

스튜디오드래곤 (253450KQ)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 120,000 원 (유지)

Analyst 박형민

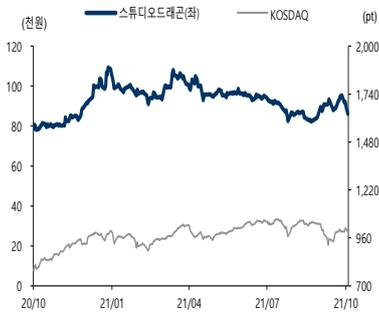
02-6923-7345

phm@capefn.com

Stock Data

주가(11/02)	88,400원
액면가	500원
시가총액	2,653십억원
코스닥 시총대비	0.61%
52주 최고/최저가	109,200원/78,500원
120일 평균거래대금	15십억원
외국인지분율	11.66%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.92%
	네이버 6.25%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-2.6	-14.4	12.6
상대주가(%)	-5.2	-16.6	-10.4

콘텐츠 경쟁력은 어디 안갑니까

3Q21 Preview : 대작 부재와 기대보다 적은 방영편수로 컨센서스 하회를 전망

- 스튜디오드래곤은 3Q21 연결기준 매출액 1,150억원(+8% YoY), 영업이익 155억원(-3% YoY, OPM 13.5%)을 기록할 전망. 컨센서스 165억원을 9% 하회하는 수치. 편성매출은 374억원(-18% YoY), 판매매출은 662억원(+30% YoY)을 예상. 1) 3Q21 방영 편수는 전분기, 전년 동기 대비 각 1편 이상 증가할 전망. 2) 방영 편수가 늘어났음에도 전년 동기 대비 영업이익이 감소한 것은 3Q20 중국 OTT향 구작판매의 역거저 효과에 기인. (15.1% → 13.5%)
- 3Q21 방영된 작품은 TV향 <보이스4>, <악마판사>, <너는 나의 봄>, <더로드 : 1의 비극>, <갯마을 차차차> 등, 넷플릭스향 <킹덤 : 아신전>, 티빙향 <마녀식당으로 오세요>, <유미의 세포들>. TV/OTT 방영이 골고루 이뤄졌으나, 대작드라마는 부재. 21년 들어 특기할 점은 티빙향 작품이 늘어나는 추세로, 캡티브 TV편성의 제한적 성장을 커버했다는 점
- 21년은 대작 드라마의 부재와 OCN 채널의 드라마 편성 감소로 힘겨웠던 한 해. 올해 기대했던 <아일랜드>, <환혼>, <불가살> 등의 대작 드라마 방영은 내년으로 이연될 것으로 보임. 이는 올해 아쉬운 실적의 원인인 동시에 내년 실적 기대를 높이는 요인. 22년은 1) 캡티브 채널향 편성 회복, 2) OTT향 라인업 증가, 3) 애플TV+향 공급, 4) 대작 드라마 제작 증가 등으로 성장할 것

우호적인 업황에서 빛날 콘텐츠 경쟁력

- 넷플릭스 오리지널 콘텐츠인 <오징어게임>은 넷플릭스가 보급된 전세계 83개국에서 인기 콘텐츠 1위를 차지하며 흥행. <오징어게임>의 흥행으로 한국산 드라마가 아시아시장 뿐만 아니라, 이미 시장규모가 큰 북미 및 서구권에도 어필할 수 있음이 증명. 3Q21 동사가 제작한 <갯마을차차차> 또한 넷플릭스 글로벌 '오늘의 톱10' 차트 최고 7위를 기록. 한국 드라마 전반의 수요 증가로 향후 작품의 판권 가격에 긍정적 영향을 예상.
- 또한, 스카이댄스와의 공동제작 애플TV+향 드라마 <The Big Door Prize>는 회당 30분, 10회 분량의 시리즈 오더를 받았으며, 관련 실적은 22년 하반기에 반영을 예상. 동 작품을 포함 18개의 프로젝트를 진행 중으로 21년 중 1개 작품의 추가적인 시리즈 오더 획득을 기대

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	469	526	490	589	646
영업이익	(십억원)	29	49	62	76	86
영업이익률	(%)	6.1	9.3	12.7	12.9	13.3
지배주주순이익	(십억원)	26	30	49	58	65
EPS	(원)	941	1,044	1,640	1,930	2,176
증감률	(%)	-26.4	10.9	57.1	17.7	12.7
PER	(배)	86.0	88.7	53.9	45.8	40.6
PBR	(배)	5.3	4.6	3.7	3.5	3.2
ROE	(%)	6.4	5.7	7.5	7.9	8.2
EV/EBITDA	(배)	14.9	16.3	15.7	13.3	11.6
순차입금	(십억원)	-107	-90	-120	-107	-125
부채비율	(%)	35.8	24.3	31.6	30.8	32.6
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

