

스튜디오드래곤 (253450)



가시화되는 글로벌 프로젝트!

목표주가 상향

2022년 EPS 상향을 통해 목표주가를 140,000원(+8%)으로 상향한다. 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 방송 부문의 동반 실적 써프라이즈로 확인한 산업 내 가파른 ASP 상승에 더해 글로벌 프로젝트가 드디어 가시화 된 것으로 추정된다. 한한령 완화를 전제하지 않는 중국향 판매 증가도 예상된다. 꿈에 그리던 업황이다. 지속적인 최선호주로 제시한다.

1Q Review: OPM 15.3%(+5.6%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,171억원(-3% YoY)/179억원(+54%)으로 컨센서스(144억원)를 크게 상회했다. <빈센조>, <철인왕후>, <여신강림> 등의 콘텐츠 흥행에 더해 넷플릭스 오리지널인 <좋아하면 울리는2>, 티빙 오리지널인 <당신의 운명을 쓰고 있습니다> 등이 반영되었다. 방영 편수 감소에도 1) 신작 기준 ASP가 33% 증가 및 2) 제작 원가 절감 등으로 매출원가율이 79.8%(-6.4%p)로 하락하면서 실적이 좋았다. 적은 제작비로도 더 비싸게 팔았다는 것이며, 역대 최고 실적을 기록한 제이콘텐트리의 방송 부문 동반 써프라이즈를 감안할 때 산업 내 드라마 수급 경쟁으로 인한 가파른 ASP 상승이 증명되고 있다.

글로벌 프로젝트 당 100억원 이상 이익 기여 예상

글로벌 프로젝트가 동시에 18편 진행 중이며, 일반적으로 시리즈 오더까지 가는데 최소 2년 정도 걸리는데 반해 이미 시리즈 오더를 목전에 둔 프로젝트가 1~2편 정도 있다고 밝혔다. 파트너사인 스카이댄스의 역량과 'flixpatrol.com'에서 확인된 스튜디오드래곤의 글로벌 콘텐츠 경쟁력이 복합적으로 작용하고 있는 것으로 추정된다. 미국은 회당 제작비가 평균 100억원 수준으로 추정되며, 편당 8~10부작을 가정할 때 시리즈 1 기준으로도 800~1,000억원 내외의 제작비가 투입될 수 있어 확정 시 엄청난 실적 및 성장 모멘텀이 될 것이다. 한국 대비 제작 마진이 상대적으로 높은 점을 감안하면 편당 100~150억원 이상의 프로젝트 마진이 예상된다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 140,000원(상향) | CP(5월06일): 103,200원

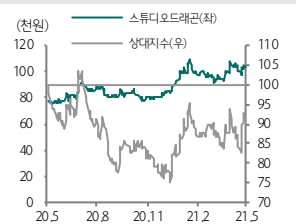
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	969.99
52주 최고/최저(원)	109,200/7,590
시가총액(십억원)	3,096.4
시가총액비중(%)	0.77
발행주식수(천주)	30,004.3
60일 평균 거래량(천주)	205.7
60일 평균 거래대금(십억원)	20.6
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	12.46
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3 인	55.94
네이버	6.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.3 26.8 34.0
상대	1.1 9.4 (9.0)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	588.4	661.1
영업이익(십억원)	67.7	86.7
순이익(십억원)	55.1	70.2
EPS(원)	1,848	2,338
BPS(원)	21,185	23,512

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	468.7	525.7	539.1	674.2	747.8
영업이익	십억원	28.7	49.1	70.4	88.2	95.9
세전이익	십억원	33.1	41.5	72.1	89.9	97.6
순이익	십억원	26.4	29.6	55.5	69.2	75.1
EPS	원	941	1,044	1,850	2,307	2,504
증감율	%	(26.37)	10.95	77.20	24.70	8.54
PER	배	85.97	88.70	55.78	44.73	41.21
PBR	배	5.31	4.56	4.66	4.22	3.83
EV/EBITDA	배	14.88	16.26	13.51	11.20	9.86
ROE	%	6.37	5.71	8.71	9.89	9.74
BPS	원	15,242	20,309	22,159	24,465	26,969
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. 목표주가 상향

지배주주순이익('22년)	67	십억원
주식 수	30,004	천주
EPS	2,307	원
목표 P/E	60	배
목표 주가	140,000	원
현재 주가	103,200	원
상승 여력	36	%

