

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

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

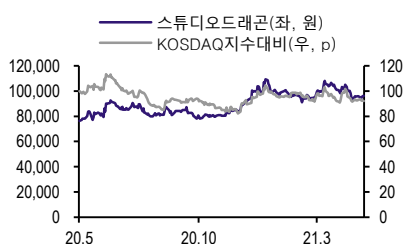
레버리지란 이런 것

목표주가	120,000원(유지)
현재주가(05/28)	96,000원
상승여력	25.0%
시가총액	2,880십억원
발행주식수	30,004천주
52주 최고가 / 최저가	109,200 / 76,200원
3개월 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	12.3%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	55.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-2.1 -0.2 19.6 24.8
상대수익률 (KOSDAQ)	-0.1 -7.2 9.2 -13.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	469	526	525	557
영업이익	29	49	72	67
EBITDA	146	165	174	132
지배주주순이익	26	30	39	36
EPS	942	1,047	1,303	1,183
순차입금	-107	-90	-215	-291
PER	85.9	88.5	73.7	81.1
PBR	5.3	4.6	4.4	4.2
EV/EBITDA	14.9	16.3	15.4	19.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.4	5.7	6.2	5.3
컨텐츠 영업이익	29	49	70	88
컨텐츠 EPS	942	1,047	1,800	2,296

주가추이



스튜디오드래곤의 2021년 1분기 실적은 매출액 1,117억원(-3% YoY), 영업이익 179억원(+54% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했으며, 영업이익률은 1분기 15.3%(+5.6%p YoY)로 크게 개선되었다. 매출액은 전년 동기대비 소폭 감소했지만, ASP 상승 및 구작 판매에 따라 이익이 증가한 것으로 판단한다.

판매매출 감소에도 이익은 증가

지금까지는 판매매출 증가가 이익을 견인하는 주요 원인이었다면, 1Q21 실적은 비용 컨트롤에 따른 마진개선 및 구작 판매에 대한 레버리지 효과가 증폭된 결과라고 볼 수 있음. 판매매출은 전년비 -5.5% 감소한 632억원을 기록했음에도 불구하고 영업이익은 전년비 +54% 상승. 신작의 ASP가 +34% 증가한 효과도 있지만, 구작판매가 무려 182편으로 지난 분기 150편 대비 32편이나 증가. 대부분 자산상각이 종료된 작품들이기 때문에 이익 개선에 크게 기여한 것으로 판단함. 뿐만 아니라 당분기 총비용은 992억원으로 과거 무형자산 가속상각에 따른 원가 개선 효과가 나타나고 있음.

판매처 다변화, 그리고 우리가 기다리던 헐리웃

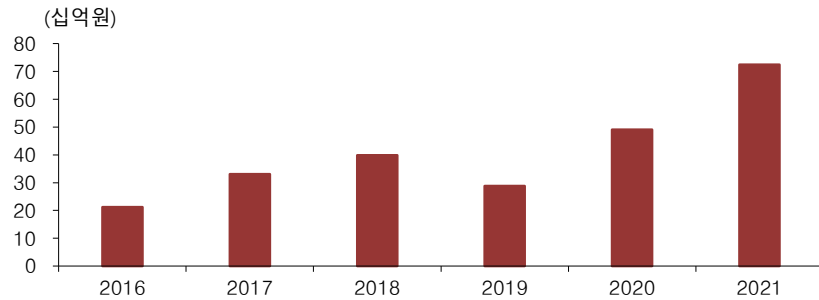
TV 편성매출이 하락세임에도 불구하고 판매/공급처 다변화로 탑라인은 기존 수준 유지 할 전망. 넷플릭스, 아이치이향 공급 각각 3편씩 확정되었으며, 티빙의 경우 올 한 해 3편 이상의 콘텐츠 공급 예상함.

스카이드랜스와 협력으로 글로벌 시장 본격 진출 예상됨. 18개의 개발 작품 중 시리즈 오더를 목전에 둔 작품은 1~2개. 헐리웃 기준 드라마 평균 제작비 시즌당 800억~1000억원 수준임을 감안하면 현 수준 대비 상당한 스케일업 전망. 향후 네이버 웹툰 및 와이랩과의 협업으로 이미 콘텐츠 완성도가 입증된 킬러 IP의 텐트폴 제작도 기대해볼 수 있음.

