

# 스튜디오드래곤 (253450)

2021.5.7

## 오르는 판가, 안정된 비용

매수  
(유지)

목표가: 127,000원 ▲  
상승여력: 23.1%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

### 1Q21 Review

- 매출액 1,171억원(-2.7% YoY), 영업이익 179억원(+53.6%), 당사 예상 및 컨센스 상회
- 편성 감소에도 판가 인상으로 매출 영향 방어 + 비용 효율화 통한 수익성 개선이 핵심
  - 편성: 438억원(-3.2%), 방영 편수 감소했으나 빈센조/여신강림 등 작품 영향력 견조
  - 판매: 632억원(-5.5%), 협상력 강화로 판가 상승 지속, 디지털 플랫폼 호조(VoD/티빙)
  - 비용: 총 비용 992억원(-8.7%), 제작비 효율화 및 상각비 선제 인식으로 원가율 개선

### 21년은 디지털 플레이어

#### 유통 채널 다변화에 대한 청사진 제시

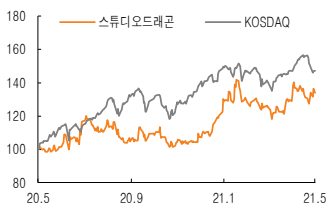
- 스카이댄스, 블룸하우스 등 글로벌 협업 통한 프로젝트 공동 기획, 와이랩 등 IP 활용한 자체 유니버스 콘텐츠 시리즈 제작 → 타겟 시장 및 제작비 scale-up 기대되는 시점
- 디지털 오리지널은 20년 2편(나홀로그대, 스위트홈) → 21F 9편 이상으로 증가 전망
- 넷플릭스 3편, 아이치이 3편, 티빙 3편(이상) 등이 확정적, TV 편성 의존도 감소할 것
- 풍부한 흥행 레퍼런스 기반으로 21F 글로벌/로컬 OTT향 수주 확대 가능성 높으며
- 로컬 OTT 플랫폼 투자 확대에 따라 숏폼/미드폼 등 장르 다변화 기회에도 노출
- 1) 오리지널 공급으로 외형 증가, 2) 중국향 라이브러리 판매 시 마진 개선 기대 유효

### Valuation 및 투자 전략

#### 플랫폼 다변화 + 제작 Capa 확대 → 실적 개선 가시화

- 매수 의견 유지 및 목표주가 12.7만원 상향(+6%), TP는 22F 지배순이익에 P/E 50배
- 네이버웹툰 IP와, 글로벌 OTT의 대작 수주 시 가장 우선 순위에 위치한 프리미엄 주목
- 향후 OTT 대작 수주, 웹툰 IP 기반 시리즈물 제작, 중국향 판권 유통 등이 주가 변수

#### Key data



|                          |         |               |         |
|--------------------------|---------|---------------|---------|
| 현재주가(21/5/6, 원)          | 103,200 | 시가총액(십억원)     | 3,096   |
| 영업이익(21F, 십억원)           | 67      | 발행주식수(백만주)    | 30      |
| Consensus 영업이익(21F, 십억원) | 68      | 유동주식비율(%)     | 37.8    |
| EPS 성장률(21F, %)          | 69.9    | 외국인 보유비중(%)   | 12.6    |
| P/E(21F, x)              | 58.2    | 베타(12M) 일간수익률 | 0.51    |
| MKT P/E(21F, x)          | 12.0    | 52주 최저가(원)    | 75,900  |
| KOSDAQ                   | 969.99  | 52주 최고가(원)    | 109,200 |

#### Share performance

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가     | 1.3 | 26.8 | 34.0 |
| 상대주가     | 1.1 | 9.4  | -9.0 |

#### Earnings and valuation metrics

| 결산기 (12월)  | 2017  | 2018  | 2019 | 2020  | 2021F | 2022F |
|------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 287   | 380   | 469  | 526   | 553   | 713   |
| 영업이익 (십억원) | 33    | 40    | 29   | 49    | 67    | 100   |
| 영업이익률 (%)  | 11.5  | 10.5  | 6.2  | 9.3   | 12.1  | 14.0  |
| 순이익 (십억원)  | 24    | 36    | 26   | 30    | 53    | 76    |
| EPS (원)    | 1,050 | 1,278 | 941  | 1,044 | 1,774 | 2,548 |
| ROE (%)    | 12.9  | 9.3   | 6.4  | 5.7   | 8.4   | 10.9  |
| P/E (배)    | 61.9  | 72.3  | 85.9 | 88.7  | 58.2  | 40.5  |
| P/B (배)    | 4.9   | 6.5   | 5.3  | 4.6   | 4.7   | 4.2   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0   | 0.0   | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

