

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

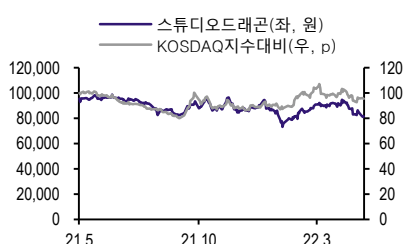
본격적인 플랫폼 다변화의 원년

목표주가	115,000원(유지)
현재주가(05/11)	81,600원
상승여력	40.9%
시가총액	24,492억원
발행주식수	30,014천주
52주 최고가 / 최저가	100,200 / 73,100원
3개월 일평균거래대금	108억원
외국인 지분율	11.1%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	54.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-9.5 0.1 -6.2 -16.8
상대수익률 (KOSDAQ)	-3.5 1.4 6.5 -5.3

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,257	4,871	5,500	6,292
영업이익	491	526	830	934
EBITDA	1,653	1,516	1,860	1,922
지배주주순이익	296	390	653	708
EPS	987	1,301	2,177	2,359
순차입금	-385	-535	-1,207	-1,655
PER	93.8	69.9	37.5	34.6
PBR	4.6	4.0	3.3	3.0
EV/EBITDA	16.6	17.7	12.5	11.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.7	6.0	9.1	9.0
컨텐츠 영업이익	491	526	818	984
컨텐츠 EPS	987	1,301	2,166	2,535

주가추이



1Q OP 181억원(+1.4% YoY), 기대에 부합하는 실적

스튜디오드래곤의 1분기 매출액은 1,211억원(+3.4% YoY), 영업이익은 181억원(+1.4% YoY)을 기록하며 예상치에 부합하는 실적을 시현. 편성 축소 영향에도 불구하고, 넷플릭스 오리지널 <소년심판> 효과와 <지리산>의 수익 정산 등이 반영되었고, 특히 프리미엄 콘텐츠 중심의 해외 판매단가가(신작 ASP +54.5% yoy) 상승하면서 양호한 실적을 거둔 것으로 평가.

2분기에는 <우리들의 블루스>, <괴이>, <환혼> 등 대작 중심의 편성이 총 13편으로 대폭 증가하고(1분기 8편), 신규 글로벌 OTT로의 진출이 가시화되면서 양호한 실적을 거둔 것으로 전망. 당사는 2분기 영업이익을 228억원(+65.5% YoY) 수준으로 전망

22년은 본격적인 플랫폼 다변화의 원년

22년은 본격적인 플랫폼 다변화의 원년이 될 것. 동사의 22년 신규 제작 목표편수는 32편 이상. TVN/OCN 등 캡티브 채널향 작품 이외에도, 티빙(6), 넷플릭스(2~3), 디즈니플러스(1~2), 애플TV(1), 아이치이(1) 등에 총 13편 이상의 작품들이 런칭될 예정. 신규 글로벌 OTT향 작품 공급 역시 연내 가시화될 것으로 전망

최근 넷플릭스의 가입자 역성장과 이에 따른センチメント 약화에 따른 영향이 일부 상존하였으나, 오히려 OTT 플랫폼간 경쟁심화는 주요 콘텐츠에 대한 수요를 증가시킬 여지가 있는 상황. 특히 최근 K-콘텐츠가 연이은 글로벌 흥행세를 보이고 있다는 점을 감안하면, 당분간 제작 규모는 의미 있게 확대될 것으로 전망. 1) 대형 글로벌 OTT와의 공급 계약 연장 및 구작 판매, 2) 본격적인 신규 플랫폼의 개발, 3) 주요 콘텐츠의 리콥을 상승 등을 통해 수익성 역시 개선되는 모습을 보일 것

투자의견 BUY와 목표주가 115,000원 유지

CJ 미디어 그룹의 멀티 스튜디오 전략에 따른 역량 분산 우려는 기우. 기존 드래곤 주력분야에서의 총돌 우려보다는 엔데버, 스튜디오S 등과의 따로 또 같이 전략의 적절성에 더 주목할 필요. 투자의견 BUY와 목표주가 115,000원 유지

