

# 스튜디오드래곤 (253450KQ)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 120,000 원 (유지)

Analyst 박형민

02-6923-7345

phm@capefn.com

### Stock Data

주가(08/05)	92,600원
액면가	500원
시가총액	2,778십억원
코스닥 시총대비	0.63%
52주 최고/최저가	109,200원/78,100원
120일 평균거래대금	11십억원
외국인지분율	12.14%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.94%
	네이버 6.26%

## 수익성을 단단히 다지는 모양새

### 2Q21 Review : 외형 축소에도 수익성 개선세는 지속

- 스튜디오드래곤은 2Q21 연결 기준 매출액 1,060억원(-34% YoY), 영업이익 138억원(-18% YoY, OPM 13.0%)을 기록. 컨센서스 151억원을 8% 하회. 편성매출은 282억원(-57% YoY), 판매매출은 675억원(-11% YoY)를 기록. 1) 2Q21 방영 편수가 전년대비 3편 이상 감소했고, 2) 2Q20 대작 <더킹 : 영원의군주>의 지지 효과도 작용하면서 외형과 이익 규모가 축소되었으나, 1분기에 이어 판매단가(ASP)의 상승이 확인. 이에 따라 OPM은 전년대비 2.6%p 개선
- 2Q21 특기할 만한 점은 <간 떨어지는 동거>는 동사의 첫 아이치이 오리지널 드라마 제작 케이스. IP를 아이치이가 가지는 오리지널 드라마로 공급했지만, 국내 방송사에 대한 방영권은 따로 판매할 수 있는 구조로 넷플릭스 오리지널 대비 높은 마진률을 기록한 비즈니스 모델로 추정됨
- 3분기 및 하반기는 방영편수의 회복과 OTT향 공급 확대로 상저하고의 실적을 보여줄 것으로 전망

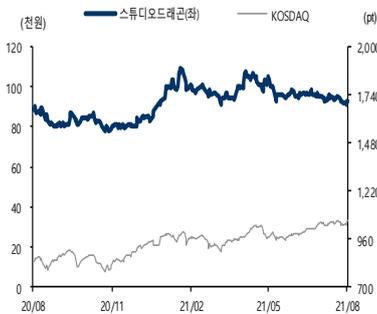
### 디지털과 글로벌에 성장 포인트

- 캡티브 및 타 방송사향 편성 매출의 성장은 제한적이라는 우려가 있으나, 티빙의 콘텐츠 투자 확대가 이를 상쇄할 것이며 아시아 가입자 성장을 위한 글로벌 OTT의 한국 드라마 수급경쟁은 현재 진행형. 국내외 디지털 플랫폼(OTT)향 공급 확대로 외형성장 및 수익성 개선 가능할 것으로 판단
- 또한, 스카이댄스와 애플TV+ 오리지널 공동제작 내용이 구체화됨. 회당 30분, 10회 분량의 시리즈 오더를 받았으며, 관련 실적은 애플TV+의 드라마 공개 시점으로 예상되는 22년 하반기에 반영될 것. 통상 미국의 50~60분, 10회 분량의 드라마 제작비가 800억원~1,000억원 수준임을 감안 시, 동 프로젝트의 제작비 규모는 400~500억원으로 예상. 동 작품을 포함하여 <사랑의 불시착>, <호텔 델루나> 등 18개의 프로젝트를 진행 중으로 내년중 추가적인 시리즈 오더 획득을 기대

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 120,000 원 유지

- 스튜디오드래곤에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원을 유지. 동사의 지속적인 ASP 상승 추세로 인한 수익성 개선은 글로벌 OTT 시장 확장 국면에서 동사의 콘텐츠 경쟁력을 방증. 글로벌 제작사향 공급 모멘텀을 감안 시 상승여력 충분하다 판단

