

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

레퍼런스를 믿자

Company Report | 2021. 4. 9

※ ESG Index/Event는 13페이지 참조

유의미한 글로벌 흥행 레퍼런스가 가장 풍부한 사업자. 1)스카이댄스 협업을 통한 서구식 드라마 직접 제작 레퍼런스 및 2)와이랩 협업을 통한 유의미한 시즌제 레퍼런스도 추가될 전망. 1분기 컨센서스에 부합할 것

풍부한, 그리고 더욱 풍부해질 글로벌 레퍼런스

지난 해 넷플릭스 Top10에 랭크된 국내 드라마 대다수는 동사 제작. 한류 영향권인 아시아에서는 대체로 최상위권, '스위트홈'은 서구권에서도 최상위권에 랭크된 바 있음. 글로벌 흥행 레퍼런스가 풍부한 만큼, 아시아 확장을 원하는 글로벌 OTT들의 콘텐츠 검토 시 우선순위를 점할 수 밖에 없음

또한 스카이댄스 협업을 통해 내년 초 공개될 글로벌 OTT 오리지널 시리즈를 통해 더욱 다양한 레퍼런스를 가질 수 있을 것. 기존의 한국식 드라마가 아닌, 서구식 드라마 직접 제작을 통해 1)제작비 규모의 대폭 확대 및 2)글로벌 OTT 본사와의 직접 거래 레퍼런스가 쌓일 수 있기 때문

와이랩 협업으로 시작해보는 '시즌제' 역량

동사 와이랩 IP 영상화 5년 독점권을 계약. 와이랩은 슈퍼스트링(히어로물), 블루스트링(학원물) 세계관 기반 웹툰 IP를 보유. 슈퍼스트링 하 '버닝헬: 신의 나라'은 이미 넷플릭스 오리지널 '킹덤'으로 제작된 바 있으며, 하반기 제작 예정인 드라마 '아일랜드'도 동명의 슈퍼스트링 웹툰 기반. 검증된 세계관 IP 기반의 드라마 제작이 가능해진 만큼, '아스달 연대기'로 시도했으나 성과가 미미했던 시즌제에서도 성과를 볼 수 있을 전망

1Q21 Preview: 작품당 판가 상승 효과를 재확인할 수 있을 것

1분기 연결기준 매출 1,241억원(+3% y-y), 영업이익 143억원(+24% y-y)으로 컨센서스에 부합할 것

주요작(빈센조, 경이로운 소문 등)의 해외 판매 및 부가 매출(PPL, VOD)은 물론, 국내 인지도 낮았던 일반 드라마들의 판가 상승 효과도 두드러질 것

스튜디오드래곤 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E					2Q21F
					예상치	y-y	q-q	기준조정	컨센서스	
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	124.1	3.1	-9.9	88.9	124.3	114.5
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	14.3	23.8	210.3	8.8	13.9	10.0
영업이익률	9.6	10.5	15.0	3.3	11.5	-	-	9.9	11.2	8.7
세전이익	12.0	17.2	15.2	-2.9	13.6	12.8	흑전	8.0	14.0	9.2
(지배)순이익	8.5	13.4	10.6	-2.8	10.8	26.9	흑전	6.4	11.1	7.4

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 130,000원 (유지)

현재가 ('21/04/08) 108,000원

업종	미디어/엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	3,143.26 / 982.02
시가총액(보통주)	3,240.5십억원
발행주식수(보통주)	30.0백만주
52주 최고가('21/01/22)	109,200원
최저가('20/04/09)	74,300원
평균거래대금(60일)	23,827백만원
배당수익률(2021E)	0.00%
외국인지분율	12.0%

주요주주	
CJ ENM 외 3 인	55.9%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	8.2	27.1	44.2
상대수익률 (%p)	8.9	12.8	-10.8

