

스튜디오드래곤(253450)

정상화 될 편성과 추가될 글로벌 제작 모멘텀

매출 역 성장이 마무리되는 시점

산업의 경쟁 심화와 텐트폴 작품들의 글로벌 흥행으로 판매 확대 및 ASP 상승 등 나무랄 데 없는 지표에도 불구하고 편성 축소 영향으로 성장주임에도 매출이 최근 4개 분기 중 3번이 역 성장을 기록하며 주가가 부진하다. 다만, 3분기/4분기에는 각각 약 6편의 편성으로 정상화되면서 매출 성장이 재개될 것이고, 하반기 추가적인 글로벌 수주 모멘텀 확대도 언급한 만큼 지루한 기간 조정도 끝이 다가오고 있다.

2Q Review: OPM 13.0%(+2.6%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,060억원(-34% YoY)/138억원(-18%)으로 컨센서스(151억원)를 하회했다. CJ ENM의 제작비 효율화 흐름으로 전년 대비 편성이 약 4편 가까이 감소하는 악조건으로 매출이 크게 역 성장했지만, <빈센조>, <마인> 등의 주요 작품들이 시청률 10%를 상회했으며, <빈센조>는 Flixpatrol.com 인덱스 기준으로 여전히 7위를 기록하는 글로벌 흥행에 성공했다. 글로벌 레퍼런스 개선에 따른 ASP 증가 및 판매 고성장으로 수익성은 오히려 개선되었다.

넷플릭스, 아이치이, 애플TV and so on

코로나19에 따른 글로벌 OTT들의 가속화된 성장과 콘텐츠 수급 경쟁 심화 환경 속에서, 프리미엄 IP에 기반한 주요 작품들의 연이은 글로벌 흥행으로 사상 최대 수준의 수익성을 기록하고 있다. 추가로 성장할 여지가 많은데, 1) 넷플릭스와는 계약 연장을 준비하고 있으며, 산업의 경쟁 환경을 고려해보면 상당히 개선된 계약 조건이 예상된다. 2) 최근, 애플TV향 수주에 성공했는데, 이 외에도 글로벌향 추가 1편 제작 가시화 및 2편이 프리 프로덕션 단계라고 밝혔다. 한국보다 제작비 규모가 1.5~2배 이상 높아 상당한 고성장이 예상된다. 3) 마지막으로, 아이치이 오리지널도 <간 떨어지는 동거> 외 추가로 1편 더 제작이 예상되며, 확정되지 않았지만 <빈센조>의 중국향 판매도 협의 중에 있는 등 한한령 완화를 가정하지 않는 중국 OTT향 판매 증가가 예상된다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 140,000원 | CP(8월05일): 92,600원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,059.54
52주 최고/최저(원)	109,200/78,100
시가총액(십억원)	2,778.4
시가총액비중(%)	0.63
발행주식수(천주)	30,004.3
60일 평균 거래량(천주)	118.2
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.14
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	55.94
네이버	6.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.9) (6.4) 2.3
상대	(4.1) (14.5) (18.2)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	544.2	634.8
영업이익(십억원)	68.0	84.6
순이익(십억원)	54.1	66.6
EPS(원)	1,802	2,220
BPS(원)	22,005	24,305

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	468.7	525.7	494.0	654.9	771.7
영업이익	십억원	28.7	49.1	64.4	83.7	108.5
세전이익	십억원	33.1	41.5	66.1	85.4	110.2
순이익	십억원	26.4	29.6	49.6	64.9	83.7
EPS	원	941	1,044	1,653	2,162	2,791
증감율	%	(26.37)	10.95	58.33	30.79	29.09
PER	배	85.97	88.70	56.02	42.83	33.18
PBR	배	5.31	4.56	4.22	3.84	3.44
EV/EBITDA	배	14.88	16.26	14.19	11.67	9.62
ROE	%	6.37	5.71	7.82	9.38	10.94
BPS	원	15,242	20,309	21,962	24,124	26,916
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 황지원
02-3771-7784
jiwon.hwang@hanafn.com

