



스튜디오드래곤 (253450)

두 가지 리스크 완화 국면, 다시 볼 때

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(유지): 125,000원

현재 주가(11/4)	86,100원
상승여력	▲45.2%
시가총액	25,842억원
발행주식수	30,014천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 79,500원
90 일 일평균 거래대금	152.09억원
외국인 지분율	11.8%

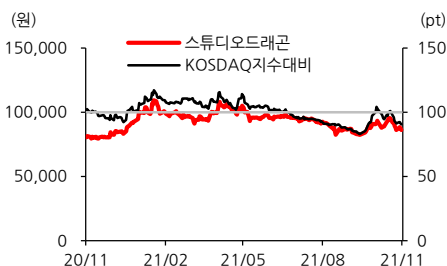
주주 구성	
CJENM (외 4 인)	55.9%
네이버 (외 1 인)	6.3%
김영구 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.2	-6.8	-18.0	7.5
상대수익률(KOSDAQ)	-7.0	-2.4	-21.5	-13.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	469	526	490	618
영업이익	29	49	61	79
EBITDA	146	165	200	229
지배주주순이익	26	30	55	68
EPS	942	1,047	1,830	2,257
순차입금	-107	-90	-127	-153
PER	85.9	88.5	47.1	38.1
PBR	5.3	4.6	3.9	3.5
EV/EBITDA	14.9	16.3	12.3	10.6
배당수익률	-	-	-	-
ROE	6.4	5.7	8.6	9.7

주가 추이



업황 호조에도 불구하고 주가 약세의 원인이었던 동사의 우려 두 가지는 이제 막 완화 국면에 진입했습니다. 꼭 다시 볼 때입니다.

우려 ① 지속적인 편성 감소

시장에서 가졌던 동사에 대한 가장 큰 우려는 지속적인 편성 축소[그림1]였다. tvN, OCN 등 캡티브 채널의 슬롯이 줄어들었기 때문인데, 3Q21 제작편수는 11개, 방영횟수는 93편(티빙 오리지널 외 TV만 계산해도 81편)으로 전분기대비 대폭 개선됐다. 3Q20와 비교한 전년대비로는 아직도 편성이 적어 편성 매출은 -21% 감소했지만, 편성에 대한 기저효과는 4Q21부터 긍정적으로 발현될 수 있어 고무적이다.

우려 ② 아쉬운 비캡티브 확대

두 번째 우려는 타 경쟁사, 심지어 중소형 제작사 대비로도 소극적인 비캡티브 확대였는데, 이 역시도 완화될 전망이다. ① 같은 캡티브이긴 하지만, TV 편성 외 티빙 오리지널 드라마도 3Q21에만 두 편을 진행했고, ② 넷플릭스 오리지널도 < 스위트홈 2>를 포함한 총 5-6편, 아이치이에도 3편을 기획 중이다.

또한 ③ 신규 OTT인 애플티비플러스, 디즈니플러스의 개별 니즈를 확인하고, 니즈에 맞는 작품을 계속해서 협의하고 있는 단계라 덧붙였다. 동사는 이미 상반기 언론보도를 통해 애플티비플러스와 미국 오리지널 콘텐츠 제작 등을 공식화했기 때문에 머지 않은 이슈겠다.

④ 중기 성장 전략으로 건설 중인 자산(3Q20 937억 → 3Q21 1,386억 원)도 강조[그림2]했다. 현재 기획/개발/제작 중인 작품의 수도 TV향 80편, 디지털향 20편, 글로벌향 15편으로 라인업 확충과, 최대 라이브러리 구축, 이를 토대로 Q와 P의 지속성장을 예고했다.

다시 볼 때

3Q21 영업이익은 146억 원으로 기대치 대비 소폭 저조(p. 2)했다. 하지만, ① 호황기에도 주가가 약세였던 두 가지 리스크가 해소되는 국면이라는 점, ② 해외판가 상승 및 비용절감이 맞물려 방영횟수당 손익[그림6]은 우상향이라는 점을 고려했을 때, 분명 다시 봐야 할 때다.

동사에 대한 기존 투자 의견을 유지한다.

