

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

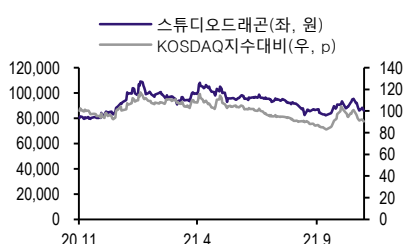
여전히 굳건한 콘텐츠 경쟁력

목표주가	115,000원(유지)
현재주가(11/04)	86,100원
상승여력	33.6%
시가총액	25,842억원
발행주식수	30,014천주
52주 최고가 / 최저가	109,200 / 79,000원
3개월 일평균거래대금	152억원
외국인 지분율	11.7%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	55.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	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: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,687	5,257	4,837	6,060
영업이익	287	491	637	888
EBITDA	1,455	1,653	1,804	2,261
지배주주순이익	264	296	562	750
EPS	942	1,047	1,875	2,498
순차입금	-1,066	-904	-692	-901
PER	85.9	88.5	45.9	34.5
PBR	5.3	4.6	3.9	3.5
EV/EBITDA	14.9	16.3	13.9	11.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.4	5.7	8.8	10.7
컨텐츠영역이익	287	491	632	817
컨텐츠EPS	942	1,047	1,653	2,114

주가추이



예상치를 소폭 하회하는 실적, 영업이익 -9.0% YoY

스튜디오드래곤의 3분기 실적은 예상치를 소폭 하회. 3분기 매출액은 1,161억원(+9.2% YoY), 영업이익은 146억원(-9.0% YoY)을 기록. 2분기를 저점으로 국내 편성 매출이 회복되었고, 콘텐츠 판매가 호조세를 보이면서 매출은 성장세로 전환하였으나, 전년 동기의 중국향 판매에 따른 Base Effect 영향으로 이익은 예상보다 다소 축소. 신작들의 ASP가 상승 추이를 유지하고 있다는 점은 긍정적

국내 최고의 드라마 제작사, 여전히 굳건한 콘텐츠 경쟁력

최근 <오징어 게임>의 글로벌 흥행을 계기로 K-드라마에 대한 수요와 기대감이 급증하고 있는 추세. 스튜디오드래곤은 단기적인 넷플릭스 오리지널 작품 부재 등의 영향으로 타 드라마 제작사 대비 낮은 주가 퍼포먼스를 보이고 있으나, 콘텐츠 제작능력은 명실상부하게 국내 최고 수준을 유지하고 있음. 3분기에도 <갯마을 차차차>, <슬기로운 의사생활 2>가 좋은 성과를 거두었으며, 티빙을 통해 공개된 <마녀식당>, <유미의 세포들> 역시 조 회수와 콘텐츠 판매에 있어 우수한 성과를 거둔 바 있음

현재 건설중인 자산은 1,386억원 수준으로 연간 30여편 이상의 작품 제공 능력을 보유. 향후 글로벌 OTT를 통해 다양한 작품을 공급할 예정. <스위트홈2>를 비롯 현재 준비되고 있는 넷플릭스 오리지널 작품은 약 5편이며, 아이치이와도 3편의 작품을 준비중. 애플TV+에 공급이 확정된 <The Big Door Prize> 는 22년 초 크랭크 인하여 하반기에 공개될 예정. 넷플릭스 US, 스카이드스 등과 <사랑의 불시착> 리메이크 버전 등에 대한 공급 논의도 진행중

투자의견 BUY, 목표주가 115,000원 유지

Captive 채널 편성을 통한 안정적 수익기반과 더불어 넷플릭스를 비롯한 글로벌 OTT향 드라마 공급이 확대되는 추세에 있다는 점에 주목해야 할 것. 향후 성장성에 대한 프리미엄이 주가에 반영되는 것은 타당. 투자의견 BUY와 목표주가 115,000원 유지