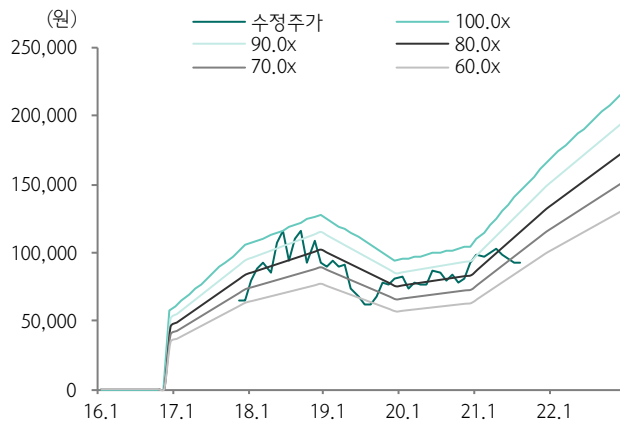
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20	21F	22F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F
매출액	469	526	494	655	120	161	106	138	117	106	116	155
편성	209	197	173	237	45	65	46	41	44	28	48	53
판매	219	280	274	369	67	76	51	86	63	68	56	87
기타	41	49	46	49	8	20	10	11	10	10	11	15
매출총이익	48	75	94	116	17	22	21	15	24	20	23	27
GPM	10%	14%	19%	18%	14%	14%	20%	11%	20%	19%	20%	17%
영업이익	29	49	64	84	12	17	16	5	18	14	16	16
OPM	6%	9%	13%	13%	10%	10%	15%	3%	15%	13%	14%	11%
순이익	26	30	50	65	9	13	11	-3	16	9	13	12

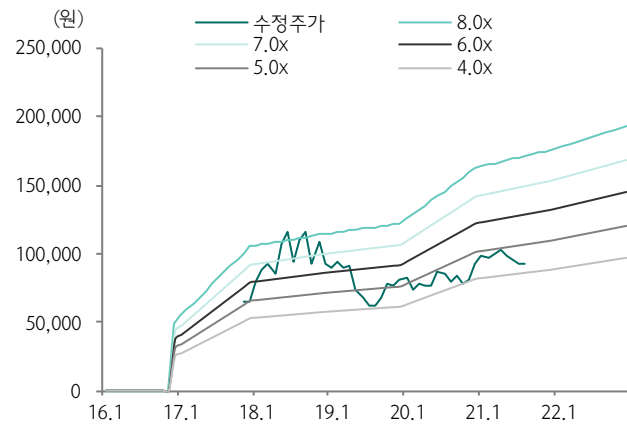
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 12MF P/B 밴드차트



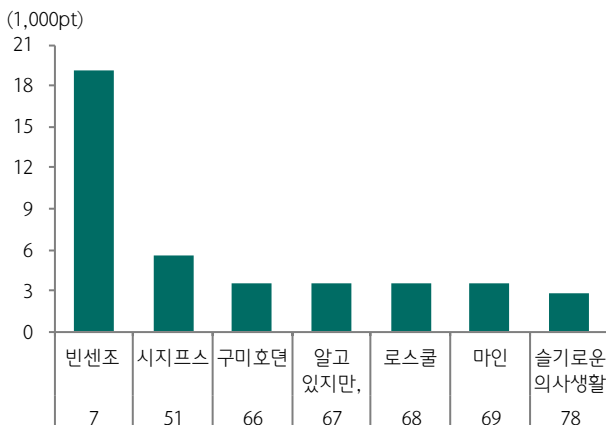
자료: 하나금융투자

표 2. 아이치이 글로벌 방영 한국 드라마

연도	드라마명	국내 채널	동시방영
2020	저녁 같이 드실래요?	MBC	글로벌
	편의점 샛별이	SBS	글로벌
	나를 사랑한 스파이	MBC	글로벌
2021	허쉬	JTBC	글로벌
	암행어사: 조선비밀수사단	KBS2	글로벌
	선배, 그 립스틱 바르지 마요	JTBC	글로벌
	오! 주인님	MBC	글로벌
	간 떨어지는 동거	TVN	오리지널
	월간 집	JTBC	글로벌
	지리산	TVN	글로벌

