

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(신규)

글로벌 진출 본격화에 대한 기대

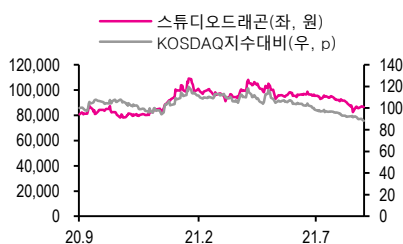
목표주가	115,000원(신규)
현재주가(09/03)	86,600원
상승여력	32.8%
시가총액	25,984억원
발행주식수	30,004천주
52주 최고가 / 최저가	109,200 / 78,100원
3개월 일평균거래대금	97억원
외국인 지분율	12.2%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	55.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.9	-11.4	-10.4	5.2
상대수익률(KOSDAQ)	-6.7	-17.8	-23.7	-15.3

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,687	5,257	4,982	5,962
영업이익	287	491	643	892
EBITDA	1,455	1,653	1,810	2,265
지배주주순이익	264	296	476	699
EPS	942	1,047	1,586	2,329
순차입금	-1,066	-904	-587	-746
PER	85.9	88.5	54.6	37.2
PBR	5.3	4.6	4.0	3.6
EV/EBITDA	14.9	16.3	14.0	11.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.4	5.7	7.5	10.1
컨센서스 영업이익	287	491	664	850
컨센서스 EPS	942	1,047	1,733	2,133

주가추이



넷플릭스를 넘어 글로벌 시장 진출 본격화

K-드라마 확산의 선봉에 선 국내 최고 드라마 스튜디오로서의 명성과 가치에 프리미엄을 부여해야 할 것. 1) Captive 채널 편성의 가시성은 안정적인 수익기반을 유지시켜 주는 초석으로 작용할 것이며, 2) 넷플릭스로 대표되는 글로벌 시장 진출의 성과에 더해져, 3) 다른 글로벌 OTT로의 공급처 확대 움직임이 나타나기 시작하였음. 동사 제작 드라마의 검증된 작품성과 흥행성을 감안할 때, 넷플릭스 이외의 추가 레퍼런스 확보는 동사 콘텐츠에 대한 수요 증가 추세를 가속화시키며 수익성을 더욱 강화시켜주는 계기로 작용할 전망이다

기대치에 부합하는 실적 시현 기대

상반기 영업이익은 텐트폴 작품의 글로벌 흥행 지속과 이에 따른 ASP 상승 등의 콘텐츠 판매 호조세에 힘입어 11.0%(YoY) 성장한 317억원을 기록. 그러나 Captive 편성 축소 등의 영향으로 인해, 시장에서 부여하고 있는 높은 Valuation 눈높이에는 다소 미치지 못하는 수준. 향후 편성 정상화와 더불어, 글로벌에서의 추가적인 성과 등으로 실적은 성장 추세를 보일 전망이다.

현재 동사의 글로벌 프로젝트로 기획/개발중인 작품은 총 18편 수준으로, 글로벌 OTT와 협의 중인 작품은 8편 정도. 이 중 스카이댄스와 공동 제작하게 된 애플TV+의 오리지널 코미디 시리즈인 <The Big Door Prize>는 회당 30분/10회 분량의 콘텐츠로 22년 중에 공급될 예정

투자 의견 BUY, 목표주가 115,000원

CJ ENM의 티빙 투자 확대에 따른 스튜디오 드래곤의 제작 물량 축소 우려가 제기되고 있으나 이것은 기우로 보임. 오히려 티빙의 경쟁력 강화를 위해서는 동사의 역할이 대단히 중요한 상황. 이에 티빙형 드라마 가이드는 기존의 3편에서 5~6편으로 확대. 향후 성장성에 대한 프리미엄이 주가에 반영되는 것은 타당하며, 하반기 이후 글로벌 OTT를 통한 작품 제공과 수익화 여부, 중국발 모멘텀 발생 여부 등 여러 모멘텀들의 현실화 과정을 지켜봐야 할 것. 투자 의견 BUY와 목표주가 115,000원 제시

