

스튜디오드래곤

253450

솔선수범, 대표 드라마 스튜디오 다운 면모

장지혜 미디어·음식료
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2022.06.08

BUY (신규)

목표주가(신규)	100,000원
현재주가(06/07)	78,000원
상승여력	28.2%

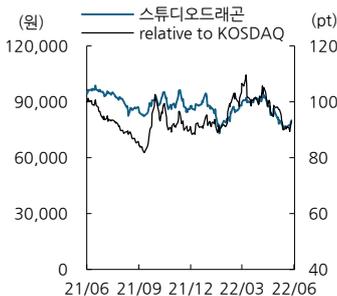
Stock Data

KOSDAQ	873.8pt
시가총액(보통주)	2,341십억원
발행주식수	30,014천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	122천주
60일 평균거래대금	10,471백만원
외국인 지분율	10.2%
52주 최고가	99,400원
52주 최저가	72,300원
주요주주	
CJ ENM(외 4인)	54.9%
네이버(외 1인)	6.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.6	-5.4
3M	-11.3	-10.4
6M	-11.0	1.4

주가차트



2022년: 올해 드라마 제작 32편이상, 해외 제작 성과까지

스튜디오드래곤의 22년 실적은 매출액 6,220억원(+28% YoY), 영업이익 833억원(+58% YoY, OPM 13.4%)으로 전망한다. 연간 드라마 제작물량은 20년 28편→21년 25편→22년 32편 이상으로 확대되며 매출 성장이 기대된다. 이중 캡티브가 20편, 국내외 OTT 오리지널 작품이 12~13편이다. 지난해 글로벌 OTT 한곳에만 집중된 판매에서 다수의 플랫폼으로 확대되며 동사의 콘텐츠 경쟁력을 재차 증명하고 있다. 올해 기대작은 <우리들의 블루스>(4월), <환혼>(6월), <빅마우스>(7월), <방과후 전쟁활동>, <아일랜드>등이 있다. 또한 연말 미국 현지제작 드라마 <The Big Door Prize>가 애플tv+를 통해 공개될 예정이다.

IP 활용 극대화를 통한 수익성 개선 나타나 긍정적

동사는 매출 성장뿐만 아니라 IP 활용 극대화를 통한 수익성 개선이 나타나고 있어 긍정적이다. 연결 OPM은 19년 6.1%→20년 9.3%→21년 10.8%→22년 13.4%로 개선세를 보이고 있다. 1)수익성 개선은 글로벌 OTT향 오리지널 판매 증가로 안정적 수익을 취득하고, 2)채널과 OTT 동시방영 등 선판매를 비롯해 다양한 판매방식을 활용해 수익을 극대화하고 있으며, 3)이미 제작비 반영이 대부분 끝난 구작에 대한 판매 매출이 증가했기 때문이다. 실제로 스튜디오드래곤의 판매 매출에서 구작 매출 비중은 19년 18%→20년 29%→21년 25.5%→2분기 34%까지 확대되고 있다.

Valuation: 가장 이상적 드라마 스튜디오 모델의 프리미엄 적용

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 수익성 개선을 고려해 PSR이 아닌 P/EBITDA방식으로 산출했다. 목표배수는 넷플릭스와 디즈니의 평균배수인 15배를 적용했다. 동사의 현재주가는 22년 예상 실적 기준 PSR 3.8배에 달한다. 스튜디오드래곤은 드라마 스튜디오로서 확보한 IP를 성공적으로 수익화하면서 해외 확대까지 가시성 높아지면서 밸류에이션 프리미엄이 정당화되고 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	526	487	622	685	746
영업이익	49	53	83	92	100
영업이익률(%)	9.3	10.8	13.4	13.4	13.4
세전이익	42	52	80	89	97
지배주주지분순이익	30	39	62	69	75
EPS(원)	1,047	1,301	2,079	2,297	2,508
증감률(%)	11.2	24.3	59.8	10.5	9.2
ROE(%)	5.7	6.0	8.9	9.3	9.2
PER(배)	88.5	69.9	37.5	34.0	31.1
PBR(배)	4.6	4.0	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA(배)	16.3	17.6	12.2	13.4	13.7