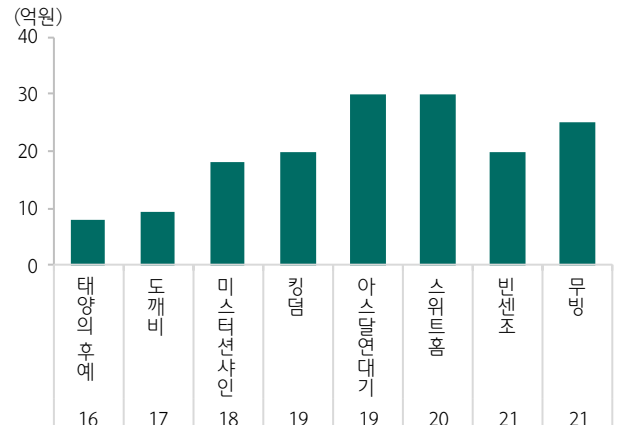
자료: 언론 종합, 하나금융투자
주: 동시 혹은 1~2일 이내 방영작

그림 3. Flixpatrol.com 내 한국 드라마 Top 80 순위



자료: Flixpatrol.com, 하나금융투자

그림 4. 한국 주요 텐트폴 작품들의 회당 제작비 추이



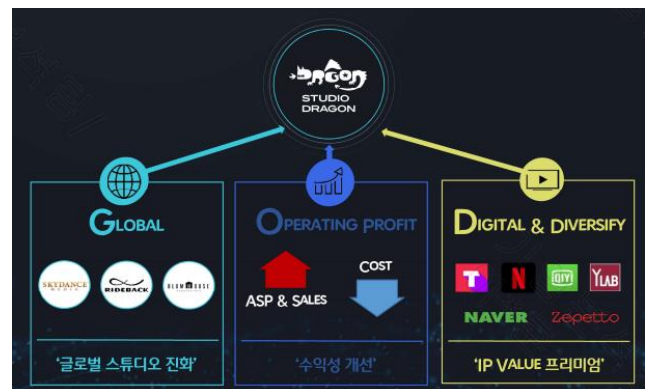
자료: 언론, 하나금융투자

그림 5. 스튜디오드래곤 글로벌 프로젝트 1~2편 가시화



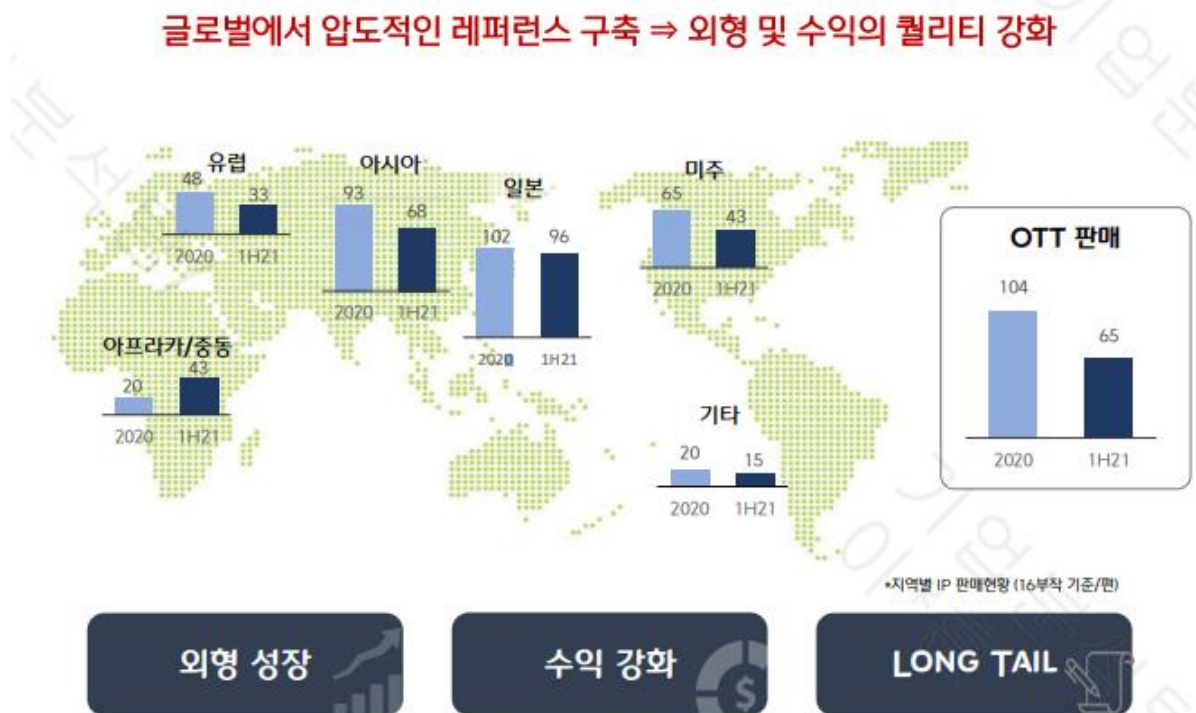
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. 스튜디오드래곤의 글로벌 프로젝트 계획