	2020	2021E	2022F	2023F
매출액	525.7	572.5	692.1	733.2
중간율	12.2	8.9	20.9	5.9
영업이익	49.1	78.7	108.7	103.3
중간율	71.1	60.3	38.1	-5.0
영업이익률	9.3	13.7	15.7	14.1
(지배)순이익	29.6	59.6	83.3	78.9
EPS	1,044	1,988	2,775	2,628
중간율	10.9	90.4	39.6	-5.3
PER	88.7	54.3	38.9	41.1
PBR	4.6	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	16.5	17.1	14.4	14.4
ROE	5.7	9.3	11.7	10.0
부채비율	24.3	23.2	21.6	20.5
순차입금	-56.1	-106.3	-200.1	-280.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

RA 이선정

02)2229-6739, sunjung.lee@nhqv.com

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. 넷플릭스와 2020년부터 3년간 21편의 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 보유하고 있으며, 물리적 제작 역량은 연간 40편 수준. 2020년 매출 비중은 편성 37.5%, 판매 53.2%, 기타 9.3%. 글로벌 사업자와의 협업을 통해 확보한 풍부한 레퍼런스 및 양질의 인재풀로 차별화

Share price drivers/Earnings Momentum

- 넷플릭스 외 글로벌OTT와의 수출 계약 개시
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작비 및 마진 상승
- 중국 한한령 해제를 통한 중국 시장 수출 재개
- CJ ENM 보유 지분 매각을 통한 SI 확보 가속화

Downside Risk

- 주요 작가 및 연출의 경쟁사 이직
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국 한한령 지속으로 인한 수출 재개 지연
- CJ ENM 보유 지분의 FI로의 매각

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2021E	2022F	2021E	2022F	2021E	2022F
Netflix	51.1	41.0	16.0	11.7	34.0	33.1
Walt Disney	101.3	39.5	3.8	3.6	2.4	6.7
CJ ENM	18.6	17.8	1.0	0.9	5.4	5.4
제이콘텐트리	N/A	24.7	1.4	1.3	-0.9	5.3
에이스토리	19.7	33.4	7.2	6.0	59.2	20.6

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2019	2020	2021E	2022F	2023F
PER	85.9	88.7	54.3	38.9	41.1
PBR	5.3	4.6	4.8	4.3	3.9
PSR	4.8	5.0	5.7	4.7	4.4
ROE	6.4	5.7	9.3	11.7	10.0
ROIC	6.1	10.3	17.3	25.5	25.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	-	-	-	-	154	287	380	469	526
영업이익	-	-	-	-	17	33	40	29	49
영업이익률(%)	-	-	-	-	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3
세전이익	-	-	-	-	10	30	46	33	42
순이익	-	-	-	-	8	24	36	26	30
지배지분순이익	-	-	-	-	8	24	36	26	30
EBITDA	-	-	-	-	39	74	115	146	165
CAPEX	-	-	-	-	1	0	0	1	7
Free Cash Flow	-	-	-	-	-13	-7	-29	-13	-2
EPS(원)	-	-	-	-	569	1,050	1,278	941	1,044
BPS(원)	-	-	-	-	6,176	13,141	14,305	15,242	20,309
DPS(원)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
순차입금	-	-	-	-	16	-183	-155	-101	-56
ROE(%)	-	-	-	-	6.0	9.5	9.3	6.4	5.7
ROIC(%)	-	-	-	-	-	14.2	11.5	6.1	10.3
배당성장(%)	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	12.1	-49.6	-38.7	-23.5	-9.2

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

**실적 추정치 하향
: 수수료율 조정**

동사 연결 기준 영업이익 추정치 하향의 근거는 다음과 같다. 글로벌 OTT 경쟁 심화로 인한 작품당 평가 상승 수혜 유효한 점은 긍정적이나, 홍행이 담보된 웹툰 IP 활용 및 공동제작이 늘어남에 따라 수수료 부담도 늘어날 가능성을 고려하였다. 또한 로컬 OTT 티빙으로 납품되는 작품들의 경우, 아직 사업 초기 단계인만큼 전반적으로 저예산 저마진으로 진행되고 있는 점을 감안하였다.