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표19 스튜디오드래곤 드라마 방영과 실적비교(분기)

(십억원, %)	Sales	GP	OP	GPM	OPM	드라마(방영시점)
1Q15						하트투하트, 호구의 사랑, 슈퍼대디 열, 실종노와르M, 상애천사천년
2Q15						울지 않는 새, 구여친 클럽, 신분은 숨겨라, 아름다운 나의 신부, 너를 기억해
3Q15						오 나의 귀신님, 두번째 스무살, 처용2
4Q15						풍선껌, 처음이라서
1Q16						치즈 인 더 트랩, 시그널, 피리부는 사나이, 기억, 동네의 영웅, 뱀파이어탐정
2Q16						또 오해영, 디어 마이 프렌즈, 38사기동대
3Q16						굿와이프, 싸우자 귀신아, 신데렐라와 네 명의 기사, 더케이투, 공항 가는 길, 캐리어를 끄는 여자
4Q16						안투라지, 상애천사천년2, 푸른 바다의 전설, 도깨비
1Q17	75.3	16.8	14.0	22.2	18.5	내성적인 보스, 내일 그대와, 그녀는 거짓말을 너무 사랑해, 보이시, 터널
2Q17	62.1	12.2	8.9	19.6	14.3	시카고 타자기, 써클: 이어진 두 세계, 비밀의 숲, 듀얼, 품위있는 그녀
3Q17	77.5	10.7	6.6	13.9	8.6	하백의 신부, 크리미널 마인드, 명불허전, 아르곤, 구해줘, 황금빛 내 인생
4Q17	71.9	7.4	3.5	10.4	4.8	이번 생은 처음이라, 부암동 복수자들, 변혁의 사랑, 블랙, 세상에서 가장 아름다운 이별, 브라보 마이 라이프, 화유기
1Q18	79.9	13.6	10.7	17.1	13.3	마더, 크로스, 라이브, 나의 아저씨, 나쁜 녀석들: 악의 도시, 작은 신의 아이들
2Q18	74.3	10.6	7.3	14.3	9.9	무법변호사, 어바웃타임, 김비서가 왜 그럴까, 미스트리스, 라이프 온 마스
3Q18	123.7	24.8	21.5	20.1	17.4	미스터 션사인, 아는 와이프, 백일의 낭군님, 보이시2, 손: The Guest, 플레이어
4Q18	101.7	6.5	0.4	6.4	0.4	하늘에서 내리는 1억개의 별, 나인룸, 계룡선녀전, 남자친구, 신의 퀴즈: 리부트, 프리스트, 은주의 방, 알함브라 궁전의 추억
1Q19	111.8	15.0	11.0	13.4	9.9	왕이 된 남자, 로맨스는 별책부록, 진심이 닿다, 사이코메트리 그녀석, 자백, 빙의, 킬잇
2Q19	128.2	15.4	10.8	12.0	8.4	그녀의 사생활, 어비스, 아스달 연대기(part1), 검색어를 입력하세요 WWW, 구해줘2, 보이시3, 봄밤