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 7. 2021년 CJ ENM 주요 콘텐츠 라인업



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 3. 스튜디오드래곤 2021년 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16
		1Q	루카	김래원, 이다희	12
		2Q	나빌레라	송강, 박인환	12
		2Q	어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	박보영, 서인국	16
		3Q	너는 나의 봄	서현진, 김동욱	16
		3Q	하이클래스	조여정	16
		4Q	어사와 조이	옥택연, 김혜윤	16
	수목	1Q	여신강림	차은우, 문가영	16
		2Q	마우스	이승기	20
		2Q	간 떨어지는 동거	장기용, 예리	16
		3Q	더 로드 : 1의 비극	지진희, 윤세아	12
		3Q	유미의 세포들	김고은	14
		4Q	멜랑콜리아	임수정, 이도현	16
	(금)토일	1Q	철인왕후	신혜선, 김정현	20
		1Q	빈센조	송중기, 전여빈	20
		2Q	마인	이보영, 김서형	16
		2Q	보이스4	송승헌, 이하나	14
		3Q	악마판사	지성, 진영	16
		3Q	갯마을 차차차	신민아, 김선호	16
		3Q	배드 앤 크레이지	이동욱	12
		4Q	환혼	이재욱, 유준상	20
OCN	토일	1Q	타임즈	이서진, 이주영	12
		2Q	다크홀	김옥빈, 이준혁	12
		3Q	홀타운	유재명, 한예리	12
기타	넷플릭스	1Q	좋아하면 울리는2	송강, 김소현	6
	티빙	1Q	당신의 운명을 쓰고 있습니다	전소니, 기도훈	10
		3Q	마녀식당으로 오세요	송지효, 남지현	10

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	468.7	525.7	494.0	654.9	771.7
매출원가	420.8	451.0	400.3	539.0	628.2
매출총이익	47.9	74.7	93.7	115.9	143.5
판매비	19.2	25.7	29.2	32.2	35.0
영업이익	28.7	49.1	64.4	83.7	108.5
금융손익	4.3	(3.7)	2.3	2.3	2.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(3.8)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
세전이익	33.1	41.5	66.1	85.4	110.2
법인세	6.6	11.9	16.5	20.5	26.4
계속사업이익	26.4	29.6	49.6	64.9	83.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.4	29.6	49.6	64.9	83.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	26.4	29.6	49.6	64.9	83.7
지배주주지분포괄이익	25.7	32.2	49.6	64.9	83.7
NOPAT	22.9	35.0	48.3	63.6	82.5
EBITDA	145.5	165.3	195.2	235.4	280.7
성장성(%)					
매출액증가율	23.47	12.16	(6.03)	32.57	17.83
NOPAT증가율	(26.84)	52.84	38.00	31.68	29.72
EBITDA증가율	26.30	13.61	18.09	20.59	19.24
영업이익증가율	(28.07)	71.08	31.16	29.97	29.63
(지배주주)순이익증가율	(26.26)	12.12	67.57	30.85	28.97
EPS증가율	(26.37)	10.95	58.33	30.79	29.09
수익성(%)					
매출총이익률	10.22	14.21	18.97	17.70	18.60
EBITDA이익률	31.04	31.44	39.51	35.94	36.37
영업이익률	6.12	9.34	13.04	12.78	14.06
계속사업이익률	5.63	5.63	10.04	9.91	10.85

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	941	1,044	1,653	2,162	2,791
BPS	15,242	20,309	21,962	24,124	26,916
CFPS	5,346	5,803	6,501	7,821	9,308
EBITDAPS	5,185	5,828	6,505	7,845	9,355
SPS	16,698	18,532	16,464	21,827	25,720
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	85.97	88.70	56.02	42.83	33.18
PBR	5.31	4.56	4.22	3.84	3.44
PCR	15.13	15.96	14.24	11.84	9.95
EV/EBITDA	14.88	16.26	14.19	11.67	9.62
PSR	4.84	5.00	5.62	4.24	3.60
재무비율(%)					
ROE	6.37	5.71	7.82	9.38	10.94
ROA	4.83	4.42	6.35	7.63	8.81
ROIC	10.83	14.94	19.60	24.30	30.09
부채비율	35.80	24.28	22.02	24.03	24.23
순부채비율	(24.90)	(14.83)	(19.16)	(20.65)	(24.33)
이자보상배율(배)	58.13	84.78	108.33	136.80	167.51