표 1 스튜디오드래곤 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q20	2Q21	3Q21P	(YoY)	(QoQ)	3Q21P	Diff.	3Q21P	Diff.
매출액	1,063	1,060	1,161	9.2%	9.5%	1,278	-9.2%	1,274	-8.9%
영업이익	160	138	146	-9.0%	5.6%	152	-3.9%	158	-7.6%
세전이익	152	140	185	21.3%	31.4%	139	33.2%	162	14.1%
순이익	106	95	95	-10.8%	0.0%	101	-6.4%	111	-14.3%

자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

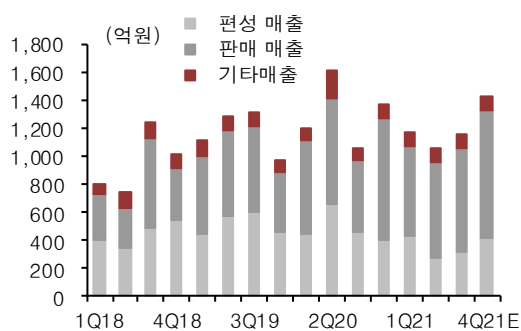
표 2 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(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	1,161	1,445	5,257	4,837	6,060
편성	452	654	457	407	438	282	362	413	1,970	1,494	1,640
판매	669	757	509	863	632	675	649	917	2,798	2,874	3,936
국내	141	163	88	140	155	107	118	139	532	519	702
해외	528	594	421	723	478	568	531	778	2,266	2,355	3,834
기타	82	203	97	107	101	103	150	115	489	469	484
영업이익	116	169	160	46	179	138	148	172	491	637	888
영업이익률	9.7%	10.4%	15.1%	3.3%	15.3%	13.0%	12.7%	11.9%	9.3%	13.2%	14.7%
세전이익	120	172	152	-29	211	140	186	211	415	749	974
세전이익률	10.0%	10.6%	14.3%	-2.1%	18.0%	13.3%	16.1%	14.6%	7.9%	15.5%	16.1%
순이익	85	134	106	-29	156	95	150	162	296	562	750
순이익률	7.1%	8.3%	10.0%	-2.1%	13.3%	8.9%	12.9%	11.2%	5.6%	11.6%	12.4%

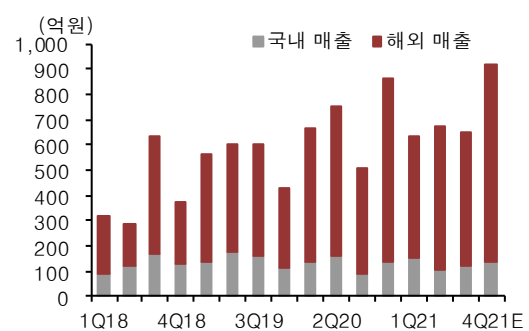
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



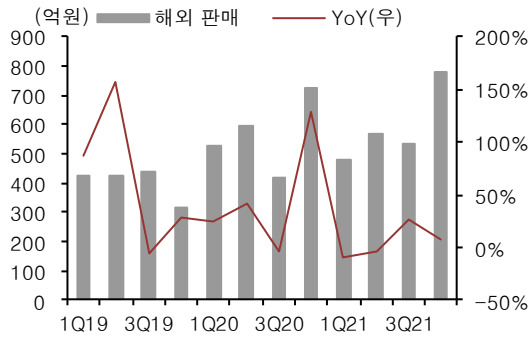
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 2 콘텐츠 판매 매출 추이



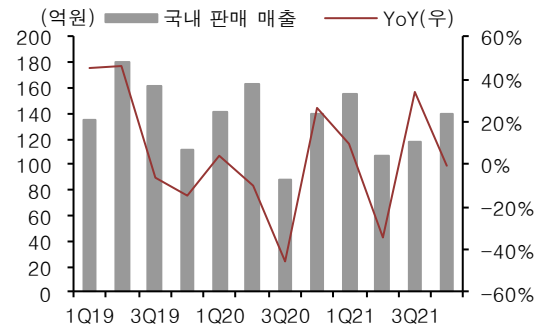
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 해외 판매 성장률