[표1] 스튜디오드래곤 3Q21 실적 Review

(단위: 십억원, %)

VS	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P (a)	y-y	q-q	컨센서스 (b)	차이(a/b)-1
매출액	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	9.2%	9.5%	127.4	-8.9%
growth %	-19.0%	41.3%	-2.7%	-34.3%	9.2%			19.9%	
영업이익	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	-8.9%	5.8%	15.8	-7.4%
growth %	46.8%	-214.7%	53.6%	-18.2%	-8.9%			-1.6%	
margin %	15.1%	3.3%	15.3%	13.0%	12.6%	-2.5%	-0.4%	12.4%	0.2%p

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

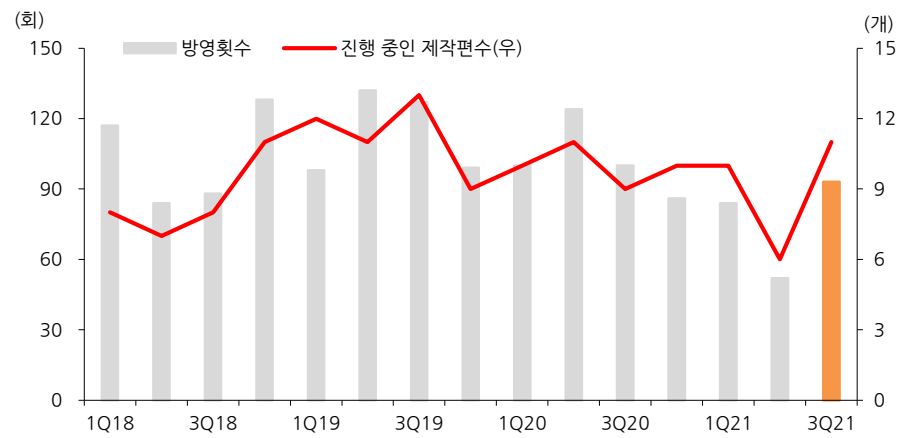
[표2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

VS	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	2019	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	468.5	525.6	489.9	617.9
growth %	7.6%	25.9%	-19.0%	41.4%	-2.7%	-34.3%	9.2%	23.4%	12.2%	-6.8%	26.1%
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	208.7	197.0	152.6	171.2
growth %	2.5%	12.6%	-24.9%	-10.9%	-3.2%	-56.9%	-20.8%	17.2%	-5.6%	-22.5%	12.2%
sales %	37.6%	40.5%	43.0%	29.6%	37.4%	26.6%	31.2%	44.5%	37.5%	31.2%	27.7%
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	219.2	279.7	289.6	388.5
growth %	19.1%	25.5%	-15.2%	101.6%	-5.5%	-10.8%	27.7%	35.3%	27.6%	3.5%	34.2%
sales %	55.6%	46.9%	47.9%	62.7%	54.0%	63.7%	55.9%	46.8%	53.2%	59.1%	62.9%
국내	14.1	16.3	8.8	14.0	15.5	10.7	11.8	58.8	53.1	54.1	65.0
growth %	4.0%	-9.9%	-45.6%	26.1%	9.6%	-34.2%	34.8%	13.5%	-9.7%	1.7%	20.2%
sales %	11.7%	10.1%	8.2%	10.2%	13.2%	10.1%	10.2%	12.6%	10.1%	11.0%	10.5%
해외	52.8	59.4	42.1	72.3	47.8	56.8	53.1	160.4	226.6	235.5	323.5
growth %	23.9%	40.7%	-4.0%	128.0%	-9.6%	-4.3%	26.2%	45.5%	41.3%	3.9%	37.4%
sales %	43.9%	36.8%	39.6%	52.5%	40.8%	53.6%	45.8%	34.2%	43.1%	48.1%	52.3%
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	40.6	48.9	47.7	58.2
growth %	-29.2%	107.1%	-6.4%	20.2%	24.0%	-49.3%	54.0%	3.0%	20.4%	-2.4%	22.1%
sales %	6.8%	12.6%	9.1%	7.8%	8.7%	9.7%	12.9%	8.7%	9.3%	9.7%	9.4%
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	420.8	451.0	397.5	500.5
growth %	7.0%	23.7%	-26.6%	28.8%	-9.9%	-38.6%	11.9%	29.9%	7.2%	-11.9%	25.9%
margin %	86.2%	86.5%	80.0%	89.1%	79.8%	80.8%	81.9%	89.8%	85.8%	81.1%	81.0%
매출총이익	16.7	21.8	21.3	14.9	23.7	20.3	21.0	47.7	74.7	92.4	117.4
growth %	11.1%	41.9%	39.1%	610.1%	42.2%	-6.7%	-1.3%	-14.1%	56.4%	23.8%	27.0%
margin %	13.8%	13.5%	20.0%	10.9%	20.2%	19.2%	18.1%	10.2%	14.2%	18.9%	19.0%
판매비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	19.1	25.5	31.2	38.1
growth %	27.2%	5.8%	21.3%	67.6%	15.1%	33.6%	21.0%	21.8%	33.2%	22.7%	22.0%
margin %	4.2%	3.0%	5.0%	7.6%	5.0%	6.2%	5.5%	4.1%	4.8%	6.4%	6.2%
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.5	17.9	13.8	14.6	28.6	49.2	61.2	79.3
growth %	5.3%	56.7%	46.2%	-210.8%	54.0%	-18.4%	-8.7%	-28.2%	71.8%	24.4%	29.6%
margin %	9.6%	10.5%	15.0%	3.3%	15.3%	13.0%	12.6%	6.1%	9.4%	12.5%	12.8%