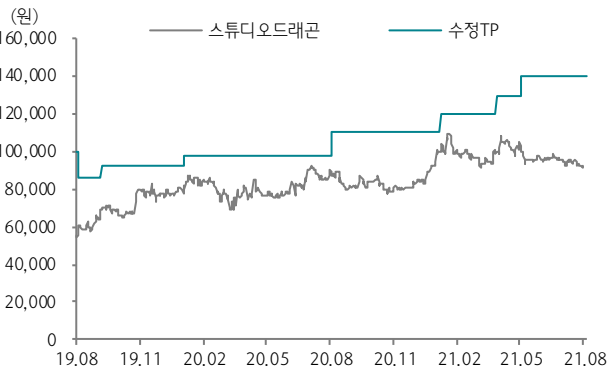
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	244.5	228.3	256.4	319.1	394.8
금융자산	116.6	101.0	136.7	160.7	208.3
현금성자산	59.8	49.1	85.2	107.0	153.1
매출채권	83.6	106.7	100.2	132.9	156.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	44.3	20.6	19.5	25.5	29.9
비유동자산	337.1	529.0	547.7	578.7	608.5
투자자산	13.4	180.1	179.5	182.2	184.2
금융자산	13.4	180.1	179.5	182.2	184.2
유형자산	1.2	7.6	5.7	4.3	3.4
무형자산	233.1	230.4	251.7	281.3	310.1
기타비유동자산	89.4	110.9	110.8	110.9	110.8
자산총계	581.6	757.3	804.1	897.8	1,003.3
유동부채	145.1	132.1	129.8	156.3	176.3
금융부채	2.0	2.4	2.3	3.0	3.6
매입채무	18.4	5.9	5.6	7.4	8.7
기타유동부채	124.7	123.8	121.9	145.9	164.0
비유동부채	8.2	15.8	15.3	17.7	19.4
금융부채	7.9	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동부채	0.3	7.6	7.1	9.5	11.2
부채총계	153.3	148.0	145.1	174.0	195.7
지배주주지분	428.3	609.3	659.0	723.8	807.6
자본금	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.0	470.0	470.0
자본조정	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액	(1.0)	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	93.5	122.9	172.5	237.4	321.2
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.3	659.0	723.8	807.6
순금융부채	(106.6)	(90.4)	(126.2)	(149.5)	(196.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(12.2)	5.2	177.4	234.4	268.3
당기순이익	26.4	29.6	49.6	64.9	83.7
조정	10	12	13	15	17
감가상각비	116.8	116.2	130.7	151.7	172.2
외환거래손익	0.6	3.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(107.4)	(107.6)	(117.7)	(136.7)	(155.2)
영업활동 자산부채 변동	(142.9)	(144.1)	(1.1)	20.2	15.5
투자활동 현금흐름	(81.0)	(16.3)	(146.6)	(181.8)	(199.8)
투자자산감소(증가)	(9.7)	(166.6)	0.5	(2.7)	(2.0)
자본증가(감소)	(0.5)	(7.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(70.8)	157.5	(147.1)	(179.1)	(197.8)
재무활동 현금흐름	(0.0)	0.0	(0.7)	0.1	(0.1)
금융부채증가(감소)	7.8	0.7	(0.1)	0.7	0.5
자본증가(감소)	1.7	149.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.5)	(149.9)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(93.2)	(11.1)	36.5	21.8	46.0
Unlevered CFO	150.0	164.6	195.1	234.7	279.3
Free Cash Flow	(12.8)	(2.0)	177.4	234.4	268.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.7	BUY	140,000		
21.4.2	BUY	130,000	-20.68%	-16.92%
21.1.11	BUY	120,000	-17.79%	-9.00%
20.8.7	BUY	110,000	-23.91%	-8.73%
20.1.8	BUY	98,000	-17.22%	-5.61%
19.9.10	BUY	92,000	-19.44%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-28.57%	-19.65%
19.6.24	BUY	100,000	-34.71%	-29.60%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.09%	5.91%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 08월 03일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 8월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 8월 6일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.