

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

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

(253450)

스튜디오드래곤

BUY (상향)

그라찌에 <빈센조>

목표주가	120,000원(상향)
현재주가(02/19)	98,900원
상승여력	21.3%
시가총액	2,967십억원
발행주식수	30,004천주
52주 최고가 / 최저가	109,200 / 69,100원
3개월 일평균거래대금	32십억원
외국인 지분율	11.8%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	55.9%
네이버 (외 1인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.1	24.4	14.7	18.3
상대수익률 (KOSDAQ)	-1.9	12.2	-3.1	-22.6

(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	58
EPS	1,278	942	1,376	2,057
순차입금	-157	-106	-100	-232
PER	72.3	85.9	71.9	48.1
PBR	6.5	5.3	5.9	5.3
EV/EBITDA	21.1	14.9	17.0	19.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.3	6.4	8.6	11.6
컨센서스 영업이익	40	29	55	69
컨센서스 EPS	1,278	942	1,350	1,800

주가추이



<빈센조> 기대감 전혀 반영되지 않은 주가

지난 토요일, 스튜디오드래곤의 <빈센조>가 공개되었다. 첫방송 시청률은 7.7%로, <미스터 션샤인> 1화 시청률 range(8.9%)다. 빼놓아지 않는다면 10% 중반대의 시청률은 충분히 달성 가능 할 수 있을 것이라 판단한다. <스위트홈>에 이은 좋은 성적을 보여줄 것이라 기대하는데, 주가에는 기대감이 전혀 반영되어 있지 않다. 그래서 지금은 확실한 트레이딩 바이 구간이라고 생각한다. 추가적인 리레이팅은 제작비 컨트롤까지 확인된 이후에 이루어질 것 같다.

제작비 컨트롤 확실해지면 추가 리레이팅 충분

<빈센조>는 이탈리아의 광활한 포도농장과 마피아, 폭파씬으로 한국드라마 역사상 역대급 오프닝을 보여주었다. 그렇지만 투자자들은 화려한 15분간의 오프닝 동안 두려움에 떨었을 것이다. 제작비 컨트롤이 걱정되었기 때문이다.

그러나, <빈센조>는 오프닝의 컨셉을 이어가는 초대형 블록버스터가 아니라는 것을 확인했다. 이야기를 무겁게 던지고, 캐릭터를 이용해 갈등과 대립을 재치있게 풀어나가는 쪽을 택했다. 너무나 영리한 선택이었다. 제작비 컨트롤에 대한 걱정을 조금이나마 덜게 해주었다. 결론적으로, <스위트홈>과 <빈센조>를 시작으로 동사의 작품 퀄리티는 일정수준 이상 확실히 보장되었다는 것이고, 이제는 비용 컨트롤만이 과제로 남았다.

Valuation & Risk

우리는 스튜디오드래곤에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 12만원을 제시한다. 목표주가는 12MF P/E 밸류에이션에 기반한 것이다. '22년 목표 배수는 40.8배로 FY1 1년평균 PER 51배를 30% 할인했다. 이를 바탕으로 한 12MF 타겟PE는 55배다. 동사의 TR PER평균이 96.1배임을 감안하면 이는 적절한 수치라고 판단한다.

표 1 스튜디오드래곤의 P/E 밸류에이션

(단위: 십억원)

	21P	22F	12MF	내용
현재 P/E	51.2	33.3	45.1	
Target 시총	3,631	3,631	3,616	
NP	58	89	66	중국향 매출 일부 반영 가정
Target PE	62.6	40.8	55.0	'22년 target PE 40배(FY1 1년평균 PER 51배 30% discount)
적정주가 (원)	121,040	121,040	120,542	
상승여력 (%)	22%	22%	22%	

자료: 흥국증권 리서치센터

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	11.8	12.3
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	72.4	111.3
당기순이익	35.8	26.4	38.7	57.8	89.0
지배기업당기순이익	35.8	26.4	38.7	57.8	89.0
증가율 (Y-Y,%)	50.3	(26.3)	46.4	49.6	53.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	44.8	22.4	14.2	9.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	19.9	14.5	14.9	51.1
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	55.4	31.4	7.2	0.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	48.1	17.5	17.3	49.9
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	10.2	14.3
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	460.3	602.6
현금성자산	159.1	115.5	109.7	241.6	366.0
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	729.8	830.8
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	190.1	279.1
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	525.6	614.6
투자자본	244.0	315.5	349.0	273.2	235.9
순차입금	(156.9)	(105.5)	(99.6)	(232.5)	(357.9)
ROA	7.4	4.8	6.2	8.3	11.4
ROE	9.3	6.4	8.6	11.6	15.6
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	2,057	3,164
BPS	14,305	15,242	16,630	18,687	21,851
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	72.3	85.9	71.9	48.1	31.3
PBR	6.5	5.3	5.9	5.3	4.5
EV/ EBITDA	21.1	14.9	17.0	19.3	17.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	21.6	15.1	16.3	20.0	20.3
PSR	6.8	4.8	5.3	4.9	4.5
재무건전성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	42.5	38.9	35.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	228.4	168.4	170.5	235.8	289.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	52.1	59.1	58.5	41.5	31.4
현금+투자자산(%)	47.9	40.9	41.5	58.5	68.6
자본구조					
차입금(%)	0.5	2.3	2.1	1.7	1.3
자기자본(%)	99.5	97.7	97.9	98.3	98.7

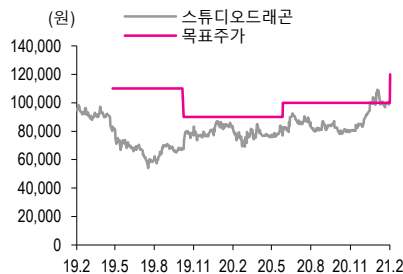
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	(29.1)	(12.2)	(8.0)	139.3	132.1
당기순이익	35.8	26.4	38.7	57.8	89.0
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	131.0	123.6
총현금흐름(Gross CF)	120.0	150.0	170.3	139.3	137.1
(-) 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	138.5	131.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.2	0.8	0.8
잉여현금	156.4	143.3	122.5	137.7	130.4

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격(₩)	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	(13.4)	9.2
2021-02-05	Hold	100,000	(1.0)	(3.1)
2021-02-22	Buy	120,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

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