

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

# 스튜디오드래곤

**BUY**(유지)

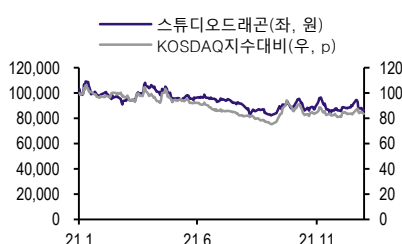
풍성한 라인업 기반으로 성장성 회복

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| 목표주가           | 115,000원(유지)        |
| 현재주가(01/13)    | 86,400원             |
| 상승여력           | 33.1%               |
| 시가총액           | 25,932억원            |
| 발행주식수          | 30,014천주            |
| 52주 최고가 / 최저가  | 109,200 / 82,300원   |
| 3개월 일평균거래대금    | 156억원               |
| 외국인 지분율        | 11.4%               |
| 주요주주           |                     |
| CJ ENM (외 4인)  | 55.9%               |
| 네이버 (외 1인)     | 6.3%                |
| 김영규 (외 1인)     | 0.0%                |
| 주가수익률(%)       | 1개월 3개월 6개월 12개월    |
| 절대수익률          | 0.5 -2.2 -8.7 -16.7 |
| 상대수익률 (KOSDAQ) | 2.7 -5.3 -2.9 -17.1 |

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2019   | 2020  | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 4,687  | 5,257 | 4,498 | 5,863 |
| 영업이익      | 287    | 491   | 541   | 737   |
| EBITDA    | 1,455  | 1,653 | 1,661 | 2,223 |
| 지배주주순이익   | 264    | 296   | 492   | 665   |
| EPS       | 942    | 1,047 | 1,639 | 2,215 |
| 순차입금      | -1,066 | -904  | -343  | -422  |
| PER       | 85.9   | 88.5  | 52.7  | 39.0  |
| PBR       | 5.3    | 4.6   | 3.9   | 3.6   |
| EV/EBITDA | 14.9   | 16.3  | 15.4  | 11.5  |
| 배당수익률     | n/a    | n/a   | n/a   | n/a   |
| ROE       | 6.4    | 5.7   | 7.8   | 9.6   |
| 컨센서스 영업이익 | 287    | 491   | 605   | 796   |
| 컨센서스 EPS  | 942    | 1,047 | 1,668 | 2,177 |

## 주가추이



## 4분기 실적은 기존 전망치를 다소 하회할 것이나

스튜디오드래곤의 4분기 실적은 기존 예상치를 소폭 하회할 전망. 4분기 매출액은 1,106억원(-19.7% YoY), 영업이익은 79억원(+71.6% YoY)을 기록할 것으로 추정. OTT 동시방영 작품 감소에 따른 해외 매출 감소 및 <지리산>의 정산 이연효과와 더불어 임직원 인센티브가 반영될 것으로 예상되기 때문. 다만 이번의 부진이 과거처럼 대규모 가속상각 등에 따른 결과가 아니라 일시적인 부분이 반영된 것이라는 점에서, 22년 풍성한 라인업을 감안하면 성장성 회복이 충분히 가능한 상황인 것으로 전망

## 22년 드라마 라인업 32편 이상 예정, 성장성 회복 전망

21년 편성조정 등에 따른 영향으로 연간 제작편수는 20년 대비 2편 감소한 25편을 기록. 22년 신규 제작편수는 캡티브 채널 편성 회복 및 디지털 OTT 향 라인업 확대에 따른 영향으로 32편 이상 준비될 것으로 전망. TVN/OCN 등 캡티브 채널향 작품 이외에도, 약 11편 가량의 OTT향 작품들이 준비중인 상황. 넷플릭스 오리지널 2편 이상(소년심판, 셀러브리티), 디즈니플러스, 아이치이, 티빙 등에 오리지널 콘텐츠 제공이 이어질 것. 애플TV+에 공급이 확정된 <The Big Door Prize>는 하반기에 공개될 예정인데, 추후 시즌제 도입을 통해 더욱 높은 수익 기여 가능할 것

