

SK COMPANY Analysis



Analyst

남효지

hjnam@sksec.co.kr

02-3773-9288

Company Data

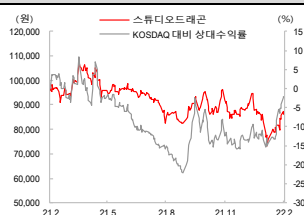
자본금	15 십억원
발행주식수	3,000 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,590 십억원
주요주주	

CJ ENM(외3)	55.94%
네이버	6.26%
외국인지분률	10.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/02/23)	86,300 원
KOSDAQ	868.11 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	108,000 원
52주 최저가	73,100 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.2%	13.2%
6개월	4.6%	16.6%
12개월	-10.9%	-2.0%

스튜디오드래곤 (253450/KQ | 매수(유지) | T.P 125,000 원(유지))

올해가 지금까지와 다른 세가지 이유

- 2022 년 매출액 6,016 억원(YoY 23.5%), 영업이익 782 억원(YoY 48.7%) 전망
- 올해는 과거와는 다른 확실한 이익 성장 전망, 이유는 1) 캡티브 회복: tvN 대작 중심 편성, OCN 슬롯 회복. 2) OTT 향 판매 증가: 작년 OTT 향 판매가 7 편> 올해 13 편 + 플랫폼 다변화 효과. 3) 해외 프로젝트 가시화
- 올해 해외향 판매와 제작 성과 가시화될 전망, 업종 top-pick 유지

4Q21 실적 details

4Q21 매출액 1,479 억원(YoY 7.4%), 영업이익 63 억원(YoY 37.6%)으로 영업이익은 컨센서스 97 억원을 하회했다. 대작 편성으로 편성 매출은 532 억원(YoY 30.7%) 기록했으나, <지리산> 관련 수익 정산이 지연되었다. 판매 매출은 798 억원(YoY -7.5%)을 기록했다.

올해는 대형 제작사의 위력을 입증할 시기

2022 년 매출액 6,016 억원(YoY 23.5%), 영업이익 782 억원(YoY 48.7%)으로 전망한다. 올해는 과거와는 다른 확실한 이익 성장을 전망하는데 그 이유는 1) 캡티브 회복: tvN 향 작품들은 대작 중심으로 편성되고, 작년 부재했던 OCN 슬롯이 회복되며 편성 매출은 YoY 9.2% 증가할 전망이다. 2) OTT 향 판매 증가: 작년 OTT 향 판매가 7 편에 불과했지만 올해는 13 편으로 늘어날 전망이다. 시즌제 오리지널 작품 제작으로 이익률 개선, 스트리밍 플랫폼도 다변화되며 리콥을 상승, 구작 판매 증가가 기대된다. 3) 해외 직접 제작: 올해는 다수의 글로벌 프로젝트를 준비 중이다. 미국 Apple TV+향 직접 제작을 진행 중이고, 보유 IP 를 활용해 미국, 일본에서 리메이크 작품 제작도 계획 중이다. 해외 작품 흥행 시 이익 레버리지는 국내 작품대비 높을 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 12.5 만원 유지

