한화투자증권

2021년 5월 7일
기업분석

스튜디오드래곤 (253450)

오롯이 본업 경쟁력으로 극복 중

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(유지): 125,000원

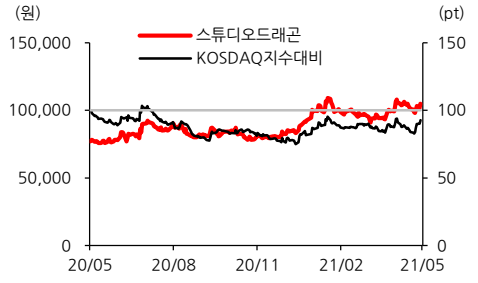
현재 주가(5/6)	103,200원
상승여력	▲21.1%
시가총액	30,964억원
발행주식수	30,004천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 75,900원
90 일 일평균 거래대금	207.21억원
외국인 지분율	12.6%
주주 구성	
CJENM (외 4 인)	55.9%
네이버 (외 1 인)	6.3%
김영규 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.3	4.3	26.8	34.0
상대수익률(KOSDAQ)	1.1	4.1	10.9	-13.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	469	526	657	755
영업이익	29	49	72	89
EBITDA	146	165	178	164
지배주주순이익	26	30	56	71
EPS	942	1,047	1,852	2,355
순차입금	-107	-90	-198	-293
PER	85.9	88.5	55.7	43.8
PBR	5.3	4.6	4.7	4.2
EV/EBITDA	14.9	16.3	16.3	17.1
배당수익률	-	-	-	-
ROE	6.4	5.7	8.7	10.1

주가 추이



개별작품의 ASP 상승, 그간 피력해 온 제작비 효율화와 선제적으로 진행해 온 상각비용 구조 개선으로 <도깨비> 이후 두 번째로 높은 영업이익을 달성했습니다. 제작편수 감소 리스크를 오롯이 본업 경쟁력으로 이겨내고 있습니다.

1Q21 OP 179억 원으로 기대치 대폭 상회

동사의 1Q21 매출액은 제작편수 감소[그림1]로 전년대비 -3% 감소한 1,171억 원에 그쳤지만, 영업이익은 +54% 급증한 179억 원을 달성했다. 당사 기대치 145억 원을 큰 폭으로 상회[표1]한 결과이며 영업이익 179억 원은 드라마 〈도깨비〉가 인식된 3Q18 영업이익 215억 원 이후 두 번째로 높은 기록이다.

호실적의 큰 원인은 ① 비록 제작편수는 적었지만, 개별작품 전반에 대한 성과로 전년대비 신작 ASP가 +34% 상승했고, ② 그간 피력해 온 제작비 효율화 및 ③ 오랜기간 어닝쇼크를 감내하더라도 선제적으로 인식해 온 상각비용구조 개선 때문이다. 전년대비 매출액이 -3% 감소하는 동안 매출원가는 -10% 줄어들며 레버리지를 시현한 셈이다. 추정 대비 ASP 상승률은 더 높았고, 비용증가는 덜했다.

2Q21 수익성 개선 기조 지속

개별작품의 높은 성과를 바탕으로 한 콘텐츠 판매효율화[그림2-4]는 지속될 전망이다. 넷플릭스 순위, 트래픽 등 전세계적으로 증명된 스튜디오드래곤의 콘텐츠 영향력은 향후 플랫폼과의 계약에 있어 구/신작 ASP 상승을 견인할 전망이며 제작비 및 상각비 비용효율화[그림5-6]로 수익성 개선 기조는 2Q21에도 이어지겠다.

주가 10만 원 재돌파의 의미

지난 보고서(4/30)에서 언급했듯 스튜디오드래곤 주가 10만 원 재돌파는 상당히 의미있다고 판단한다. 제작편수가 늘어나는 타사와는 다르게 제작편수 감소 리스크를 이겨내고, 순수 질적으로 매우 양호한 성적을 기반으로 심리적 저항선이었던 10만 원을 넘어선 것이기 때문이다.

앞으로 제작편수 변동이 있더라도 이러한 현상은 일시적이 아닌 구조적 현상이라 판단한다. 절대적인 1위 사업자 위치를 이어갈 스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12.5만 원을 유지한다.

