

스튜디오드래곤 (253450KQ)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 120,000 원 (유지)

Analyst 박형민

02-6923-7345

phm@capefn.com

Stock Data

주가(06/21)	96,300원
액면가	500원
시가총액	2,889십억원
코스닥 시총대비	0.68%
52주 최고/최저가	109,200원/78,100원
120일 평균거래대금	21십억원
외국인지분율	12.25%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.94%
	네이버 6.26%

글로벌 경쟁력이 돋보일 것

투자의견 Buy 유지, 목표주가 120,000 원 유지

- 스튜디오드래곤에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원을 유지. 22F EPS 2,248원에 Target P/E는 과거 4개년 P/E 평균의 하단인 53.3배를 적용. 글로벌 OTT 시장 확장 국면에서 한국 드라마 제작사 중 동사의 압도적인 글로벌 레퍼런스 및 경쟁력과, 글로벌 제작사향 공급 모멘텀 감안 시 상승여력 충분하다 판단

고성장하는 OTT 시장에서 Top Tier 제작사

- 아시아 가입자 성장을 위한 글로벌 OTT의 한국 드라마 수급경쟁은 현재 진행형. 이에 더해 국내 OTT 또한 국내의 잠재 가입자 방어를 위해 21년부터 콘텐츠 투자 금액 확대를 발표. 넷플릭스의 1분기 가입자 증가 폭이 컨센서스 대비 200만명 이상 하회하며 투자 지속성에 대한 우려 있으나, 역설적으로 가입자 성장을 방어를 위해 글로벌 OTT의 콘텐츠 투자가 더 중요해졌다고 판단
- 캡티브 및 타 방송사향 편성 매출의 성장은 제한적이라는 우려가 있으나, 티빙의 콘텐츠 투자 확대가 이를 상쇄할 것이며, 아이치이, 넷플릭스를 포함한 디지털 플랫폼향 오리지널 드라마 공급으로 안정적인 수익 창출 기반을 마련. 스카이드스와의 애플TV+ 오리지널 공동제작 내용이 구체화됨. 회당 30분, 10회 분량의 시리즈 오더를 받았으며, 관련 실적은 22년 하반기에 반영될 것으로 예상

1Q21 Review 및 하반기 전망

- 1Q21 실적에서 가파른 신작 판매단가(ASP) 상승이 확인. 1Q21 방영 편수가 전년대비 0.6편 감소한 영향으로 매출액은 1,171억원(-3% YoY)으로 감소했지만, 영업이익은 179억원(+54% YoY)로 컨센서스 144억원을 24% 상회. 신작 ASP가 33% 상승하고 매출원가율이 79.8%로 하락하면서(-6.3%p YoY) 수익성이 큰 폭으로 개선. <빈센조>, <철인왕후> 등의 콘텐츠가 흥행했고, 넷플릭스 오리지널 1편, 티빙 오리지널 1편을 공급. <빈센조>의 마진률은 30% 중반으로 추정되며 디지털 플랫폼(넷플릭스, 티빙) 향 오리지널 두 편은 20% 수준의 마진을 보장받았을 것
- 2Q21 매출액은 964억원(-40% YoY) 영업이익 134억원(-21% YoY, OPM 13.9%)로 2Q20 대작 <더킹 : 영원의군주> 방영의 기저 효과가 작용할 것으로 예상되나 1분기의 판가상승 효과, 비용 컨트롤키조 등이 이어지며 견조한 수익성 달성할 것. 21년은 상저하고의 실적을 전망

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	13.0	17.4
상대주가(%)	-4.1	6.6	-13.8

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	469	526	552	633	692
영업이익	(십억원)	29	49	70	84	97
영업이익률	(%)	6.1	9.3	12.7	13.3	14.1
지배주주순이익	(십억원)	26	30	58	67	79
EPS	(원)	941	1,044	1,942	2,248	2,617
증감률	(%)	-26.4	10.9	86.0	15.8	16.4
PER	(배)	86.0	88.7	49.9	43.1	37.1
PBR	(배)	5.3	4.6	4.1	3.8	3.4
ROE	(%)	6.4	5.7	8.9	9.2	9.7
EV/EBITDA	(배)	14.9	16.3	15.6	14.3	12.8
순차입금	(십억원)	-107	-90	-151	-190	-243
부채비율	(%)	35.8	24.3	30.1	27.0	26.4
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

