

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

사상 최대 라인업이 기다린다

Company Comment | 2022. 2. 11

4분기 '지리산' 수익 인식 지연으로 어닝 쇼크. K-콘텐츠 관련 산업 환경 우호적인 가운데, 동사 2022년 7편의 글로벌OTT 오리지널을 포함한 사상 최대 라인업(32편) 준비 중. 아쉬운 실적보다 준비된 라인업에 주목할 시점

글로벌 확장: K-콘텐츠에서 현지화까지

최근 글로벌OTT의 아시아 진출, K-콘텐츠의 글로벌 인지도 상승으로 산업 환경 우호적. 동사 국내 최대 K-콘텐츠 제작사로서 '스위트홈', '빈센조', '갯마을차차차' 등 다양한 장르에서의 글로벌 흥행 레퍼런스 보유 중인 만큼, 글로벌로 콘텐츠 판매 매출 성장세 지속될 전망

나아가 동사 1)현지 콘텐츠 직접 제작(헐리우드 드라마 제작) 및 2)스튜디오 모델 현지화(현지 드라마의 직접 기획 및 제작, 유통)를 통한 사업 확장을 꾀하고 있는 만큼, 중장기적 성장 동력도 풍부. 투자의견 Buy 유지

2022: 글로벌OTT 오리지널 7편을 포함한 사상 최대 라인업

2022년 사상 최대(32편)의 라인업을 공개할 계획인데, 이 중 7편이 글로벌OTT 오리지널로 예상. 오는 25일 넷플릭스를 통해 공개될 '소년심판(10부작)'을 시작으로, '셀러브리티', '도적', '늙은 형사', '스위트홈S2' 등이 글로벌OTT 오리지널 시리즈로 공개될 것. 플랫폼은 넷플릭스는 물론 디즈니+, 애플TV+ 등 다양해질 전망. 뿐만 아니라, 개별 작품 당 수익성 역시 유의미한 상승세 지속할 전망. 2021년 글로벌OTT 오리지널 라인업 부족으로 겪었던 아쉬움이 비로소 해소되는 국면에 진입할 것

4Q21 Preview: '지리산' 수익 반영 지연으로 어닝 쇼크

4분기 연결기준 매출 1,479억원(+7% y-y), 영업이익 63억원(+38% y-y) 기록. 티빙 오리지널 '유미의 세포들', '해피니스' 및 텐트폴 '불가살', '지리산' 등을 포함한 10편이 방영. 다만 글로벌 동시 방영이 진행된 '불가살(넷플릭스)', '배드앤크레이지(iQIYI)'의 경우 절반의 회차만이 4분기에 반영됨에 따라 글로벌 판매 매출은 비교적 부진했음. 텐트폴 '지리산'의 판매 수익(50억원<)의 반영 시점이 1분기로 지연된 점이 어닝 쇼크의 주요 원인

Buy (유지)

목표주가	130,000원 (유지)
현재가 (22/02/10)	79,900원
업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2,771.93 / 895.68
시가총액(보통주)	2,398.1십억원
발행주식수(보통주)	30.0백만주
52주 최고가('21/04/08)	108,000원
최저가('22/01/27)	73,100원
평균거래대금(60일)	12.5십억원
배당수익률(2021E)	0.00%
외국인지분율	10.8%
주요주주	
CJ ENM 외 3 인	54.9%
네이버	6.3%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-8.2 -12.3 -19.0
상대수익률 (%)	1.3 3.0 -12.8

	2020	2021P	2022E	2023F
매출액	525.7	487.1	587.9	638.9
증감률	12.2	-7.3	20.7	8.7
영업이익	49.1	52.6	91.0	108.6
증감률	71.1	7.1	73.0	19.3
영업이익률	9.3	10.8	15.5	17.0
(지배지분)순이익	29.6	39.0	69.3	82.0
EPS	1,044	1,301	2,310	2,731
증감률	10.9	24.6	77.6	18.2
PER	88.7	69.9	34.6	29.3
PBR	4.6	4.2	3.3	3.0
EV/EBITDA	16.5	17.6	12.8	10.1
ROE	5.7	6.2	10.2	10.8
부채비율	24.3	22.6	21.4	20.2
순차입금	-56.1	-101.9	-179.6	-286.9

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



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

스튜디오드래곤 4분기 실적 Review(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P					1Q22E
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	7.4	27.4	133.8	126.7	150.2
영업이익	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	37.6	-56.5	13.3	9.6	19.0
영업이익률	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	-	-	9.9	7.5	12.6
세전이익	-2.9	21.1	14.0	18.5	1.7	흑전	-90.7	1.7	8.9	20.0
(지배)순이익	-2.9	15.6	9.5	14.8	-0.8	적지	적전	11.5	7.8	15.0

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

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. 스카이댄스와의 협업으로 할리우드 드라마도 제작 중. 2021년 매출 비중은 편성 33.1%, 판매 56.6%, 기타 10.3%. 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	68.1	53.5	21.6	16.0	29.6	32.5
Walt Disney	31.8	115.8	2.6	3.7	-3.3	2.5
CJ ENM	43.4	21.1	1.0	1.1	2.4	5.4
제이콘텐츠리	N/A	33.2	2.3	2.3	-17.5	7.0
에이스토리	N/A	24.3	14.5	7.7	-28.4	31.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2019	2020	2021E	2022F	2023F
PER	85.9	88.7	53.6	38.4	40.6
PBR	5.3	4.6	4.8	4.3	3.8
PSR	4.8	5.0	5.6	4.6	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.