## Valuation 및 실적 추정

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

| P/E       | 19      | 20      | 21F     | 22F     |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 현재 P/E    | 117.5   | 104.6   | 58.2    | 40.5    |
| 적정 시총     | 3,823   | 3,823   | 3,823   | 3,823   |
| NP        | 26      | 30      | 53      | 76      |
| Target PE | 145.0   | 129.2   | 71.8    | 50.0    |
| 적정주가 (원)  | 127,422 | 127,422 | 127,422 | 127,422 |
| 상승 여력 (%) |         |         |         | 23.5    |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

|                  | 1Q20       | 2Q20       | 3Q20       | 4Q20       | 1Q21P      | 2Q21F      | 3Q21F      | 4Q21F      | 2020       | 2021F      | 2022F      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>       | <b>120</b> | <b>161</b> | <b>106</b> | <b>138</b> | <b>117</b> | <b>129</b> | <b>144</b> | <b>163</b> | <b>526</b> | <b>553</b> | <b>713</b> |
| 편성               | 45         | 65         | 46         | 41         | 44         | 41         | 42         | 42         | 197        | 169        | 188        |
| 판매               | 67         | 76         | 51         | 86         | 63         | 76         | 88         | 106        | 280        | 333        | 467        |
| 기타               | 8          | 20         | 10         | 11         | 10         | 12         | 14         | 15         | 49         | 51         | 59         |
| 원가               | 104        | 140        | 85         | 123        | 93         | 109        | 121        | 135        | 451        | 458        | 582        |
| 제작비(오리지널 포함)     | 62         | 75         | 47         | 76         | 52         | 63         | 69         | 79         | 260        | 262        | 344        |
| 지급수수료            | 11         | 14         | 11         | 16         | 9          | 13         | 17         | 20         | 52         | 58         | 83         |
| 유무형자산상각          | 26         | 45         | 19         | 25         | 25         | 25         | 26         | 25         | 115        | 101        | 107        |
| 기타               | 4          | 5          | 8          | 6          | 8          | 8          | 9          | 11         | 24         | 36         | 49         |
| 판관비              | 5          | 5          | 5          | 10         | 6          | 5          | 6          | 11         | 26         | 28         | 31         |
| EBITDA           | 38         | 63         | 35         | 30         | 43         | 40         | 44         | 43         | 166        | 168        | 207        |
| <b>영업이익</b>      | <b>11</b>  | <b>17</b>  | <b>16</b>  | <b>5</b>   | <b>18</b>  | <b>14</b>  | <b>17</b>  | <b>17</b>  | <b>49</b>  | <b>67</b>  | <b>100</b> |
| 영업이익률            | 9.5        | 10.5       | 15.1       | 3.4        | 15.3       | 11.0       | 11.9       | 10.7       | 9.3        | 12.0       | 14.1       |
| 세전이익             | 12         | 17         | 15         | -3         | 21         | 15         | 17         | 18         | 41         | 71         | 101        |
| 당기순이익            | 8          | 13         | 11         | -3         | 16         | 11         | 13         | 13         | 30         | 53         | 76         |
| 순이익률             | 7.0        | 8.3        | 10.0       | -2.1       | 13.3       | 8.6        | 9.2        | 8.2        | 5.6        | 9.6        | 10.7       |
| <b>YoY</b>       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 매출액              | 7.6        | 25.9       | -19.0      | 41.4       | -2.7       | -20.2      | 35.1       | 18.7       | 12.2       | 5.2        | 29.0       |
| 편성               | 2.5        | 12.6       | -24.9      | -10.9      | -3.2       | -37.8      | -7.0       | 4.4        | -5.6       | -14.0      | 10.7       |
| 판매               | 19.1       | 25.5       | -15.2      | 101.6      | -5.5       | 0.3        | 72.1       | 22.8       | 27.6       | 18.9       | 40.3       |
| 기타               | -29.2      | 107.1      | -6.4       | 20.2       | 24.0       | -40.0      | 40.0       | 40.0       | 20.4       | 4.1        | 16.0       |
| EBITDA           | 0.0        | 44.3       | -10.8      | 24.4       | 14.0       | -36.3      | 23.0       | 42.7       | 14.4       | 1.0        | 23.4       |
| 영업이익             | 4.1        | 56.8       | 46.7       | 흑전         | 53.6       | -16.4      | 6.9        | 276.4      | 71.3       | 35.8       | 50.7       |
| 당기순이익            | -7.6       | 84.0       | -8.5       | 적지         | 84.4       | -17.3      | 24.0       | 흑전         | 12.2       | 79.9       | 43.7       |
| <b>주요 가정</b>     |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| 편성 편수            | 6.5        | 6.5        | 6.5        | 5.5        | 5.5        | 5.5        | 5.5        | 5.5        | 25.0       | 22.0       | 24.0       |
| 넷플릭스(라이선스) 판매 편수 | 1.5        | 2.0        | 2.5        | 2.0        | 2.0        | 2.0        | 2.0        | 2.0        | 8.0        | 8.0        | 10.0       |

