



스튜디오드래곤 (253450)

주가 10만 원 재돌파의 의미

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 125,000원

현재 주가(4/29)	100,600원
상승여력	▲24.3%
시가총액	30,184억원
발행주식수	30,004천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 75,900원
90 일 일평균 거래대금	198.24억원
외국인 지분율	12.4%

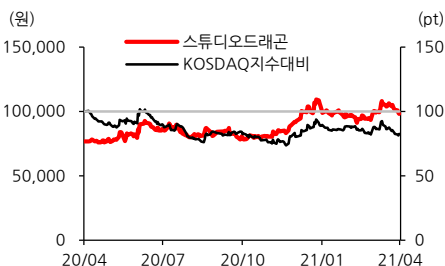
주주 구성	
CJENM (외 4인)	55.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.9	1.7	26.1	31.0
상대수익률(KOSDAQ)	-2.9	-5.0	4.3	-22.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	469	526	657	755
영업이익	29	49	70	85
EBITDA	146	165	176	160
지배주주순이익	26	30	57	68
EPS	942	1,047	1,899	2,280
순차입금	-107	-90	-201	-292
PER	85.9	88.5	53.0	44.1
PBR	5.3	4.6	4.5	4.1
EV/EBITDA	14.9	16.3	16.0	17.0
배당수익률	-	-	-	-
ROE	6.4	5.7	8.9	9.8

주가 추이



‘개별작품’ 전반에 대한 성과, 구조적인 판가 상승으로 제작편수 축소 리스크를 타개해나가고 있습니다. 긍정적 투자 의견을 유지합니다.

주가의 심리적 저항선

한국 콘텐츠 대장주인 스튜디오드래곤은 중 소형 제작사들의 고공행진 속에서도 박스권을 유지했다. 심리적 저항선으로 보이는 10만 원 레벨은 지난 12월 넷플릭스 오리지널 <스위트홈>의 글로벌 대 흥행 당시 1차 돌파한 바 있지만, 이내 조정을 이어갔으며 4월 들어 신규 OTT들의 런칭이 가속화되며 다시 10만 원을 넘어섰지만, 그 후 또 재차 조정 받았다. 그리고 지금 또 한 번 10만 원 돌파를 시도하고 있다.

주가 10만 원 재돌파의 의미

현재 10만 원 돌파는 매우 의미 있는 시도라 판단한다. 먼저, 애초에 부진한 주가 퍼포먼스를 기록했던 이유가 중요하네... 필자는 캡티브 편성 축소 때문이라 생각한다. 1Q21에도 드라마 편수[그림1]는 전년/전분기 대비 줄었다. 드라마 편수가 늘어나는 제이콘텐츠리 및 기타 중 소형 제작사들과는 분명 대조되는 방향이다.

그럼에도 불구하고, 1Q21 호실적(매출액 1,274억 원, +6% y-y, 영업이익 145억 원, +25% y-y)이 예상된다. 이미 높아진 컨센서스에 ‘부합’하는 정도이지만, 질적으로 매우 우수한 성적이라 판단한다.

① ‘텐트폴’, 혹은 고가에 구매해가는 특정 대형 플랫폼에 온전히 의지하지 않더라도 제작역량 및 판매효율 상승에 기반해 ‘개별작품당’ 전반에 대한 성과가 좋았기 때문이다. 즉, ② 국내의 판권가격 상승이 핵심이다. 신작뿐 아니라 큰 폭의 구작 ASP 상승도 의미 있다. Q 축소에도 호실적이 나오는 이유다. 작년부터 이어진 이러한 흐름[그림2,3]은 일시적 현상이 아닌 구조적 사이클로 보는 것이 타당하다.

리딩업체 입지 지속, 긍정적 의견 유지

콘텐츠 판가는 구조적으로 상향되고, 그간 주가 발목을 잡았던 드라마 제작편수는 향후 본격적인 비캡티브(=디지털) 확장(2020년 27편 → 2021년 31편)으로 극복 가능할 전망[그림4]이다. 스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가는 12.5만 원으로 상향 제시한다. 동일하게 일본 콘텐츠 제작사의 평균 PER 대비 25% 할증[표3]해 산출했다.

