



스튜디오드래곤 (253450)

변곡점이 될 2022년

2022년 8월 8일

미디어 Analyst 최용현
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbf.com

목표주가 110,000원 신규 제시,
커버리지 개시

스튜디오드래곤의 투자이견 Buy와 목표주가 110,000원 (상승여력 43.2%)으로 커버리지를 개시한다. 향후 3년 (2021~2024E)간 영업이익 CAGR은 +43.7% (2021~2024E WMI500 CAGR +9.0%)를 기록할 것으로 전망한다. 목표주가는 DCF 방식 (현금흐름법)으로 산출되었으며, WACC 9.17%, 영구성장률 2.56%를 적용했다. 목표주가는 2022E 기준 Implied P/E 42.5배, P/B 4.42배, EV/EBITDA 16.4배 수준이다.

제작 편수 및 규모 확대로 매출 성장
리콥을 상승으로 수익성 개선

스튜디오드래곤의 투자포인트는 ① 제작 편수와 규모 확대로 매출 성장, ② 해외 제작을 통한 신규시장 개척, ③ 넷플릭스와의 계약 만료로 리콥을 상승 기대다. 2022년 예상 방영 편수는 33편 (TV 20편, OTT 13편)으로 전년 대비 8편 증가 예정이다. 스튜디오드래곤의 콘텐츠 제작 확대는 주요 OTT의 안정적 수요로 매출 성장으로 이어질 전망이다. 스튜디오드래곤은 4Q22부터 해외 현지 제작한 <The Big Door Prize> 방영에 나서며 시장을 확대할 계획이다. 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약 (2020~2022)이 올해를 끝으로 만료되는데 콘텐츠 수요가 많은 현재의 시장 상황과 스튜디오드래곤의 콘텐츠 경쟁력을 고려하면 높은 협상력으로 리콥을 조정 가능할 것이라고 판단된다.

2024년 매출액 3yr CAGR +25.1%

스튜디오드래곤의 2024년 매출액은 9,527억원 (3yr CAGR +25.1%), 영업이익 1,560억원 (3yr CAGR +43.7%, 영업이익률 16.4%)을 기록할 전망이다. 편성 매출액 2,128억원 (3yr CAGR +9.7%), 판매 6,626억원 (3yr CAGR +34.0%)에 기인한다. 스튜디오드래곤의 영업이익률은 콘텐츠 협상력 강화로 2021년 10.8%에서 2024년 16.4%로 5.6%p 증가를 예상한다.

리스크 요인: 캡티브 OTT 협상력

리스크 요인은 캡티브 OTT향 판매가격 하락 및 콘텐츠 제작 감소 가능성이다.

Buy 신규

목표주가 (원)	110,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	43.2
현재가 (8/4, 원)	76,800
Consensus target price (원)	111,231
시가총액 (조원)	2.3
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	487	675	733	953
영업이익 (십억원)	53	94	105	156
지배주주순이익 (십억원)	39	78	82	127
EPS (원)	1,301	2,588	2,716	4,233
증감률 (%)	24.6	98.9	4.9	55.9
P/E (x)	69.9	29.7	28.3	18.1
EV/EBITDA (x)	17.6	11.6	10.3	7.9
P/B (x)	4.0	3.1	2.8	2.4
ROE (%)	6.0	10.9	10.4	14.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

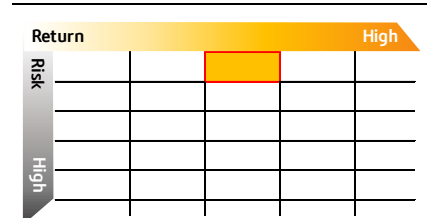
Trading Data

Free float (%)	45.1
거래대금 (3m, 십억원)	9.3
외국인 지분율 (%)	10.5
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.9
	네이버 6.3

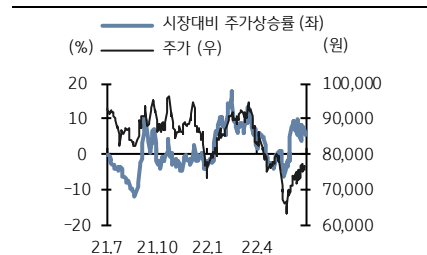
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	-10.0	-3.9	-16.9
시장대비 상대수익률	-5.1	-1.8	5.0	5.0