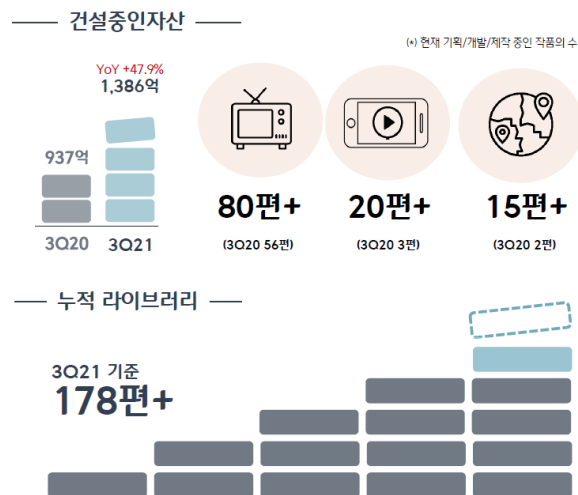
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 스튜디오드래곤 드라마 방영횟수 추이



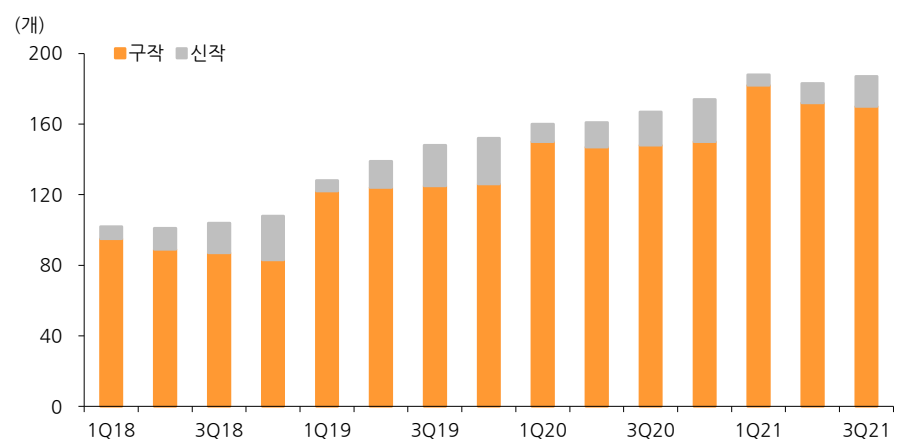
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 스튜디오드래곤 콘텐츠 장기 성장 전략



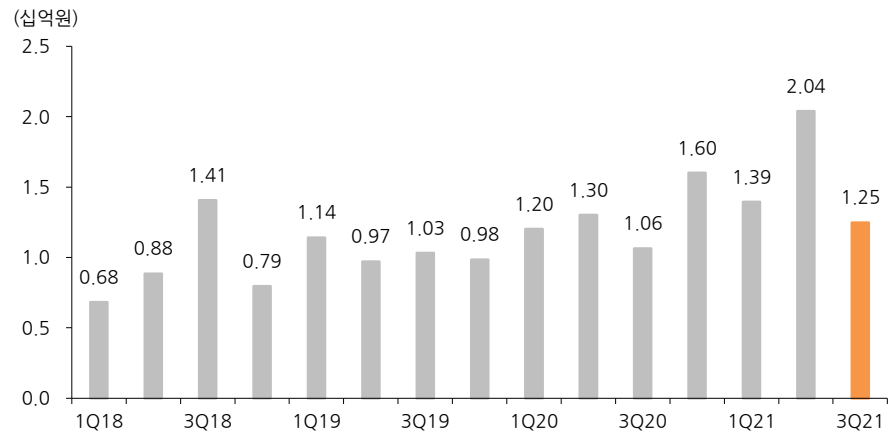
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 스튜디오드래곤 판매 라이브러리 추이



