠다. 레코드 축적만으로도 훌륭하다. 리스크였던 TV 편성 감소는 올해에도 이어지겠지만, 본격적인 디지털(=비캡티브) 확장으로 제작편수는 30편 내외(전년대비 순증)를 예상(그림38)한다.

### 그릇을 키우는 것이 먼저

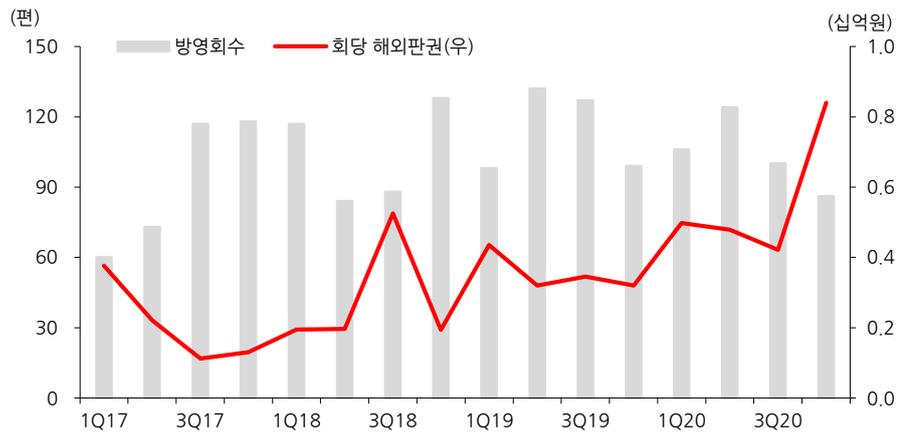
콘텐츠는 성장주다. 이번 보고서의 주제였듯, 앞으로는 더욱 그 성장의 강도가 높아지고 판로 또한 넓어질 전망이다. 물론, 호실적이었으면 더 할나위 없이 좋았겠지만, 굳이 매출과 영업이익을 구분해 평가해보면, 외형 확대는 향후 안정적인 영업이익의 기반이 될 것이다. 콘텐츠 업종 내 빼놓고 갈 수 없는 탐티어다. 목표주가는 11.5만 원(일본 동종업체 대비 25% 할증한 PER 50배 적용)으로 상향 조정한다.

[그림1] 스튜디오드래곤 분기별 매출액 추이



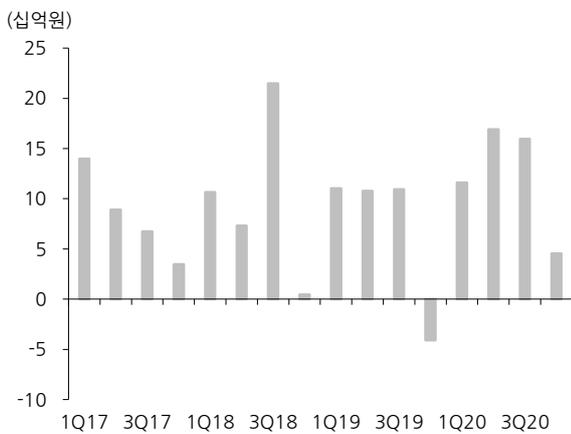
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 스튜디오드래곤 제작편수 및 회당 해외판권 추이



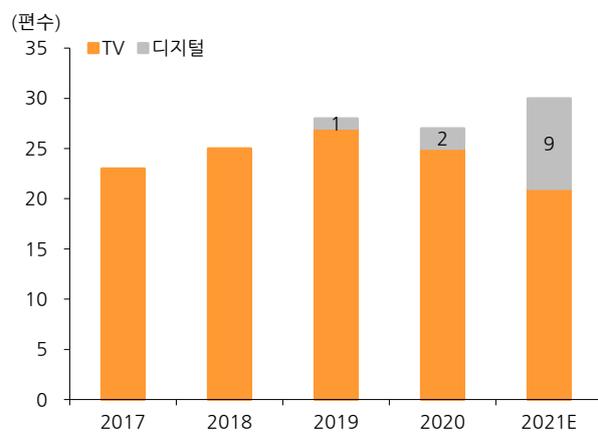
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 연간 드라마 제작편수 추이