자료: 하나금융투자

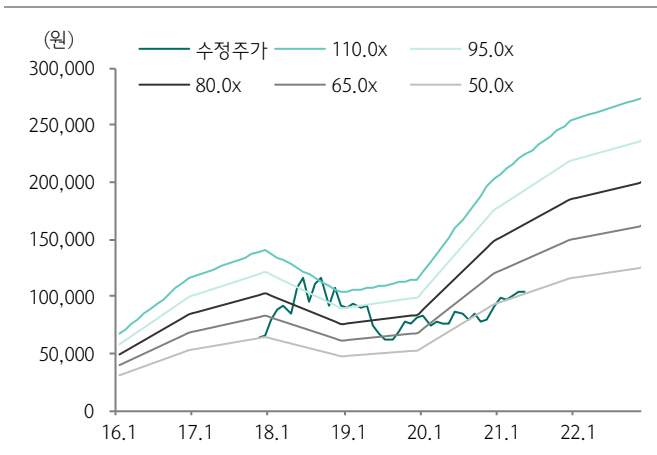
표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20	21F	22F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	469	526	539	674	120	161	106	138	117	125	131	166
편성	209	197	195	229	45	65	46	41	44	38	52	61
판매	219	280	298	396	67	76	51	86	63	77	68	90
기타	41	49	46	49	8	20	10	11	10	10	11	15
매출총이익	48	75	99	120	17	22	21	15	24	21	24	30
GPM	10%	14%	18%	18%	14%	14%	20%	11%	20%	17%	18%	18%
영업이익	29	49	70	88	12	17	16	5	18	15	18	20
OPM	6%	9%	13%	13%	10%	10%	15%	3%	15%	12%	14%	12%
순이익	26	30	56	69	9	13	11	(3)	16	12	14	15

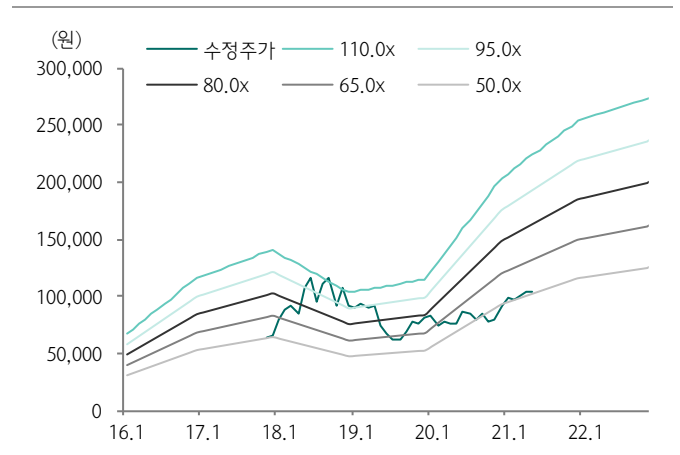
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 1. 12MF P/E 밴드차트



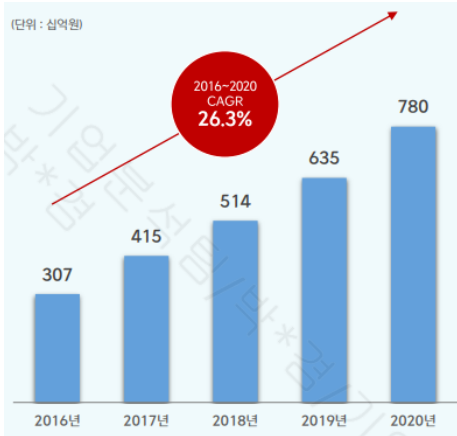
자료: 하나금융투자

그림 2. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 한국 OTT 시장 규모



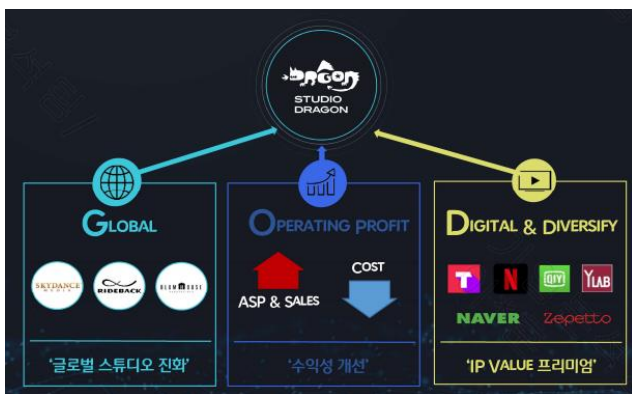
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 2021년 국내외 OTT 진출 본격화