실적 리뷰 및 전망

1Q21 실적 Review : 판가상승과 비용 컨트롤 기조로 수익성 개선

스튜디오드래곤의 1Q21 매출액은 1,117억원(-3% YoY), 영업이익 179억원(+54% YoY, OPM 15.3%)를 기록했다. 1Q20 대비 방영 편수의 감소로 편성매출(-3% YoY)과 판매매출(-6%)이 감소했으나 영업이익은 +54% YoY 상승하면서 눈에 띄는 수익성 개선을 보였다. 수익성 개선의 주요 원인은 1) 빈센조, 철인왕후 등 제작 콘텐츠의 견조한 흥행과 제작사에 우호적인 대외 환경으로 신작 ASP가 +34% YoY 상승했고, 2) 구작의 판매량이 1Q20 150편 대비 1Q21 182편으로 상승했다. 판매된 구작의 대부분은 자산 상각이 종료되었기 때문에 판매 시 높은 수익성을 창출한다. 3) 또한 제작비 효율화와 19~20년 상각비 선제적 인식 등 비용 구조 개선 영향으로 매출원가율은 79.8%(-6.3%p)로 하락했다.

2Q21 및 하반기 실적 전망 : 디지털 플랫폼향 공급에 집중

2Q21 매출액은 964억원(-40% YoY), 영업이익 134억(-21% YoY, OPM 13.9%)을 전망한다. 2Q20 방영된 대작 <더킹 : 영원의군주>의 기저효과와 전년 대비 방영편수 감소로 매출액 감소는 불가피하지만, 구작판매의 호조와 비용컨트롤 기조가 이어지면서 견조한 수익성을 유지할 것으로 기대된다. 방송사의 제한된 드라마 슬롯과 제작비 효율화 기조 속에서 편성매출의 다소 제한적일 수 있지만, 동사는 국내외 디지털 플랫폼으로 성공적인 매출원 다변화를 이뤄내고 있다. 20년에 동사가 드라마를 공급한 디지털 플랫폼은 넷플릭스가 유일했는데, 올해 동사의 디지털 OTT향 라인업은 20년 넷플릭스향 2편에서 21년 넷플릭스, 티빙, 아이치이향 총 9편 이상으로 증가할 전망이다. 2Q21에는 아이치이 오리지널 <간 떨어지는 동거>가 방영되고 있으며, 3Q21 티빙 오리지널 <마녀식당으로 오세요>의 방영이 예정되어 있다. <간 떨어지는 동거>는 아이치이 오리지널로 공급했지만, 국내 방송사에 대한 방영권은 따로 판매할 수 있는 구조로 넷플릭스 오리지널 대비 높은 마진률을 기록할 것으로 보인다. 21년 매출액 5,523억원(+5% YoY), 영업이익 703억원(+43% YoY, OPM 12.7%)를 전망한다.

글로벌 제작사와의 협업 구체화

또한 기다리던 미국 스카이댄스와의 공동제작 내용이 구체화되었다. <The Big Door Prize>의 시리즈 오더를 받았으며, 내년 하반기 애플TV+ 오리지널로 공개될 예정이다. 회당 30분, 10회 분량이며, 통상 미국의 50~60분, 10회 분량의 드라마 제작비가 800억원~1,000억원 수준임을 감안 시, 동 프로젝트의 제작비 규모는 400~500억원으로 예상된다. 관련 실적은 애플TV+ 공개 시점인 내년 하반기에 반영될 것으로 보인다. 한국 대작드라마의 제작비는 200~300억 수준인 것에 비교하면, 22년 이후 글로벌 제작 사례 증가 시 탑라인의 고성장이 가능하다. 동 작품을 포함하여 <사랑의 불시착>, <호텔 델루나> 등 18개의 프로젝트를 진행중으로, 추후 글로벌 협업에 대한 성과가 연이어 나타날 것으로 전망한다.