[표1] 스튜디오드래곤 1Q21 실적발표 Preview

(단위: 십억원, %)

VS	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E 한화(a)	yy	qq	1Q21E 컨센서스(b)	차이(a/b)-1
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	127.4	5.9%	-7.4%	126.5	0.7%
growth %	7.6%	25.9%	-19.0%	41.4%	5.9%			5.2%	
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.5	14.5	25.0%	218.9%	14.4	0.7%
growth %	5.3%	56.7%	46.2%	-210.8%	25.0%			24.1%	
margin %	9.6%	10.5%	15.0%	3.3%	11.4%			11.4%	0.02%p

자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

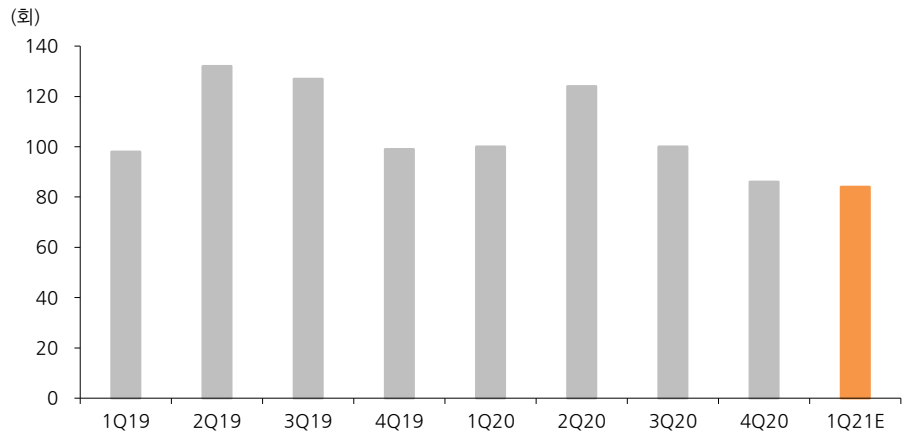
[표2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

VS	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	127.4	286.8	379.6	468.5	525.6	656.7	755.2
growth %	7.6%	25.9%	-19.0%	41.4%	5.9%	46.7%	32.4%	23.4%	12.2%	24.9%	15.0%
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	44.9	131.2	178.1	208.7	197.0	229.3	209.8
growth %	2.5%	12.6%	-24.9%	-10.9%	-0.6%	49.5%	35.7%	17.2%	-5.6%	16.4%	-8.5%
sales %	37.6%	40.5%	43.0%	29.6%	35.3%	45.8%	46.9%	44.5%	37.5%	34.9%	27.8%
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	71.5	111.8	162.1	219.2	279.7	372.1	483.9
growth %	19.1%	25.5%	-15.2%	101.6%	6.8%	48.3%	44.9%	35.3%	27.6%	33.0%	30.1%
sales %	55.6%	46.9%	47.9%	62.7%	56.1%	39.0%	42.7%	46.8%	53.2%	56.7%	64.1%
국내	14.1	16.3	8.8	14.0	12.5	44.7	51.8	58.8	53.1	61.9	73.0
growth %	4.0%	-9.9%	-45.6%	26.1%	-11.2%	43.4%	16.0%	13.5%	-9.7%	16.4%	18.0%
sales %	11.7%	10.1%	8.2%	10.2%	9.8%	15.6%	13.7%	12.6%	10.1%	9.4%	9.7%
해외	52.8	59.4	42.1	72.3	59.0	67.2	110.2	160.4	226.6	310.2	410.9
growth %	23.9%	40.7%	-4.0%	128.0%	11.7%	51.8%	64.1%	45.5%	41.3%	36.9%	32.5%
sales %	43.9%	36.8%	39.6%	52.5%	46.3%	23.4%	29.0%	34.2%	43.1%	47.2%	54.4%
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	11.0	43.7	39.4	40.6	48.9	55.3	61.4
growth %	-29.2%	107.1%	-6.4%	20.2%	34.8%	35.3%	-9.8%	3.0%	20.4%	13.2%	11.0%
sales %	6.8%	12.6%	9.1%	7.8%	8.6%	15.2%	10.4%	8.7%	9.3%	8.4%	8.1%
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	108.2	239.7	324.0	420.8	451.0	558.9	637.4
growth %	7.0%	23.7%	-26.6%	28.8%	4.4%	42.3%	35.2%	29.9%	7.2%	23.9%	14.0%
margin %	86.2%	86.5%	80.0%	89.1%	84.9%	83.6%	85.4%	89.8%	85.8%	85.1%	84.4%
매출총이익	16.7	21.8	21.3	14.9	19.3	47.1	55.6	47.7	74.7	97.8	117.8
growth %	11.1%	41.9%	39.1%	610.1%	15.6%	73.9%	17.9%	-14.1%	56.4%	31.0%	20.4%
margin %	13.8%	13.5%	20.0%	10.9%	15.1%	16.4%	14.6%	10.2%	14.2%	14.9%	15.6%
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	4.8	14.1	15.7	19.1	25.5	28.3	33.1
growth %	27.2%	5.8%	21.3%	67.6%	-5.8%	138.2%	11.6%	21.8%	33.2%	11.0%	17.0%
margin %	4.2%	3.0%	5.0%	7.6%	3.7%	4.9%	4.1%	4.1%	4.8%	4.3%	4.4%
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.5	14.5	33.1	39.9	28.6	49.2	69.6	84.7
growth %	5.3%	56.7%	46.2%	-210.8%	25.0%	56.1%	20.6%	-28.2%	71.8%	41.4%	21.8%
margin %	9.6%	10.5%	15.0%	3.3%	11.4%	11.5%	10.5%	6.1%	9.4%	10.6%	11.2%
순이익	8.6	13.4	10.6	-3.0	11.4	23.8	35.8	26.4	29.7	57.0	68.4
growth %	-7.0%	82.6%	-8.9%	80.5%	32.6%	83.8%	50.1%	-26.3%	12.8%	91.6%	20.1%
margin %	7.1%	8.3%	9.9%	-2.2%	8.9%	8.3%	9.4%	5.6%	5.7%	8.7%	9.1%