최근 OTT 플랫폼간 경쟁 심화와 <오징어 게임>, <지옥> 등의 연이은 글로벌 흥행을 계기로 K-드라마에 대한 수요가 급증하고 있는 상황. 탁월한 콘텐츠 제작능력을 기반으로 산업 변화의 흐름을 선도해 나갈 것이며, 작품의 공급 경로 역시 더욱 확대될 것으로 전망

## 투자의견 BUY, 목표주가 115,000원 유지

CJ ENM의 제2 스튜디오 설립 이슈에 따른 영향은 제한적. 설립 여부와 무관하게 동사의 올해 32편 제작 스케줄은 그대로 진행될 것이며, 제2 스튜디오의 담당 분야가 기존 동사의 주력 제작 분야와는 크게 겹치지 않는 방향으로 설정될 가능성이 높기 때문. 이제는 22년의 성장성 회복에 초점을 맞춰야 할 시점. 투자의견 BUY와 목표주가 115,000원 유지

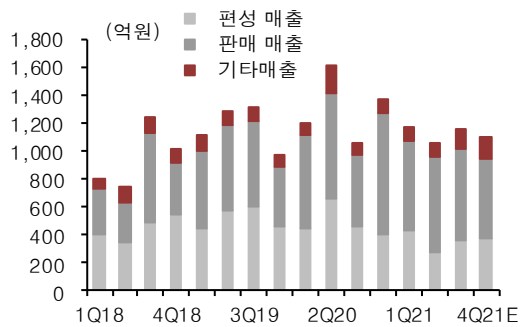
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

|       | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21E | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2020  | 2021E | 2022E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 1,171 | 1,060 | 1,161 | 1,106 | 1,341 | 1,438 | 1,502 | 1,582 | 5,257 | 4,498 | 5,863 |
| 편성    | 438   | 282   | 362   | 378   | 383   | 354   | 416   | 403   | 1,970 | 1,460 | 1,556 |
| 판매    | 632   | 675   | 649   | 573   | 830   | 950   | 945   | 1,040 | 2,798 | 2,530 | 3,765 |
| 국내    | 155   | 107   | 118   | 122   | 164   | 166   | 168   | 168   | 532   | 502   | 666   |
| 해외    | 478   | 568   | 531   | 451   | 766   | 1,034 | 927   | 972   | 2,266 | 2,029 | 3,699 |
| 기타    | 101   | 103   | 150   | 155   | 127   | 134   | 141   | 139   | 489   | 509   | 541   |
| 영업이익  | 179   | 138   | 146   | 79    | 172   | 142   | 192   | 230   | 491   | 541   | 737   |
| 영업이익률 | 15.3% | 13.0% | 12.6% | 7.2%  | 12.9% | 9.9%  | 12.8% | 14.5% | 9.3%  | 12.0% | 12.6% |
| 세전이익  | 211   | 140   | 185   | 121   | 208   | 148   | 235   | 273   | 415   | 657   | 863   |
| 세전이익률 | 18.0% | 13.3% | 15.9% | 11.0% | 15.5% | 10.3% | 15.6% | 17.2% | 7.9%  | 14.6% | 14.7% |
| 순이익   | 156   | 95    | 148   | 94    | 160   | 114   | 181   | 210   | 296   | 492   | 665   |
| 순이익률  | 13.3% | 8.9%  | 12.8% | 8.5%  | 11.9% | 7.9%  | 12.0% | 13.3% | 5.6%  | 10.9% | 11.3% |

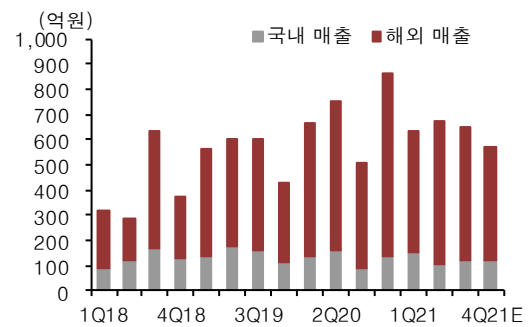
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