기존 공급처 외 타 OTT 로의 확장도 가능할 것

- 동시에 우려하는 점은 CJ ENM의 티빙 강화 기조와, 주주사 Netflix와의 관계로 인한 타 OTT향 콘텐츠 공급 제한 가능성. 우려를 불식시킬 수 있는 요인은 1) 올해 중국 OTT와도 연간 공급 계약을 맺은 사례가 존재하며, 2) 동사의 연간 최대 드라마 제작 CAPA는 40개 수준으로 티빙, 넷플릭스향 우선 공급으로 인해 타 OTT향 공급 제한 가능성은 낮다는 점. 3) 넷플릭스와의 공급계약은 22년 종료예정. 넷플릭스의 요청으로 계약 조건 협의중인 것으로 파악. 계약조건에 상향이 기대됨

투자이견 Buy 유지, 목표주가 120,000 원 유지

- 스튜디오드래곤에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 120,000원을 유지. 1) 한국 콘텐츠의 주목도가 더욱 올라간 우호적인 업황으로 콘텐츠 가격 상승이 기대되며, 2) 22년 미국 현지 제작 레퍼런스가 확보될 것이고, 3) 22년의 대작드라마를 포함한 편성 정상화를 고려할때, 12M FWD P/E 밴드 하단 수준의 현주가에서 상승여력 충분하다고 판단

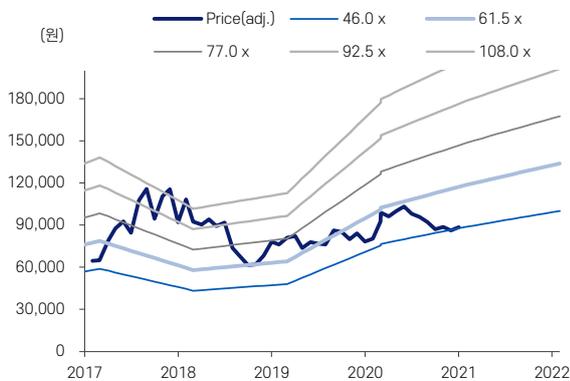
표1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	115.0	152.2	525.7	490.3	589.5
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	37.4	50.0	197.0	159.4	185.2
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	66.2	90.7	279.8	287.7	359.2
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	11.4	11.5	48.9	43.3	45.1
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	15.5	15.1	49.1	62.3	76.3
OPM (%)	9.6	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	13.5	9.9	9.3	12.7	12.9
<i>YoY (%)</i>											
<i>매출액</i>	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	8.2	10.5	12.2	- 6.7	20.2
편성	2.5	12.5	-24.8	-10.9	-3.1	-56.9	-18.2	22.9	- 5.6	- 19.1	16.2
판매	19.0	25.5	-15.2	101.7	-5.5	-10.8	30.1	5.1	27.6	2.8	24.9
기타	-28.7	107.1	-6.7	20.2	23.2	-49.3	17.5	7.6	20.4	- 11.4	4.0
<i>영업이익</i>	5.5	56.1	46.8	흑전	54.0	-18.2	-3.0	228.5	71.3	26.7	22.5

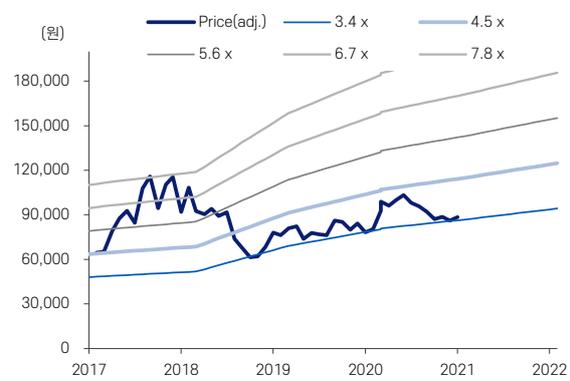
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권