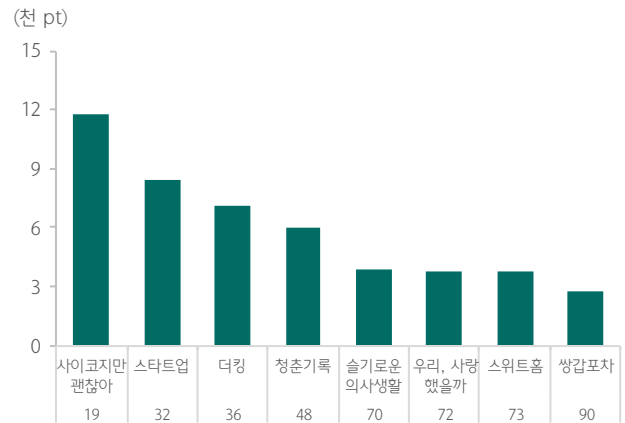
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 글로벌 및 디지털 확장 본격화



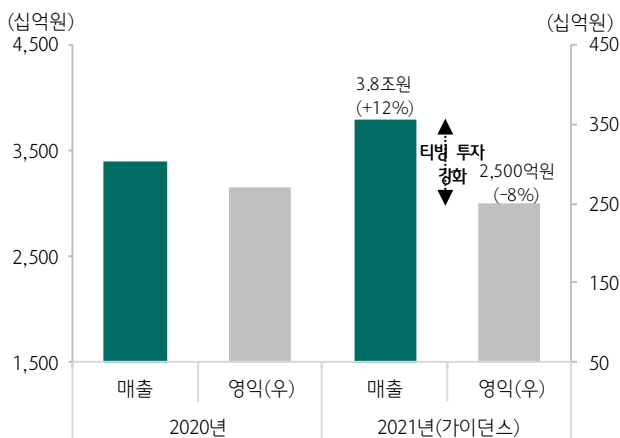
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 6. 2020년 한국 드라마의 넷플릭스 글로벌 순위



자료: Flixpatrol, 하나금융투자

그림 7. CJ ENM의 실적 가이드스 - 티빙 투자 강화 및 드래곤의 수혜



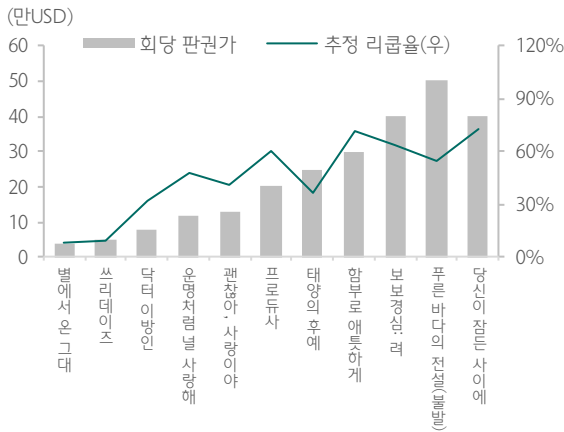
자료: CJ enm, 하나금융투자.

표 3. 2020년 넷플릭스 동시 방영작 -18개 중 15개가 티빙 연합

채널	타이틀	채널	타이틀
tvN	사랑의 불시착	SBS	더 킹: 영원의 군주
tvN	하이바이, 마마	SBS	하이에나
tvN	슬기로운 의사생활	KBS	도도솔솔라라솔
tvN	사이코지만 괜찮아	JTBC	이태원클라쓰
tvN	비밀의 숲2	JTBC	쌍갑포차
tvN	청춘기록	JTBC	우리, 사랑했을까
tvN	스타트업	JTBC	사생활
OCN	루갈	JTBC	런 온
OCN	경이로운 소문	카카오TV	도시남녀의 사랑법

자료: 넷플릭스, 하나금융투자

그림 8. 과거 중국형 드라마 판권 가격 추이



자료: 언론, 하나금융투자.