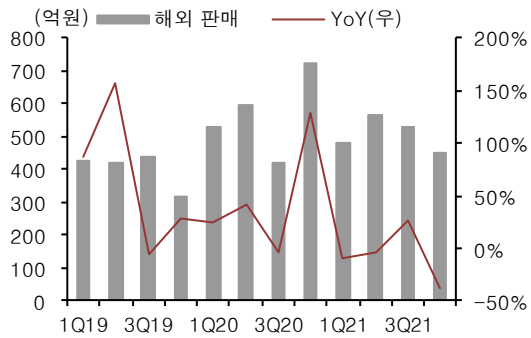
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 콘텐츠 판매 매출 추이



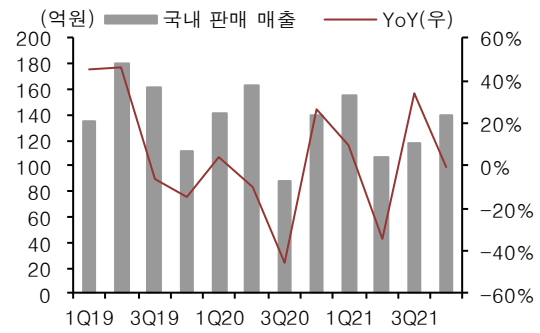
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 해외 판매 성장률



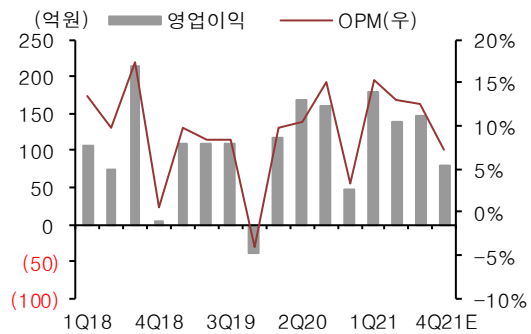
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 콘텐츠 국내 판매 성장률



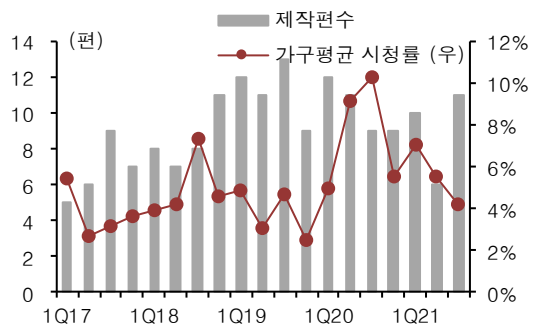
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 5 분기별 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 6 분기별 제작편수와 시청률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 결산기                            | 2019   | 2020  | 2021E  | 2022E | 2023E |
|--------------------------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액                            | 4,687  | 5,257 | 4,498  | 5,863 | 6,463 |
| 증가율 (Y-Y, %)                   | 23.5   | 12.2  | (14.4) | 30.3  | 10.2  |
| 영업이익                           | 287    | 491   | 541    | 737   | 842   |
| 증가율 (Y-Y, %)                   | (28.1) | 71.1  | 10.2   | 36.1  | 14.3  |
| EBITDA                         | 1,455  | 1,653 | 1,661  | 2,223 | 2,411 |
| 영업외손익                          | 44     | (76)  | 116    | 126   | 128   |
| 순이자수익                          | 30     | 16    | 4      | 17    | 18    |
| 외화관련손익                         | 28     | (54)  | (1)    | (4)   | (4)   |
| 지분법손익                          | 0      | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익                       | 331    | 415   | 657    | 863   | 970   |
| 당기순이익                          | 264    | 296   | 492    | 665   | 747   |
| 지배기업당기순이익                      | 264    | 296   | 492    | 665   | 747   |
| 증가율 (Y-Y, %)                   | (26.3) | 12.1  | 66.1   | 35.1  | 12.4  |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |        |       |        |       |       |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 44.8   | 22.4  | 5.8    | 7.7   | 7.1   |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | 19.9   | 14.2  | 10.7   | 36.9  | 19.7  |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 55.4   | 30.6  | 13.0   | 15.2  | 13.4  |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 48.1   | 7.5   | 11.1   | 36.0  | 36.1  |
| 영업이익률(%)                       | 6.1    | 9.3   | 12.0   | 12.6  | 13.0  |
| EBITDA마진(%)                    | 31.1   | 31.4  | 36.9   | 37.9  | 37.3  |
| 순이익률 (%)                       | 5.6    | 5.6   | 10.9   | 11.3  | 11.6  |
| NOPLAT                         | 229    | 350   | 405    | 567   | 648   |
| (+) Dep                        | 1,168  | 1,162 | 1,120  | 1,486 | 1,569 |
| (-) 운전자본투자                     | 49     | 128   | 375    | 253   | 76    |
| (-) Capex                      | 6      | 72    | 38     | 80    | 88    |
| OpFCF                          | 1,343  | 1,313 | 1,112  | 1,721 | 2,053 |