주: 디지털은 TV를 제외한 비캠티브를 의미, 예: <스위트홈>, <간 떨어지는 동거> 등  
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
매출액	287	380	469	526	645
매출총이익	47	56	48	75	107
영업이익	33	40	29	49	76
EBITDA	74	115	146	177	254
순이자손익	-1	3	3	-3	9
외화관련손익	-1	3	3	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	33	41	83
당기순이익	24	36	26	30	63
지배주주순이익	24	36	26	30	63
<b>증가율(%)</b>					
매출액	85.7	32.4	23.5	12.2	22.6
영업이익	98.3	21.0	-28.1	70.9	55.0
EBITDA	91.4	55.1	26.4	21.8	43.1
순이익	192.9	50.3	-26.3	11.8	113.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	16.4	14.6	10.2	14.2	16.6
영업이익률	11.5	10.5	6.1	9.3	11.8
EBITDA 이익률	25.9	30.3	31.1	33.7	39.4
세전이익률	10.6	12.0	7.1	7.9	12.9
순이익률	8.3	9.4	5.6	5.6	9.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
영업현금흐름	-7	-29	-12	17	231
당기순이익	30	36	26	30	63
자산상각비	41	75	117	128	178
운전자본증감	-73	-139	-143	-140	-178
매출채권 감소(증가)	-15	-28	-22	-67	-25
재고자산 감소(증가)	-2	0	1	0	0
매입채무 증가(감소)	-3	14	-1	14	14
투자현금흐름	-141	141	-81	-12	-156
유형자산처분(취득)	0	0	0	-12	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-20	-110
투자자산 감소(증가)	0	-5	-19	26	-1
재무현금흐름	188	-10	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-18	-10	0	-1	0
자본의 증가(감소)	208	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	76	120	150	170	241
(-)운전자본증가(감소)	23	-37	6	40	10
(-)설비투자	0	0	1	12	40
(+)자산매각	0	0	0	-20	-110
Free Cash Flow	53	156	143	98	81
(-)기타투자	191	31	198	105	6
잉여현금	-138	126	-55	-8	76
NOPLAT	26	31	23	35	58
(+) Dep	41	75	117	128	178
(-)운전자본투자	23	-37	6	40	10
(-)Capex	0	0	1	12	40
OpFCF	44	143	133	111	186

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
유동자산	290	247	244	297	401
현금성자산	193	159	115	85	161
매출채권	55	69	84	148	173
재고자산	1	1	0	0	0
비유동자산	170	265	337	360	338
투자자산	41	69	103	138	143
유형자산	1	1	1	8	13
무형자산	128	199	233	215	182
<b>자산총계</b>	<b>459</b>	<b>512</b>	<b>582</b>	<b>658</b>	<b>739</b>
유동부채	91	108	145	189	207
매입채무	32	55	64	83	97
유동성이자부채	10	0	2	3	3
비유동부채	0	3	8	10	10
비유동이자부채	0	2	8	8	8
<b>부채총계</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>153</b>	<b>199</b>	<b>217</b>
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	322	323	323
이익잉여금	32	68	94	123	186
자본조정	3	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>368</b>	<b>401</b>	<b>428</b>	<b>459</b>	<b>522</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020P	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	851	1,278	942	1,051	2,242
BPS	13,141	14,305	15,242	16,305	18,548
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,714	4,280	5,346	6,057	8,563
ROA(%)	6.8	7.4	4.8	4.8	9.0
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	6.7	12.9
ROIC(%)	15.4	14.5	8.2	10.3	16.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	76.4	72.3	85.9	76.8	43.5
PBR	4.9	6.5	5.3	4.9	5.3
PSR	6.4	6.8	4.8	4.3	4.3
PCR	23.9	21.6	15.1	13.3	11.4
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.9	13.2	10.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	24.7	27.7	35.8	43.4	41.7
Net debt/Equity	-49.5	-39.1	-24.6	-16.3	-28.8
Net debt/EBITDA	-245.7	-136.3	-72.5	-42.2	-59.3
유동비율	319.6	228.4	168.4	157.4	193.4
이자보상배율(배)	19.0	343.0	58.1	6.5	31.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	44.1	52.0	59.1	62.1	53.6
현금+투자자산	55.9	48.0	40.9	37.9	46.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	2.7	0.5	2.3	2.2	1.9
자기자본	97.3	99.5	97.7	97.8	98.1