[표1] 스튜디오드래곤 1Q21 실적발표 Review (단위: 십억원, %)

I/S	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P (a)	y-y	q-q	1Q21E 한화(b)	차이(a/b)-1
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	**117.1**	-2.7%	-14.9%	**127.4**	-8.1%
growth %	7.6%	25.9%	-19.0%	41.4%	**-2.7%**			**5.9%**	
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.5	**17.9**	54.0%	293%	**14.5**	23.4%
growth %	5.3%	56.7%	46.2%	-210.8%	**54.0%**			**25.0%**	
margin %	9.6%	10.5%	15.0%	3.3%	**15.3%**			**11.4%**	+3.9%p

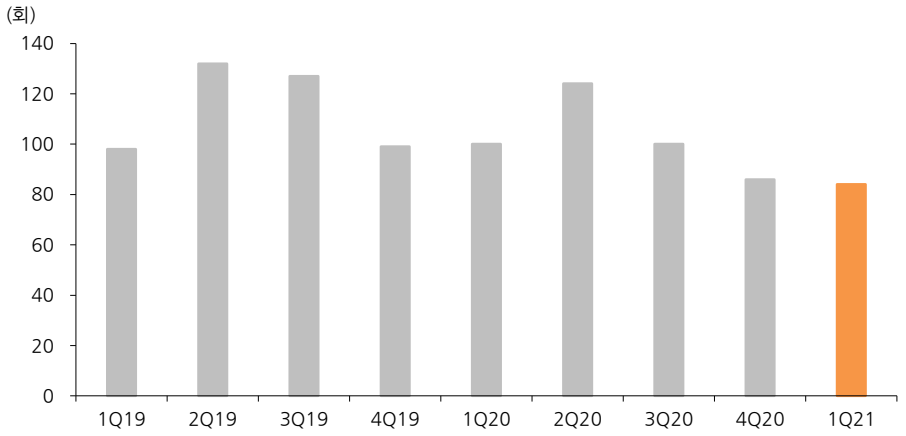
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

I/S	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	286.8	379.6	468.5	525.6	656.7	755.2
growth %	7.6%	25.9%	-19.0%	41.4%	-2.7%	46.7%	32.4%	23.4%	12.2%	24.9%	15.0%
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	131.2	178.1	208.7	197.0	229.3	209.8
growth %	2.5%	12.6%	-24.9%	-10.9%	-3.2%	49.5%	35.7%	17.2%	-5.6%	16.4%	-8.5%
sales %	37.6%	40.5%	43.0%	29.6%	37.4%	45.8%	46.9%	44.5%	37.5%	34.9%	27.8%
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	111.8	162.1	219.2	279.7	372.1	483.9
growth %	19.1%	25.5%	-15.2%	101.6%	-5.5%	48.3%	44.9%	35.3%	27.6%	33.0%	30.1%
sales %	55.6%	46.9%	47.9%	62.7%	54.0%	39.0%	42.7%	46.8%	53.2%	56.7%	64.1%
국내	14.1	16.3	8.8	14.0	15.5	44.7	51.8	58.8	53.1	61.9	73.0
growth %	4.0%	-9.9%	-45.6%	26.1%	9.6%	43.4%	16.0%	13.5%	-9.7%	16.4%	18.0%
sales %	11.7%	10.1%	8.2%	10.2%	13.2%	15.6%	13.7%	12.6%	10.1%	9.4%	9.7%
해외	**52.8**	**59.4**	**42.1**	**72.3**	**47.8**	**67.2**	**110.2**	**160.4**	**226.6**	**310.2**	**410.9**
growth %	**23.9%**	**40.7%**	**-4.0%**	**128.0%**	**-9.6%**	**51.8%**	**64.1%**	**45.5%**	**41.3%**	**36.9%**	**32.5%**
sales %	**43.9%**	**36.8%**	**39.6%**	**52.5%**	**40.8%**	**23.4%**	**29.0%**	**34.2%**	**43.1%**	**47.2%**	**54.4%**
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	43.7	39.4	40.6	48.9	55.3	61.4
growth %	-29.2%	107.1%	-6.4%	20.2%	24.0%	35.3%	-9.8%	3.0%	20.4%	13.2%	11.0%
sales %	6.8%	12.6%	9.1%	7.8%	8.7%	15.2%	10.4%	8.7%	9.3%	8.4%	8.1%
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	239.7	324.0	420.8	451.0	552.1	628.3
growth %	7.0%	23.7%	-26.6%	28.8%	-9.9%	42.3%	35.2%	29.9%	7.2%	22.4%	13.8%
margin %	86.2%	86.5%	80.0%	89.1%	79.8%	83.6%	85.4%	89.8%	85.8%	84.1%	83.2%
매출총이익	16.7	21.8	21.3	14.9	23.7	47.1	55.6	47.7	74.7	104.6	126.9
growth %	11.1%	41.9%	39.1%	610.1%	42.2%	73.9%	17.9%	-14.1%	56.4%	40.0%	21.3%
margin %	13.8%	13.5%	20.0%	10.9%	20.2%	16.4%	14.6%	10.2%	14.2%	15.9%	16.8%
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	14.1	15.7	19.1	25.5	32.6	38.2
growth %	27.2%	5.8%	21.3%	67.6%	15.1%	138.2%	11.6%	21.8%	33.2%	28.2%	17.0%
margin %	4.2%	3.0%	5.0%	7.6%	5.0%	4.9%	4.1%	4.1%	4.8%	5.0%	5.1%
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.5	17.9	33.1	39.9	28.6	49.2	71.9	88.7
growth %	5.3%	56.7%	46.2%	-210.8%	54.0%	56.1%	20.6%	-28.2%	71.8%	46.2%	23.3%
margin %	9.6%	10.5%	15.0%	3.3%	15.3%	11.5%	10.5%	6.1%	9.4%	11.0%	11.7%
순이익	8.6	13.4	10.6	-3.0	15.6	23.8	35.8	26.4	29.7	56.0	70.7
growth %	-7.0%	82.6%	-8.9%	80.5%	81.7%	83.8%	50.1%	-26.3%	12.8%	88.6%	26.3%
margin %	7.1%	8.3%	9.9%	-2.2%	13.3%	8.3%	9.4%	5.6%	5.7%	8.5%	9.4%

