

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

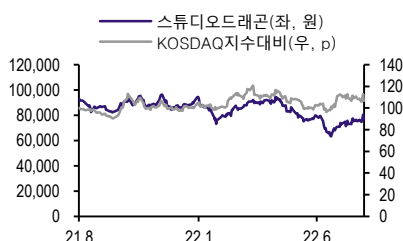
플랫폼 다변화 효과 본격화

목표주가	100,000원(유지)
현재주가(08/04)	76,800원
상승여력	30.2%
시가총액	23,051억원
발행주식수	30,014천주
52주 최고가 / 최저가	96,400 / 63,200원
3개월 일평균거래대금	91억원
외국인 지분율	10.6%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	54.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	8.3 -10.0 -3.9 -16.9
상대수익률 (KOSDAQ)	-5.9 -1.6 4.7 4.4

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,257	4,871	6,019	7,019
영업이익	491	526	912	1,155
EBITDA	1,653	1,516	2,073	2,278
지배주주순이익	296	390	785	899
EPS	987	1,301	2,615	2,996
순차입금	-385	-535	-120	-836
PER	93.8	69.9	29.4	25.6
PBR	4.6	4.0	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.6	17.7	11.1	9.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.7	6.0	10.9	11.1
컨텐츠 영업이익	491	526	861	1,030
컨텐츠 EPS	987	1,301	2,272	2,699

주가추이



2Q 영업이익 270억원(+95.7% YoY), 역대 최고 수준

스튜디오드래곤의 2분기 실적이 역대 최고 수준의 이익을 기록하며, 높아진 시장의 예상치를 충족. 2분기 매출액은 1,575억원(+48.5% YoY), 영업이익은 270억원(+95.7% YoY)억원을 기록. 편성 매출은 438억원(+55.4% YoY)으로 방영 회사 축소에 대한 우려를 깔끔히 해소시켰으며, 판매 매출 또한 1,039억원(+53.8% YoY)을 기록하며 역대 최대 판매액을 기록

이러한 실적 호조세의 원인은 1) <우리들의 블루스>, <환혼> 등 대작 중심의 제작/편성이 13편으로 크게 증가하였으며 (+7편 YoY, +5편 QoQ), 2) <괴이>, <유미의 세포들2> 등 티빙향 오리지널 작품 확대에 따른 매출 호조세와 더불어 3) 디즈니플러스향 구작 판매에 따른 효과가 수반되었기 때문

하반기 본격적인 플랫폼 다변화 효과 발현될 것

하반기에는 지상파향 드라마 공급과 (MBC 빅마우스), 쿠팡플레이(유니콘) 등 신규OTT 플랫폼에 대한 작품 공급 등으로 본격적인 플랫폼 다변화 효과 발현될 것으로 전망. 연초 계획했던 신규 제작 목표편수인 32편 이상의 작품 공급은 충분히 달성 가능할 전망. 기존의 캡티브 채널향 편성 이외에도, 티빙(6), 넷플릭스(2~3), 디즈니플러스(2), 애플TV(1), 아마존 프라임(1) 등 신규 OTT향 오리지널 작품의 공급 또한 무난하게 진행될 것

특히 애플TV향 <The Big Door Prize>는 Skydance와의 공동제작으로 하반기 공급될 예정. 약 500억원 규모로 추정되는데(편당 50억원), 향후 시즌2, 3가 진행되면서 관련 인센티브 추가되며 마진 역시 확대될 것으로 전망. 2분기 말 현재 건설중 자산은 1분기 말과 유사한 2,200억원 수준으로, 약 180여개의 작품이 기획/제작/개발중인 상황으로, 엔데버 등과의 협업이나 미국시장 직접 진출 등의 프로젝트들도 원활히 진행중

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

올해 넷플릭스와의 3년 공급 계약 종료로, 23년 이후 새로운 공급 계약이 체결될 예정. 최근의 콘텐츠 경쟁력 확대 기조를 감안하면 이전보다 훨씬 좋은 조건의 재계약 가능할 것으로 기대. OTT 플랫폼간 경쟁 심화는 역설적으로 주요 콘텐츠에 대한 수요증가를 수반할 수 밖에 없는 상황.