3Q19	131.2	15.3	10.9	11.7	8.3	아스달 연대기(part2), 60일 지정생존자, 호텔 델루나, 위대한 쇼, 미스터 기간제, 청일전 자 미쓰리, 왓쳐, 달리는 조사관, 의사요한, 좋아하면 울리는(Netflix), 날 녹여주오
4Q19	97.4	2.2	-4.0	2.2	-4.1	유령을 잡아라, 싸이코패스 다이어리, 사랑의 불시착, 블랙독
1Q20	120.3	16.7	11.6	13.8	9.7	머니게임, 방법, 하이바이 마마!, 메모리스트, 반의 반, 본 대로 말하라, 루갈 나홀로 그대(Netflix), 한 번 다녀왔습니다
2Q20	161.4	21.8	16.9	13.5	10.4	화양연화, 외출, 오! 마이 베이비, (아는건 별로 없지만) 가족입니다, 사이코지만 괜찮아, 더 킹: 영원의 군주
3Q20	106.3	21.3	16.0	20.0	15.1	악의 꽃, 비밀의 숲2, 청춘기록, 트레인, 마씽: 그들이 있었다
4Q20	137.7	15.0	4.6	10.9	3.3	구미호연, 스타트업, 낮과 밤, 경이로운 소문, 스위트홈(Netflix), 여신강림, 철인왕후
1Q21	117.1	23.7	17.9	20.2	15.3	루카: 더 비기닝, 빈센조, 나빌레라, 타임즈, 좋아하면 울리는2(Netflix), 당신의 운명을 쓰고 있습니다
2Q21	106.0	20.3	13.8	19.2	13.0	마인, 어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다, 보이시4, 간 떨어지는 동거
3Q21	116.1	21.0	14.6	18.1	12.6	악마판사, 너는 나의 봄, 더 로드: 1의 비극, 갯마을 차차차, 하이클래스, 훗타운, 마녀식당으로 오세요, 유미의 세포들 (티빙 + tvN) // 킹덤: 아신전 (Netflix)
4Q21	147.9	14.8	6.3	10.0	4.3	지리산, 불가살, 배드앤크레이지, 멜랑콜리아, 어사와 조이, 해피니스
1Q22	121.1	25.5	18.1	21.1	15.0	고스트닥터, 스물다섯 스물하나, 소년심판(Netflix), 군검사 도베르만, 킬힐, 돼지의 왕, 우월한 하루
2Q22E						우리들의 블루스, 별종별, 링크, 살인자의 쇼핑목록, 이브, 환혼, 블라인드, 괴이, 안나
2H22						조선 정신과 의사 유세풍, 빅마우스, 작은아씨들, 슈룹, 방과후 전쟁활동(Netflix), 술꾼 도사여자들2, 개미가 타고 있어요, 멘탈코치 제갈길, 아일랜드, 더 글로리(Netflix), 아다마스, 청춘월담, 셀러브리티, 빅도어 프라이즈(애플TV+), 유미의 세포들2, 연예인 매니저로 살아남기

