2021년 5월 7일

기업분석 | 엔터/미디어

스튜디오드래곤 (253450)

편성 축소 불구 마진확보가 가능한 모델

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

Buy (maintain)

목표주가	135,000 원
현재주가	103,200 원

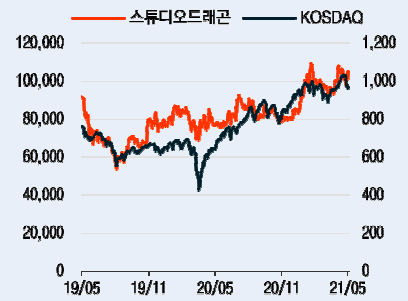
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ(5/6)		969.99 pt
시가총액		30,964 억원
발행주식수		30,004 천주
52주 최고가 / 최저		109,200 / 75,900 원
90일 일평균거래대금		207.22 억원
외국인 지분율		12.6%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		17,814 원
KOSDAQ대비 상대수익	1 개월	1.1%
	6 개월	10.9%
	12 개월	11.3%
주주구성	CJ ENM (외 4 인)	55.9%
	네이버 (외 1 인)	6.3%
	김영규 (외 1 인)	0.0%

Stock Price



K-Contents, 하반기가 더 기대된다

동사 1분기 매출액 1,171억원(-2.7% YoY), 영업이익 179억원(+53.7% YoY)을 기록하며, 당사 추정치 대비 매출액 하회 반면, 영업이익은 크게 상회하는 모습. 편성 축소에 따른 탑라인 성장 제한적인 가운데, 1)제작비 절감, 2)신작 판매단가 인상, 3)VOD, TVING 등 디지털 플랫폼 확대로 외형 축소 대비 마진 확보하며 영업이익률은 전년동기대비 5.6%p 개선된 15.3%를 기록. 부문별로 1분기 편성매출 438억원(-3.2% YoY), 판매매출 632억원(-5.5% YoY)을 기록. 1분기 총 비용은 992억원으로 전년동기대비 8.7%, 전분기대비 25.4% 감소. 2분기에도 편성매출 탑라인은 감소될 것으로 예상되는 가운데, 장르 다각화 및 완성도 높은 콘텐츠 중심 편성으로 마진 확보 용이하다는 판단. 국내외 디지털 플랫폼인 티빙 VOD(+9.6% YoY)확대, 아이치이 오리지널, 넷플릭스 등 및 라이브러리(구작/신작) 해외 판매 증가 및 콘텐츠 판매 단가 인상에 따른 수익성 도모가 예상.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 135,000원 유지

2021년은 하반기 디즈니+ 시작으로 글로벌 OTT 업체 진출이 가속화 될 것으로 예상, 본격적인 미디어 컨텐츠 산업의 고성장이 예상되는 시점. 동사는 국내 최대 미디어 콘텐츠 제작사로 오리지널 IP확보와 제작 스케일업을 통해 국내를 넘어 글로벌 프리미엄 스튜디어로서 도약을 준비. 동사의 다수 IP 라이브러리, Netflix Top 10(Worldwide)흥행 콘텐츠들을 통해 콘텐츠 제작 능력은 이미 검증. 편성 축소에도 불구 퀄리티 높은 흥행작 위주의 고마진 콘텐츠를 다수 보유하고 있어, 비용절감 도모와 함께 이익 발생이 가능한 비즈니스 구조 정립. 최근 중소형제작사 주가 상승 감안 시, 안정적 실적 모멘텀과 업계 1위 콘텐츠 제작사로서 밸류에이션 매력 여전히 유효하다는 판단

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	620	713	806
영업이익	29	49	55	67	73
세전계속사업손익	33	41	56	68	73
순이익	26	30	43	52	57
EPS (원)	942	1,053	1,519	1,858	2,025
증감률 (%)	-26.3	11.9	44.2	22.3	9.0
PER (x)	85.9	77.3	68.0	55.5	51.0
PBR (x)	5.3	5.0	5.8	5.2	4.8
EV/EBITDA (x)	14.9	12.2	22.5	25.3	27.6
영업이익률 (%)	6.1	9.3	8.8	9.4	9.0
EBITDA 마진 (%)	31.1	33.3	20.3	15.3	12.1
ROE (%)	6.4	6.7	8.9	9.9	9.8
부채비율 (%)	35.8	37.8	38.9	40.3	40.5