그림1. 스튜디오드래곤 12M FWD PER 밴드



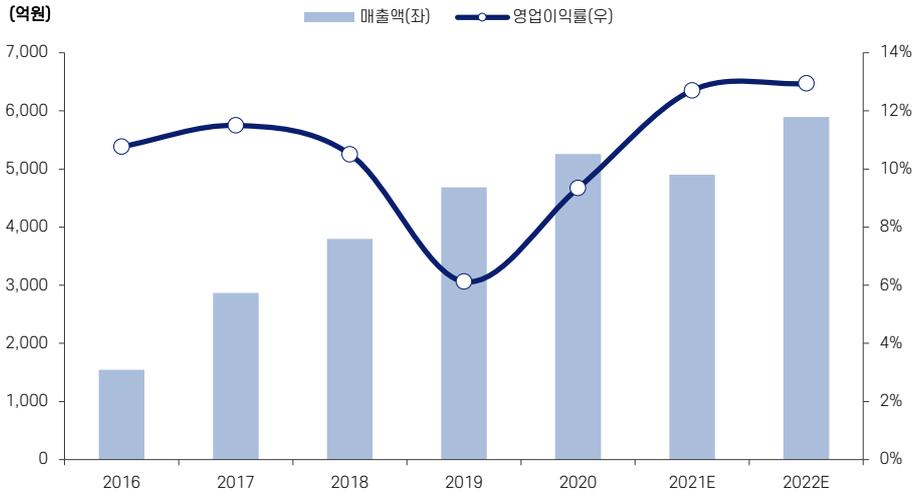
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 스튜디오드래곤 12M FWD PBR 밴드



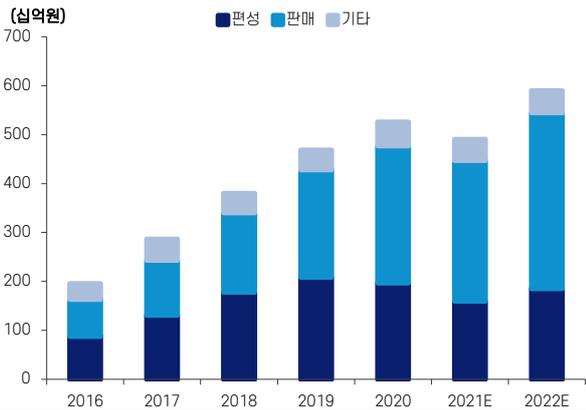
자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 매출액 영업이익률 추이와 전망



자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



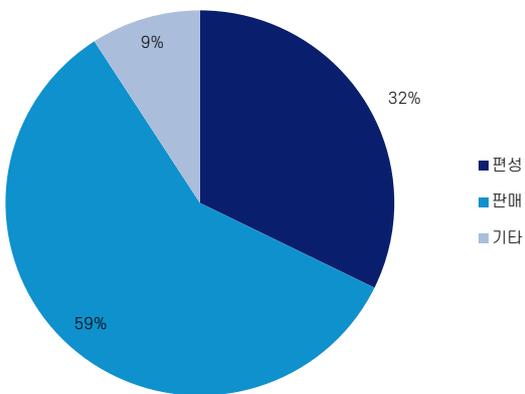
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 매출액과 드라마 제작 편수 추이 전망



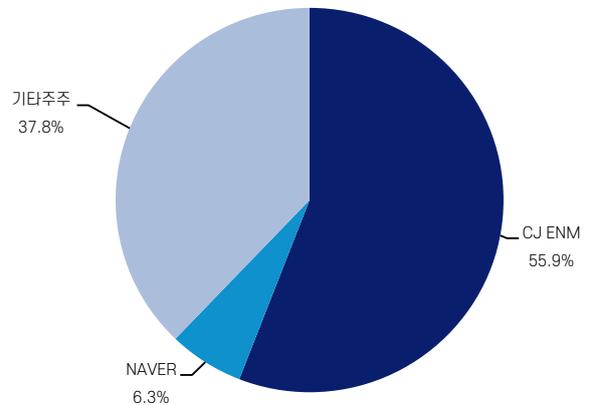
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 사업부문별 매출액 비중(1H21 기준)



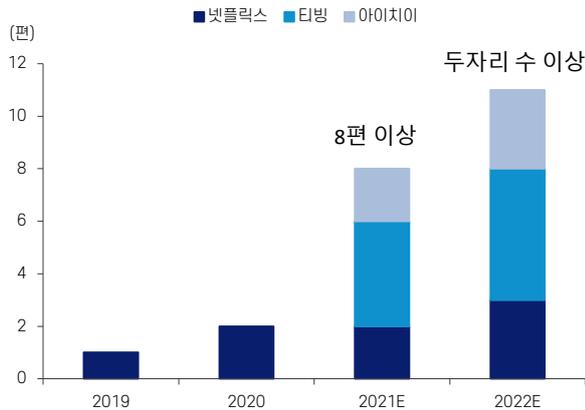
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 주주 현황