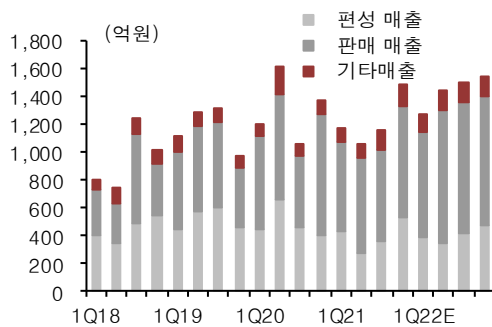
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,171	1,060	1,161	1,479	1,211	1,410	1,429	1,450	4,871	5,500	6,292
편성	438	282	362	532	354	427	402	456	1,613	1,589	1,814
판매	632	675	649	798	777	862	902	876	2,755	3,468	4,015
국내	155	107	118	99	95	157	159	159	479	570	720
해외	478	568	531	699	682	705	744	717	2,277	3,398	3,810
기타	101	103	150	149	80	120	125	118	503	443	464
영업이익	179	138	146	63	181	228	234	186	526	830	934
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	16.2%	16.4%	12.8%	10.8%	15.1%	14.8%
세전이익	211	140	185	-16	201	228	266	198	520	892	983
세전이익률	18.0%	13.3%	15.9%	-1.0%	16.6%	16.2%	18.6%	13.6%	10.7%	16.2%	15.6%
순이익	156	95	148	-8	156	164	191	142	390	653	708
순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.8%	11.7%	13.4%	9.8%	8.0%	11.9%	11.3%

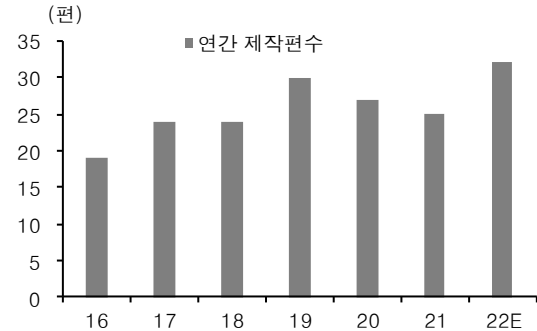
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



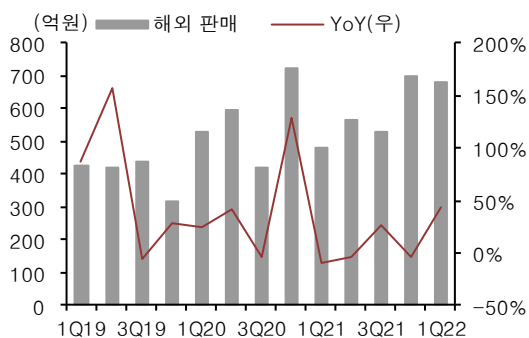
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 연간 제작편수 추이



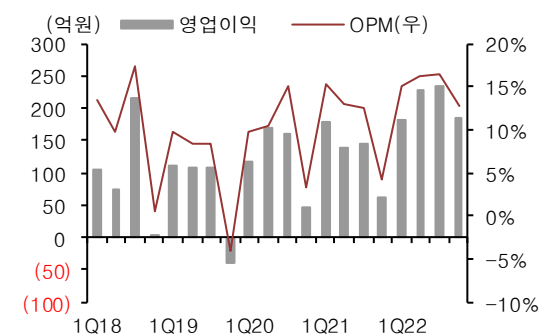
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 해외 판매 성장을



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,257	4,871	5,500	6,292	6,503
증가율 (Y-Y,%)	12.2	(7.3)	12.9	14.4	3.3
영업이익	491	526	830	934	1,142
증가율 (Y-Y,%)	71.1	7.0	57.8	12.6	22.3
EBITDA	1,653	1,516	1,860	1,922	2,274
영업외손익	(76)	(6)	63	50	56
순이자수익	16	8	(10)	(4)	2
외화관련손익	(54)	63	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	415	520	892	983	1,199
당기순이익	296	390	653	708	863
지배기업당기순이익	296	390	653	708	863
증가율 (Y-Y,%)	12.1	31.8	67.3	8.4	21.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.4	8.7	5.5	6.2	10.1
영업이익증가율(3Yr)	14.2	9.6	42.4	23.9	29.5
EBITDA증가율(3Yr)	30.6	9.6	8.5	5.1	14.5
순이익증가율(3Yr)	7.5	2.9	35.2	33.7	30.3
영업이익률(%)	9.3	10.8	15.1	14.8	17.6
EBITDA마진(%)	31.4	31.1	33.8	30.5	35.0
순이익률 (%)	5.6	8.0	11.9	11.3	13.3
NOPLAT	350	395	608	672	823
(+) Dep	1,162	991	1,031	988	1,131
(-) 운전자본투자	491	(613)	49	77	5
(-) Capex	72	23	26	30	31
OpFCF	950	1,975	1,563	1,554	1,917