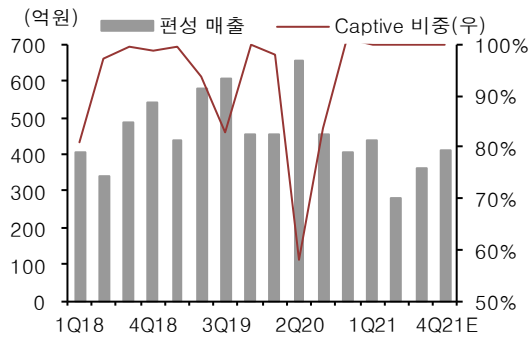
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 4 콘텐츠 국내 판매 성장률



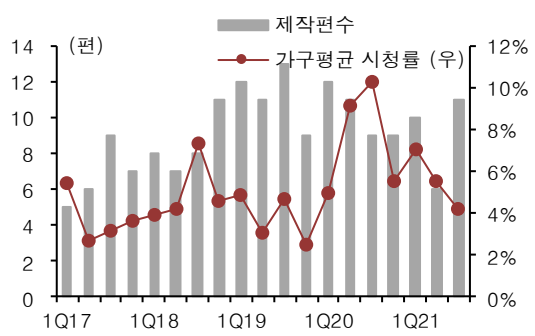
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 5 드라마 편성 매출과 Captive 비중



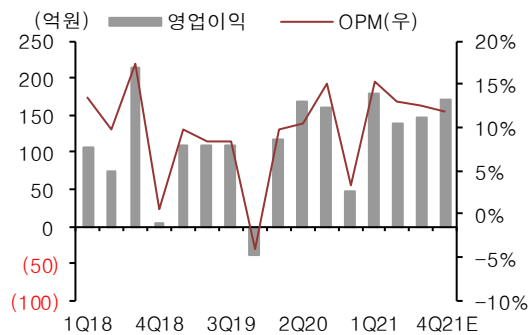
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 6 분기별 제작편수와 시청률



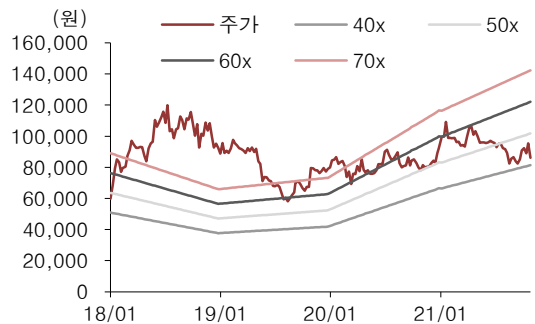
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 7 분기별 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 8 P/E Band



자료: dataguide, 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,687	5,257	4,837	6,060	6,400
증가율 (Y-Y,%)	23.5	12.2	(8.0)	25.3	5.6
영업이익	287	491	637	888	1,052
증가율 (Y-Y,%)	(28.1)	71.1	29.6	39.5	18.5
EBITDA	1,455	1,653	1,804	2,261	2,555
영업외손익	44	(76)	112	86	87
순이자수익	30	16	9	19	19
외화관련손익	28	(54)	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	331	415	749	974	1,139
당기순이익	264	296	562	750	877
지배기업당기순이익	264	296	562	750	877
증가율 (Y-Y,%)	(26.3)	12.1	89.9	33.3	17.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	44.8	22.4	8.4	8.9	6.8
영업이익증가율(3Yr)	19.9	14.2	16.9	45.7	28.9
EBITDA증가율(3Yr)	55.4	30.6	16.1	15.8	15.6
순이익증가율(3Yr)	48.1	7.5	16.2	41.6	43.6
영업이익률(%)	6.1	9.3	13.2	14.7	16.4
EBITDA마진(%)	31.1	31.4	37.3	37.3	39.9
순이익률(%)	5.6	5.6	11.6	12.4	13.7
NOPLAT	229	350	478	684	810
(+) Dep	1,168	1,162	1,167	1,373	1,502
(-) 운전자본투자	49	128	382	93	32
(-) Capex	6	72	49	83	87
OpFCF	1,343	1,313	1,214	1,881	2,193