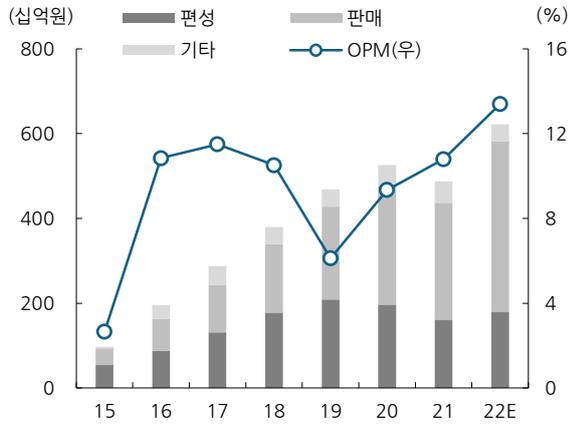
주: 전망의 경우 시기 미정, 자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

표20 스튜디오드래곤 실적 테이블

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	151.3	161.7	187.9	468.7	525.7	487.1	622.0
YoY	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	3.4%	42.7%	39.3%	27.0%	23.5%	12.2%	-7.3%	27.7%
1. 편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	47.0	42.0	56.1	208.7	197.0	161.3	180.5
YoY	-3.2%	-56.9%	-20.8%	30.7%	-19.1%	66.7%	16.1%	5.6%	17.2%	-5.6%	-18.1%	11.9%
2. 판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	96.1	107.7	119.9	219.3	279.7	275.5	401.4
YoY	-5.5%	-10.8%	27.7%	-7.5%	23.0%	42.3%	65.9%	50.1%	35.3%	27.6%	-1.5%	45.7%
1) VoD	15.5	10.7	11.8	9.9	9.5	16.1	17.7	14.9	58.9	53.1	47.9	58.2
YoY	9.6%	-34.0%	34.8%	-29.2%	-38.4%	50.0%	50.0%	50.0%	13.5%	-9.8%	-9.8%	21.5%
2) 판매	47.8	56.8	53.1	69.9	68.2	80.0	90.0	105.0	160.4	226.6	227.6	343.2
YoY	-9.6%	-4.4%	26.2%	-3.3%	42.8%	40.8%	69.4%	50.2%	45.5%	41.3%	0.4%	50.8%
3. 기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	8.2	12.0	11.9	40.6	48.9	50.3	40.1
YoY	24.0%	-49.3%	54.0%	39.3%	-21.5%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	3.0%	20.4%	2.9%	-20.3%
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	119.6	129.4	156.0	420.8	451.0	407.3	500.5
YoY	-9.9%	-38.6%	11.9%	8.5%	2.3%	39.5%	36.0%	17.2%	29.9%	7.2%	-9.7%	22.9%
매출원가율	79.8%	80.8%	81.9%	90.0%	78.9%	79.0%	80.0%	83.0%	89.8%	85.8%	83.6%	80.5%
1. 제작원가	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	57.5	63.1	78.9	232.7	260.0	226.7	244.5
YoY	-16.0%	-41.7%	0.0%	10.4%	-13.5%	31.6%	34.7%	-6.3%	287.8%	11.7%	-12.8%	7.8%
매출액대비	44.4%	41.2%	40.3%	56.9%	37.2%	38.0%	39.0%	42.0%	49.7%	49.5%	46.5%	39.3%
2. 무형자산상각비	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	30.3	32.3	37.6	115.0	113.3	95.2	125.3
YoY	-5.9%	-46.8%	37.6%	-11.6%	4.1%	27.1%	24.4%	76.4%	342.3%	-1.5%	-16.0%	31.6%
매출액대비	20.6%	22.4%	22.4%	14.4%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%	24.5%	21.6%	19.5%	20.1%
3. 기타	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	31.8	34.0	39.5	73.1	77.7	85.4	130.8
YoY	7.3%	-8.7%	15.5%	23.9%	47.0%	75.0%	52.4%	42.9%	691.3%	6.3%	10.0%	53.1%
매출액대비	14.8%	17.1%	19.2%	18.7%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	15.6%	14.8%	17.5%	21.0%
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	31.7	32.3	31.9	47.9	74.8	79.8	121.4
YoY	42.2%	-6.9%	-1.3%	-1.7%	7.8%	56.0%	53.9%	116.1%	-13.8%	56.2%	6.7%	52.2%
매출총이익률	20.2%	19.2%	18.1%	10.0%	21.1%	21.0%	20.0%	17.0%	10.2%	14.2%	16.4%	19.5%
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	22.5	22.4	20.4	28.7	49.1	52.6	83.3
YoY	53.6%	-18.2%	-9.0%	37.6%	1.4%	62.8%	53.6%	221.0%	-28.1%	71.1%	7.0%	58.4%
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	14.8%	13.8%	10.8%	6.1%	9.3%	10.8%	13.4%
순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	17.5	17.4	11.9	26.4	29.6	39.0	62.4
YoY	82.2%	-29.1%	39.6%	적지	0.4%	84.3%	17.4%	흑전	-26.3%	12.1%	31.8%	59.8%
순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	11.5%	10.8%	6.4%	5.6%	5.6%	8.0%	10.0%

