

스튜디오드래곤 (253450)

2021.8.6

대작이 그리운 과도기

매수
(유지)

목표가: 116,000원 ▼
상승여력: 25.3%

박정엽 jay.park@miraeasset.com

2Q21 Review

매출액 1,060억원(-34.3% YoY), 영업이익 138억원(-18.2%), 예상치에 대체로 부합

- 편성 감소에도 판가 인상으로 매출 감소 방어, 구작 효과 및 비용 효율화로 수익성 유지
- 편성: 282억원(-56.9%), 방영 편수 감소로 대폭 감소, 콘텐츠 화제성도 다소 아쉬움
- 판매: 675억원(-10.8%), 협상력 강화로 구작 판가 상승 지속, '간떨등' 아이치이 방영
- 비용: 총 비용 922억원(-36.2%), 당기 비용 증가(오리지널)에도 구작 효과로 원가 감소

디지털 플레이어로 변모 중

유통 채널 다변화는 명확, 이제 대작을 기다린다

- 편성이 대폭 감소한 절대적으로 불리한 상황 속에서도 수익성 지켜낸 점은 긍정적
- 3Q는 보다 나은 환경, 예상 매출액 1,419억원(+33.6%), 영업이익 163억원(+1.6%)
- 스카이댄스, 블룸하우스 등 글로벌 협업 통한 프로젝트 공동 기획, 와이랩 등 IP 활용한 자체 유니버스 콘텐츠 시리즈 제작 → 타겟 시장 및 제작비 scale-up 기대감 높으며
- 유통 채널 다변화에 대한 장기 청사진 유효, 다만 시장 기대 부합하는 대작 수주가 필요

Valuation 및 투자 전략

글로벌 제작사로 변화

- 매수 의견 유지 및 목표주가 11.6만원 하향(-9%), TP는 22F NP * P/E 45배
- 디지털 전환기로, 숏폼/미드폼 및 메타버스 등 장르 다변화 모색이 가능한 구간
- 향후 OTT 대작 수주, 웹툰 IP 기반 시리즈물 제작, 중국향 판권 유통 등이 주가 변수
- 한편 판권 판매(지역별 독점권)는 티빙 해외 진출 전략에 영향 받을 수 있는 점 참고

Key data



현재주가(21/8/5,원)	92,600	시가총액(십억원)	2,778
영업이익(21F,십억원)	66	발행주식수(백만주)	30
Consensus 영업이익(21F,십억원)	68	유동주식비율(%)	37.8
EPS 성장률(21F,%)	64.2	외국인 보유비중(%)	12.1
P/E(21F,x)	54.0	베타(12M) 일간수익률	0.61
MKT P/E(21F,x)	11.3	52주 최저가(원)	78,100
KOSDAQ	1,059.54	52주 최고가(원)	109,200

Share performance

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

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	287	380	469	526	518	724
영업이익 (십억원)	33	40	29	49	66	103
영업이익률 (%)	11.5	10.5	6.2	9.3	12.7	14.2
순이익 (십억원)	24	36	26	30	51	77
EPS (원)	1,050	1,278	941	1,044	1,714	2,579
ROE (%)	12.9	9.3	6.4	5.7	7.7	10.1
P/E (배)	61.9	72.3	85.9	88.7	54.0	35.9
P/B (배)	4.9	6.5	5.3	4.6	3.8	3.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation 및 실적 추정

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

Valuation - P/E	20	21F	22F	12MF
현재 P/E	93.9	54.0	35.9	43.7
적정 시총	3,482	3,482	3,482	3,482
NP	30	51	77	64
Target PE	117.7	67.7	45.0	54.8
적정주가 (원)	116,057	116,057	116,057	116,057
상승여력 (%)		25.3	25.3	25.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	120	161	106	138	117	106	142	153	526	518	724
편성	45	65	46	41	44	28	40	40	197	152	187
판매	67	76	51	86	63	68	90	100	280	321	484
기타	8	20	10	11	10	10	12	13	451	423	588
원가	104	140	85	123	93	86	120	124	260	244	344
제작비(오리지널 포함)	62	75	47	76	52	44	74	74	52	50	89
지급수수료	11	14	11	16	9	11	13	17	115	97	104
유무형자산상각	26	45	19	25	25	25	24	23	24	32	51
기타	4	5	8	6	8	6	9	9	52	50	89
판관비	5	5	5	10	6	7	6	11	26	29	32
EBITDA	38	63	35	30	43	39	41	42	166	164	208
영업이익	11	17	16	5	18	14	16	18	49	66	103
영업이익률	9.5	10.5	15.1	3.4	15.3	13.0	11.5	11.8	9.3	12.8	14.2
세전이익	12	17	15	-3	21	14	16	18	41	70	103
당기순이익	8	13	11	-3	16	9	13	14	30	51	77
순이익률	7.0	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	8.8	9.1	5.6	9.9	10.7
YoY											
매출액	7.6	25.9	-19.0	41.4	-2.7	-34.3	33.6	11.4	12.2	-1.4	39.6
편성	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-56.9	-11.9	-1.1	-5.6	-22.6	22.9
판매	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-10.8	77.0	16.2	27.6	14.8	50.9
기타	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-49.3	20.0	20.0	20.4	-8.1	15.0
EBITDA	0.0	44.3	-10.8	24.4	14.0	-37.7	16.8	39.3	14.4	-1.5	26.7
영업이익	4.1	56.8	46.7	흑전	55.7	-18.5	1.6	290.9	71.3	34.7	55.9
당기순이익	-7.6	84.0	-8.5	적지	84.4	-29.5	17.8	흑전	12.2	73.8	52.5
주요 가정											
편성 편수	6.5	6.5	6.5	5.5	5.5	3.5	5.0	5.0	25.0	19.0	23.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0	1.5	1.5	8.0	7.0	10.0