### 주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-2.9	-6.4	2.3
상대주가(%)	-4.1	-14.5	-18.2

### 경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	469	526	530	596	668
영업이익	(십억원)	29	49	66	76	89
영업이익률	(%)	6.1	9.3	12.5	12.8	13.3
지배주주순이익	(십억원)	26	30	52	58	68
EPS	(원)	941	1,044	1,742	1,923	2,250
증감률	(%)	-26.4	10.9	66.9	10.4	17.0
PER	(배)	86.0	88.7	53.2	48.2	41.2
PBR	(배)	5.3	4.6	4.0	3.7	3.4
ROE	(%)	6.4	5.7	8.0	8.0	8.6
EV/EBITDA	(배)	14.9	16.3	14.9	12.9	11.4
순차입금	(십억원)	-107	-90	-124	-151	-189
부채비율	(%)	35.8	24.3	33.2	31.3	31.8
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

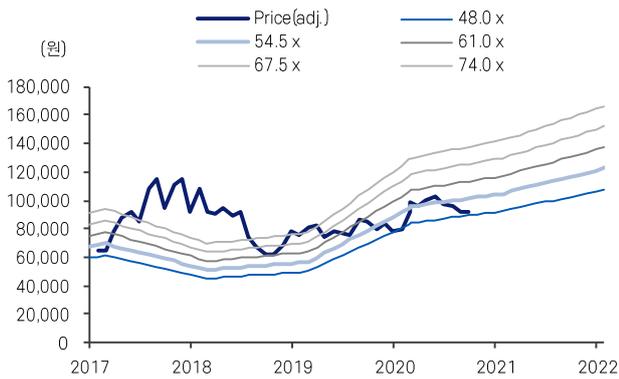
표1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	155.9	151.1	525.7	530.1	595.6
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	52.9	50.4	197.0	175.2	204.2
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	90.6	88.2	279.8	309.5	340.0
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	12.4	12.5	48.9	45.3	51.4
매출총이익	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	23.6	24.6	74.8	92.2	104.3
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	16.7	17.7	49.1	66.1	76.0
OPM (%)	9.6	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	10.7	11.7	9.3	12.5	12.8
YoY (%)											
매출액	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	46.6	9.7	12.2	0.8	12.4
편성	2.5	12.5	-24.8	-10.9	-3.1	-56.9	15.7	23.8	- 5.6	- 11.0	16.6
판매	19.0	25.5	-15.2	101.7	-5.5	-10.8	78.0	2.2	27.6	10.6	9.8
기타	-28.7	107.1	-6.7	20.2	23.2	-49.3	27.8	17.0	20.4	- 7.3	13.3
영업이익	5.5	56.1	46.8	흑전	54.0	-18.2	4.6	284.7	71.3	34.5	15.0

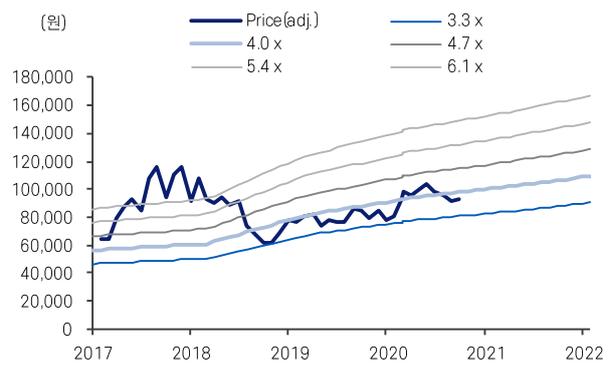
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권

그림1. 스튜디오드래곤 12M FWD PER 밴드



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 스튜디오드래곤 12M FWD PBR 밴드



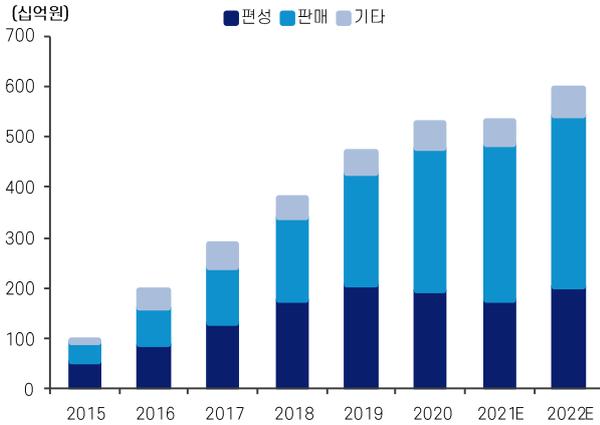
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 매출액 영업이익률 추이와 전망