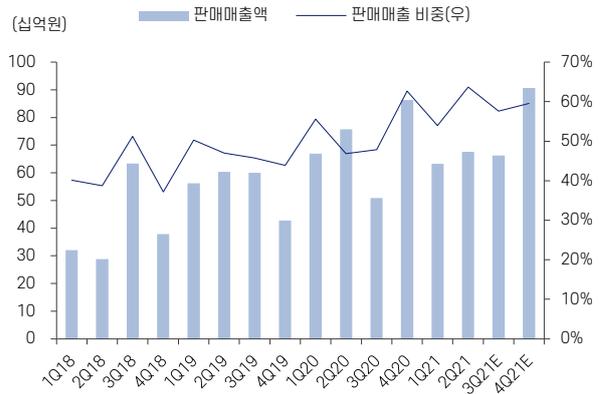
자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 디지털 플랫폼향 공급 드라마 수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 판매 매출액과 판매 매출액 비중



자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 21년 드라마 라인업

방영 플랫폼	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연
tvN	여신강림	12.9~2.4	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영
tvN	철인왕후	12.12~2.14	20부	박계옥, 최아일	윤성식	신혜선, 김정현
tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희
tvN	빈센조	2.20~ 5.2	20부	박재범	김희원	송중기, 전여빈, 옥택연
tvN	나빌레라	3.22~ 4.27	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 나문희
tvN	어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	5.10 ~ 6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국, 이수혁
tvN	마인	5.8~6.27	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형, 옥자연
tvN	보이스4 : 심판의 시간	6.18~7.31	14부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나
tvN	악마판사	7.3~8.22	16부	문운석	최정규	지성, 김민정, 박진영
tvN	너는 나의 봄	7.5~8.31	16부	이미나	정지현	서현진, 김동욱, 윤박
tvN	더 로드 : 1의 비극	08.04~09.09	12부	윤희정	김노원	지진희, 윤세아
tvN	갯마을 차차차	8.28~10.17	16부	신하은	유제원	신민아, 김선호
tvN	하이클래스	9.6~10.26	16부	현정	최병길	조여정, 김지수, 하준
tvN	홀타운	09.22~10.28	12부	주진	박현석	유재명, 한예리, 엄태구
tvN	지리산	10.23~12.12	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈
tvN	해피니스	11.05~12.25	16부	한상운	안길호	한효주, 박형식
tvN	멜랑꼴리아	11.03~12.23	16부	김지운	김상협	임수정, 이도현
tvN	어사와 조이	11.08~12.28	16부	이재운	유종선	김혜윤, 옥택연
OCN	타임즈	2.20~3.28	12부	이새봄, 안혜진	윤종호	이서진, 김영철
넷플릭스	좋아하면 울리는 2	3.12	6부	차연수, 김서희	김진우	김소현, 송강
넷플릭스	킹덤 : 아신전	7.23	1부	김은희	김성훈	전지현, 박병은
티빙	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10부	은선우	김병수	기도훈, 전소니
티빙	마녀식당으로 오세요	7.16	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현
티빙 (tvN)	유미의 세포들	09.17 ~ 10.30	10부	김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현, 이유비
아이치이 (tvN)	간 떨어지는 동거	5.20 ~ 7.15	16부	백선우, 최보림	남성우	장기용, 이해리
아이치이 (tvN)	배드 앤 크레이지	21년 中 예상	16부	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은

자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권

표3. 스튜디오드래곤 22년 드라마 예상 라인업

No.	방송 플랫폼	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연
1	tvN	환혼	22년	16부	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 정소민
2	tvN	스물다섯 스물하나	22년	16부	권도은	정지현	남주혁, 김태리
3	tvN	불가살	22년	16부	권소라, 서재원	장영우	이진욱, 권나라
4	미정	우리들의 블루스	22년	20부	노희경	김규태	이병헌, 신민아, 차승원
5	OCN	아일랜드	22년	미정	윤인완, 양경일	배종	김남길, 이다희
6	넷플릭스	소년심판	22년	10부	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열
7	아이치이 (tvN)	별동별	22년	미정	이성경, 김영대	최영우	이수현