표 1 스튜디오드래곤 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q21	1Q22	2Q22P	(YoY)	(QoQ)	2Q22P	Diff.	2Q22P	Diff.
매출액	1,060	1,211	1,575	48.5%	30.0%	1,575	0.0%	1,545	1.9%
영업이익	138	181	270	95.7%	49.1%	266	1.5%	251	7.5%
세전이익	140	201	300	113.7%	49.5%	273	10.0%	206	45.8%
순이익	95	156	256	170.2%	63.8%	197	29.8%	206	24.2%

자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

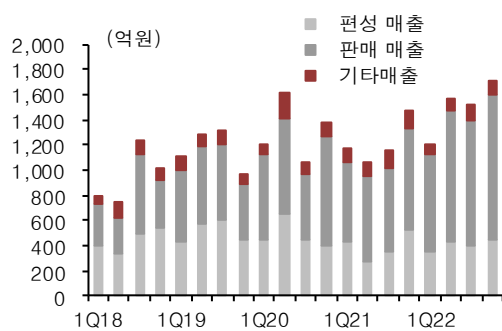
표 2 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,171	1,060	1,161	1,479	1,211	1,575	1,518	1,715	4,871	6,019	7,019
편성	438	282	362	532	354	438	402	456	1,613	1,650	1,912
판매	632	675	649	798	777	1,039	997	1,148	2,755	3,961	4,681
국내	155	107	118	99	95	94	159	159	479	507	720
해외	478	568	531	699	682	945	838	989	2,277	3,455	3,961
기타	101	103	150	149	80	98	119	111	503	408	427
영업이익	179	138	146	63	181	270	210	251	526	912	1,155
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	17.1%	13.8%	14.6%	10.8%	15.1%	16.5%
세전이익	211	140	185	-16	201	300	248	269	520	1,018	1,249
세전이익률	18.0%	13.3%	15.9%	-1.0%	16.6%	19.1%	16.4%	15.7%	10.7%	16.9%	17.8%
순이익	156	95	148	-8	156	256	179	193	390	785	899
순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.3%	11.8%	11.3%	8.0%	13.0%	12.8%

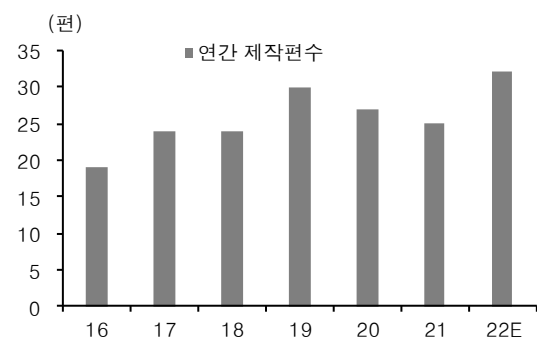
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



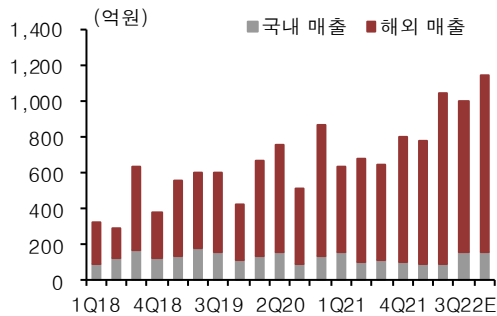
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 2 연간 제작편수 추이