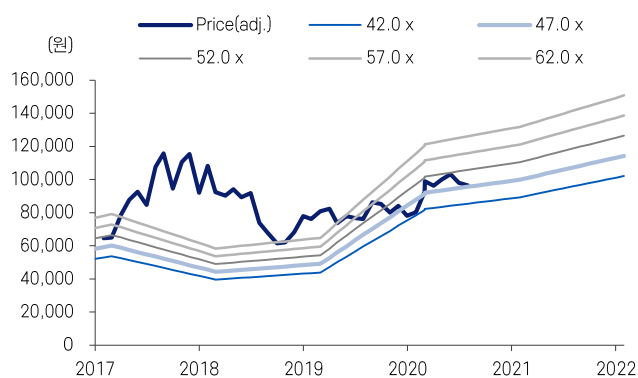
표1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	96.4	163.9	175.0	525.7	552.3	632.6
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	35.2	64.1	61.0	197.0	204.1	217.8
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	51.0	87.5	101.5	279.8	303.2	363.8
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.2	12.3	12.4	48.9	45.0	51.0
매출총이익	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	19.2	18.9	33.9	74.8	95.8	111.6
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.4	12.0	27.0	49.1	70.3	83.9
OPM (%)	9.6	10.4	15.1	3.3	15.3	13.9	7.3	15.4	9.3	12.7	13.3
YoY (%)											
매출액	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-40.3	54.2	27.1	12.2	5.1	14.5
편성	2.5	12.5	-24.8	-10.9	-3.1	-46.1	40.2	50.0	- 5.6	3.6	6.7
판매	19.0	25.5	-15.2	101.7	-5.5	-32.7	72.0	17.6	27.6	8.4	20.0
기타	-28.7	107.1	-6.7	20.2	23.2	-49.7	26.8	16.1	20.4	- 7.9	13.2
영업이익	5.5	56.1	46.8	흑전	54.0	-20.7	-24.7	487.5	71.3	43.1	19.4

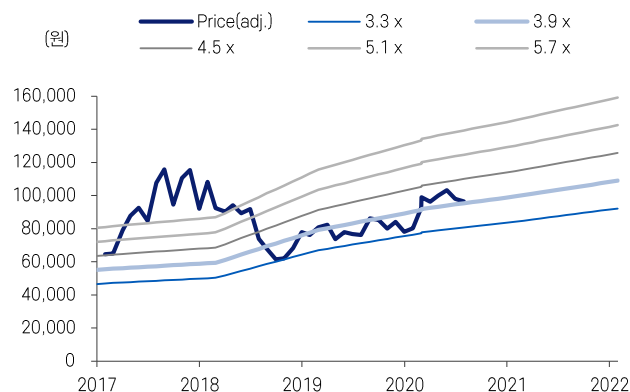
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권

그림1. 스튜디오드래곤 12M FWD PER 밴드



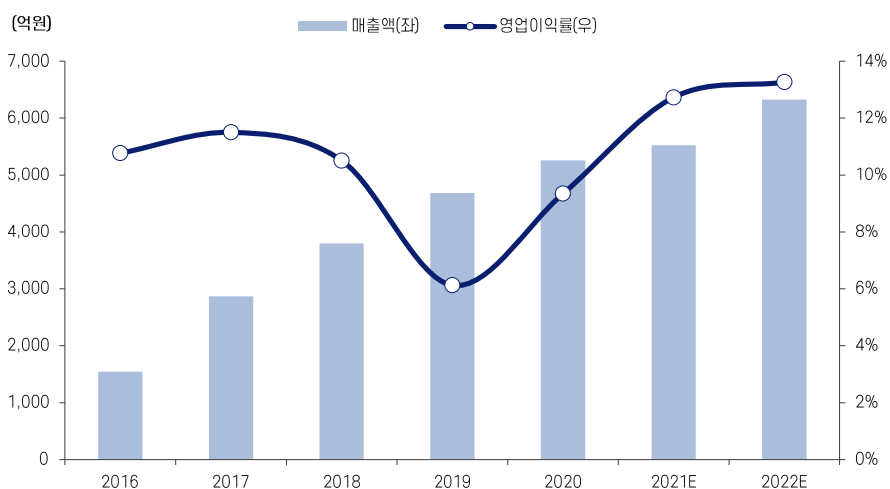
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 스튜디오드래곤 12M FWD PBR 밴드



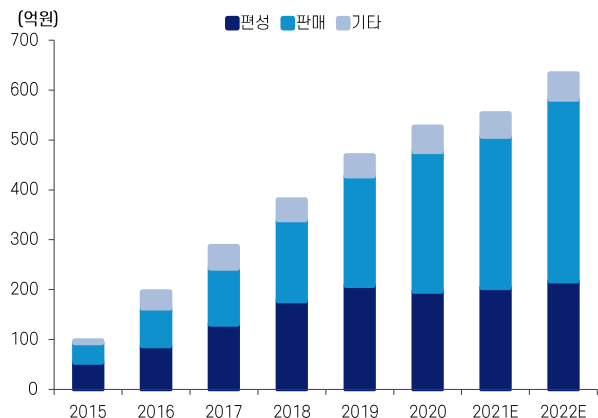
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 매출액 영업이익률 추이와 전망