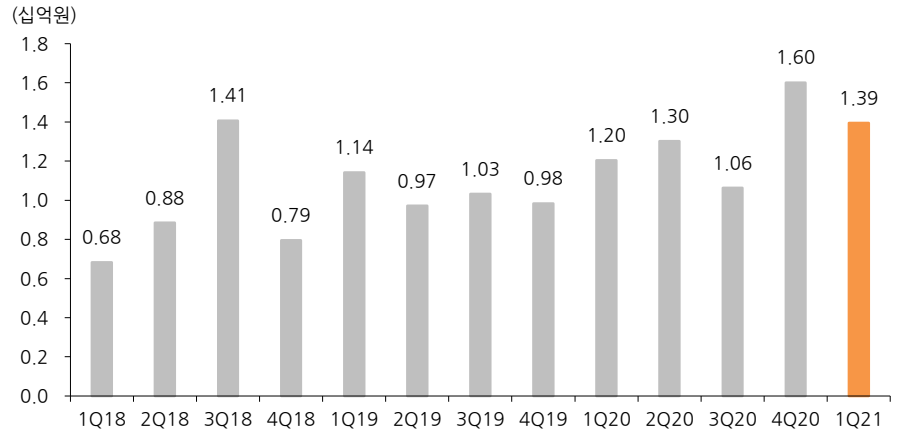
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 스튜디오드래곤 드라마 방영횟수 추이



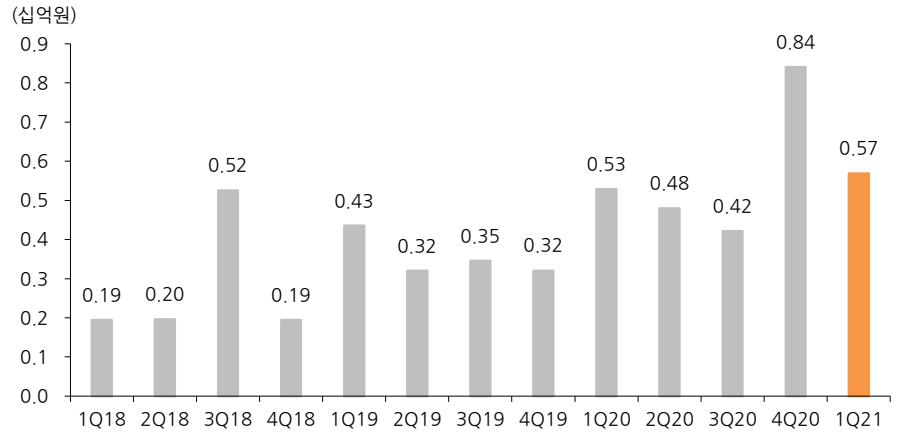
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 스튜디오드래곤 회당 매출액 추이