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,445	2,283	2,877	3,319	3,953
현금성자산	1,166	1,010	809	1,015	1,530
매출채권	836	1,067	1,670	1,889	1,992
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,371	5,290	5,668	6,119	6,450
투자자산	1,027	2,909	3,460	3,601	3,747
유형자산	12	76	82	95	104
무형자산	2,331	2,304	2,126	2,423	2,599
자산총계	5,816	7,573	8,545	9,437	10,403
유동부채	1,451	1,321	1,749	1,904	2,005
매입채무	644	533	807	913	963
유동성이자부채	20	24	39	52	65
비유동부채	82	158	140	127	115
비유동이자부채	79	82	78	62	47
부채총계	1,533	1,480	1,889	2,032	2,120
자본금	140	150	150	150	150
자본잉여금	3,217	4,700	4,700	4,700	4,700
이익잉여금	935	1,229	1,792	2,541	3,418
자본조정	(11)	14	14	14	14
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	4,283	6,093	6,656	7,406	8,283
투하자본	3,144	3,477	3,545	3,987	4,246
순차입금	(1,066)	(904)	(692)	(901)	(1,418)
ROA	4.8	4.4	7.0	8.3	8.8
ROE	6.4	5.7	8.8	10.7	11.2
ROIC	8.2	10.6	13.6	18.2	19.7

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	942	1,047	1,875	2,498	2,924
BPS	15,242	20,309	22,183	24,681	27,605
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	85.9	88.5	45.9	34.5	29.4
PBR	5.3	4.6	3.9	3.5	3.1
EV/ EBITDA	14.9	16.3	13.9	11.0	9.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	15.1	15.9	19.6	12.2	10.8
PSR	4.8	5.0	5.3	4.3	4.0
재무건전성 (%)					
부채비율	35.8	24.3	28.4	27.4	25.6
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	164.5	174.3	197.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	58.9	47.0	45.4	46.3	44.6
현금+투자자산(%)	41.1	53.0	54.6	53.7	55.4
자본구조					
차입금(%)	2.3	1.7	1.7	1.5	1.3
자기자본(%)	97.7	98.3	98.3	98.5	98.7

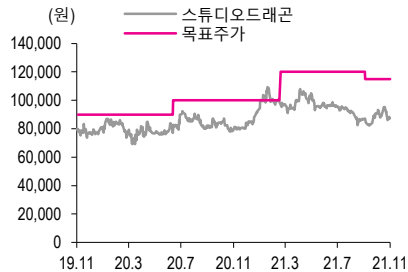
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	(122)	52	309	2,032	2,350
당기순이익	264	296	562	750	877
자산상각비	1,168	1,162	1,167	1,373	1,502
운전자본증감	(1,429)	(1,441)	(173)	(93)	(32)
매출채권감소(증가)	(221)	(299)	(382)	(219)	(103)
재고자산감소(증가)	6	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	(12)	(136)	199	106	50
투자현금	(810)	(163)	(110)	(1,836)	(1,846)
단기투자자산감소	(188)	(487)	182	(12)	(13)
장기투자증권감소	0	0	(48)	(98)	(102)
설비투자	(6)	(72)	(49)	(83)	(87)
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)	17	194	502
총현금흐름(Gross CF)	1,500	1,646	1,320	2,125	2,382
(-) 운전자본증감(감소)	49	128	382	93	32
(-) 설비투자	6	72	49	83	87
(+) 자산매각	(2)	(12)	(2)	(1,600)	(1,600)
Free Cash Flow	1,444	1,435	886	349	663
(-) 기타투자	0	0	48	98	102
잉여현금	1,444	1,435	839	251	561

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2019-11-07	Buy	90,000	(12.3)	(3.3)
2020-06-16	Buy	100,000	(13.4)	9.2
2021-02-05	Hold	100,000	(1.0)	(3.1)
2021-02-22	Buy	120,000	(20.3)	(10.0)
2021-09-07	담당자 변경			
2021-09-07	Buy	115,000	(23.1)	(17.0)
2021-11-05	Buy	115,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2021년 09월 30일 기준)

Buy (93.8%)	Hold (6.2%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286