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2020	2021E	2022F	2023F
매출액	- 수정 후	525.7	572.5	692.1	733.2
	- 수정 전	-	578.1	664.3	753.5
	- 변동률	-	-1.0	4.2	-2.7
영업이익	- 수정 후	49.1	78.7	108.7	103.3
	- 수정 전	-	84.9	110.4	105.4
	- 변동률	-	-7.3	-1.5	-2.0
영업이익률(수정 후)		9.3	13.8	15.7	14.1
EBITDA		165.3	183.2	211.3	205.3
(지배지분)순이익		29.6	59.6	83.3	78.9
EPS	- 수정 후	1,044	1,988	2,775	2,628
	- 수정 전	-	2,153	2,820	2,669
	- 변동률	-	-7.7	-1.6	-1.5
PER		88.7	54.3	38.9	41.1
PBR		4.6	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA		16.5	17.1	14.4	14.4
ROE		5.7	9.3	11.7	10.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021E
전체 작품수	7	8	7	5	8	6	7	6	7	6	7	9	27	26	29
국내방영	7	8	6	5	7	6	7	5	5	4	6	6	26	24	21
OTT	-	-	1	-	1	-	-	1	2	2	1	3	1	2	8
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	137.7	124.1	114.5	143.3	190.6	468.7	525.7	572.5
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	44.9	39.3	53.5	54.0	208.7	197.0	191.7
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	69.7	65.5	78.1	124.9	219.3	279.7	338.1
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	9.5	9.7	11.7	11.8	40.6	48.9	42.7
%y-y(매출액)	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	3.1	-29.1	34.8	38.4	23.5	12.2	8.9
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	139.6	85.0	122.7	103.8	98.6	117.9	144.6	420.8	451.0	465.0
제작비	48.8	64.5	70.8	48.6	61.9	75.0	46.8	76.3	61.2	48.8	61.8	92.9	232.7	260.0	264.7
무형자산상각비	26.7	32.5	28.4	27.4	25.6	44.7	18.9	24.1	17.9	29.4	30.2	24.9	115.0	113.3	102.4
지급수수료 外	21.3	15.8	16.6	19.3	16.1	19.9	19.3	22.3	24.8	20.3	25.9	26.8	73.1	77.6	97.9
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	20.2	15.9	25.4	46.0	47.9	74.8	107.5
GPM%	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	16.3	13.9	17.7	24.1	10.2	14.2	18.8
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	4.6	14.3	10.0	19.4	35.0	28.7	49.1	78.7
OPM%	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.6	10.5	15.0	3.3	11.5	8.7	13.6	18.4	6.1	9.3	13.8
%y-y(영업이익)	3.5	47.3	-49.2	적전	4.8	57.1	46.4	흑전	23.8	-41.1	21.6	660.0	-28.0	71.0	60.4
당기순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	10.8	7.4	14.7	26.7	26.4	29.6	59.6
NPM(%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	8.7	6.4	10.3	14.0	5.6	5.6	10.4

주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영); 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 2021년 상반기 드라마 라인업

제목	방영(예정)일	반영분기	채널	비고
낮과 밤	20.11.30~21.01.19	1Q	tvN	Quasi-Tp
경이로운 소문	20.11.28~21.01.24	1Q	OCN	
여신강림	20.12.09~21.02.04	1Q	tvN	
철인왕후	20.12.12~21.02.14	1Q	tvN	
루카 더 비기닝	21.02.01~21.03.09	1Q	tvN	
타임즈	21.02.20~21.03.28	1Q	OCN	
빈센조	21.02.20~21.04.25	1Q	tvN	Tentpole
마우스	21.03.03~21.05.12	1Q	tvN	
좋아하면 울리는 시즌 2	21.03.12	1Q	Netflix	
나빌레라	21.03.22~21.04.27	2Q	tvN	
당신의 운명을 쓰고 있습니다	21.03.26	2Q	TVing	
다크홀	21.04.24~21.05.30	2Q	OCN	
어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	21.05.03~21.06.22	2Q	tvN	Tentpole
마인	21.05.08~21.06.27	2Q	tvN	
간 떨어지는 동거	21.05.12~21.07.01	2Q	tvN	Quasi-Tp
너는 나의 봄		2Q	tvN	
갯마을 차차차		2Q	tvN	
마녀 식당으로 오세요		2Q	TVing	