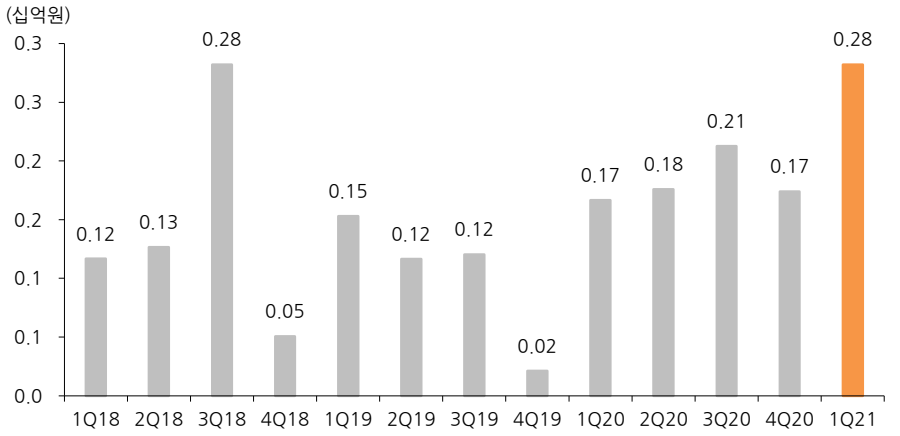
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 스튜디오드래곤 회당 해외판권가격 추이



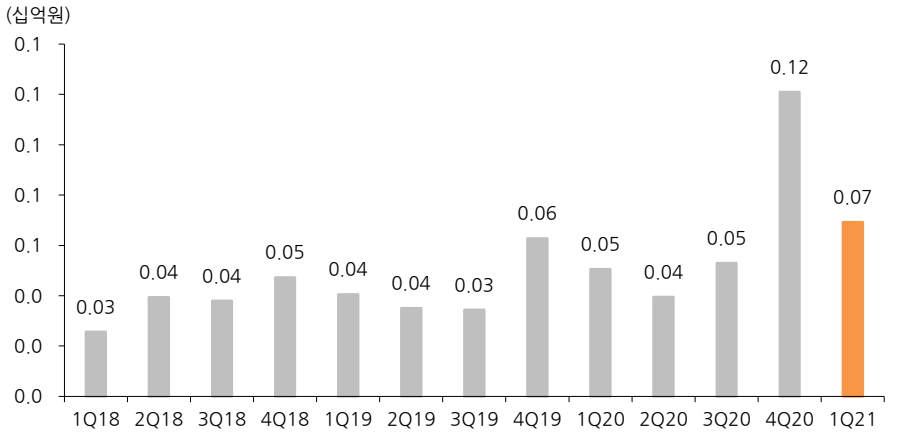
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 스튜디오드래곤 회당 매출총이익 추이



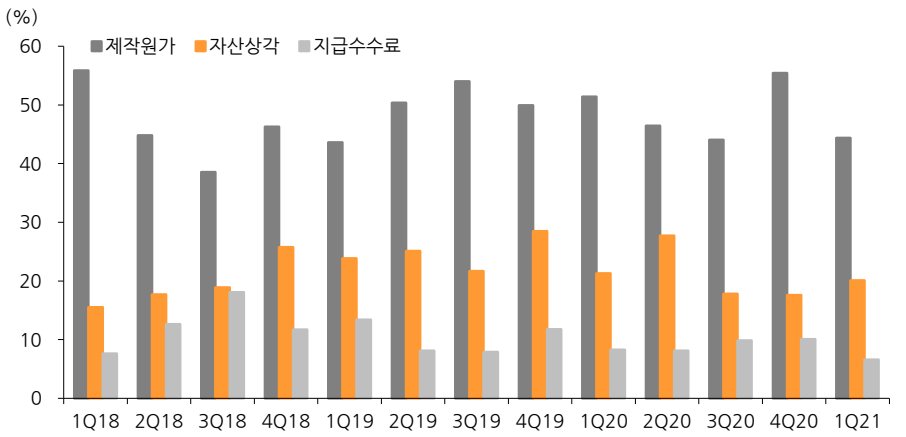
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 스튜디오드래곤 회당 수반비용(판관비) 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 매출액 대비 각 비용의 비중 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	380	469	526	657	755
매출총이익	56	48	75	105	127
영업이익	40	29	49	72	89
EBITDA	115	146	165	178	164
순이자손익	3	3	2	7	8
외화관련손익	3	3	-5	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	42	78	93
당기순이익	36	26	30	56	71
지배주주순이익	36	26	30	56	71
증가율(%)					
매출액	32.4	23.5	12.2	24.9	15.0
영업이익	21.0	-28.1	71.1	46.5	23.3
EBITDA	55.1	26.4	13.6	7.9	-7.9
순이익	50.3	-26.3	12.1	87.6	27.2
이익률(%)					
매출총이익률	14.6	10.2	14.2	15.9	16.8
영업이익률	10.5	6.1	9.3	11.0	11.7
EBITDA 이익률	30.3	31.1	31.4	27.2	21.8
세전이익률	12.0	7.1	7.9	11.8	12.3
순이익률	9.4	5.6	5.6	8.5	9.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	247	244	228	373	477
현금성자산	159	117	101	208	296
매출채권	69	84	107	144	151
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	529	463	430
투자자산	69	103	291	303	315
유형자산	1	1	8	10	12
무형자산	199	233	230	151	104
자산총계	512	582	757	836	908
유동부채	108	145	132	155	162
매입채무	55	64	53	74	78
유동성이자부채	0	2	2	2	1
비유동부채	3	8	16	16	10
비유동이자부채	2	8	8	8	2
부채총계	111	153	148	172	172
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	320	322	470	470	470
이익잉여금	68	94	123	178	249
자본조정	0	-1	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	609	665	736