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



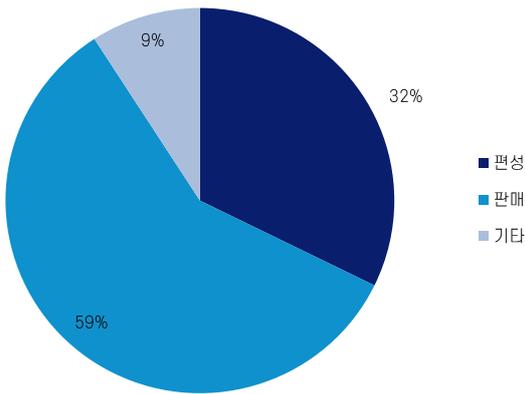
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 매출액과 드라마 제작 편수 추이 전망



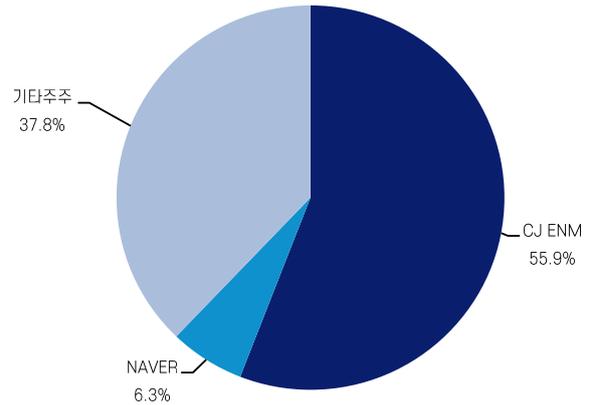
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 사업부문별 매출액 비중(1H21 기준)



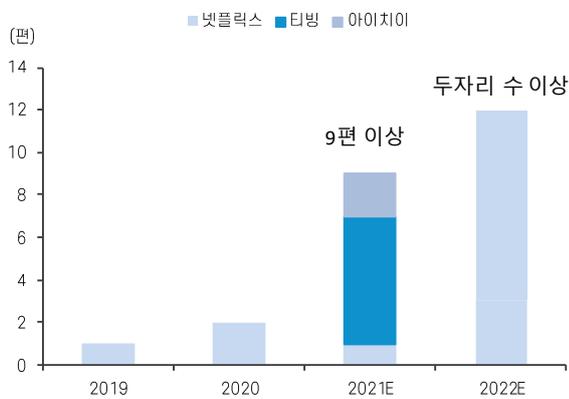
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 주주 현황