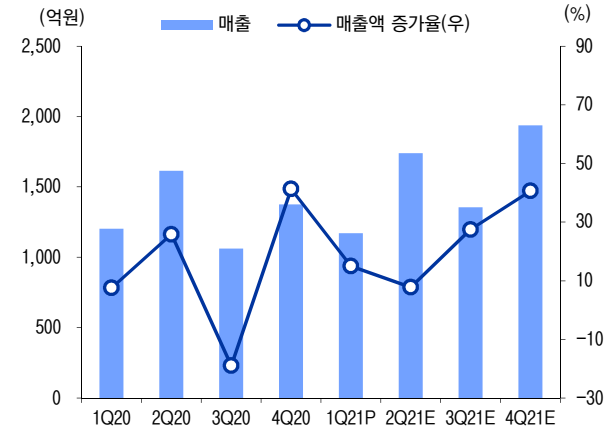
주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

편성축소 불구 어닝 서프라이즈 시현

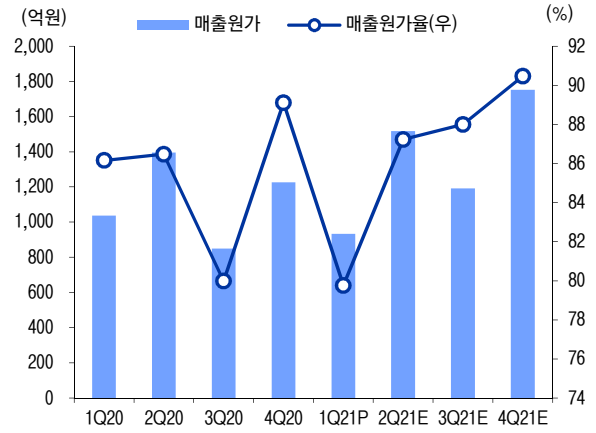
동사 1분기 매출액 1,171억원(-2.7% YoY), 영업이익 179억원(+53.7% YoY)을 기록하며, 당사 추정치 대비 매출액 하회 반면, 영업이익은 크게 상회하는 모습이다. 편성축소에 따른 탑라인 성장 제한적인 가운데, 1)제작비 절감, 2)신작 판매단가 인상, 3)VOD, TVING 등 디지털 플랫폼 확대로 외형 축소 대비 마진 확보하며 영업이익률은 전년동기대비 5.6%p 개선된 15.3%를 기록했다. 부문별로 1분기 편성매출 438억원(-3.2% YoY), 판매매출 632억원(-5.5% YoY)을 기록했다. 1분기 총 비용은 992억원으로 전년동기대비 8.7%, 전분기대비 25.4% 감소했다. 2분기에도 편성매출 탑라인은 감소될 것으로 예상되는 가운데, 장르 다각화 및 완성도 높은 콘텐츠 중심 편성으로 마진 확보 용이하다는 판단이다. 국내외 디지털 플랫폼인 티빙 VOD(+9.6% YoY) 확대, 아이치이 오리지널, 넷플릭스 등 및 라이브러리(구작/신작) 해외 판매 증가 및 콘텐츠 판매단가인상에 따른 수익성 도모가 예상된다.