## 재무상태표

(단위: 억원)

| 결산기         | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 2,445        | 2,283        | 2,175        | 2,777        | 3,356        |
| 현금성자산       | 1,166        | 1,010        | 467          | 524          | 909          |
| 매출채권        | 836          | 1,067        | 1,219        | 1,744        | 1,918        |
| 재고자산        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 비유동자산       | 3,371        | 5,290        | 5,924        | 6,257        | 6,521        |
| 투자자산        | 1,027        | 2,909        | 3,436        | 3,575        | 3,720        |
| 유형자산        | 12           | 76           | 79           | 91           | 103          |
| 무형자산        | 2,331        | 2,304        | 2,409        | 2,591        | 2,698        |
| <b>자산총계</b> | <b>5,816</b> | <b>7,573</b> | <b>8,099</b> | <b>9,034</b> | <b>9,878</b> |
| 유동부채        | 1,451        | 1,321        | 1,403        | 1,692        | 1,808        |
| 매입채무        | 644          | 533          | 608          | 869          | 956          |
| 유동성이자부채     | 20           | 24           | 46           | 43           | 40           |
| 비유동부채       | 82           | 158          | 107          | 89           | 70           |
| 비유동이자부채     | 79           | 82           | 78           | 59           | 39           |
| <b>부채총계</b> | <b>1,533</b> | <b>1,480</b> | <b>1,511</b> | <b>1,781</b> | <b>1,878</b> |
| 자본금         | 140          | 150          | 150          | 150          | 150          |
| 자본잉여금       | 3,217        | 4,700        | 4,704        | 4,704        | 4,704        |
| 이익잉여금       | 935          | 1,229        | 1,721        | 2,386        | 3,133        |
| 자본조정        | (11)         | 14           | 13           | 13           | 13           |
| 자기주식        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>자본총계</b> | <b>4,283</b> | <b>6,093</b> | <b>6,588</b> | <b>7,253</b> | <b>8,000</b> |
| 투자자본        | 3,144        | 3,477        | 3,854        | 4,342        | 4,580        |
| 순차입금        | (1,066)      | (904)        | (343)        | (422)        | (830)        |
| ROA         | 4.8          | 4.4          | 6.3          | 7.8          | 7.9          |
| ROE         | 6.4          | 5.7          | 7.8          | 9.6          | 9.8          |
| ROIC        | 8.2          | 10.6         | 11.1         | 13.8         | 14.5         |

## 주요투자지표

(단위: 억원, 원)

| 결산기                    | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS                    | 942    | 1,047  | 1,639  | 2,215  | 2,489  |
| BPS                    | 15,242 | 20,309 | 21,950 | 24,165 | 26,654 |
| DPS                    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Multiples(x, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 85.9   | 88.5   | 52.7   | 39.0   | 34.7   |
| PBR                    | 5.3    | 4.6    | 3.9    | 3.6    | 3.2    |
| EV/ EBITDA             | 14.9   | 16.3   | 15.4   | 11.5   | 10.4   |
| 배당수익률                  | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| PCR                    | 15.1   | 15.9   | 19.1   | 12.1   | 11.2   |
| PSR                    | 4.8    | 5.0    | 5.8    | 4.4    | 4.0    |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |        |        |        |        |        |
| 부채비율                   | 35.8   | 24.3   | 22.9   | 24.6   | 23.5   |
| 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  | 155.0  | 164.1  | 185.7  |
| 이자보상배율                 | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 이자비용/매출액               | 0.1    | 0.1    | n/a    | n/a    | n/a    |
| <b>자산구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 투자자본(%)                | 58.9   | 47.0   | 49.7   | 51.4   | 49.7   |
| 현금+투자자산(%)             | 41.1   | 53.0   | 50.3   | 48.6   | 50.3   |
| <b>자본구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)                 | 2.3    | 1.7    | 1.9    | 1.4    | 1.0    |
| 자기자본(%)                | 97.7   | 98.3   | 98.1   | 98.6   | 99.0   |