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-29	-12	5	148	138
당기순이익	36	26	30	56	71
자산상각비	75	117	116	106	76
운전자본증감	-139	-143	-144	-14	-9
매출채권 감소(증가)	-28	-22	-30	-37	-7
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	14	-1	-14	21	4
투자현금흐름	141	-81	-16	-43	-45
유형자산처분(취득)	0	0	-7	-9	-10
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-20	-20
투자자산 감소(증가)	-5	-19	-49	-2	-2
재무현금흐름	-10	0	0	-1	-7
차입금의 증가(감소)	-10	-1	-1	-1	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	120	150	165	162	147
(-)운전자본증가(감소)	-37	5	13	14	9
(-)설비투자	0	1	7	9	10
(+)자산매각	0	0	-1	-20	-20
Free Cash Flow	156	144	143	119	107
(-)기타투자	31	199	91	12	12
잉여현금	126	-55	53	108	95
NOPLAT	31	23	35	52	67
(+) Dep	75	117	116	106	76
(-)운전자본투자	-37	5	13	14	9
(-)Capex	0	1	7	9	10
OpFCF	143	134	131	135	124

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,278	942	1,047	1,852	2,355
BPS	14,305	15,242	20,309	22,161	24,516
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,280	5,346	5,817	5,408	4,885
ROA(%)	7.4	4.8	4.4	7.0	8.1
ROE(%)	9.3	6.4	5.7	8.7	10.1
ROIC(%)	14.5	8.2	10.6	16.2	24.6
Multiples(x,%)					
PER	72.3	85.9	88.5	55.7	43.8
PBR	6.5	5.3	4.6	4.7	4.2
PSR	6.8	4.8	5.0	4.7	4.1
PCR	21.6	15.1	15.9	19.1	21.1
EV/EBITDA	21.1	14.9	16.3	16.3	17.1
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	27.7	35.8	24.3	25.8	23.4
Net debt/Equity	-39.1	-24.9	-14.8	-29.8	-39.9
Net debt/EBITDA	-136.3	-73.3	-54.7	-111.0	-178.5
유동비율	228.4	168.4	172.8	240.1	295.4
이자보상배율(배)	343.0	58.1	84.8	18.0	19.7
자산구조(%)					
투하자본	52.0	58.9	47.0	36.1	29.6
현금+투자자산	48.0	41.1	53.0	63.9	70.4
자본구조(%)					
차입금	0.5	2.3	1.7	1.5	0.4
자기자본	99.5	97.7	98.3	98.5	99.6

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 05 월 07 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해, 조은아)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]

[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.03	2019.05.10	2019.05.17	2019.08.16	2019.09.20	2019.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.11.08	2019.11.18	2020.01.31	2020.02.14	2020.02.20	2020.03.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.04.06	2020.05.28	2020.06.12	2020.06.17	2020.06.25	2020.07.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.08.07	2020.09.23	2020.10.08	2020.10.29	2020.11.06	2020.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.11.30	2021.02.09	2021.04.15	2021.04.30	2021.05.07	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	105,000	115,000	115,000	125,000	125,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.06.22	Buy	140,000	-27.54	-14.43
2019.03.08	Buy	120,000	-35.10	-18.92
2019.08.16	Buy	85,000	-19.31	-5.76
2019.11.18	Buy	105,000	-22.81	-11.90
2020.11.30	Buy	105,000	-10.41	4.00
2021.02.08	Buy	115,000	-14.05	-6.09
2021.04.30	Buy	125,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2021 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%