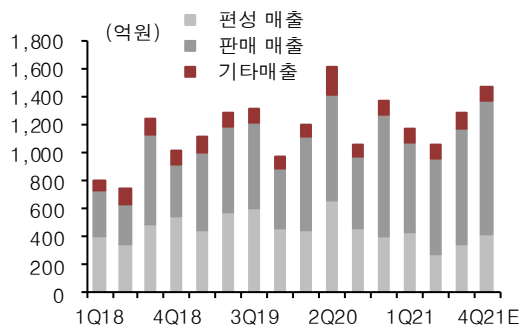
표 20 스튜디오드래곤 Valuation

(단위: 억원)

	21E	22E	23E
자본금(억원)	150	150	150
발행주식수(만주)	3,000	3,000	3,000
지배주주 순이익(억원)	476	699	810
EPS(원)	1,586	2,329	2,700
P/E Multiple(배)	50.0	50.0	50.0
주당 적정가격(원)	79,297	116,455	135,004
목표주가(원)		115,000	
현재가(원)		86,600	
상승여력(%)		32.8%	

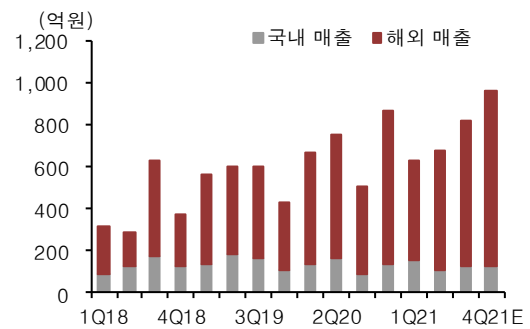
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 125 스튜디오드래곤 매출 구성



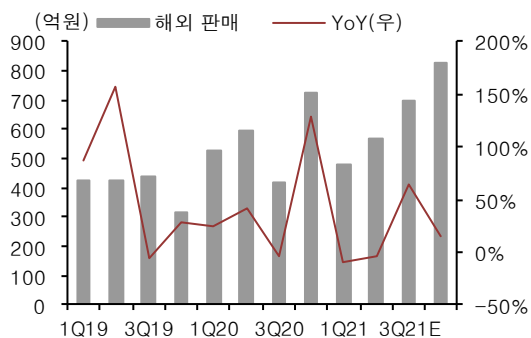
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 126 콘텐츠 판매 매출 추이



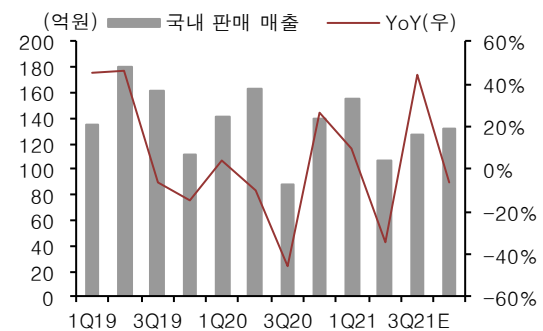
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 127 콘텐츠 해외 판매 성장률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 128 콘텐츠 국내 판매 성장률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