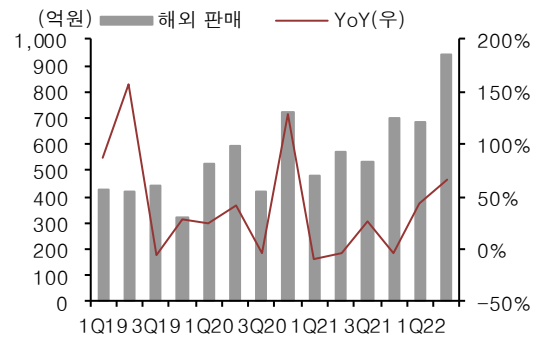
자료: 스튜디오드래곤, 홍국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 판매 매출 추이



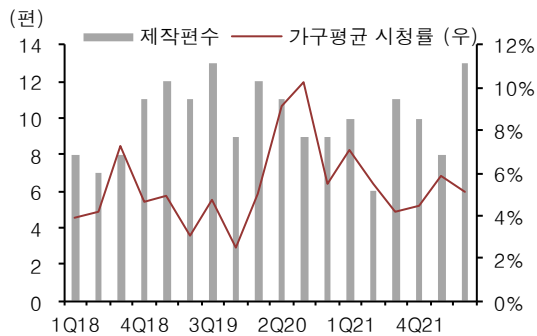
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 해외 콘텐츠 판매 성장을



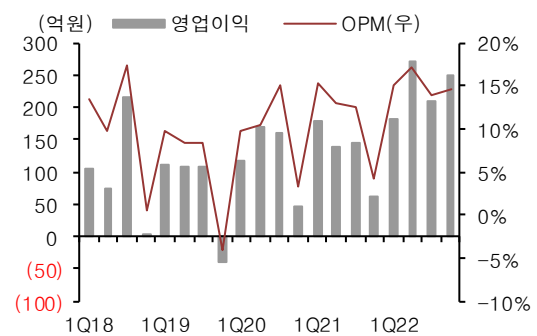
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 5 제작편수와 시청률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 6 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 3 스튜디오드래곤 3분기 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
환혼 Part 1	홍정은, 홍미란	박준화, 장양호	이재욱, 정소민	TVN, NETFILX
아다마스	최태강	박승우	지성, 서지혜	TVN, DISNEY+
조선 정선과 의사 유세풍	최민호	박원국, 강희주,	김민재, 김향기	TVN
개미가 타고 있어요	윤수민, 김연지, 이예림	최지영	한지은, 홍종현	TVING
유니콘	유병재	이병현, 김혜영	신하균, 원진아	COUPANG PLAY
빅 마우스	김하람	오충환	이종석, 임윤아	MBC, DISNEY+

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,257	4,871	6,019	7,019	8,001
증가율 (Y-Y, %)	12.2	(7.3)	23.6	16.6	14.0
영업이익	491	526	912	1,155	1,323
증가율 (Y-Y, %)	71.1	7.0	73.4	26.8	14.5
EBITDA	1,653	1,516	2,073	2,278	2,553
영업외손익	(76)	(6)	107	94	95
순이자수익	16	8	14	19	20
외화관련손익	(54)	63	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	415	520	1,018	1,249	1,418
당기순이익	296	390	785	899	1,021
지배기업당기순이익	296	390	785	899	1,021
증가율 (Y-Y, %)	12.1	31.8	101.0	14.6	13.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.4	8.7	8.7	10.1	18.0
영업이익증가율(3Yr)	14.2	9.6	47.0	33.0	36.0
EBITDA증가율(3Yr)	30.6	9.6	12.5	11.3	19.0
순이익증가율(3Yr)	7.5	2.9	43.7	44.8	37.8
영업이익률(%)	9.3	10.8	15.1	16.5	16.5
EBITDA마진(%)	31.4	31.1	34.4	32.5	31.9
순이익률 (%)	5.6	8.0	13.0	12.8	12.8
NOPLAT	350	395	702	832	953
(+) Dep	1,162	991	1,161	1,123	1,230
(-) 운전자본투자	491	(613)	956	137	128
(-) Capex	72	23	24	34	38
OpFCF	950	1,975	884	1,785	2,016