그림1 스튜디오드래곤 매출액 및 증가율 추이



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 매출원가



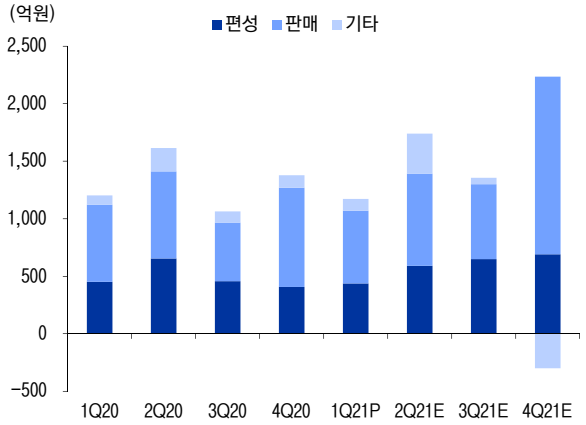
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 1 분기 하이라이트

〈여신강림〉 〈철인왕후〉 〈루카: 더 비기닝〉 〈빈센조〉 〈타임즈〉 〈좋아하면 울리는2〉 〈나빌레라〉

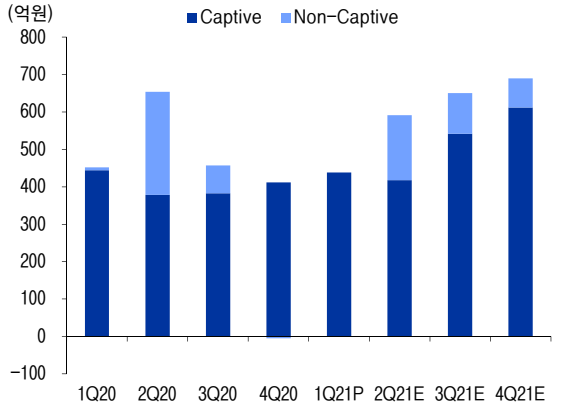
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 부문별 매출액 추이



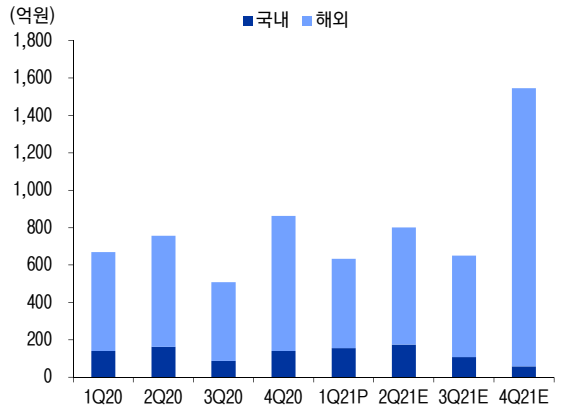
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 편성 매출



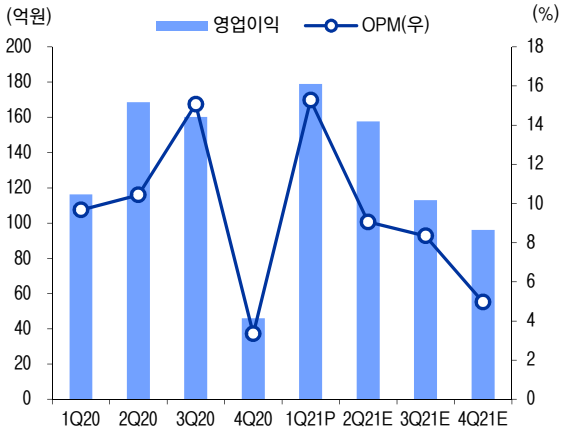
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 스튜디오드래곤 판매 매출



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 스튜디오드래곤 영업이익 추이



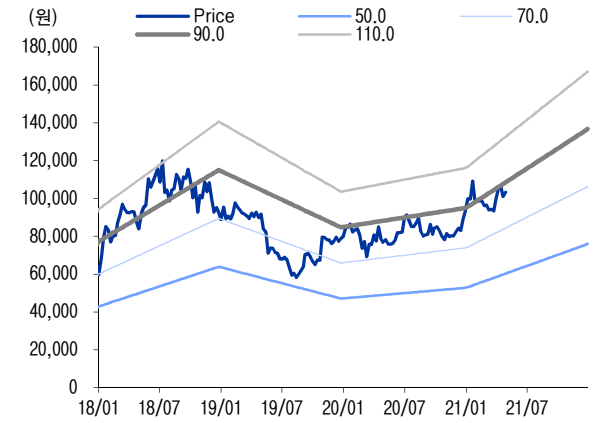
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 스튜디오드래곤 부문별 실적추정