1H21 라인업

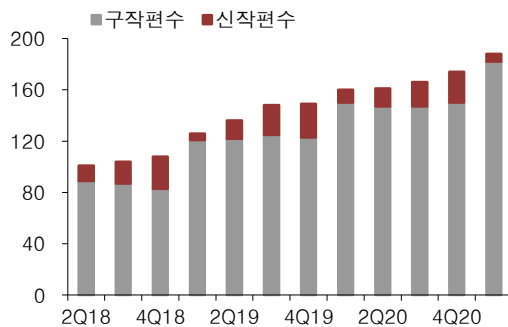
<빈센조>로 텐트폴 흥행 성공. <철인왕후>, <여신강림> 등 플랫폼에 판매되지 않은 콘텐츠들의 VOD 매출 증가. <좋아하면 울리는2> 넷플릭스 오리지널 공급. 2Q21은 <간 떨어지는 동거> 아이치이 공급 외 라인업 7편

그림 1 스튜디오드래곤 영업이익 추이



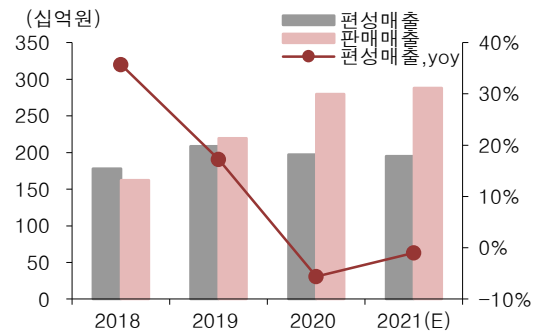
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오드래곤 라이브러리 판매편수



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 스튜디오드래곤 편성 및 판매매출



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 스튜디오드래곤 실적추이 및 전망

(십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	150.6	132.1	125.5	468.6	525.7	525.2
1)편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	52.5	51.8	46.9	208.7	197.0	195.0
2)판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	86.3	70.0	68.6	219.3	279.8	288.1
해외판매	52.8	59.4	42.1	72.3	47.7	71.3	57.3	55.8	160.4	226.6	232.0
국내판매	14.1	16.3	8.8	14.0	15.5	15.0	12.8	12.7	58.9	53.2	56.0
3)기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	11.8	10.2	10.0	40.6	37.3	47.8
yoy(%), growth rate	8%	26%	-19%	41%	-3%	-7%	24%	-9%	23%	12%	0%
1)편성	2%	13%	-25%	-11%	-3%	-20%	13%	15%	17%	-6%	-1%
2)판매	19%	26%	-15%	102%	-6%	14%	38%	-21%	35%	28%	3%
해외판매	24%	41%	-4%	128%	-10%	20%	36%	-23%	46%	41%	2%
국내판매	4%	-10%	-45%	26%	10%	-8%	45%	-9%	14%	-10%	5%
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	124.6	106.1	101.3	420.6	450.9	425.5
제작원가	62.2	91.2	45.5	75.9	58.5	65.3	59.2	61.1	230.3	274.8	244.1
무형자산상각	26.4	44.5	18.6	24.5	22.7	45.5	23.3	23.6	114.6	114.1	115.2
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	20.3	20.1	14.2	28.8	49.1	72.5
yoy(%), growth rate	5%	57%	47%	흑전	54%	20%	26%	209%	-28%	70%	48%

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	468.7	525.7	525.3	557.1	590.8
증가율 (Y-Y,%)	23.5	12.2	(0.1)	6.1	6.1
영업이익	28.7	49.1	71.8	66.9	88.6
증가율 (Y-Y,%)	(28.1)	71.1	46.2	(6.9)	32.5
EBITDA	145.5	165.3	173.5	132.1	132.5
영업외손익	4.4	(7.6)	(17.0)	(17.1)	(17.1)
순이자수익	3.0	1.6	1.8	1.9	2.0
외화관련손익	2.8	(5.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	33.1	41.5	54.8	49.8	71.4
당기순이익	26.4	29.6	39.1	35.5	50.9
지배기업당기순이익	26.4	29.6	39.1	35.5	50.9
증가율 (Y-Y,%)	(26.3)	12.1	32.0	(9.2)	43.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	44.8	22.4	11.4	5.9	4.0
영업이익증가율(3Yr)	19.9	14.2	21.6	32.6	21.7
EBITDA증가율(3Yr)	55.4	30.6	14.6	(3.2)	(7.1)
순이익증가율(3Yr)	48.1	7.5	2.9	10.3	19.8
영업이익률(%)	6.1	9.3	13.7	12.0	15.0
EBITDA마진(%)	31.1	31.4	33.0	23.7	22.4
순이익률 (%)	5.6	5.6	7.4	6.4	8.6
NOPLAT	22.9	35.0	51.2	47.7	63.2
(+) Dep	116.8	116.2	101.7	65.3	43.9
(-) 운전자본투자	4.9	12.8	(7.2)	0.6	0.7
(-) Capex	0.6	7.2	7.2	7.6	8.1
OpFCF	134.3	131.3	152.9	104.8	98.3