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2020	2021P	2022E	2023F
매출액	- 수정 후	525.7	487.1	587.9	638.9
	- 수정 전		473.0	577.3	625.5
	- 변동률		3.0	1.8	2.1
영업이익	- 수정 후	49.1	52.6	91.0	108.6
	- 수정 전		59.5	88.6	107.2
	- 변동률		-11.6	2.7	1.3
영업이익률(수정 후)		9.3	10.8	15.5	17.0
EBITDA		165.3	149.8	173.0	208.3
(지배지분)순이익		29.6	39.0	69.3	82.0
EPS	- 수정 후	1,044	1,301	2,310	2,731
	- 수정 전		1,709	2,431	2,893
	- 변동률		-23.9	-5.0	-5.6
PER		88.7	69.9	34.6	29.3
PBR		4.6	4.2	3.3	3.0
EV/EBITDA		16.5	17.6	12.8	10.1
ROE		5.7	6.2	10.2	10.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 2021년/2022년 OTT 오리지널 작품 현황

(단위: 회)

공개시기	OTT	제목	회차	러닝타임	동시방영여부
1Q21	티빙	당신의 운명을 쓰고 있습니다	10	20분/회	-
1Q21	Netflix	좋아하면 울리는S2	6	60분/회	-
2Q21	티빙	매너식당으로 오세요	8	45분/회	-
2Q21	iQIYI	간 떨어지는 동거	16	60분/회	tN 수목 22:30
3Q21	Netflix	킹덤:아신전	1	90분/회	-
4Q21	티빙	유미의 세포들	14	60분/회	tN 금토 22:40
4Q21	티빙	해피니스	16	60분/회	tN 금토 22:40
4Q21	iQIYI	배드앤크레이지	12	60분/회	tN 금토 22:40
1Q22	Netflix	소년심판	10	60분/회	-
[공개 예상 작품]					
1H22	티빙	괴이	-	-	-
1H22	티빙	돼지의 왕	-	-	-
2H22	티빙	방과 후 전쟁 활동	-	-	-
2022	Netflix	스위트홈2	-	-	-
2022	TBD	셀레브리티	-	-	-
2022	TBD	도적	-	-	-
2022	TBD	늑은 형사	-	-	-
2023	Apple	The Big Door Prize	-	-	-

자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2019	2020	2021P	2022E
전체 작품수	7	8	7	5	8	6	7	6	8	5	4	7	27	26	23	25
국내방영	7	8	6	5	7	6	7	5	6	3	4	5	26	24	17	18
OTT	-	-	1	-	1	-	-	1	2	2	1	2	1	2	6	7
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	468.7	525.7	487.1	587.9
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	208.7	197.0	161.3	173.2
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	219.3	279.7	275.5	370.6
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	40.6	48.9	50.3	44.1
%y-y(매출액)	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	7.4	23.5	12.2	-7.3	20.7
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	133.1	420.8	451.0	407.3	464.3
제작비	48.8	64.5	70.8	48.6	61.9	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	46.8	84.2	232.7	260.0	226.7	265.0
무형자산상각비	26.7	32.5	28.4	27.4	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	23.8	26.0	21.3	115.0	113.3	95.2	80.3
지급수수료 외	21.3	15.8	16.6	19.3	16.1	19.9	19.3	22.3	17.3	18.2	22.3	27.6	73.1	77.6	85.4	119.0
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	21.0	14.8	47.9	74.8	79.8	123.6
GPM%	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	10.2	14.2	16.4	21.0
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	28.7	49.1	52.6	91.0
OPM%	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.6	10.5	15.0	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	6.1	9.3	10.8	15.5
%y-y(영업이익)	3.5	47.3	-49.2	적전	4.8	57.1	46.4	특전	54.6	-18.6	-8.7	37.6	-28.0	71.0	7.1	73.0
당기순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	14.8	-0.8	26.4	29.7	39.0	69.3
NPM%	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	-0.5	5.6	5.6	8.0	11.8

주: 작품수는 방영 분기 기준 (2개 분기에 걸쳐 방영 시 0.5개씩 반영)