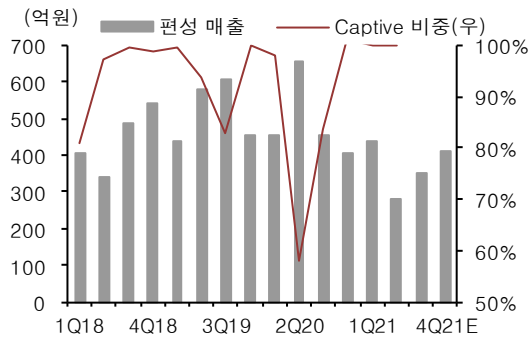
표 21 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,203	1,614	1,063	1,377	1,171	1,060	1,278	1,473	5,257	4,982	5,962
편성	452	654	457	407	438	282	354	413	1,970	1,486	1,568
판매	669	757	509	863	632	675	823	957	2,798	3,087	3,985
국내	141	163	88	140	155	107	127	132	532	522	702
해외	528	594	421	723	478	568	695	825	2,266	2,567	3,883
기타	82	203	97	107	101	103	102	103	489	409	410
영업이익	116	169	160	46	179	138	152	175	491	643	892
영업이익률	9.7%	10.4%	15.1%	3.3%	15.3%	13.0%	11.9%	11.9%	9.3%	12.9%	15.0%
세전이익	120	172	152	-29	211	140	139	162	415	651	908
세전이익률	10.0%	10.6%	14.3%	-2.1%	18.0%	13.3%	10.8%	11.0%	7.9%	13.1%	15.2%
순이익	85	134	106	-29	156	95	101	124	296	476	699
순이익률	7.1%	8.3%	10.0%	-2.1%	13.3%	8.9%	7.9%	8.4%	5.6%	9.6%	11.7%

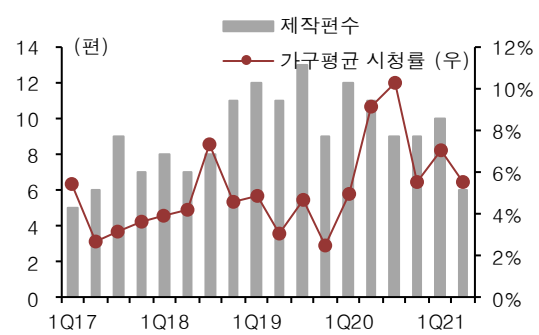
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 129 드라마 편성 매출과 Captive 비중



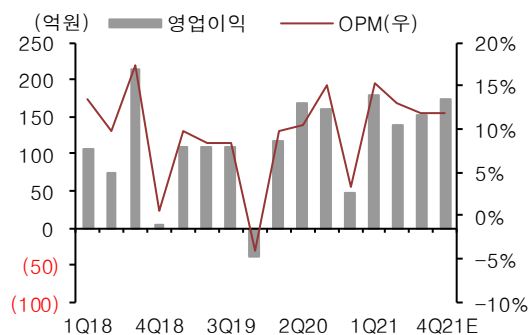
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 130 분기별 제작편수와 시청률



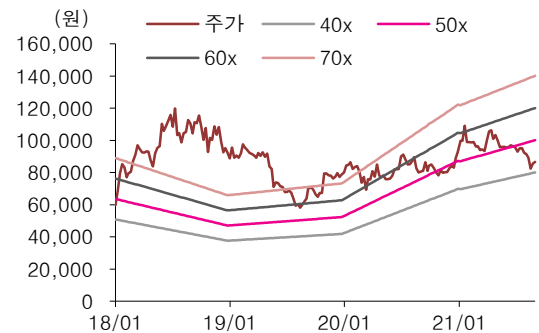
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 131 분기별 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 132 P/E Band



자료: dataguide, 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

스튜디오투레온 (253450) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,687	5,257	4,982	5,962	6,300
증가율 (Y-Y, %)	23.5	12.2	(5.2)	19.7	5.7
영업이익	287	491	643	892	1,035
증가율 (Y-Y, %)	(28.1)	71.1	30.9	38.7	16.1
EBITDA	1,455	1,653	1,810	2,265	2,537
영업외손익	44	(76)	8	16	17
순이자수익	30	16	9	19	19
외화관련손익	28	(54)	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	331	415	651	908	1,052
당기순이익	264	296	476	699	810
지배기업당기순이익	264	296	476	699	810
증가율 (Y-Y, %)	(26.3)	12.1	60.7	46.9	15.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	44.8	22.4	9.5	8.4	6.2
영업이익증가율(3Yr)	19.9	14.2	17.2	45.9	28.2
EBITDA증가율(3Yr)	55.4	30.6	16.3	15.9	15.3
순이익증가율(3Yr)	48.1	7.5	9.9	38.3	39.8
영업이익률(%)	6.1	9.3	12.9	15.0	16.4
EBITDA마진(%)	31.1	31.4	36.3	38.0	40.3
순이익률(%)	5.6	5.6	9.6	11.7	12.9
NOPLAT	229	350	470	687	797
(+) Dep	1,168	1,162	1,167	1,373	1,502
(-) 운전자본투자	49	128	399	94	32
(-) Capex	6	72	51	81	86
OpFCF	1,343	1,313	1,187	1,884	2,181