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 디지털 플레이어 전환 과정에서 판가 인상 &amp; 비용 효율화 통해 수익성을 확보한 점 긍정적



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤 (253450)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|-----------------|------|------|-------|-------|
| 매출액             | 469  | 526  | 553   | 713   |
| 매출원가            | 421  | 451  | 458   | 582   |
| 매출총이익           | 48   | 75   | 95    | 131   |
| 판매비와관리비         | 19   | 26   | 28    | 31    |
| 조정영업이익          | 29   | 49   | 67    | 100   |
| 영업이익            | 29   | 49   | 67    | 100   |
| 비영업손익           | 4    | -7   | 4     | 1     |
| 금융손익            | 3    | 2    | 2     | 4     |
| 관계기업등 투자손익      | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익        | 33   | 42   | 71    | 101   |
| 계속사업법인세비용       | 7    | 12   | 17    | 24    |
| 계속사업이익          | 26   | 30   | 53    | 76    |
| 중단사업이익          | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 26   | 30   | 53    | 76    |
| 지배주주            | 26   | 30   | 53    | 76    |
| 비지배주주           | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 총포괄이익           | 26   | 32   | 53    | 76    |
| 지배주주            | 26   | 32   | 53    | 76    |
| 비지배주주           | 0    | 0    | 0     | 0     |
| EBITDA          | 146  | 165  | 166   | 202   |
| FCF             | -13  | -2   | 150   | 159   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 31.1 | 31.4 | 30.0  | 28.3  |
| 영업이익률 (%)       | 6.2  | 9.3  | 12.1  | 14.0  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 5.5  | 5.7  | 9.6   | 10.7  |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|-------------|------|------|-------|-------|
| 유동자산        | 244  | 228  | 339   | 500   |
| 현금 및 현금성자산  | 60   | 49   | 141   | 258   |
| 매출채권 및 기타채권 | 84   | 107  | 128   | 165   |
| 재고자산        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 기타유동자산      | 100  | 72   | 70    | 77    |
| 비유동자산       | 337  | 529  | 501   | 447   |
| 관계기업투자등     | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산        | 1    | 8    | 5     | 4     |
| 무형자산        | 233  | 230  | 203   | 148   |
| 자산총계        | 582  | 757  | 839   | 947   |
| 유동부채        | 145  | 132  | 157   | 185   |
| 매입채무 및 기타채무 | 64   | 53   | 63    | 82    |
| 단기금융부채      | 2    | 2    | 3     | 4     |
| 기타유동부채      | 79   | 77   | 91    | 99    |
| 비유동부채       | 8    | 16   | 17    | 20    |
| 장기금융부채      | 8    | 8    | 8     | 8     |
| 기타비유동부채     | 0    | 8    | 9     | 12    |
| 부채총계        | 153  | 148  | 174   | 205   |
| 지배주주지분      | 428  | 609  | 665   | 742   |
| 자본금         | 14   | 15   | 15    | 15    |
| 자본잉여금       | 322  | 470  | 470   | 470   |
| 이익잉여금       | 94   | 123  | 176   | 253   |
| 비지배주주지분     | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 자본총계        | 428  | 609  | 665   | 742   |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | -12  | 5    | 150   | 159   |
| 당기순이익               | 26   | 30   | 53    | 76    |
| 비현금수익비용가감           | 124  | 135  | 114   | 121   |
| 유형자산감가상각비           | 2    | 3    | 3     | 2     |
| 무형자산상각비             | 115  | 113  | 96    | 100   |
| 기타                  | 7    | 19   | 15    | 19    |
| 영업활동으로 인한 자산및부채의변동  | -143 | -144 | 0     | -14   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -22  | -31  | -21   | -37   |
| 재고자산 감소(증가)         | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 9    | -11  | 1     | 2     |
| 법인세납부               | -19  | -15  | -17   | -24   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -81  | -16  | -61   | -43   |
| 유형자산처분(취득)          | 0    | -7   | 0     | 0     |
| 무형자산감소(증가)          | 0    | -1   | -69   | -45   |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -42  | 31   | 5     | -3    |
| 기타투자활동              | -39  | -39  | 3     | 5     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 8    | 1    | 0     | 1     |
| 자본의 증가(감소)          | 2    | 149  | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 기타재무활동              | -10  | -150 | 0     | -1    |
| 현금의 증가              | -93  | -11  | 92    | 117   |
| 기초현금                | 153  | 60   | 49    | 141   |
| 기말현금                | 60   | 49   | 141   | 258   |