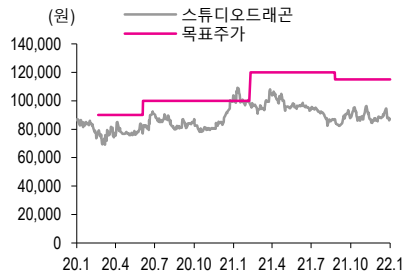
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

## 현금흐름표

(단위: 억원)

| 결산기                    | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E          | 2023E          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 영업현금                   | (122)        | 52           | (293)        | 1,899          | 2,241          |
| 당기순이익                  | 264          | 296          | 492          | 665            | 747            |
| 자산상각비                  | 1,168        | 1,162        | 1,120        | 1,486          | 1,569          |
| 운전자본증감                 | (1,429)      | (1,441)      | (1,121)      | (253)          | (76)           |
| 매출채권감소(증가)             | (221)        | (299)        | (120)        | (524)          | (174)          |
| 재고자산감소(증가)             | 6            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| 매입채무증감(감소)             | (12)         | (136)        | (6)          | 261            | 87             |
| <b>투자현금</b>            | <b>(810)</b> | <b>(163)</b> | <b>117</b>   | <b>(1,826)</b> | <b>(1,840)</b> |
| 단기투자자산감소               | (188)        | (487)        | 189          | (7)            | (7)            |
| 장기투자증권감소               | 0            | 0            | (24)         | (97)           | (101)          |
| 설비투자                   | (6)          | (72)         | (38)         | (80)           | (88)           |
| 유무형자산감소                | (2)          | (12)         | (5)          | (1,600)        | (1,600)        |
| <b>재무현금</b>            | <b>(0)</b>   | <b>0</b>     | <b>(12)</b>  | <b>(23)</b>    | <b>(23)</b>    |
| 차입금증가                  | (10)         | (6)          | (27)         | (23)           | (23)           |
| 자본증가                   | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| 배당금지급                  | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| 현금 증감                  | (932)        | (107)        | (189)        | 50             | 378            |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>1,500</b> | <b>1,646</b> | <b>1,354</b> | <b>2,152</b>   | <b>2,318</b>   |
| (-) 운전자본증감(감소)         | 49           | 128          | 375          | 253            | 76             |
| (-) 설비투자               | 6            | 72           | 38           | 80             | 88             |
| (+) 자산매각               | (2)          | (12)         | (5)          | (1,600)        | (1,600)        |
| Free Cash Flow         | 1,444        | 1,435        | 935          | 219            | 553            |
| (-) 기타투자               | 0            | 0            | 24           | 97             | 101            |
| 잉여현금                   | 1,444        | 1,435        | 912          | 122            | 452            |

### 스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



### 최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

| 날짜         | 투자의견  | 적정가(원)  | 평균주가<br>괴리율(%) | 최고(최저)주가<br>괴리율(%) |
|------------|-------|---------|----------------|--------------------|
| 2020-03-03 | Buy   | 90,000  | (14.0)         | (5.6)              |
| 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 | 담당자변경 |         |                |                    |
| 2021-09-07 | Buy   | 115,000 | (22.9)         | (16.2)             |
| 2022-01-14 | Buy   | 115,000 |                |                    |

### 투자의견(향후 12개월 기준)

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

### 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2021년 12월 31일 기준)

|             |             |             |
|-------------|-------------|-------------|
| Buy (94.6%) | Hold (5.4%) | 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 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 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