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,445	2,283	2,805	3,198	3,765
현금성자산	1,166	1,010	704	860	1,308
매출채권	836	1,067	1,702	1,923	2,026
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,371	5,290	5,670	6,119	6,449
투자자산	1,027	2,909	3,460	3,601	3,747
유형자산	12	76	83	95	103
무형자산	2,331	2,304	2,126	2,423	2,599
자산총계	5,816	7,573	8,474	9,317	10,215
유동부채	1,451	1,321	1,765	1,921	2,022
매입채무	644	533	823	930	979
유동상이자부채	20	24	39	52	65
비유동부채	82	158	140	127	115
비유동이자부채	79	82	78	62	47
부채총계	1,533	1,480	1,905	2,048	2,136
자본금	140	150	150	150	150
자본잉여금	3,217	4,700	4,700	4,700	4,700
이익잉여금	935	1,229	1,705	2,404	3,214
자본조정	(11)	14	14	14	14
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	4,283	6,093	6,569	7,268	8,078
투자자본	3,144	3,477	3,563	4,005	4,263
순차입금	(1,066)	(904)	(587)	(746)	(1,196)
ROA	4.8	4.4	5.9	7.9	8.3
ROE	6.4	5.7	7.5	10.1	10.6
ROIC	8.2	10.6	13.3	18.1	19.3

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	942	1,047	1,586	2,329	2,700
BPS	15,242	20,309	21,895	24,224	26,924
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	85.9	88.5	54.6	37.2	32.1
PBR	5.3	4.6	4.0	3.6	3.2
EV/ EBITDA	14.9	16.3	14.0	11.1	9.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	15.1	15.9	21.1	12.5	11.2
PSR	4.8	5.0	5.2	4.4	4.1
재무건전성 (%)					
부채비율	35.8	24.3	29.0	28.2	26.4
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	158.9	166.5	186.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	58.9	47.0	46.1	47.3	45.7
현금+투자자산(%)	41.1	53.0	53.9	52.7	54.3
자본구조					
차입금(%)	2.3	1.7	1.7	1.5	1.4
자기자본(%)	97.7	98.3	98.3	98.5	98.6

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	(122)	52	206	1,980	2,283
당기순이익	264	296	476	699	810
자산상각비	1,168	1,162	1,167	1,373	1,502
운전자본증감	(1,429)	(1,441)	(190)	(94)	(32)
매출채권감소(증가)	(221)	(299)	(414)	(221)	(103)
재고자산감소(증가)	6	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	(12)	(136)	214	107	50
투자현금	(810)	(163)	(112)	(1,834)	(1,845)
단기투자자산감소	(188)	(487)	182	(12)	(13)
장기투자증권감소	0	0	(48)	(98)	(102)
설비투자	(6)	(72)	(51)	(81)	(86)
유무형자산감소	(2)	(12)	(2)	(1,600)	(1,600)
재무현금	(0)	0	(0)	(3)	(2)
차입금증가	(10)	(6)	(8)	(3)	(2)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(932)	(107)	(88)	144	435
총현금흐름(Gross CF)	1,500	1,646	1,234	2,074	2,314
(-) 운전자본증개(감소)	49	128	399	94	32
(-) 설비투자	6	72	51	81	86
(+) 자산매각	(2)	(12)	(2)	(1,600)	(1,600)
Free Cash Flow	1,444	1,435	782	299	597
(-) 기타투자	0	0	48	98	102
잉여현금	1,444	1,435	734	201	494