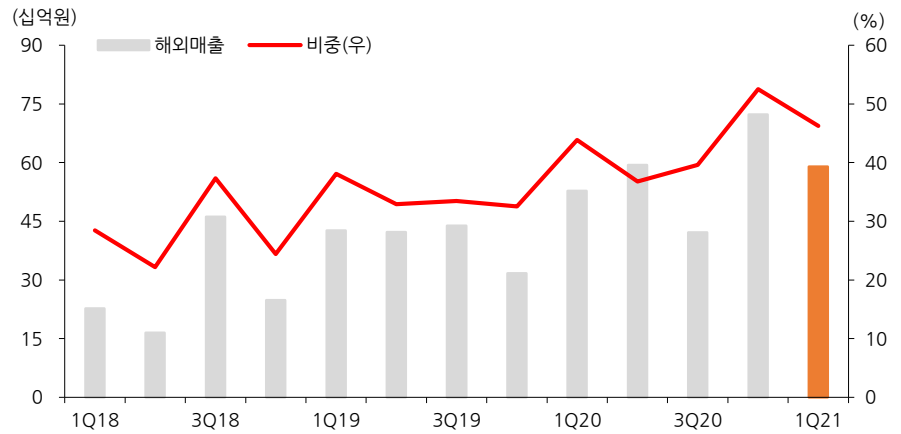
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 스튜디오드래곤 드라마 방영회수 추이



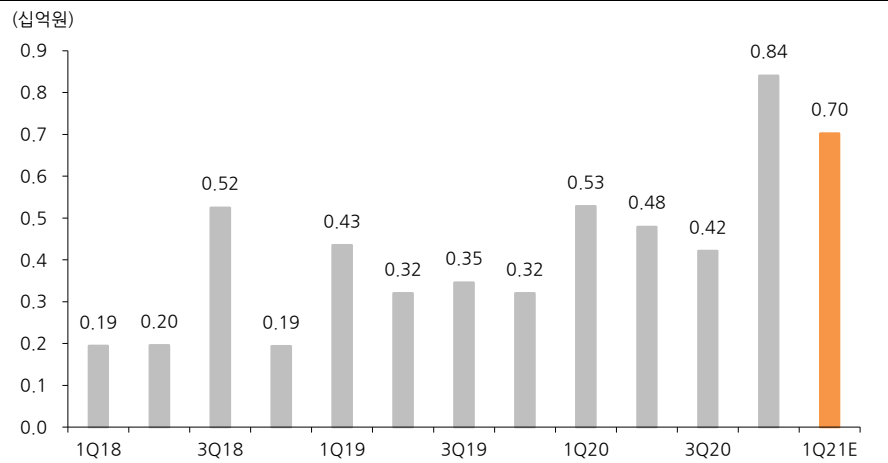
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 스튜디오드래곤 해외판권 및 비중 추이



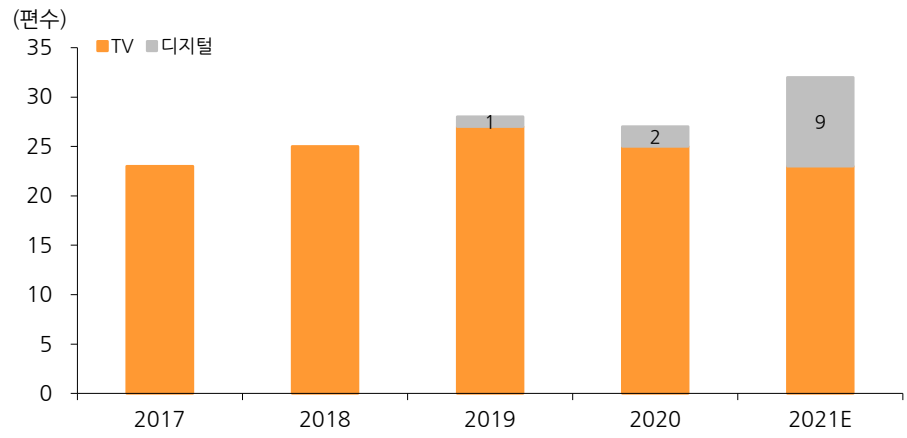
자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 스튜디오드래곤 회당 해외판권가격