(단위: 억원,%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q20E	2019	2020P	2021E
매출	**1,203**	**1,614**	**1,063**	**1,377**	**1,171**	**1,740**	**1,355**	**1,937**	**4,687**	**5,257**	**6,203**
YoY (%)	*7.6*	*25.9*	*-19.0*	*41.3*	*15.0*	*7.8*	*27.5*	*40.7*	*23.5*	*12.2*	*18.0*
QoQ (%)	*23.5*	*34.2*	*-34.2*	*29.6*	*-15.0*	*48.6*	*-22.1*	*43.0*			
편성	452	654	457	407	438	592	650	690	2,087	1,970	2,370
판매	669	757	509	863	632	801	650	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**	**934**	**1,518**	**1,192**	**1,753**	**4,208**	**4,510**	**5,397**
매출원가율 (%)	*86.2*	*86.5*	*80.0*	*89.1*	*79.8*	*87.2*	*88.0*	*90.5*	*89.8*	*85.8*	*87.0*
영업이익	**116**	**169**	**160**	**46**	**179**	**158**	**113**	**96**	**287**	**491**	**546**
OPM(%)	**9.7**	**10.4**	**15.1**	**3.3**	**15.3**	**9.1**	**8.3**	**5.0**	**6.1**	**9.3**	**6.9**
YoY (%)	*5.5*	*56.3*	*46.8*	*흑전*	*53.9*	*-6.5*	*-29.4*	*108.7*	*-28.1*	*71.1*	*11.1*
QoQ (%)	*흑전*	*44.9*	*-5.0*	*-71.2*	*288.3*	*-11.9*	*-28.3*	*-14.9*			
당기순이익	**85**	**134**	**106**	**-29**	**156**	**122**	**73**	**76**	**264**	**296**	**427**
NPM(%)	**7.1**	**8.3**	**10.0**	**-2.1**	**13.3**	**7.0**	**5.4**	**3.9**	**5.6**	**5.6**	**6.9**

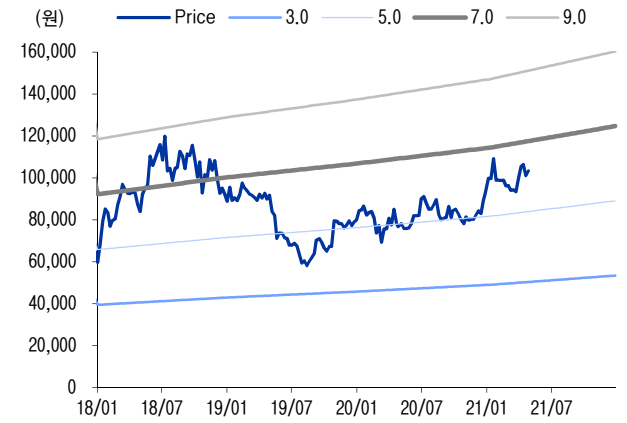
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 스튜디오드래곤 PER 밴드