그림 9. 한한령 완화를 전제하지 않는 아이치이의 공격적인 수급



자료: 언론, 하나금융투자

표 4. 아이치이 글로벌 방영 한국 드라마

연도	드라마명	국내 채널	동시방영
2020	저녁 같이 드실래요?	MBC	글로벌
	편의점 샛별이	SBS	글로벌
	나를 사랑한 스파이	MBC	글로벌
2021	허쉬	JTBC	글로벌
	암행어사: 조선비밀수사단	KBS2	글로벌
	선배, 그 립스틱 바르지 마요	JTBC	글로벌
	간 떨어지는 동거	tvN	오리지널
	지리산	tvN	글로벌

자료: 언론 종합, 하나금융투자
주: 동시 혹은 1~2일 이내 방영작

표 5. 스튜디오드래곤 2021년 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q	낮과 밤	남궁민, 설현	16
		1Q	루카	김래원, 이다희	12
		2Q	나빌레라	송강, 박인환	12
		2Q	어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	박보영, 서인국	16
	수목	1Q	여신강림	차은우, 문가영	16
		2Q	마우스	이승기	20
		2Q	간 떨어지는 동거	장기용, 예리	16
	토일	1Q	철인왕후	신혜선, 김정현	20
		1Q	빈센조	송중기, 전여빈	20
		2Q	마인	이보영, 김서형	16
OCN	토일	1Q	타임즈	이서진, 이주영	12
		2Q	다크홀	김옥빈, 이준혁	12
		2Q	보이스4	송승헌, 이하나	14
기타	넷플릭스	1Q	좋아하면 울리는2	송강, 김소현	6

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	468.7	525.7	539.1	674.2	747.8
매출원가	420.8	451.0	440.1	554.6	617.7
매출총이익	47.9	74.7	99.0	119.6	130.1
판매비	19.2	25.7	28.6	31.4	34.2
영업이익	28.7	49.1	70.4	88.2	95.9
금융손익	4.3	(3.7)	2.3	2.3	2.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(3.8)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
세전이익	33.1	41.5	72.1	89.9	97.6
법인세	6.6	11.9	16.6	20.7	22.4
계속사업이익	26.4	29.6	55.5	69.2	75.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.4	29.6	55.5	69.2	75.1
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	26.4	29.6	55.5	69.2	75.1
지배주주지분포괄이익	25.7	32.2	55.5	69.2	75.1
NOPAT	22.9	35.0	54.2	67.9	73.8
EBITDA	145.5	165.3	201.1	239.9	268.0
성장성(%)					
매출액증가율	23.47	12.16	2.55	25.06	10.92
NOPAT증가율	(26.84)	52.84	54.86	25.28	8.69
EBITDA증가율	26.30	13.61	21.66	19.29	11.71
영업이익증가율	(28.07)	71.08	43.38	25.28	8.73
(지배주주)순이익증가율	(26.26)	12.12	87.50	24.68	8.53
EPS증가율	(26.37)	10.95	77.20	24.70	8.54
수익성(%)					
매출총이익률	10.22	14.21	18.36	17.74	17.40
EBITDA이익률	31.04	31.44	37.30	35.58	35.84
영업이익률	6.12	9.34	13.06	13.08	12.82
계속사업이익률	5.63	5.63	10.29	10.26	10.04

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	244.5	228.3	268.9	332.1	392.9
금융자산	116.6	101.0	138.4	169.1	212.1
현금성자산	59.8	49.1	86.3	115.2	157.2
매출채권	83.6	106.7	109.4	136.8	151.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	44.3	20.6	21.1	26.2	29.1
비유동자산	337.1	529.0	548.5	579.0	608.1
투자자산	13.4	180.1	180.3	182.5	183.8
금융자산	13.4	180.1	180.3	182.5	183.8
유형자산	1.2	7.6	5.7	4.3	3.4
무형자산	233.1	230.4	251.7	281.3	310.1
기타비유동자산	89.4	110.9	110.8	110.9	110.8
자산총계	581.6	757.3	817.4	911.2	1,001.0
유동부채	145.1	132.1	136.5	159.2	172.8
금융부채	2.0	2.4	2.5	3.1	3.4
매입채무	18.4	5.9	6.1	7.6	8.4
기타유동부채	124.7	123.8	127.9	148.5	161.0
비유동부채	8.2	15.8	16.0	18.0	19.0
금융부채	7.9	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동부채	0.3	7.6	7.8	9.8	10.8
부채총계	153.3	148.0	152.5	177.1	191.8
지배주주지분	428.3	609.3	664.9	734.1	809.2
자본금	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.0	470.0	470.0
자본조정	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액	(1.0)	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	93.5	122.9	178.4	247.6	322.8
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.3	664.9	734.1	809.2
순금융부채	(106.6)	(90.4)	(127.7)	(157.8)	(200.5)