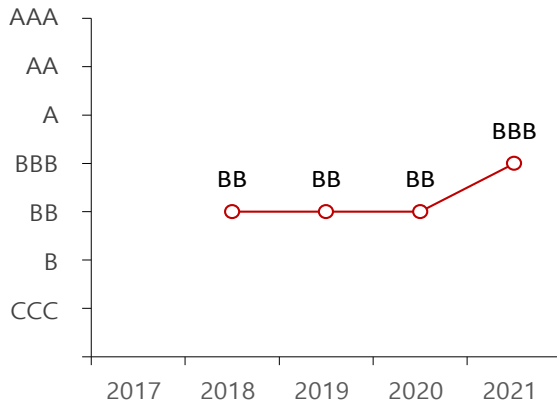
모회사 CJ ENM 의 제 2 스튜디오 설립에 따른 역할 충동에 대한 우려가 많으나 두 제작사의 전략은 확실히 다르다. 올해는 스튜디오드래곤의 해외향 판매와 제작 성과가 가시화될 것으로 예상된다. 업종 top-pick 으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	380	469	526	487	602	693
yoy	%	32.4	23.5	12.2	-7.4	23.5	15.1
영업이익	십억원	40	29	49	53	78	88
yoy	%	21.0	-28.1	71.1	7.0	48.7	13.2
EBITDA	십억원	115	146	165	163	160	126
세전이익	십억원	46	33	42	52	75	87
순이익(지배주주)	십억원	36	26	30	39	55	64
영업이익률%	%	10.5	6.1	9.3	10.8	13.0	12.8
EBITDA%	%	30.3	31.1	31.5	33.4	26.6	18.2
순이익률	%	9.4	5.6	5.6	8.0	9.2	9.2
EPS(계속사업)	원	1,278	941	1,044	1,301	1,847	2,124
PER	배	72.3	85.9	88.7	69.9	46.7	40.6
PBR	배	6.5	5.3	4.6	4.0	3.3	2.9
EV/EBITDA	배	21.2	14.9	16.3	16.2	14.6	17.9
ROE	%	9.3	6.4	5.7	6.0	7.5	7.6
순차입금	십억원	-157	-107	-90	-107	-257	-340
부채비율	%	27.7	35.8	24.3	23.7	22.4	22.6

ESG 하이라이트

스튜디오드래곤의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
스튜디오드래곤 종합 등급	BBB	NA	NA
환경(Environment)	6.7	NA	NA
사회(Social)	47.0	NA	NA
지배구조(Governance)	52.1	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
제이콘텐트리	BB	NA	NA
NEW	BBB	NA	NA
에이스토리	NA	NA	NA
키이스트	NA	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 스튜디오드래곤 ESG 평가

콘텐츠 업계 전반적으로 ESG 경영에 대한 관심이 타 업종 대비 부진. 특히 업종 특성상 환경 부문에서는 점수를 높이기 쉽지 않음

다만 CJ 그룹이 ESG 경영 활동을 강화하고 있기 때문에 동사도 ESG 경영에 대한 관심을 높이고 있는 것으로 파악

자료: SK 증권

스튜디오드래곤의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

스튜디오드래곤의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2020.2.28	사회 (Social)	'사랑의 불시착' 제작사 문화창고·스튜디오드래곤 희망브리지 전국재해구호협회에 1억원 기부
2018.9.7	사회 (Social)	제작 환경 개선을 위해 제작가이드 마련

자료: 주요 언론사, SK 증권

스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
2022년 EBITDA	194.7	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 33% 할증 (3년 간 라이브러리 판매 증가 비율 고려)
Target EV/EBITDA	19.2x	
적정 시총	3,743.7	
주식 수(천주)	30,014.2	
적정 주가(원)	124,730	
목표 주가(원)	125,000	반올림 적용
현재 주가(원)	85,500	
상승 여력	46.2%	