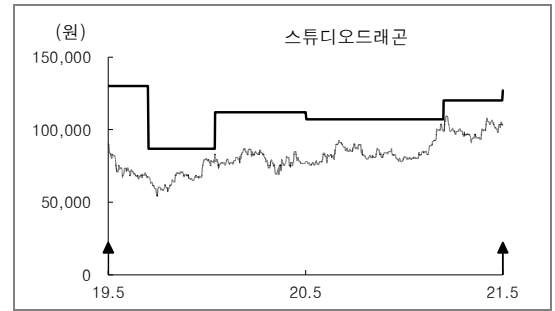
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2019    | 2020   | 2021F  | 2022F  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 85.9    | 88.7   | 58.2   | 40.5   |
| P/CF (x)        | 15.1    | 16.0   | 18.5   | 15.7   |
| P/B (x)         | 5.3     | 4.6    | 4.7    | 4.2    |
| EV/EBITDA (x)   | 15.0    | 16.5   | 17.6   | 13.9   |
| EPS (원)         | 941     | 1,044  | 1,774  | 2,548  |
| CFPS (원)        | 5,346   | 5,803  | 5,573  | 6,587  |
| BPS (원)         | 15,242  | 20,309 | 22,175 | 24,724 |
| DPS (원)         | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 배당성향 (%)        | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률 (%)       | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매출액증가율 (%)      | 23.4    | 12.2   | 5.1    | 28.9   |
| EBITDA증가율 (%)   | 27.0    | 13.0   | 0.6    | 21.7   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -27.5   | 69.0   | 36.7   | 49.3   |
| EPS증가율 (%)      | -26.4   | 10.9   | 69.9   | 43.6   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 6.2     | 5.5    | 4.7    | 4.9    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 1,620.7 | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 22.1    | 37.1   | 70.8   | 72.4   |
| ROA (%)         | 4.8     | 4.4    | 6.7    | 8.6    |
| ROE (%)         | 6.4     | 5.7    | 8.4    | 10.9   |
| ROIC (%)        | 8.7     | 11.2   | 15.8   | 26.9   |
| 부채비율 (%)        | 35.8    | 24.3   | 26.2   | 27.6   |
| 유동비율 (%)        | 168.4   | 172.8  | 216.0  | 269.9  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -21.2   | -7.5   | -26.3  | -39.2  |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 58.1    | 84.8   | 94.6   |        |

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자             | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|------------------|------|---------|--------|------------|
|                  |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 스튜디오드래곤 (253450) |      |         |        |            |
| 2021.05.07       | 매수   | 127,000 | -      | -          |
| 2021.01.18       | 매수   | 120,000 | -16.79 | -9.00      |
| 2020.05.08       | 매수   | 107,000 | -21.50 | -3.08      |
| 2019.11.22       | 매수   | 112,000 | -29.35 | -22.32     |
| 2019.07.21       | 매수   | 87,000  | -22.51 | -4.14      |
| 2019.02.15       | 매수   | 130,000 | -36.25 | -24.38     |



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

| 기업                                             | 산업                                         |
|------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상          | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상       | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상        |                                            |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도    |
|--------|-----------------|--------|-------|
| 79.00% | 13.00%          | 7.00%  | 1.00% |

\* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.