자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 디지털 플랫폼용 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
1	tvN	여신강림	12.9~2.4	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영
2	tvN	철인왕후	12.12~2.14	20부	박계옥, 최아일	윤성식	신혜선, 김정현
3	tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희
4	tvN	빈센조	2.20~ 5.2	20부	박재범	김희원	송중기, 전여빈, 옥택연
5	tvN	나빌레라	3.22~ 4.27	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 나문희
6	tvN	어느 날 우리집 현관으로 멸망	5.10 ~ 6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국, 이수혁
7	tvN	마인	5.8~6.27	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형, 옥자연
8	tvN	악마판사	7.3~8.22	16부	문윤석	최정규	지성, 김민정, 박진영
9	tvN	너는 나의 봄	7.5~8.31	16부	이미나	정지현	서현진, 김동욱, 윤박
10	tvN	더 로드 : 1의 비극	08.04~	16부	윤희정	김노원	지진희, 윤세아
11	tvN	갯마을 차차차	8.28~10.17	16부	신하은	유제원	신민아, 김선호
12	tvN	하이클래스	9/6~10/26	16부	현정	최병길	조여정, 김지수, 하준
13	tvN	지리산	10.23~12.12	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈
14	tvN	어사와 조이	10.25~12.14	16부	이재윤	유종선	김혜윤, 옥택연
15	tvN	환혼	12.18~22.2.6	16부	홍정은,홍미란	박준화	이재욱, 박혜은
16	tvN	스물다섯 스물하나	2H21	16부	권도은	정지현	남주혁, 김태리
17	OCN	타임즈	2.20~3.28	12부	이새봄, 안혜진	윤종호	이서진, 김영철
18	OCN	보이스4 : 심판의 시간	6.12~7.25	14부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나
19	OCN	제5열	11월~12월 예정	16부	남상욱, 황인호	이승영	
20	OCN	홈타운	9월 예정	16부	주진	박현석	유재명, 한예리, 엄태구
21	넷플릭스	좋아하면 울리는 2	3.12	6부	차연수, 김서희	김진우	김소현, 송강
22	넷플릭스	킹덤 : 아신전	7.23	1부	김은희	김성훈	전지현, 박병은
23	넷플릭스	소년심판	미정		김민석	홍종찬	김혜수, 김무열
24	티빙	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10부	은선우	김병수	기도훈, 전소니
25	티빙	마녀식당으로 오세요	7.16	8부	이영숙	소재현	송지호, 남지현
26	티빙 (tvN)	유미의 세포들	9월 예정	10부	김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현, 이유비
27	아이치이 (tvN)	간 떨어지는 동거	5.20 ~ 7.15	16부	백선우, 최보림	남성우	장기용, 이혜리

자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권

그림10. 스튜디오드래곤 3Q21 라인업

 (보이스4: 심판의 시간) · 편성: tvN · 방영: 6/18-7/31(14부) · 극본: 마진원, 연출: 신용휘 · 주연: 송승헌, 이하나	 (너는 나의 봄) · 편성: tvN · 방영: 7/5-8/24(16부) · 극본: 이미나, 연출: 정지현 · 주연: 서현진, 김동욱	 (악마판사) · 편성: tvN · 방영: 7/3-8/22(16부) · 극본: 문윤석, 연출: 최정규 · 주연: 지성, 김민정, 박규영	 (더 로드: 1의 비극) · 편성: tvN · 방영: 8/4-9/9(12부) · 극본: 윤희정, 연출: 김노원 · 주연: 지진희, 윤세아
 (하이클래스) · 편성: tvN · 방영: 9/6-10/26(16부) · 극본: 현정, 연출: 최병길 · 주연: 조여정, 김지수, 하준	 (갯마을 차차차) · 편성: tvN · 방영: 8/28-10/17(16부) · 극본: 신하은, 연출: 유제원 · 주연: 신민아, 김선호	 (마녀식당으로 오세요) · 편성: TVing Original · 방영: 7/16-8/6 (8부) · 극본: 이영숙, 연출: 소재현, 이수현 · 주연: 송지호, 남지현	 (유미의 세포들) · 편성: TVing Original, tvN · 방영: 9/17-10/30 (14부) · 극본: 송계정, 김윤주, 연출: 이상엽 · 주연: 김고은, 안보현

자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	228	350	382	446
현금및현금성자산	49	98	125	162
매출채권 및 기타채권	107	184	187	210
재고자산	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	529	577	607	636
투자자산	180	184	194	205
유형자산	8	8	8	8
무형자산	230	271	302	320
<b>자산총계</b>	757	927	989	1,082
<b>유동부채</b>	132	215	220	245
매입채무 및 기타채무	57	86	88	99
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	16	15	15	16
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	148	231	235	261
<b>지배기업소유지분</b>	609	696	753	821
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470
이익잉여금	123	175	233	300
기타자본	1	35	35	35
비지배지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	609	696	753	821
<b>총차입금</b>	11	12	13	13
<b>순차입금</b>	-90	-124	-151	-189