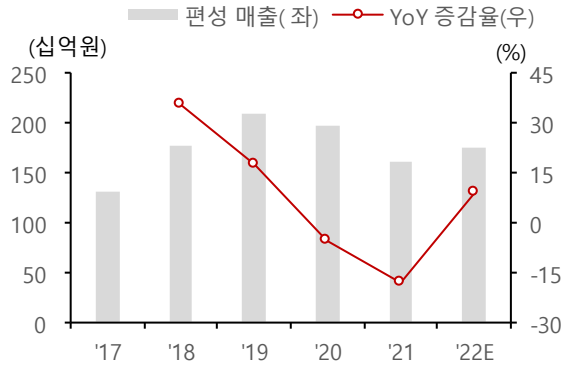
자료 SK 증권

스튜디오드래곤 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	137.5	142.7	158.1	163.4	525.7	487.1	601.6
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	45.8	41.8	41.9	46.6	197.0	161.3	176.1
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	78.8	85.5	96.8	101.4	279.7	275.5	362.5
국내	14.1	16.3	8.8	14.0	15.5	10.7	11.8	9.9	15.4	14.3	13.7	13.0	53.1	47.9	56.4
해외	52.8	59.4	42.1	72.3	47.8	56.8	53.1	69.9	63.4	71.2	83.2	88.4	226.6	227.6	306.1
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	12.9	15.3	19.4	15.4	48.9	50.3	63.0
YoY growth rate															
매출액	7.6%	25.9%	-19.0%	41.3%	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	17.4%	34.6%	36.2%	10.5%	12.2%	-7.3%	23.5%
편성	2.5%	12.6%	-24.9%	-10.9%	-3.2%	-56.9%	-20.8%	30.7%	4.7%	48.5%	15.7%	-12.4%	-5.6%	-18.1%	9.2%
판매	19.1%	25.5%	-15.2%	101.6%	-5.5%	-10.8%	27.7%	-7.5%	24.6%	26.6%	49.1%	27.0%	27.6%	-1.5%	31.6%
국내	4.0%	-10.1%	-45.6%	26.1%	9.6%	-34.0%	34.8%	-29.2%	-0.5%	33.6%	15.7%	31.4%	-9.8%	-9.8%	17.7%
해외	23.9%	40.7%	-4.0%	128.0%	-9.6%	-4.4%	26.2%	-3.3%	32.7%	25.3%	56.6%	26.4%	41.3%	0.4%	34.5%
기타	-29.2%	107.1%	-6.4%	20.2%	24.0%	-49.3%	54.0%	39.3%	27.3%	48.5%	29.7%	3.2%	20.4%	2.9%	25.2%
영업비용	108.7	144.5	90.3	133.1	99.2	92.2	101.5	141.6	119.3	121.7	139.3	143.2	476.7	434.5	523.5
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	133.1	112.9	115.1	131.9	135.4	451.0	407.3	495.4
제작비	61.8	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	46.9	84.2	64.7	61.3	74.2	76.2	260.0	226.8	276.5
무형자산상각비	25.6	44.7	18.9	24.2	24.0	23.8	25.9	21.3	26.4	29.4	26.9	28.9	21.3	26.4	29.4
판매관리비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	8.4	6.3	6.6	7.4	7.8	25.7	27.2	28.1
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	18.3	21.0	18.8	20.2	49.1	52.6	78.2
YoY growth rate	4.8%	57.1%	46.3%	흑전	54.6%	-18.6%	-8.7%	37.7%	2.1%	52.0%	28.9%	217.9%	71.0%	7.1%	48.7%
영업이익률	9.6%	10.5%	15.0%	3.3%	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	13.3%	14.7%	11.9%	12.3%	9.3%	10.8%	13.0%
세전이익	12.0	17.3	15.2	-2.9	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.6	22.6	20.8	11.3	41.5	52.0	75.4
법인세비용	3.5	3.8	4.6	0.0	5.5	4.6	3.6	-0.8	5.5	6.0	5.5	3.0	11.9	13.0	19.9
당기순이익	8.5	13.4	10.6	-2.9	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.2	16.6	15.3	8.3	29.6	39.0	55.4
당기순이익률	7.1%	8.3%	9.9%	-2.1%	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	11.0%	11.6%	9.7%	5.1%	5.6%	8.0%	9.2%