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2020/12A	2021/12P	2022/12E	2023/12F
매출액	525.7	487.1	587.9	638.9
증감률 (%)	12.2	-7.3	20.7	8.7
매출원가	451.0	407.3	464.3	495.7
매출총이익	74.8	79.8	123.6	143.2
Gross 마진 (%)	14.2	16.4	21.0	22.4
판매비와 일반관리비	25.7	27.2	32.6	34.6
영업이익	49.1	52.6	91.0	108.6
증감률 (%)	71.1	7.1	73.0	19.3
OP 마진 (%)	9.3	10.8	15.5	17.0
EBITDA	165.3	149.8	173.0	208.3
영업외손익	-7.5	-0.5	1.5	0.7
금융수익(비용)	-3.7	4.3	1.5	0.7
기타영업외손익	-3.8	-4.8	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	41.5	52.0	92.4	109.3
법인세비용	11.9	13.0	23.1	27.3
계속사업이익	29.6	39.0	69.3	82.0
당기순이익	29.6	39.0	69.3	82.0
증감률 (%)	12.1	31.8	77.7	18.3
Net 마진 (%)	5.6	8.0	11.8	12.8
지배주주지분 순이익	29.6	39.0	69.3	82.0
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	2.5	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	32.2	39.0	69.3	82.0

Valuation / Profitability / Stability				
	2020/12A	2021/12P	2022/12E	2023/12F
PER(X)	88.7	69.9	34.6	29.3
PBR(X)	4.6	4.2	3.3	3.0
PCR(X)	16.0	18.6	14.1	11.8
PSR(X)	5.0	5.6	4.1	3.8
EV/EBITDA(X)	16.5	17.6	12.8	10.1
EV/EBIT(X)	55.4	50.0	24.4	19.4
EPS(W)	1,044	1,301	2,310	2,731
BPS(W)	20,309	21,603	23,913	26,644
SPS(W)	18,532	16,233	19,587	21,286
자기자본이익률(ROE, %)	5.7	6.2	10.2	10.8
총자산이익률(ROA, %)	4.4	5.0	8.3	8.9
투자자본이익률 (ROIC, %)	10.3	15.1	20.6	26.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-9.2	-15.7	-25.0	-35.9
총부채/ 자기자본(%)	24.3	22.6	21.4	20.2
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	172.8	206.9	256.7	318.1
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,600	91,000	79,900	79,900
시가총액(십억원)	2,778	2,731	2,398	2,398

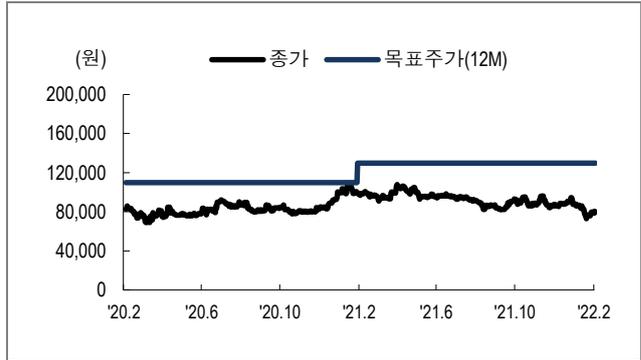
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2020/12A	2021/12P	2022/12E	2023/12F
현금및현금성자산	49.1	94.6	171.9	278.8
매출채권	106.7	117.3	123.2	126.9
유동자산	228.3	286.8	372.4	485.5
유형자산	7.6	6.6	5.9	5.3
투자자산	180.1	216.1	226.9	238.2
비유동자산	529.0	508.3	498.7	475.8
자산총계	757.3	795.1	871.1	961.2
단기성부채	2.4	2.7	2.5	3.0
매입채무	5.9	5.9	6.0	6.3
유동부채	132.1	138.6	145.0	152.6
장기성부채	8.2	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.4	0.5	0.5	0.5
비유동부채	15.8	8.0	8.3	8.9
부채총계	148.0	146.7	153.4	161.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.0	470.0	470.0
이익잉여금	122.9	162.0	231.3	313.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	648.4	717.7	799.7

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2020/12A	2021/12P	2022/12E	2023/12F
영업활동 현금흐름	5.2	128.1	146.4	177.0
당기순이익	29.6	39.0	69.3	82.0
+ 유/무형자산상각비	116.2	97.2	82.0	99.7
+ 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	147.0	170.5	202.4
- 운전자본의증가(감소)	-144.1	-6.0	-1.0	1.9
투자활동 현금흐름	-16.3	-74.7	-68.8	-70.6
+ 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	126.1	144.4	175.0
Net Cash Flow	-11.1	53.4	77.5	106.4
재무활동현금흐름	0.0	-7.9	-0.2	0.5
자기자본 증가	149.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	-149.2	-7.9	-0.2	0.5
현금의증가	-10.7	45.5	77.3	106.9
기말현금 및 현금성자산	49.1	94.6	171.9	278.8
기말 순부채(순현금)	-56.1	-101.9	-179.6	-286.9

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과달률 (%)	
			평균	최저/최고
2022.02.04	-	1년경과	-	-
2021.02.05	Buy	130,000원(12개월)	-28.8%	-16.9%
2020.07.22	-	1년경과	-21.2%	-0.7%

스튜디오드래곤(253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2022년 2월 4일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
84.1%	15.9%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.