재무상태표

(단위: 억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,283	2,325	4,551	6,509	8,020
현금성자산	491	646	1,714	3,355	4,546
매출채권	1,067	1,236	1,811	2,087	2,363
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,290	6,515	6,854	6,908	7,465
투자자산	2,909	3,458	3,530	3,673	3,823
유형자산	76	77	68	65	66
무형자산	2,304	2,980	3,256	3,170	3,576
자산총계	7,573	8,840	11,404	13,417	15,485
유동부채	1,321	1,836	3,536	4,662	5,721
매입채무	568	777	1,064	1,226	1,388
유동성이자부채	24	40	1,537	2,482	3,350
비유동부채	158	165	245	233	220
비유동이자부채	82	71	58	37	17
부채총계	1,480	2,002	3,781	4,894	5,941
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,700	4,704	4,704	4,704	4,704
이익잉여금	1,229	1,617	2,402	3,301	4,323
자본조정	14	367	367	367	367
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,093	6,839	7,624	8,523	9,544
투하자본	3,908	3,895	5,204	5,293	5,874
순차입금	(385)	(535)	(120)	(836)	(1,179)
ROA	4.4	4.8	7.8	7.2	7.1
ROE	5.7	6.0	10.9	11.1	11.3
ROIC	9.8	10.1	15.4	15.8	17.1

주요투자지표

(단위: 억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	987	1,301	2,615	2,996	3,402
BPS	20,309	22,785	25,400	28,396	31,798
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	93.8	69.9	29.4	25.6	22.6
PBR	4.6	4.0	3.0	2.7	2.4
EV/ EBITDA	16.6	17.7	11.1	9.8	8.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	16.9	17.3	10.7	11.4	10.2
PSR	5.3	5.6	3.8	3.3	2.9
재무건전성 (%)					
부채비율	24.3	29.3	49.6	57.4	62.2
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	128.7	139.6	140.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.2	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	53.5	48.7	49.8	43.0	41.2
현금+투자자산(%)	46.5	51.3	50.2	57.0	58.8
자본구조					
차입금(%)	1.7	1.6	17.3	22.8	26.1
자기자본(%)	98.3	98.4	82.7	77.2	73.9

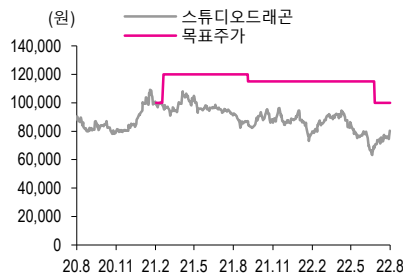
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위: 억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	52	(84)	389	1,893	2,131
당기순이익	296	390	785	899	1,021
자산상각비	1,162	991	1,161	1,123	1,230
운전자본증감	(1,441)	(1,549)	(1,744)	(137)	(128)
매출채권감소(증가)	(314)	22	(582)	(276)	(276)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	(115)	187	299	162	162
투자현금	(163)	265	(822)	(1,178)	(1,789)
단기투자자산감소	(487)	280	(62)	(1)	(1)
장기투자증권감소	1,357	0	(108)	(93)	(97)
설비투자	(72)	(23)	(24)	(34)	(38)
유무형자산감소	(12)	(3)	(600)	(1,000)	(1,600)
재무현금	0	(30)	1,469	925	848
차입금증가	(14)	(19)	1,472	925	848
자본증가	8	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(107)	155	1,039	1,640	1,190
총현금흐름(Gross CF)	1,646	1,576	2,157	2,030	2,259
(-) 운전자본증감(감소)	491	(613)	956	137	128
(-) 설비투자	72	23	24	34	38
(+) 자산매각	(12)	(3)	(600)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,072	2,163	578	860	492
(-) 기타투자	(1,357)	0	108	93	97
잉여현금	2,429	2,163	470	766	395

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
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	(25.8)	(16.2)
2022-06-29	Buy	100,000	(25.8)	(19.6)
2022-08-05	Buy	100,000		

투자의견(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 06월 30일 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