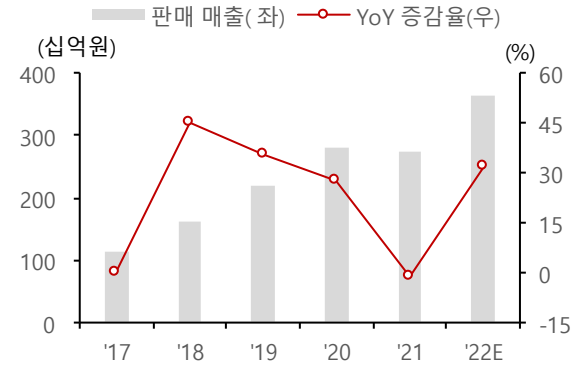
자료: 스튜디오드래곤, SK 증권

편성 매출 추이 및 전망



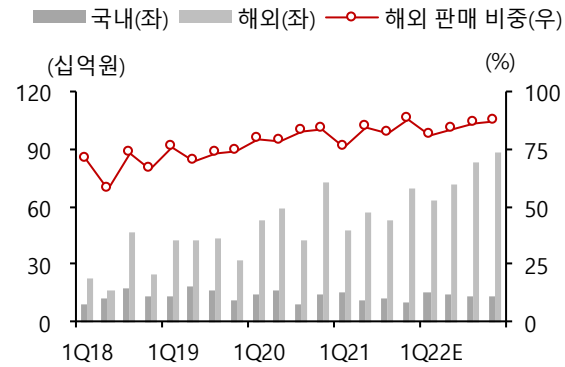
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

판매 매출 추이 및 전망



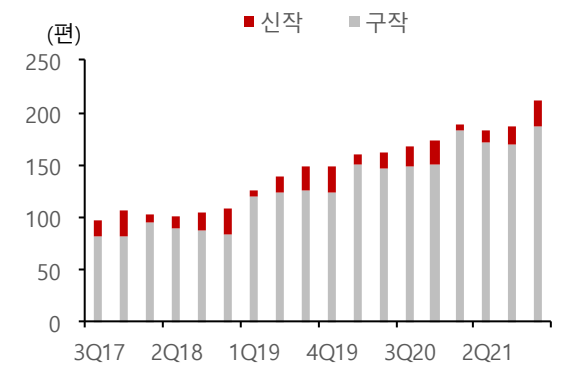
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

해외 판매 비중은 지속 확대 중



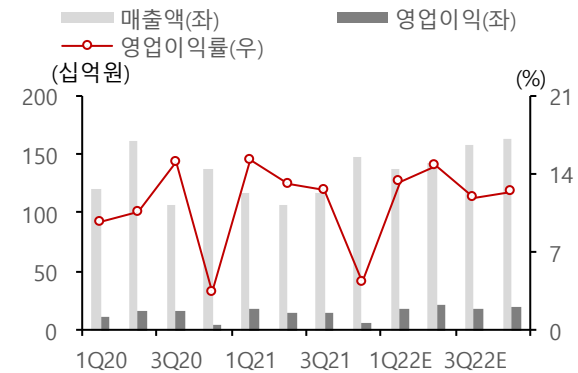
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

라이브러리 추이



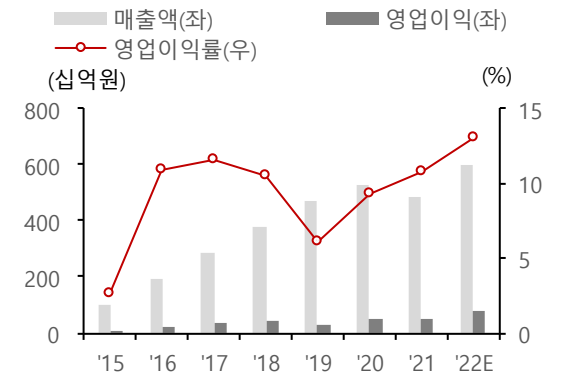
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤의 분기 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤의 연간 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤의 2022 년 라인업