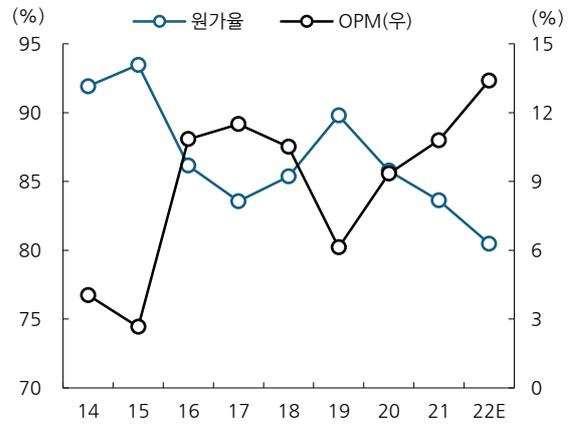
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림117 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



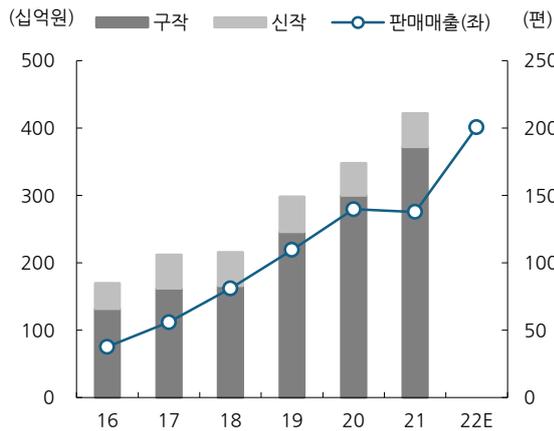
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림118 스튜디오드래곤 수익성 추이



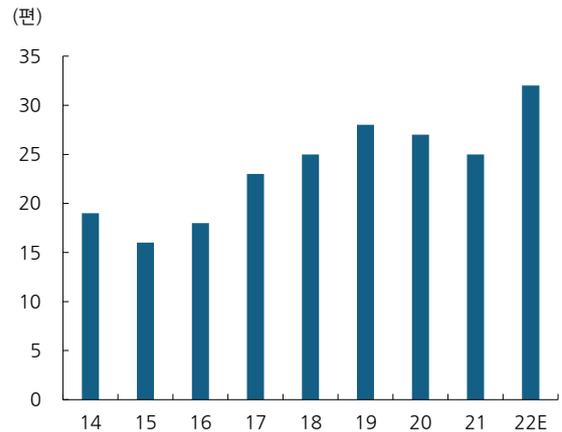
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림119 판매 부문 구조와 신작 편수와 매출액 추이



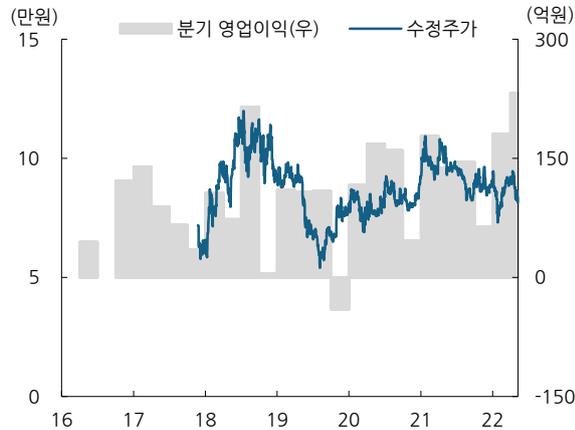
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림120 스튜디오드래곤 드라마 제작편수 추이



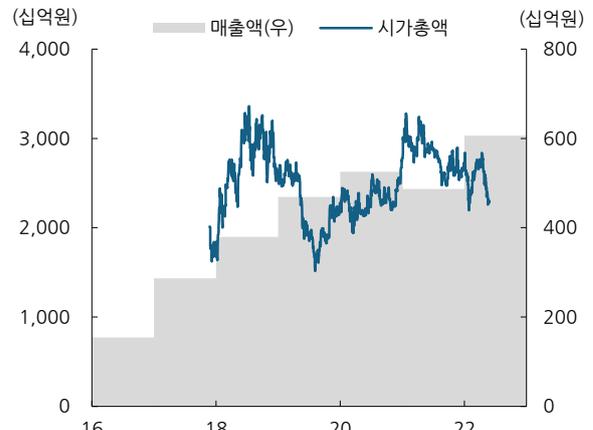
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림121 스튜디오드래곤 영업이익과 시가총액 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림122 스튜디오드래곤 매출액과 시가총액 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 10만원 제시