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	132,000원 (Implied P/E 51.0배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 2022년 제작 편수 30~35편 2) 하반기 The Big Door Prize 편성
Base-case Scenario (목표주가)	110,000원 (Implied P/E 42.5배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) 2022년 제작 편수 35편 초과 2) 하반기 The Big Door Prize 편성 및 흥행
Bear-case Scenario	88,000원 (Implied P/E 34.0배)		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 2022년 제작 편수 29편 이하 2) 2023년 The Big Door Prize 편성
현재주가	76,800원		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	-	-	675	733	-	-
영업이익	-	-	94	105	-	-
지배주주순이익	-	-	78	82	-	-

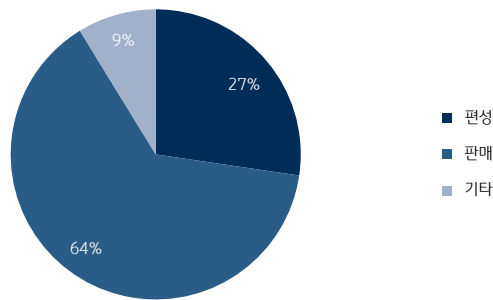
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	675	733	617	710	9.5	3.2
영업이익	94	105	85	103	9.8	2.2
지배주주순이익	78	82	67	80	15.6	2.0

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M. Fwd P/E	EPS 5yr CAGR	12M. Fwd P/B	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 5yr CAGR
스튜디오드래곤	2,305.1	41.8	(17.4)	3.36	15.4	31.3
콘텐츠트라이앙	720.9	N/A	N/A	3.62	25.1	19.9
넷플릭스	132,100.9	22.3	90.4	5.29	18.0	73.1
월트디즈니	260,169.2	45.4	(25.6)	2.14	23.8	(11.9)

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정
WACC 9.17%, 영구성장률 2.56% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
132,000원 ~ 88,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2022E Implied P/E 42.5배, P/B 4.42배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2022E	2023E
환율 1% 상승 시	+2.5	+1.1
금리 1%p 상승 시	-0.2	0.1

I. 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 Buy,
목표주가 110,000원으로
커버리지 개시

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식 (현금흐름법)으로 산출되었으며, WACC 9.17% (COE 9.37%, COD 3.86%, 조정 Beta 0.99), 영구성장률 2.56%를 적용했다. 목표주가는 2022E 기준 Implied P/E 42.5배, P/B 4.42배, EV/EBITDA 16.4배 수준이며, 8월 4일 종가 기준 상승여력은 43.2%다. 스튜디오드래곤은 OTT의 콘텐츠 수요 증가와 글로벌 현지 제작에 따른 매출액 확대 및 OTT와의 협상력 강화를 기반으로 한 마진 개선이 전망됨에 따라 향후 3년 (2021~2024E)간 영업이익 CAGR은 +43.7%를 기록할 것으로 전망한다. 같은 기간 (2021~2024E) WMI500 CAGR +9.0%를 크게 상회하는 수준이다.

표 20. 스튜디오드래곤 DCF Valuation

(십억원, %, 천주, 원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminal
Adj. Free cashflow			-15.1	84.4	121.8	173.5	266.1	4,127.7
잉여현금흐름 (FCF)	(11.0)	(109.7)	52.4	107.3	132.1	203.0	311.1	
% of 매출액	-2.3%	-16.2%	7.1%	11.3%	10.2%	11.4%	12.7%	
NOPLAT	39.6	74.2	81.3	119.1	177.5	261.1	383.8	
영업이익	52.6	93.7	105.0	156.0	229.7	339.8	498.5	
법인세비용	13.0	19.5	23.7	36.9	52.1	78.8	114.8	
감가상각비	99.1	112.4	124.3	131.1	138.0	145.5	153.4	
(-)운전자본 증감	(154.9)	(296.0)	(146.4)	(144.3)	(188.1)	(212.0)	(239.8)	
(-)유형자산투자	(1.8)	(4.6)	(6.0)	(5.0)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	
(-)무형자산투자	(0.8)	(0.6)	(1.0)	(1.5)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	
기타	7.9	4.9	0.2	7.9	10.7	14.5	19.8	
WACC		9.17	WACC 9.17% (무위험수익률 2.28%, 시장위험 프리미엄 7.16%)					
영구성장률		2.6	최근 1년 평균 국고채 30년 수익률					
할인계수			1.00	0.92	0.84	0.77	0.70	0.70
Discounted Free Cashflow			(15.1)	77.3	102.2	133.3	187.3	2,905.9
Total PV of FCFF		485.0						
PV of Terminal Value		2,905.9						
현금흐름 합산		3,391.0						
(-) 순차입금		85.8			2022E			
(+) 비연결 관계기업투자		4.0			2022E			
(-) 비지배주주지분		0.0			2022E			
적정 기업가치		3,309.1						
총 주식수		30,014						
목표주가		110,000						
현재주가		76,800			22/8/4 종가			
Upside		43.2						