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 스튜디오드래곤 연간 드라마 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 일본 대표 제작사 밸류에이션 추이

Company	Present	2021E	2022E	2023E
Toei Animation	44.8	46.5	44.2	41.5
	6.1	6.0	5.4	4.9
	28.3	29.3	25.0	21.7
TOHO	53.1	26.2	20.7	18.6
	2.1	2.0	1.8	1.7
	22.6	13.3	10.9	10.2

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	380	469	526	657	755
매출총이익	56	48	75	98	118
영업이익	40	29	49	70	85
EBITDA	115	146	165	176	160
순이자손익	3	3	2	7	8
외화관련손익	3	3	-5	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	42	75	90
당기순이익	36	26	30	57	68
지배주주순이익	36	26	30	57	68
증가율(%)					
매출액	32.4	23.5	12.2	24.9	15.0
영업이익	21.0	-28.1	71.1	41.6	21.8
EBITDA	55.1	26.4	13.6	6.4	-8.9
순이익	50.3	-26.3	12.1	92.4	20.1
이익률(%)					
매출총이익률	14.6	10.2	14.2	14.9	15.6
영업이익률	10.5	6.1	9.3	10.6	11.2
EBITDA 이익률	30.3	31.1	31.4	26.8	21.2
세전이익률	12.0	7.1	7.9	11.4	12.0
순이익률	9.4	5.6	5.6	8.7	9.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-29	-12	5	151	134
당기순이익	36	26	30	57	68
자산상각비	75	117	116	106	76
운전자본증감	-139	-143	-144	-13	-10
매출채권 감소(증가)	-28	-22	-30	-34	-10
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	14	-1	-14	20	5
투자현금흐름	141	-81	-16	-43	-45
유형자산처분(취득)	0	0	-7	-9	-10
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-20	-20
투자자산 감소(증가)	-5	-19	-49	-2	-2
재무현금흐름	-10	0	0	-1	-7
차입금의 증가(감소)	-10	-1	-1	-1	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	120	150	165	164	144
(-)운전자본증가(감소)	-37	5	13	13	10
(-)설비투자	0	1	7	9	10
(+)자산매각	0	0	-1	-20	-20
Free Cash Flow	156	144	143	122	104
(-)기타투자	31	199	91	12	12
잉여현금	126	-55	53	110	92
NOPLAT	31	23	35	53	64
(+) Dep	75	117	116	106	76
(-)운전자본투자	-37	5	13	13	10
(-)Capex	0	1	7	9	10
OpFCF	143	134	131	138	119

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	247	244	228	373	476
현금성자산	159	117	101	211	295
매출채권	69	84	107	141	151
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	529	463	430
투자자산	69	103	291	303	315
유형자산	1	1	8	10	11
무형자산	199	233	230	151	104
자산총계	512	582	757	836	907
유동부채	108	145	132	154	162
매입채무	55	64	53	73	78
유동성이자부채	0	2	2	2	1
비유동부채	3	8	16	16	10
비유동이자부채	2	8	8	8	2
부채총계	111	153	148	170	172
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	320	322	470	470	470
이익잉여금	68	94	123	180	248
자본조정	0	-1	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	609	666	735

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,278	942	1,047	1,899	2,280
BPS	14,305	15,242	20,309	22,208	24,488
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,280	5,346	5,817	5,456	4,810
ROA(%)	7.4	4.8	4.4	7.2	7.9
ROE(%)	9.3	6.4	5.7	8.9	9.8
ROIC(%)	14.5	8.2	10.6	16.6	23.6
Multiples(x, %)					
PER	72.3	85.9	88.5	53.0	44.1
PBR	6.5	5.3	4.6	4.5	4.1
PSR	6.8	4.8	5.0	4.6	4.0
PCR	21.6	15.1	15.9	18.4	20.9
EV/EBITDA	21.1	14.9	16.3	16.0	17.0
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	27.7	35.8	24.3	25.5	23.4
Net debt/Equity	-39.1	-24.9	-14.8	-30.1	-39.8
Net debt/EBITDA	-136.3	-73.3	-54.7	-114.1	-182.4
유동비율	228.4	168.4	172.8	242.3	294.9
이자보상배율(배)	343.0	58.1	84.8	17.4	18.8
자산구조(%)					
투하자본	52.0	58.9	47.0	35.9	29.6
현금+투자자산	48.0	41.1	53.0	64.1	70.4
자본구조(%)					
차입금	0.5	2.3	1.7	1.5	0.4
자기자본	99.5	97.7	98.3	98.5	99.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 04월 30일)

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 3자에게 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 책임소지에 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		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	105,000	115,000	115,000	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	-10.41	4.00
2021.02.08	Buy	115,000	-14.05	-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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 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 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%