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	526	530	596	668
증가율(%)	12.2	0.8	12.4	12.1
<b>매출원가</b>	451	438	491	548
매출총이익	75	92	104	119
매출총이익률(%)	14.2	17.4	17.5	17.9
판매비와 관리비	26	26	28	31
<b>영업이익</b>	49	66	76	89
영업이익률(%)	9.3	12.5	12.8	13.3
<b>EBITDA</b>	165	186	212	237
EBITDA M%	31.4	35.1	35.6	35.5
<b>영업외손익</b>	-4	-1	0	0
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-4	4	0	0
기타영업외손익	-4	-1	0	0
<b>세전이익</b>	42	70	76	89
법인세비용	12	17	18	21
<b>당기순이익</b>	30	52	58	68
<b>지배주주순이익</b>	30	52	58	68
지배주주순이익률(%)	5.6	9.9	9.7	10.1
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	3	34	0	0
총포괄이익	32	86	58	68
EPS 증가율(%, 지배)	10.9	66.9	10.4	17.0
이자손익	2	0	0	0
총외화관련손익	-5	0	0	0

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	5	143	194	215
영업에서 창출된 현금흐름	21	159	212	236
이자의 수취	0	0	0	0
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-15	-16	-18	-21
<b>투자활동 현금흐름</b>	-16	-95	-166	-178
유동자산의 감소(증가)	4	13	-0	-1
투자자산의 감소(증가)	-167	-4	-10	-10
유형자산 감소(증가)	-7	-3	-4	-4
무형자산 감소(증가)	-111	-156	-163	-163
<b>재무활동 현금흐름</b>	0	1	0	1
사채및차입금증가(감소)	1	2	0	1
자본금및자본잉여금 증감	149	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
<b>외환환산으로 인한 현금변동</b>	0	0	0	0
<b>연결범위변동 관련 현금증감</b>	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	-11	49	27	37
기초현금	60	49	98	125
기말현금	49	98	125	162
<b>FCF</b>	-2	140	190	211

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	30,004	30,004	30,004	30,004
시가총액(십억원)	2,778	2,778	2,778	2,778
주가(원)	92,600	92,600	92,600	92,600
EPS(원)	1,044	1,742	1,923	2,250
BPS(원)	20,309	23,185	25,109	27,359
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	88.7	53.2	48.2	41.2
PBR(X)	4.6	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA(X)	16.3	14.9	12.9	11.4
ROE(%)	5.7	8.0	8.0	8.6
ROA(%)	4.4	6.2	6.0	6.5
ROIC(%)	15.2	19.0	19.3	20.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	24.3	33.2	31.3	31.8
순차입금/자기자본(%)	-14.8	-17.8	-20.1	-23.0
유동비율(%)	172.8	162.4	173.7	181.8
이자보상배율(X)	84.8	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	0.0	3.7	3.2	3.4
재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율	0.0	6.1	5.6	5.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice \_ 최근 2 년간 투자이견 및 목표주가 변경내역

스튜디오드래곤(253450) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-05-31	2019-11-27	2020-05-14	2020-05-14	2021-05-31	2021-06-22	
투자이견	BUY	BUY	담당자변경	BUY	BUY	BUY	
목표주가	86,000원	92,000원		92,000원	120,000원	120,000원	
제시일자	2021-08-06						
투자이견	BUY						
목표주가	120,000원						
제시일자							
투자이견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-05-31	BUY	86,000원	-20.60	-3.02
2019-11-27	BUY	92,000원	-6.21	18.70
2021-05-31	BUY	120,000원		

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

Ratings System

구분	대상기간	투자이견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	비중확대 · 중립 · 비중축소	
[투자비용]	12개월	매수(94.2%)·중립(5.1%)·매도(0.7%)	* 기준일 2021.06.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 당사는 2021년 8월 6일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 2021년 8월 6일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.