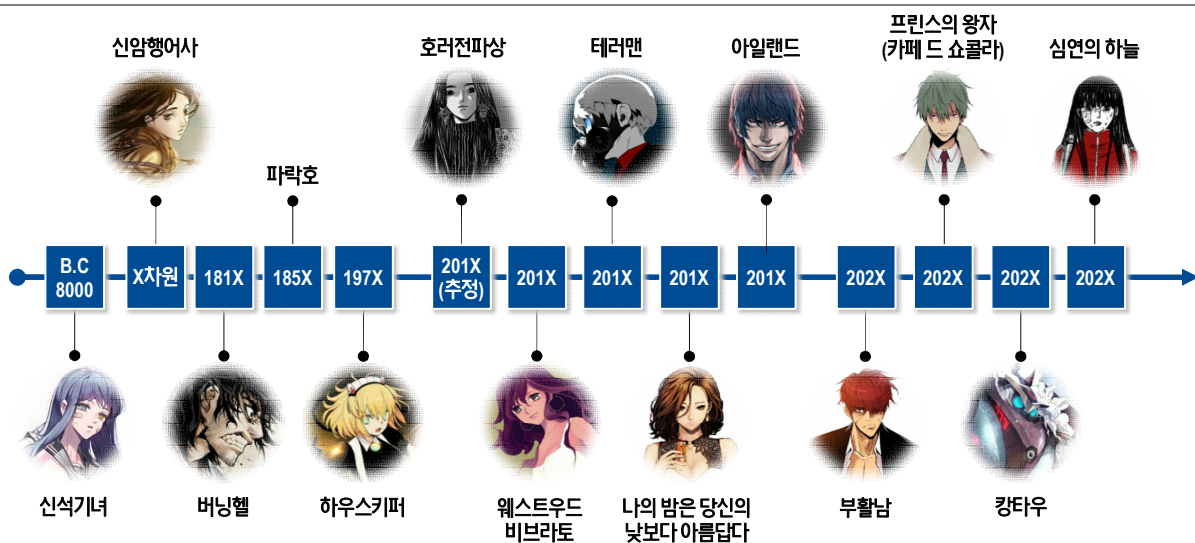
자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 스튜디오드래곤 제작 OTT형 드라마 라인업

제목	공개일정	OTT	구분	비고
좋아하면 울리는 S2	2021.03	넷플릭스	6 부작	
당신의 운명을 쓰고 있습니다	2021.03	티빙	10 부작	
간 떨어지는 동거	2021.05	iQIYI	16 부작	tvN 동시 방영 예정
마녀 식당으로 오세요	2021 2Q	티빙	8 부작	2월 말 대본 리딩
유미의 세포들	2021 2H	티빙		