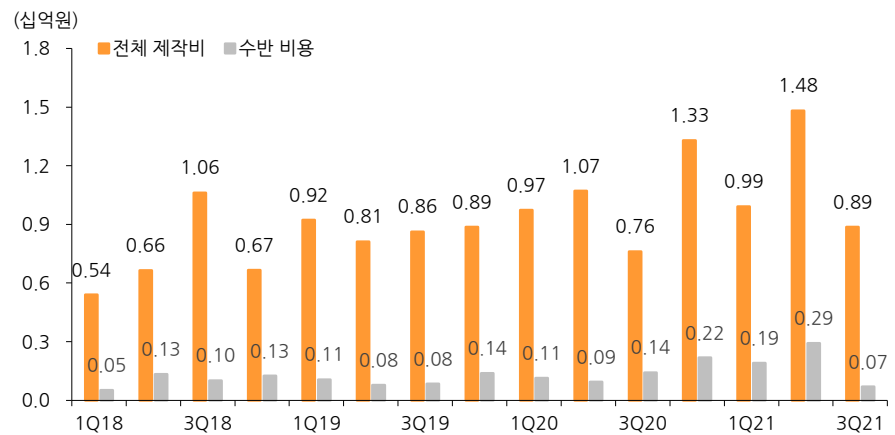
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 드라마 방영횟수당 매출 추이



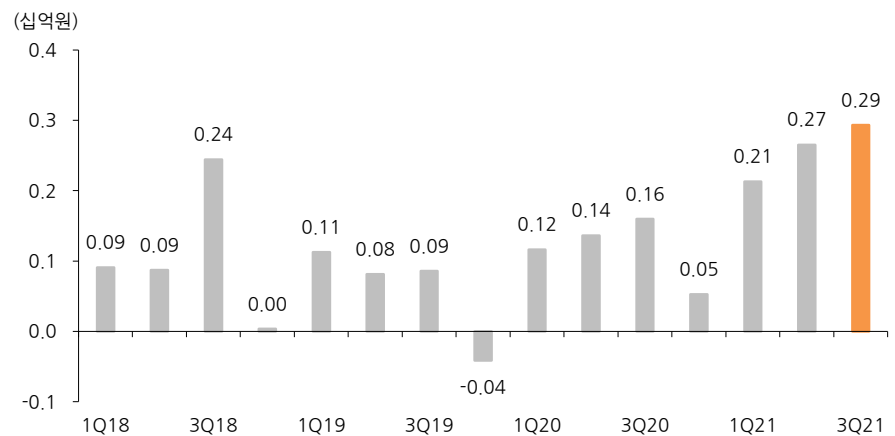
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 드라마 방영횟수당 비용 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 드라마 방영횟수당 손익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	380	469	526	490	618
매출총이익	56	48	75	92	117
영업이익	40	29	49	61	79
EBITDA	115	146	165	200	229
순이자손익	3	3	2	12	13
외화관련손익	3	3	-5	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	42	72	89
당기순이익	36	26	30	55	68
지배주주순이익	36	26	30	55	68
증가율(%)					
매출액	32.4	23.5	12.2	-6.8	26.1
영업이익	21.0	-28.1	71.1	24.6	29.6
EBITDA	55.1	26.4	13.6	21.0	14.4
순이익	50.3	-26.3	12.1	85.3	23.4
이익률(%)					
매출총이익률	14.6	10.2	14.2	18.9	19.0
영업이익률	10.5	6.1	9.3	12.5	12.8
EBITDA 이익률	30.3	31.1	31.4	40.8	37.0
세전이익률	12.0	7.1	7.9	14.8	14.5
순이익률	9.4	5.6	5.6	11.2	11.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-29	-12	5	196	210
당기순이익	36	26	30	55	68
자산상각비	75	117	116	139	150
운전자본증감	-139	-143	-144	2	-7
매출채권 감소(증가)	-28	-22	-30	-9	-11
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	14	-1	-14	9	2
투자현금흐름	141	-81	-16	-162	-186
유형자산처분(취득)	0	0	-7	-8	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-140	-160
투자자산 감소(증가)	-5	-19	-49	-2	-2
재무현금흐름	-10	0	0	-5	-5
차입금의 증가(감소)	-10	-1	-1	-5	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	120	150	165	194	218
(-)운전자본증감(감소)	-37	5	13	-2	7
(-)설비투자	0	1	7	8	12
(+)자산매각	0	0	-1	-140	-160
Free Cash Flow	156	144	143	48	38
(-)기타투자	31	199	91	12	12
잉여현금	126	-55	53	36	26
NOPLAT	31	23	35	46	60
(+) Dep	75	117	116	139	150
(-)운전자본투자	-37	5	13	-2	7
(-)Capex	0	1	7	8	12
OpFCF	143	134	131	179	190