자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권

그림10. 스튜디오드래곤 3Q21 라인업



〈보이스4: 심판의 시간〉

- 편성: tvN
- 방영: 6/18~7/31(14부)
- 극본: 마진원, 연출: 신용휘
- 주연: 송승헌, 이하나



〈너는 나의 봄〉

- 편성: tvN
- 방영: 7/5~8/24(16부)
- 극본: 이미나, 연출: 정지현
- 주연: 서현진, 김동욱



〈악마판사〉

- 편성: tvN
- 방영: 7/3~8/22(16부)
- 극본: 문유석, 연출: 최정규
- 주연: 지성, 김민정, 박규영



〈더 로드: 1의 비극〉

- 편성: tvN
- 방영: 8/4~9/9(12부)
- 극본: 윤희경, 연출: 김종연
- 주연: 지진희, 윤세아



〈하이클래스〉

- 편성: tvN
- 방영: 9/6~10/26(16부)
- 극본: 현정, 연출: 최병길
- 주연: 조여정, 김지수, 하준



〈갯마을 차차차〉

- 편성: tvN
- 방영: 8/28~10/17(16부)
- 극본: 신하은, 연출: 유제원
- 주연: 신민아, 김선호



〈마녀식당으로 오세요〉

- 편성: TVing Original
- 방영: 7/16~8/6 (8부)
- 극본: 이명숙, 연출: 소재현, 이수현
- 주연: 송지효, 남지현



〈유미의 세포들〉

- 편성: TVing Original, tvN
- 방영: 9/17~10/30 (14부)
- 극본: 송재경, 김윤주, 연출: 이상엽
- 주연: 김고은, 안보현

자료: 스튜디오드래곤, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	228	359	360	416
현금및현금성자산	49	98	86	104
매출채권 및 기타채권	107	176	186	215
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	529	574	643	687
투자자산	180	192	202	213
유형자산	8	8	8	8
무형자산	230	283	333	366
자산총계	757	933	1,003	1,103
유동부채	132	214	226	260
매입채무 및 기타채무	57	88	94	108
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	16	11	11	11
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	148	224	236	271
지배기업소유지분	609	709	767	832
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470
이익잉여금	123	172	230	295
기타자본	1	51	51	51
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	609	709	767	832
총차입금	11	13	13	14
순차입금	-90	-120	-107	-125

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	526	490	589	646
증가율(%)	12.2	-6.7	20.2	9.5
매출원가	451	397	479	524
매출총이익	75	93	111	121
매출총이익률(%)	14.2	19.0	18.8	18.8
판매비와 관리비	26	31	34	35
영업이익	49	62	76	86
영업이익률(%)	9.3	12.7	12.9	13.3
EBITDA	165	163	193	220
EBITDA M%	31.4	33.2	32.8	34.0
영업외손익	-4	-1	0	0
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-4	4	0	0
기타영업외손익	-4	-1	0	0
세전이익	42	66	76	86
법인세비용	12	17	18	20
당기순이익	30	49	58	65
지배주주순이익	30	49	58	65
지배주주순이익률(%)	5.6	10.0	9.8	10.1
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	3	50	0	0
총포괄이익	32	99	58	65
EPS 증가율(%, 지배)	10.9	57.1	17.7	12.7
이자손익	2	0	0	0
총외환관련손익	-5	0	0	0

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	5	38	173	195
영업에서 창출된 현금흐름	21	51	192	216
이자의 수취	0	0	0	0
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-15	-13	-18	-20
투자활동 현금흐름	-16	11	-186	-178
유동자산의 감소(증가)	4	17	-0	-1
투자자산의 감소(증가)	-167	-12	-10	-11
유형자산 감소(증가)	-7	-3	-4	-4
무형자산 감소(증가)	-111	-149	-163	-163
재무활동 현금흐름	0	0	0	1
사채및차입금증가(감소)	1	2	0	1
자본금및자본잉여금 증감	149	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-11	49	-13	18
기초현금	60	49	98	86
기말현금	49	98	86	104
FCF	-2	35	169	191

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	30,004	30,014	30,014	30,014
시가총액(십억원)	2,778	2,653	2,653	2,653
주가(원)	92,600	88,400	88,400	88,400
EPS(원)	1,044	1,640	1,930	2,176
BPS(원)	20,309	23,610	25,540	27,716
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	88.7	53.9	45.8	40.6
PBR(X)	4.6	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA(X)	16.3	15.7	13.3	11.6
ROE(%)	5.7	7.5	7.9	8.2
ROA(%)	4.4	5.8	6.0	6.2
ROIC(%)	15.2	17.0	17.3	17.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	24.3	31.6	30.8	32.6
순차입금/자기자본(%)	-14.8	-16.9	-14.0	-15.0
유동비율(%)	172.8	168.2	159.6	160.1
이자보상배율(X)	84.8	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	0.0	3.5	3.3	3.2
재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율	0.0	5.5	5.3	5.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부