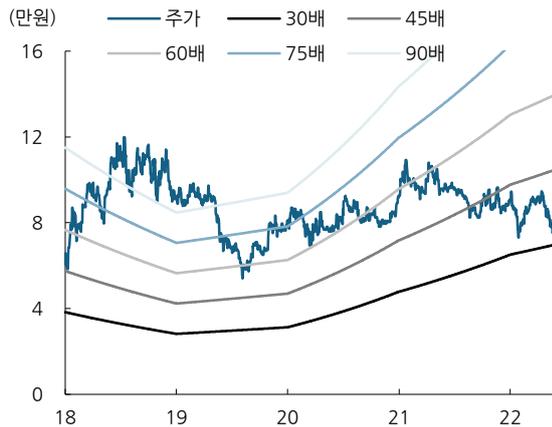
PSR대신 수익성 개선을 감안해 22년 예상 EBITDA에 목표배수 15배를 적용했다. 목표 배수는 최근 주가가 하락한 넷플릭스와 디즈니의 평균을 그대로 적용했다.

표21 스튜디오드래곤 목표주가 산출

법인별 지분가치		
	배수	내용
22년 EBITDA	208.6	
P/EBITDA	15.0	넷플릭스와 디즈니 평균 배수
목표기업가치	3,128.6	
유통주식수(천주)	30,014.2	
목표주가	100,000.0	
현재주가	80,000.0	
Upside	25.0%	

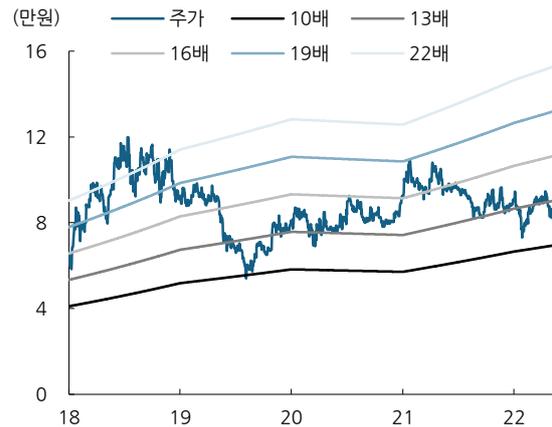
주: 현재주가는 2022.06.07기준, 자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림123 스튜디오드래곤 PER밴드 추이