No.	편성	타이틀	방송일	극본	연출	주연	장르	제작사
1	tvN	배드앤크레이지	12.17~1.29	김새봄	유선동	이동욱,한지은	액션, 범죄, 스릴러	스튜디오드래곤, 밍크엔터테인먼트
2		불가살	12.18~2.6	권소라	장영우	이진욱,권나라	판타지 서사물	스튜디오드래곤,쇼로너스
3		고스트 닥터	1.3~2.28	김선수	부성철	정지훈, 유이	고스트 메디컬	본팩토리, 스튜디오드래곤
4		스물다섯 스물하나	2.12~	권도은	정지현	남주혁,김태리	로맨스	화앤담픽처스
5		우리들의 블루스	4.9	노희경	-	이병헌,한지민	-	스튜디오드래곤,지티스트
6		군검사 도베르만	2.28 ~ 4.19	윤현호	진창규	안보현, 조보아	군대 법정물	로고스필름
7		살인자의 쇼핑목록	3.30 ~ 4.21	한지완	이연희	이광수, 설현	-	비온드제이
8		링크: 먹고 사랑하라,죽이게	4.25 ~ 6.14	권기영	홍종찬	여진규, 문가영	판타지, 로맨스	스튜디오드래곤, 씨제스엔터테인먼트, 아크미디어
9		이브	4.27 ~ 6.16	윤영미	박봉섭	서예지, 이상엽	치정, 멜로	씨제스엔터테인먼트
10		환혼	2Q22	홍자매	박준화	정소민, 이재욱	로맨스, 호러 판타지	스튜디오드래곤
11		빅마우스	2H22	장영철	오충환	이종석,윤아	하드보일드, 누아르	에이스토리 공동제작
12		잠중록	2H22	정현정	이종재	박형식,표예진	범죄, 미스터리	-
13		하늘에서 떨어진 풀	2H22	-	김상호	윤현민,안우연	-	제이에스픽처스
14		이사람 통역이 되나요	2H22	홍자매	박준화	-	-	-
15		방과 후 전쟁활동	2H22	이남규	성용일	신현수	SF스릴러	스튜디오드래곤
16		아일랜드	2H22	장윤미	배종	김남길, 서예지	판타지	스튜디오드래곤,와이랩
17		작은아씨들	2H22	정서경	김희원	김고은,남지현	-	스튜디오드래곤
18	Netflix	소년심판	1H22	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	범죄, 드라마	지티스트, 갈픽쳐스
19		셀러브리티	2H22	-	-	이청아, 박규영	스릴러	-
20		스위트홈 시즌 2	2H22	홍소리	이응복	송강, 이진욱	-	-
21	tvN	괴이	1H22	연상호	장건재	구교환, 신현빈	미스터리 스릴러	스튜디오드래곤, 클라이맥스 스튜디오
22		돼지의 왕	2H22	탁재영	김대진	김동욱, 김성규	스릴러	스튜디오드래곤, 히든시퀀스
23		유미의세포들 2	2H22	송재정	이상엽	김고은, 이유비	로맨스, 일상물	스튜디오드래곤, 스튜디오N, 메리카우
24	OCN	우월한 하루 (주 1회)	2022.3.13	이지현	조남형	진구, 하도권	-	아이월미디어
25		블라인드	3Q22	권기경	신용휘	옥택연, 하석진	범죄, 스릴러	판타지오
26		소유	2H22	-	-	-	-	-
27	Apple	The Big Door Prize	2H22	-	-	-	-	스튜디오드래곤, 스카이댄스 미디어, 애플TV플러스
28	iQiyi	별동별	2H22	이수현	최영우	이성경, 김영대	로맨틱 코미디	스튜디오드래곤, 메이스엔터테인먼트

자료: 언론 보도, SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.24	매수	125,000원	6개월		
2021.11.30	매수	125,000원	6개월	-31.84%	-24.40%
2020.05.27	매수	90,000원	6개월	0.32%	21.33%



Compliance Notice

- 작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 24일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	245	228	257	421	527
현금및현금성자산	60	49	104	254	336
매출채권및기타채권	84	107	115	127	146
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	337	529	597	543	568
장기금융자산	14	180	246	246	246
유형자산	1	8	7	4	3
무형자산	233	230	243	166	131
자산총계	582	757	854	964	1,094
유동부채	145	132	144	158	182
단기금융부채	2	2	4	4	4
매입채무 및 기타채무	64	53	57	63	73
단기충당부채	1	5	5	6	6
비유동부채	8	16	20	18	20
장기금융부채	8	8	8	8	8
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	153	148	164	176	201
지배주주지분	428	609	690	788	893
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	94	123	162	217	281
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	690	788	893
부채외자본총계	582	757	854	964	1,094