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	244.5	228.3	347.1	429.8	505.9
현금성자산	116.6	101.0	225.3	301.1	369.9
매출채권	83.6	106.7	100.3	106.4	112.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	337.1	529.0	450.9	410.3	392.0
투자자산	102.7	290.9	302.8	315.1	327.8
유형자산	1.2	7.6	8.4	9.1	9.7
무형자산	233.1	230.4	139.8	86.1	54.4
자산총계	581.6	757.3	798.0	840.0	897.9
유동부채	145.1	132.1	134.9	142.5	150.5
매입채무	64.4	53.3	51.8	54.9	58.2
유동성이자부채	2.0	2.4	3.6	4.8	6.1
비유동부채	8.2	15.8	14.7	13.6	12.5
비유동이자부채	7.9	8.2	6.8	5.3	3.9
부채총계	153.3	148.0	149.6	156.1	163.0
자본금	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.0	470.0	470.0
이익잉여금	93.5	122.9	162.0	197.5	248.4
자본조정	(1.1)	1.4	1.4	1.4	1.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.3	648.4	683.9	734.9
투자자본	314.4	347.7	255.2	207.6	182.0
순차입금	(106.6)	(90.4)	(215.0)	(290.9)	(359.8)
ROA	4.8	4.4	5.0	4.3	5.9
ROE	6.4	5.7	6.2	5.3	7.2
ROIC	8.2	10.6	17.0	20.6	32.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	941.5	1,046.5	1,302.6	1,183.4	1,697.8
BPS	15,242.2	20,308.6	21,611.3	22,794.7	24,492.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Multiples(x, %)					
PER	85.9	88.5	73.7	81.1	56.5
PBR	5.3	4.6	4.4	4.2	3.9
EV/ EBITDA	14.9	16.3	15.4	19.6	19.0
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	15.1	15.9	20.4	28.5	30.3
PSR	4.8	5.0	5.5	5.2	4.9
재무건전성 (%)					
부채비율	35.8	24.3	23.1	22.8	22.2
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	168.4	172.8	257.2	301.5	336.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자산(%)	58.9	47.0	32.6	25.2	20.7
현금+투자자산(%)	41.1	53.0	67.4	74.8	79.3
자본구조					
차입금(%)	2.3	1.7	1.6	1.5	1.3
자기자본(%)	97.7	98.3	98.4	98.5	98.7

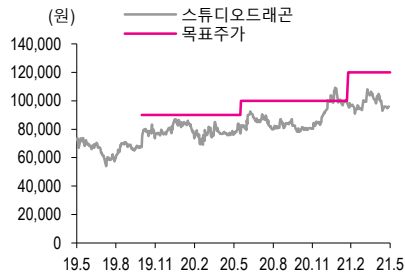
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	(12.2)	5.2	148.3	100.5	94.5
당기순이익	26.4	29.6	39.1	35.5	50.9
자산상각비	116.8	116.2	101.7	65.3	43.9
운전자본증감	(142.9)	(144.1)	7.2	(0.6)	(0.7)
매출채권감소(증가)	(22.1)	(29.9)	6.4	(6.1)	(6.4)
재고자산감소(증가)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감(감소)	(1.2)	(13.6)	(1.5)	3.1	3.3
투자현금	(81.0)	(16.3)	(25.8)	(26.8)	(27.9)
단기투자자산감소	(18.8)	(48.7)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(7.0)	(7.2)	(7.5)
설비투자	(0.6)	(7.2)	(7.2)	(7.6)	(8.1)
유무형자산감소	(0.2)	(1.2)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
재무현금	(0.0)	0.0	(0.3)	(0.2)	(0.2)
차입금증가	(1.0)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(93.2)	(10.7)	122.2	73.6	66.5
총현금흐름(Gross CF)	150.0	164.6	141.1	101.1	95.2
(-) 운전자본증감(감소)	4.9	12.8	(7.2)	0.6	0.7
(-) 설비투자	0.6	7.2	7.2	7.6	8.1
(+) 자산매각	(0.2)	(1.2)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
Free Cash Flow	144.4	143.5	136.4	88.2	81.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	7.0	7.2	7.5
잉여현금	144.4	143.5	129.4	81.0	74.2

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(원)	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	(17.9)	(10.0)
2021-05-31	Buy	120,000		

투자 의견 (향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2021년 03월 31일 기준)

Buy (89.8%)	Hold (10.2%)	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.