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	469	526	518	724
매출원가	421	451	423	588
매출총이익	48	75	95	136
판매비와관리비	19	26	29	32
조정영업이익	29	49	66	103
영업이익	29	49	66	103
비영업손익	4	-7	4	0
금융손익	3	2	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	33	42	70	103
계속사업법인세비용	7	12	18	26
계속사업이익	26	30	51	77
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	26	30	51	77
지배주주	26	30	51	77
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	26	32	85	77
지배주주	26	32	85	77
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	146	165	166	205
FCF	-13	-2	117	154
EBITDA 마진율 (%)	31.1	31.4	32.0	28.3
영업이익률 (%)	6.2	9.3	12.7	14.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	5.7	9.8	10.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	244	228	333	500
현금 및 현금성자산	60	49	148	254
매출채권 및 기타채권	84	107	128	179
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	100	72	57	67
비유동자산	337	529	561	508
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	8	6	4
무형자산	233	230	241	186
자산총계	582	757	894	1,008
유동부채	145	132	147	180
매입채무 및 기타채무	64	53	59	83
단기금융부채	2	2	3	4
기타유동부채	79	77	85	93
비유동부채	8	16	16	19
장기금융부채	8	8	7	7
기타비유동부채	0	8	9	12
부채총계	153	148	163	199
지배주주지분	428	609	731	809
자본금	14	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470
이익잉여금	94	123	174	252
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	428	609	731	809

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	-12	5	117	154
당기순이익	26	30	51	77
비현금수익비용가감	124	135	117	128
유형자산감가상각비	2	3	3	2
무형자산상각비	115	113	97	100
기타	7	19	17	26
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-143	-144	-34	-25
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-31	-9	-51
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-11	1	3
법인세납부	-19	-15	-17	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-81	-16	-53	-49
유형자산처분(취득)	0	-7	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-69	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	-42	31	6	-4
기타투자활동	-39	-39	10	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	-2	1
장단기금융부채의 증가(감소)	8	1	-1	1
자본의 증가(감소)	2	149	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-150	-1	0
현금의 증가	-93	-11	99	106
기초현금	153	60	49	148
기말현금	60	49	148	254

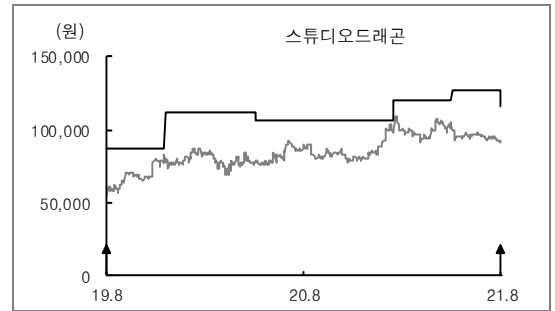
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	85.9	88.7	54.0	35.9
P/CF (x)	15.1	16.0	16.5	13.6
P/B (x)	5.3	4.6	3.8	3.4
EV/EBITDA (x)	15.0	16.5	15.7	12.2
EPS (원)	941	1,044	1,714	2,579
CFPS (원)	5,346	5,803	5,600	6,829
BPS (원)	15,242	20,309	24,368	26,947
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.4	12.2	-1.5	39.8
EBITDA증가율 (%)	27.0	13.0	0.6	23.5
조정영업이익증가율 (%)	-27.5	69.0	34.7	56.1
EPS증가율 (%)	-26.4	10.9	64.2	50.5
매출채권 회전율 (회)	6.2	5.5	4.4	4.7
재고자산 회전율 (회)	1,620.7	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	22.1	37.1	67.6	74.6
ROA (%)	4.8	4.4	6.2	8.1
ROE (%)	6.4	5.7	7.7	10.1
ROIC (%)	8.7	11.2	18.1	23.8
부채비율 (%)	35.8	24.3	22.3	24.7
유동비율 (%)	168.4	172.8	226.4	277.4
순차입금/자기자본 (%)	-21.2	-7.5	-23.3	-34.0
조정영업이익/금융비용 (x)	58.1	84.8	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤 (253450)				
2021.08.06	매수	116,000	-	-
2021.05.07	매수	127,000	-24.91	-21.10
2021.01.18	매수	120,000	-16.79	-9.00
2020.05.08	매수	107,000	-21.50	-3.08
2019.11.22	매수	112,000	-29.35	-22.32
2019.07.21	매수	87,000	-22.51	-4.14



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

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.