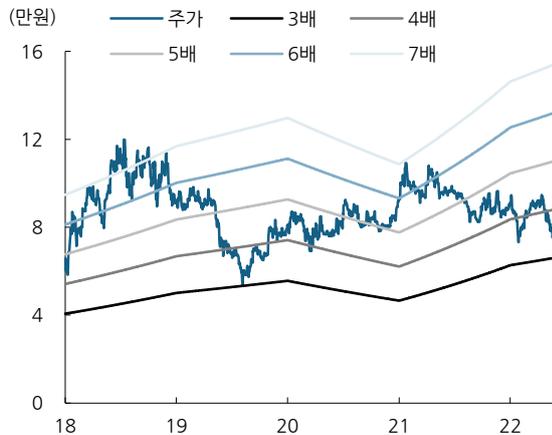
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림124 스튜디오드래곤 P/EBITDA밴드 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림125 스튜디오드래곤 PSR밴드 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림126 주요 플랫폼 업체 P/EBITDA추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[스튜디오드래곤 253450]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228	233	344	457	556	매출액	526	487	622	685	746
현금 및 현금성자산	49	65	139	235	318	매출원가	451	407	501	551	600
매출채권 및 기타채권	107	124	159	173	189	매출총이익	75	80	121	134	146
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	26	27	38	42	46
기타	73	44	46	48	50	영업이익	49	53	83	92	100
비유동자산	529	652	587	556	545	(EBITDA)	165	152	181	158	148
관계기업투자등	180	232	241	251	261	금융손익	-4	7	-1	-1	-1
유형자산	8	8	7	7	8	이자비용	1	1	3	3	3
무형자산	230	298	220	174	147	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	757	884	931	1,013	1,102	기타영업외손익	-4	-8	-2	-2	-2
유동부채	132	184	203	215	229	세전계속사업이익	42	52	80	89	97
매입채무 및 기타채무	53	75	90	98	106	계속사업법인세비용	12	13	18	20	22
단기금융부채	2	4	4	4	4	계속사업이익	30	39	62	69	75
기타유동부채	76	105	109	114	118	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	16	17	17	17	18	당기순이익	30	39	62	69	75
장기금융부채	8	7	7	7	7	지배주주	30	39	62	69	75
기타비유동부채	8	9	10	10	11	총포괄이익	32	39	62	69	75
부채총계	148	200	220	233	247	매출총이익률 (%)	14.2	16.4	19.5	19.5	19.5
지배주주지분	609	684	711	780	855	영업이익률 (%)	9.3	10.8	13.4	13.4	13.4
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	31.4	31.1	29.1	23.1	19.8
자본잉여금	470	470	470	470	470	당기순이익률 (%)	5.6	8.0	10.0	10.1	10.1
이익잉여금	123	162	224	293	368	ROA (%)	4.4	4.8	6.9	7.1	7.1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	5.7	6.0	8.9	9.3	9.2
자본총계	609	684	711	780	855	ROIC (%)	10.7	10.8	17.7	22.4	26.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5	-12	107	132	120	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	30	39	62	69	75	P/E	88.5	69.9	37.5	34.0	31.1
비현금수익비용가감	135	119	62	67	49	P/B	4.6	4.0	3.3	3.0	2.7
유형자산감가상각비	3	4	4	2	2	P/S	5.0	5.6	3.8	3.4	3.1
무형자산상각비	113	95	94	64	46	EV/EBITDA	16.3	17.6	12.2	13.4	13.7
기타현금수익비용	5	20	-35	0	0	P/CF	15.9	17.3	18.8	17.3	18.9
영업활동 자산부채변동	-144	-52	-18	-3	-4	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-30	0	-36	-14	-16	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	12.2	-7.3	27.7	10.1	8.9
매입채무 증가(감소)	-14	3	15	8	9	영업이익	71.1	7.0	58.4	10.1	8.9
기타자산, 부채변동	-101	-56	3	3	3	세전이익	25.7	25.2	54.4	10.5	9.2
투자활동 현금	-16	18	-33	-35	-38	당기순이익	12.1	31.8	59.8	10.5	9.2
유형자산처분(취득)	-7	-2	-3	-3	-3	EPS	11.2	24.3	59.8	10.5	9.2
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-16	-18	-19	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-49	28	-10	-10	-10	부채비율	24.3	29.3	30.9	29.8	28.8
기타투자활동	41	-8	-5	-5	-5	유동비율	172.8	126.6	169.4	212.0	243.2
재무활동 현금	0	0	0	0	0	순차입금/자기자본(x)	-14.8	-8.6	-18.7	-29.5	-36.5
차입금의 증가(감소)	-1	-3	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	84.8	67.6	28.8	31.7	34.5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	11	11	11	11	11
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-90	-59	-133	-230	-313
기타재무활동	1	2	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-11	16	74	97	82	EPS	1,047	1,301	2,079	2,297	2,508
기초현금	60	49	65	139	235	BPS	20,309	22,785	23,684	25,981	28,489
기말현금	49	65	139	235	318	SPS	18,575	16,229	20,722	22,824	24,854
NOPLAT	35	39	65	71	78	CFPS	5,817	5,252	4,157	4,516	4,128
FCF	4	123	74	97	82	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터