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



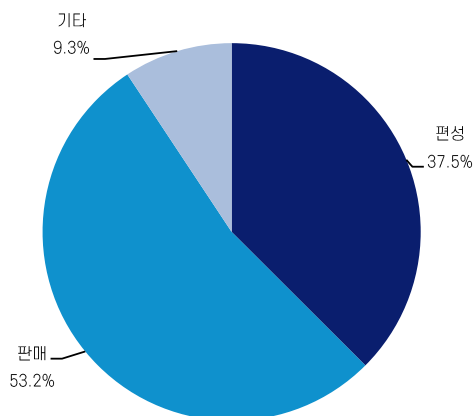
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 매출액과 드라마 제작 편수 추이 전망



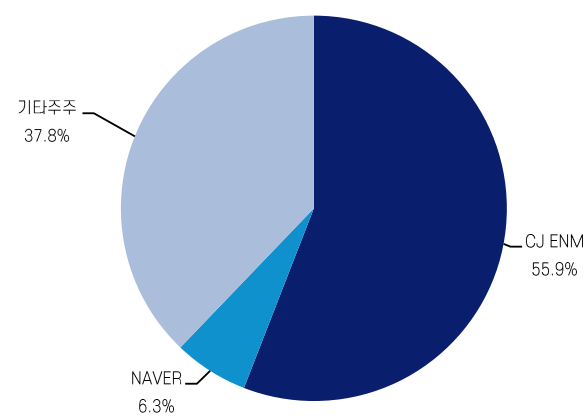
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 사업부문별 매출액 비중(20년 12월 기준)



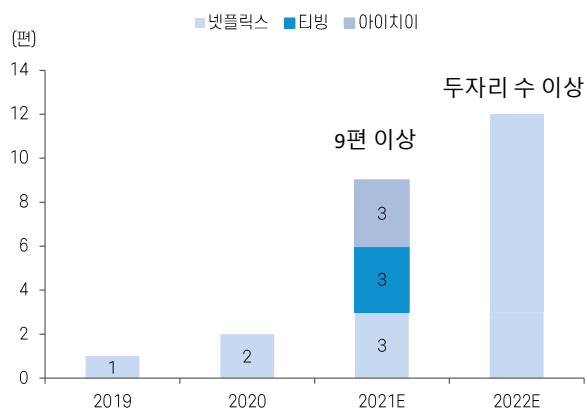
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 주주 현황



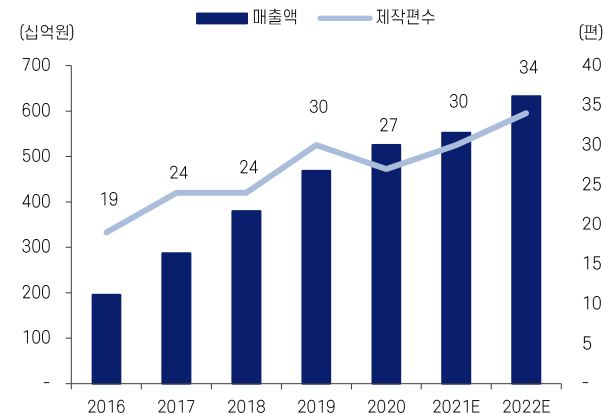
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 디지털 플랫폼형 공급 드라마 수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 매출액과 드라마 제작 편수 추이 전망