자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

그림1. 슈퍼스트링 타임라인



자료: YLAB, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2020/12A	2021/12E	2022/12F	2023/12F
매출액	525.7	572.5	692.1	733.2
증감률 (%)	12.2	8.9	20.9	5.9
매출원가	451.0	465.0	547.7	591.6
매출총이익	74.8	107.5	144.4	141.6
Gross 마진 (%)	14.2	18.8	20.9	19.3
판매비와 일반관리비	25.7	28.8	35.7	38.3
영업이익	49.1	78.7	108.7	103.3
증감률 (%)	71.1	60.3	38.1	-5.0
OP 마진 (%)	9.3	13.7	15.7	14.1
EBITDA	165.3	183.2	211.3	205.3
영업외손익	-7.5	-4.2	-4.6	-4.7
금융수익(비용)	-3.7	-4.2	-4.6	-4.7
기타영업외손익	-3.8	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	41.5	74.6	104.1	98.6
법인세비용	11.9	14.9	20.8	19.7
계속사업이익	29.6	59.6	83.3	78.9
당기순이익	29.6	59.6	83.3	78.9
증감률 (%)	12.1	101.4	39.8	-5.3
Net 마진 (%)	5.6	10.4	12.0	10.8
지배주주지분 순이익	29.6	59.6	83.3	78.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	2.5	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	32.2	59.6	83.3	78.9

Valuation / Profitability / Stability				
	2020/12A	2021/12E	2022/12F	2023/12F
PER(X)	88.7	54.3	38.9	41.1
PBR(X)	4.6	4.8	4.3	3.9
PCR(X)	16.0	18.3	16.0	16.7
PSR(X)	5.0	5.7	4.7	4.4
EV/EBITDA(X)	16.5	17.1	14.4	14.4
EV/EBIT(X)	55.4	39.8	28.0	28.7
EPS(W)	1,044	1,988	2,775	2,628
BPS(W)	20,309	22,296	25,071	27,700
SPS(W)	18,532	19,080	23,065	24,437
자기자본이익률(ROE, %)	5.7	9.3	11.7	10.0
총자산이익률(ROA, %)	4.4	7.5	9.6	8.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	10.3	17.3	25.5	25.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)자기자본(%)	-9.2	-15.9	-26.6	-33.7
총부채/ 자기자본(%)	24.3	23.2	21.6	20.5
이자발생부채	11	11	11	12
유동비율(%)	172.8	210.0	270.0	312.5
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,600	108,000	108,000	108,000
시가총액(십억원)	2,778	3,240	3,240	3,240

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2020/12A	2021/12E	2022/12F	2023/12F
현금및현금성자산	49.1	99.0	192.4	272.0
매출채권	106.7	117.3	123.2	126.9
유동자산	228.3	291.2	392.9	478.7
유형자산	7.6	6.6	5.9	5.3
투자자산	180.1	216.1	226.9	238.2
비유동자산	529.0	532.7	521.6	523.0
자산총계	757.3	823.9	914.4	1,002
단기성부채	2.4	2.7	3.0	3.6
매입채무	5.9	5.9	6.0	6.3
유동부채	132.1	138.6	145.5	153.2
장기성부채	8.2	8.2	8.2	8.2
장기충당부채	0.4	0.5	0.5	0.6
비유동부채	15.8	16.3	16.7	17.3
부채총계	148.0	154.9	162.2	170.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.0	470.0	470.0
이익잉여금	122.9	182.6	265.8	344.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	669.0	752.3	831.1

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2020/12A	2021/12E	2022/12F	2023/12F
영업활동 현금흐름	5.2	155.8	180.8	176.0
당기순이익	29.6	59.6	83.3	78.9
+ 유/무형자산상각비	116.2	104.5	102.6	102.0
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	3.4	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	164.6	176.7	202.4	193.8
- 운전자본의증가(감소)	-144.1	-6.0	-0.8	1.9
투자활동 현금흐름	-16.3	-106.3	-87.6	-97.0
+ 유형자산 감소	0.0	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-7.2	-2.0	-2.0	-2.0
+ 투자자산의매각(취득)	-166.6	-36.0	-10.8	-11.3
Free Cash Flow	-2.0	153.8	178.8	174.0
Net Cash Flow	-11.1	49.6	93.2	79.0
재무활동현금흐름	0.0	0.3	0.2	0.6
자기자본 증가	149.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	-149.2	0.3	0.2	0.6
현금의증가	-10.7	49.9	93.4	79.6
기말현금 및 현금성자산	49.1	99.0	192.4	272.0
기말 순부채(순현금)	-56.1	-106.3	-200.1	-280.1