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 스튜디오드래곤 PBR 밴드



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	244	316	446	561	660
현금 및 현금성자산	60	146	242	313	375
매출채권 및 기타채권	84	94	124	165	198
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	101	77	80	83	87
비유동자산	337	314	249	214	196
관계기업투자등	7	20	20	21	22
유형자산	1	2	0	0	0
무형자산	233	170	100	59	35
자산총계	**582**	**631**	**695**	**775**	**856**
유동부채	145	165	187	215	239
매입채무 및 기타재무	64	54	71	95	114
단기금융부채	2	4	4	4	4
기타유동부채	79	107	112	116	121
비유동부채	8	8	8	8	8
장기금융부채	8	7	7	7	7
기타비유동부채	0	0	0	0	1
부채총계	**153**	**173**	**195**	**223**	**247**
지배주주지분	428	458	501	553	610
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	94	123	166	218	275
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**428**	**458**	**501**	**553**	**610**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**469**	**526**	**620**	**713**	**806**
매출원가	421	451	540	616	699
매출총이익	**48**	**75**	**81**	**97**	**107**
판매비 및 관리비	19	26	26	30	35
영업이익	**29**	**49**	**55**	**67**	**73**
(EBITDA)	146	175	126	109	98
금융손익	6	6	4	4	5
이자비용	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-14	-3	-4	-4
세전계속사업이익	**33**	**41**	**56**	**68**	**73**
계속사업법인세비용	7	12	13	16	17
계속사업이익	26	30	43	52	57
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**26**	**30**	**43**	**52**	**57**
지배주주	26	30	43	52	57
총포괄이익	**26**	**30**	**43**	**52**	**57**
매출총이익률 (%)	10.2	14.2	13.0	13.6	13.3
영업이익률 (%)	6.1	9.3	8.8	9.4	9.0
EBITDA마진률 (%)	31.1	33.3	20.3	15.3	12.1
당기순이익률 (%)	5.6	5.6	6.9	7.3	7.1
ROA (%)	4.8	4.9	6.4	7.1	7.0
ROE (%)	6.4	6.7	8.9	9.9	9.8
ROIC (%)	8.2	11.8	16.7	24.1	28.2

현금흐름표

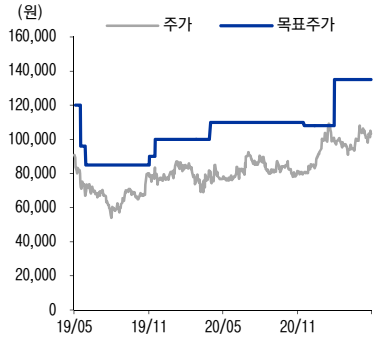
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**-12**	**76**	**104**	**79**	**71**
당기순이익(손실)	26	30	43	52	57
비현금수익비용가감	124	133	72	42	25
유형자산감가상각비	2	4	2	1	1
무형자산상각비	115	121	70	41	24
기타현금수익비용	1	7	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-143	-79	-11	-15	-12
매출채권 감소(증가)	-22	-15	-30	-41	-33
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	9	-11	17	23	19
기타자산, 부채변동	-130	-54	2	2	2
투자활동 현금	**-81**	**10**	**-8**	**-8**	**-8**
유형자산처분(취득)	0	-4	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-19	21	-2	-2	-2
기타투자활동	-61	-7	-5	-5	-5
재무활동 현금	**0**	**-1**	**0**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	0	-1	0	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	**-93**	**86**	**96**	**71**	**62**
기초현금	153	60	146	242	313
기말현금	60	146	242	313	375

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	85.9	77.3	68.0	55.5	51.0
P/B	5.3	5.0	5.8	5.2	4.8
EV/EBITDA	14.9	12.2	22.5	25.3	27.6
P/CF	15.1	14.1	25.4	30.7	35.3
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	23.5	12.2	18.0	15.0	13.0
영업이익	-28.1	71.1	11.2	23.0	8.1
세전이익	-27.6	25.5	33.8	22.4	8.1
당기순이익	-26.3	12.0	44.2	22.3	9.0
EPS	-26.3	11.9	44.2	22.3	9.0
안정성 (%)					
부채비율	35.8	37.8	38.9	40.3	40.5
유동비율	168.4	191.5	238.4	261.0	276.2
순차입금/자기자본(x)	-24.6	-34.7	-51.1	-59.4	-64.2
영업이익/금융비용(x)	58.1	92.2	112.1	137.8	149.0
총차입금 (십억원)	10	11	11	11	11
순차입금 (십억원)	-106	-159	-256	-328	-391
주당지표(원)					
EPS	942	1,053	1,519	1,858	2,025
BPS	15,242	16,295	17,814	19,672	21,698
CFPS	5,346	5,787	4,068	3,358	2,927
DPS	-	-	-	-	-

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)	+15% 이상 기대	93.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.4%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)