자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 21년 드라마 라인업

No.	편성	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	최고 시청률(%)
1	tvN	루카: 더비기닝	2.1~3.9	12	전성일	김홍선	김래원, 이다희	6.3
2	tvN	빈센조	2.20~5.2	20	박재범	김희원	송중기, 전여빈	14.6
3	tvN	나발레라	3.22~4.27	12	이은미	한동화	박인환, 송강, 나문희	3.7
4	tvN	마인	5.8~6.27	16	백미경	이나정	이보영, 김서형	9.5
5	tvN	어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	5.10~6.29	16	임메아리	권영일	박보영, 서인국	4.4
6	tvN	악마판사	7.3~8.22	16	문유석	최정규	지성, 김민정	
7	tvN	너는 나의 봄	7.5~	16	이미나	정지현	서현진, 김동욱	
8	tvN	지리산	10월	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	
9	tvN	갯마을 차차차	미정	16	신하은	유재원	신민아, 김선호	
10	tvN	환혼	미정	16	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 박해은	
11	tvN	더로드: 1의 비극	미정	16	윤희정	김노원	지진희, 윤세아	
12	tvN	스물다섯 스물하나	미정	16	권도은	정지현	남주혁, 김태리	
13	tvN	하이클래스	미정	16	현정	최병길	조여정, 김지수	
14	tvN	잠중록	미정	16	정현정	이종재		
15	tvN	해피니스	미정	16	한상운	안길호	한효주, 박형식	
16	OCN	타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	3.1
17	OCN	보이스4	6.18~	14	마진원	신용희	송승헌, 이하나	
18	OCN	홀타운	미정	미정	주진	박현석	유재명, 한예리	
19	넷플릭스	좋아하면 울리는 시즌2	3.12	6	공작소류	김진우	김소현, 정가람, 송강	
20	넷플릭스	소년심판	미정	미정	김민석	홍종찬	김혜수	
21	티빙	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10	은선우	김병수	전소니, 기도훈	
22	티빙	마녀식당으로 오세요	7.16	8	이영숙	소재현, 이수현	송지호, 남지현	
23	티빙	유미의 세포들 (tvN 편성)	하반기	14	김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	
24	아이치이	간 떨어지는 동거 (tvN 편성)	5.12~7.1	16	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 혜리	5.3

자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 스튜디오드래곤 2Q21 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	228	388	423	495
현금및현금성자산	49	122	161	214
매출채권 및 기타채권	107	167	164	178
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	529	525	554	576
투자자산	180	185	195	205
유형자산	8	8	8	8
무형자산	230	246	249	261
자산총계	757	913	977	1,072
유동부채	132	201	198	214
매입채무 및 기타채무	57	87	86	93
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	16	10	10	10
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	148	211	208	224
지배기업소유지분	609	702	769	848
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470
이익잉여금	123	181	249	327
기타자본	1	35	35	35
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	609	702	769	848
총차입금	11	13	13	14
순차입금	-90	-151	-190	-243

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	5	105	174	187
영업에서 창출된 현금흐름	21	118	189	205
이자외 수취	0	0	0	0
이자외 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-15	-13	-15	-18
투자활동 현금흐름	-16	-34	-135	-135
유동자산의 감소(증가)	4	10	0	-1
투자자산의 감소(증가)	-167	-4	-10	-10
유형자산 감소(증가)	-7	-3	-4	-4
무형자산 감소(증가)	-111	-119	-105	-120
재무활동 현금흐름	0	1	-0	0
사채및차입금증가(감소)	1	3	-0	0
자본금및자본잉여금 증감	149	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-11	73	39	53
기초현금	60	49	122	161
기말현금	49	122	161	214
FCF	-2	102	170	183

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	526	552	633	692
증가율(%)	12.2	5.1	14.5	9.4
매출원가	451	457	521	564
매출총이익	75	96	112	127
매출총이익률(%)	14.2	17.3	17.6	18.4
판매비와 관리비	26	25	28	30
영업이익	49	70	84	97
영업이익률(%)	9.3	12.7	13.3	14.1
EBITDA	165	177	190	209
EBITDA M%	31.4	32.0	30.0	30.2
영업외손익	-4	-1	-1	-1
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-4	3	0	0
기타영업외손익	-4	-1	-1	-1
세전이익	42	73	83	96
법인세비용	12	15	15	18
당기순이익	30	58	67	79
지배주주순이익	30	58	67	79
지배주주순이익률(%)	5.6	10.5	10.7	11.3
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	3	34	0	0
총포괄이익	32	92	67	79
EPS 증가율(%, 지배)	10.9	86.0	15.8	16.4
이자손익	2	0	0	0
총외화관련손익	-5	0	0	0

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	30,004	30,004	30,004	30,004
시가총액(십억원)	2,778	2,910	2,910	2,910
주가(원)	92,600	97,000	97,000	97,000
EPS(원)	1,044	1,942	2,248	2,617
BPS(원)	20,309	23,386	25,633	28,250
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	88.7	49.9	43.1	37.1
PBR(X)	4.6	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA(X)	16.3	15.6	14.3	12.8
ROE(%)	5.7	8.9	9.2	9.7
ROA(%)	4.4	7.0	7.1	7.7
ROIC(%)	15.2	21.5	24.0	27.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	24.3	30.1	27.0	26.4
순차입금/자기자본(%)	-14.8	-21.5	-24.7	-28.7
유동비율(%)	172.8	192.5	213.6	231.1
이자보상배율(X)	84.8	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7
매출채권 회전율	0.0	4.0	3.8	4.1
재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율	0.0	6.4	6.0	6.3