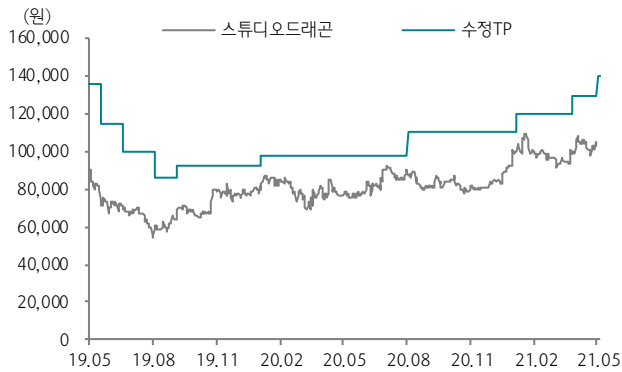
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	941	1,044	1,850	2,307	2,504
BPS	15,242	20,309	22,159	24,465	26,969
CFPS	5,346	5,803	6,699	7,968	8,882
EBITDAPS	5,185	5,828	6,704	7,995	8,933
SPS	16,698	18,532	17,967	22,470	24,922
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	85.97	88.70	55.78	44.73	41.21
PBR	5.31	4.56	4.66	4.22	3.83
PCR	15.13	15.96	15.41	12.95	11.62
EV/EBITDA	14.88	16.26	13.51	11.20	9.86
PSR	4.84	5.00	5.74	4.59	4.14
재무비율(%)					
ROE	6.37	5.71	8.71	9.89	9.74
ROA	4.83	4.42	7.05	8.01	7.86
ROIC	10.83	14.94	22.18	26.25	26.92
부채비율	35.80	24.28	22.94	24.13	23.70
순부채비율	(24.90)	(14.83)	(19.21)	(21.50)	(24.77)
이자보상배율(배)	58.13	84.78	117.17	142.23	148.14

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(12.2)	5.2	188.3	235.7	254.8
당기순이익	26.4	29.6	55.5	69.2	75.1
조정	10	12	13	15	17
감가상각비	116.8	116.2	130.7	151.7	172.2
외환거래손익	0.6	3.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(107.4)	(107.6)	(117.7)	(136.7)	(155.2)
영업활동 자산부채 변동	(142.9)	(144.1)	3.8	17.3	10.7
투자활동 현금흐름	(81.0)	(16.3)	(148.0)	(180.9)	(198.3)
투자자산감소(증가)	(9.7)	(166.6)	(0.2)	(2.3)	(1.2)
자본증가(감소)	(0.5)	(7.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(70.8)	157.5	(147.8)	(178.6)	(197.1)
재무활동 현금흐름	(0.0)	0.0	(0.5)	0.0	(0.3)
금융부채증가(감소)	7.8	0.7	0.1	0.6	0.3
자본증가(감소)	1.7	149.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.5)	(149.9)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(93.2)	(11.1)	37.5	28.9	42.0
Unlevered CFO	150.0	164.6	201.0	239.1	266.5
Free Cash Flow	(12.8)	(2.0)	188.3	235.7	254.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.7	BUY	140,000		
21.4.2	BUY	130,000	-20.68%	-16.92%
21.1.11	BUY	120,000	-17.79%	-9.00%
20.8.7	BUY	110,000	-23.91%	-8.73%
20.1.8	BUY	98,000	-17.22%	-5.61%
19.9.10	BUY	92,000	-19.44%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-28.57%	-19.65%
19.6.24	BUY	100,000	-34.71%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.59%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-33.17%	-27.72%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_ 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_ 목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.68%	5.32%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 04일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 5월 7일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 5월 7일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.