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	247	244	228	270	303
현금성자산	159	117	101	133	154
매출채권	69	84	107	116	127
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	529	550	585
투자자산	69	103	291	303	315
유형자산	1	1	8	9	12
무형자산	199	233	230	238	257
자산총계	512	582	757	820	888
유동부채	108	145	132	143	147
매입채무	55	64	53	62	64
유동성이자부채	0	2	2	2	1
비유동부채	3	8	16	12	8
비유동이자부채	2	8	8	4	0
부채총계	111	153	148	155	156
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	320	322	470	470	470
이익잉여금	68	94	123	178	246
자본조정	0	-1	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	609	664	732

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,278	942	1,047	1,830	2,257
BPS	14,305	15,242	20,309	22,138	24,395
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,280	5,346	5,817	6,466	7,251
ROA(%)	7.4	4.8	4.4	7.0	7.9
ROE(%)	9.3	6.4	5.7	8.6	9.7
ROIC(%)	14.5	8.2	10.6	13.1	16.0
Multiples(x, %)					
PER	72.3	85.9	88.5	47.1	38.1
PBR	6.5	5.3	4.6	3.9	3.5
PSR	6.8	4.8	5.0	5.3	4.2
PCR	21.6	15.1	15.9	13.3	11.9
EV/EBITDA	21.1	14.9	16.3	12.3	10.6
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	27.7	35.8	24.3	23.4	21.3
Net debt/Equity	-39.1	-24.9	-14.8	-19.1	-20.9
Net debt/EBITDA	-136.3	-73.3	-54.7	-63.4	-66.7
유동비율	228.4	168.4	172.8	188.2	205.6
이자보상배율(배)	343.0	58.1	84.8	16.0	17.6
자산구조(%)					
투하자본	52.0	58.9	47.0	45.2	45.7
현금+투자자산	48.0	41.1	53.0	54.8	54.3
자본구조(%)					
차입금	0.5	2.3	1.7	0.9	0.1
자기자본	99.5	97.7	98.3	99.1	99.9

[Compliance Notice]

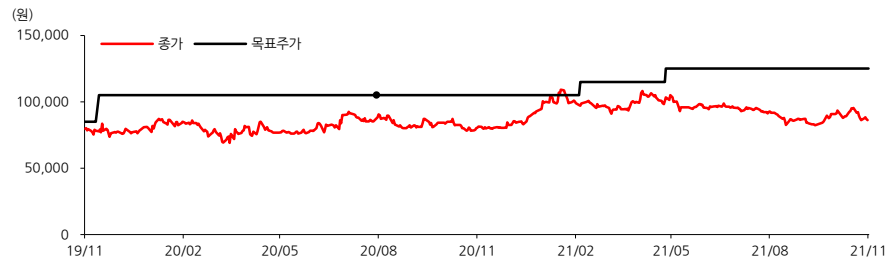
(공표일: 2021 년 11 월 05 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.03	2019.05.10	2019.05.17	2019.08.16	2019.09.20	2019.09.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.11.08	2019.11.18	2020.01.31	2020.02.14	2020.02.20	2020.03.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.04.06	2020.05.28	2020.06.12	2020.06.17	2020.06.25	2020.07.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.08.07	2020.09.23	2020.10.08	2020.10.29	2020.11.06	2020.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.11.30	2021.02.09	2021.04.15	2021.04.30	2021.05.07	2021.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	115,000	115,000	125,000	125,000	125,000
일 시	2021.10.26	2021.11.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	125,000	125,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.06.22	Buy	140,000	-27.54	-14.43
2019.03.08	Buy	120,000	-35.10	-18.92
2019.08.16	Buy	85,000	-19.31	-5.76
2019.11.18	Buy	105,000	-22.81	-11.90
2020.11.30	Buy	105,000	-10.34	4.00
2021.02.08	Buy	115,000	-14.03	-6.09
2021.04.30	Buy	125,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%