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,283	2,325	2,988	3,624	3,877
현금성자산	491	646	1,298	1,725	1,915
매출채권	1,067	1,236	1,229	1,419	1,463
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,290	6,515	6,451	6,639	7,291
투자자산	2,909	3,458	3,598	3,744	3,896
유형자산	76	77	65	60	58
무형자산	2,304	2,980	2,788	2,835	3,336
자산총계	7,573	8,840	9,439	10,263	11,168
유동부채	1,321	1,836	1,798	1,930	1,988
매입채무	568	777	718	829	854
유동성이자부채	24	40	40	40	40
비유동부채	158	165	149	133	117
비유동이자부채	82	71	51	31	11
부채총계	1,480	2,002	1,947	2,063	2,105
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,700	4,704	4,704	4,704	4,704
이익잉여금	1,229	1,617	2,271	2,979	3,842
자본조정	14	367	367	367	367
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,093	6,839	7,492	8,200	9,063
투자자본	3,908	3,895	3,779	3,938	4,485
순차입금	(385)	(535)	(1,207)	(1,655)	(1,865)
ROA	4.4	4.8	7.1	7.2	8.1
ROE	5.7	6.0	9.1	9.0	10.0
ROIC	9.8	10.1	15.8	17.4	19.5

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	987	1,301	2,177	2,359	2,875
BPS	20,309	22,785	24,962	27,321	30,196
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	93.8	69.9	37.5	34.6	28.4
PBR	4.6	4.0	3.3	3.0	2.7
EV/ EBITDA	16.6	17.7	12.5	11.9	10.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	16.9	17.3	14.5	14.4	12.3
PSR	5.3	5.6	4.5	3.9	3.8
재무건전성 (%)					
부채비율	24.3	29.3	26.0	25.2	23.2
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	172.8	126.6	166.2	187.8	195.0
이자보상배율	n/a	n/a	82.5	226.4	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.2	0.5	0.3	0.2
자산구조					
투자자본(%)	53.5	48.7	43.6	41.9	43.6
현금+투자자산(%)	46.5	51.3	56.4	58.1	56.4
자본구조					
차입금(%)	1.7	1.6	1.2	0.9	0.6
자기자본(%)	98.3	98.4	98.8	99.1	99.4

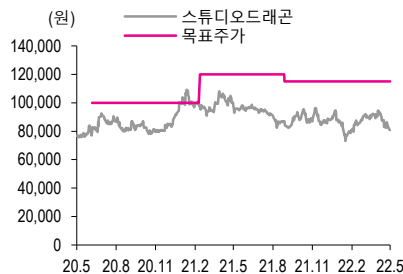
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	52	(84)	1,639	1,623	1,993
당기순이익	296	390	653	708	863
자산상각비	1,162	991	1,031	988	1,131
운전자본증감	(1,441)	(1,549)	(49)	(77)	(5)
매출채권감소(증가)	(314)	22	7	(190)	(44)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	(115)	187	(59)	111	26
투자현금	(163)	265	(967)	(1,176)	(1,783)
단기투자자산감소	(487)	280	0	0	0
장기투자증권감소	1,357	0	(98)	(102)	(106)
설비투자	(72)	(23)	(26)	(30)	(31)
유무형자산감소	(12)	(3)	(800)	(1,000)	(1,600)
재무현금	0	(30)	(20)	(20)	(20)
차입금증가	(14)	(19)	(20)	(20)	(20)
자본증가	8	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(107)	155	652	427	190
총현금흐름(Gross CF)	1,646	1,576	1,688	1,700	1,999
(-) 운전자본증감(감소)	491	(613)	49	77	5
(-) 설비투자	72	23	26	30	31
(+) 자산매각	(12)	(3)	(800)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,072	2,163	813	593	362
(-) 기타투자	(1,357)	0	98	102	106
잉여현금	2,429	2,163	715	492	256

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자이전	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
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	(23.8)	(16.2)
2022-05-12	Buy	115,000		

투자이전(향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 03월 31일 기준)

Buy (94.1%)	Hold (5.9%)	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 있으므로 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 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286