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-12	5	43	147	78
당기순이익(손실)	26	30	39	55	64
비현금성항목등	124	135	130	105	62
유형자산감가상각비	2	3	4	3	1
무형자산감가상각비	115	113	106	79	36
기타	3	5	7	5	6
운전자본감소(증가)	-143	-144	-120	-9	-25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-22	-31	6	-12	-19
재고자산감소(증가)	1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-11	4	6	10
기타	-130	-101	-130	-3	-15
법인세납부	-19	-15	-6	-3	-23
투자활동현금흐름	-81	-16	13	7	11
금융자산감소(증가)	-57	-9	19	0	0
유형자산감소(증가)	0	-7	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-2	-2	-2
기타	-23	1	-2	9	13
재무활동현금흐름	0	0	-2	-5	-6
단기금융부채증가(감소)	0	1	-1	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-1	-1	0	0
자본의증가(감소)	1	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	-5	-6
현금의 증가(감소)	-93	-11	55	150	83
기초현금	153	60	49	104	254
기말현금	60	49	104	254	336
FCF	115	117	140	130	78

자료 : 스튜디오드래곤, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	487	602	693
매출원가	421	451	407	495	560
매출총이익	48	75	80	106	133
매출총이익률 (%)	10.2	14.2	16.4	17.7	19.2
판매비와관리비	19	26	27	28	44
영업이익	29	49	53	78	88
영업이익률 (%)	6.1	9.3	10.8	13.0	12.8
비영업손익	4	-8	-1	-3	-2
순금융비용	-3	-2	2	-4	-6
외환관련손익	3	-5	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	33	42	52	75	87
세전계속사업이익률 (%)	7.1	7.9	10.7	12.5	12.5
계속사업법인세	7	12	13	20	23
계속사업이익	26	30	39	55	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	26	30	39	55	64
순이익률 (%)	5.6	5.6	8.0	9.2	9.2
지배주주	26	30	39	55	64
지배주주귀속 순이익률(%)	5.64	5.63	8.02	9.21	9.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	26	32	81	97	105
지배주주	26	32	81	97	105
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	163	160	126

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	23.5	12.2	-7.4	23.5	15.1
영업이익	-28.1	71.1	7.0	48.7	13.2
세전계속사업이익	-27.6	25.7	25.2	44.9	15.0
EBITDA	26.4	13.6	-1.7	-1.4	-21.3
EPS(계속사업)	-26.3	10.9	24.6	41.9	15.0
수익성 (%)					
ROE	6.4	5.7	6.0	7.5	7.6
ROA	4.8	4.4	4.9	6.1	6.2
EBITDA마진	31.1	31.5	33.4	26.6	18.2
안정성 (%)					
유동비율	168.4	172.8	178.6	265.8	289.9
부채비율	35.8	24.3	23.7	22.4	22.6
순차입금/자기자본	-24.9	-14.8	-15.6	-32.7	-38.1
EBITDA/이자비용(배)	294.8	285.4	510.4	33.5	19.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	941	1,044	1,301	1,847	2,124
BPS	15,242	20,309	23,002	26,239	29,753
CFPS	5,104	5,140	4,964	4,581	3,376
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	104.4	88.7	83.9	51.2	44.5
PER(최저)	57.4	66.2	63.3	39.6	34.4
PBR(최고)	6.5	4.6	4.8	3.6	3.2
PBR(최저)	3.5	3.4	3.6	2.8	2.5
PCR	15.9	18.0	18.3	18.8	25.6
EV/EBITDA(최고)	18.2	16.3	19.5	16.1	19.8
EV/EBITDA(최저)	9.7	11.2	14.6	12.1	14.7