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 21. WACC 산출내역

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a + b x c	9.37	
Risk free rate (a)	2.28	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.99	Adj. Beta
Risk premium (c = d - e)	7.16	
Market (d)	10.61	2001년~2021년 WMI500 연평균 total return
Risk free rate (e)	3.45	2001년~2021년 통안채 1년물 연평균 total return
COD (B)	3.86	채권 발행 YTD 가중평균
적정주주가치	3,302	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	122	차입금
주식가치 가중치 (f)	0.96	
차입금 가중치 (g)	0.04	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	9.17	

자료: KB증권 추정

표 22. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(% , 원)		Terminal Growth (%)								
		1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4
WACC (%)	8.57	109,019	112,096	115,365	118,845	122,556	126,522	130,771	135,335	140,248
	8.77	105,532	108,417	111,477	114,728	118,188	121,879	125,823	130,049	134,587
	8.97	102,239	104,950	107,819	110,862	114,095	117,537	121,207	125,130	129,332
	9.17	99,126	101,676	104,372	107,226	110,252	113,467	116,890	120,540	124,441
	9.37	96,179	98,582	101,118	103,798	106,636	109,646	112,844	116,248	119,878
	9.57	93,384	95,651	98,041	100,563	103,229	106,051	109,045	112,225	115,610
	9.77	90,730	92,872	95,127	97,504	100,012	102,663	105,471	108,448	111,611

자료: KB증권 추정

표 23. 스튜디오드래곤 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/S	5.1x	6.8x	4.8x	5.0x	5.6x	3.4x	3.1x
매출액	287	380	469	526	487	675	733
YoY %	85.7	32.4	23.5	12.2	(7.3)	38.6	8.5
EV / EBITDA	22.1x	21.1x	14.9x	16.2x	17.6x	11.6x	10.3x
EBITDA	74	115	146	165	152	206	229
YoY %	91.4	55.1	26.4	13.6	(8.3)	36.0	11.2
P/E	61.9x	72.3x	85.9x	88.7x	69.9x	29.7x	28.3x
EPS	1,050	1,278	941	1,044	1,301	2,588	2,716
YoY %	84.5	21.7	(26.3)	10.9	24.6	98.9	5.0
P/B	4.95x	6.46x	5.31x	4.56x	3.99x	3.09x	2.78x
BVPS	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785	24,894	27,610
YoY %	112.8	8.9	6.5	33.2	12.2	9.3	10.9
기준주가	65,000	92,400	80,900	92,600	91,000	76,800	76,800
기준주식수	22,711	28,038	28,068	28,369	30,008	30,014	30,014
기준시가총액	1,822	2,592	2,273	2,778	2,731	2,305	2,305

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 47. 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 48. 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

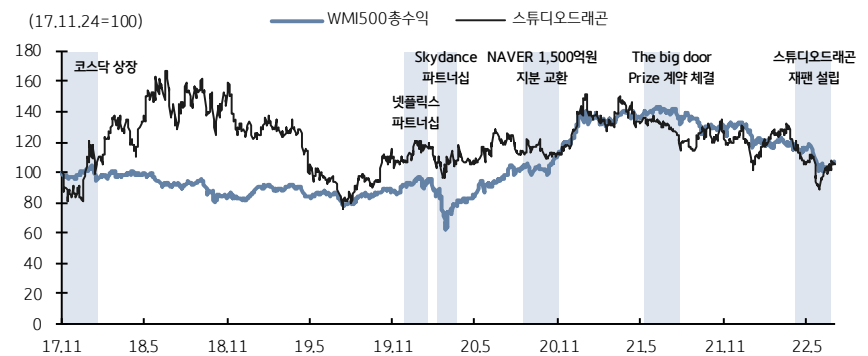
II. 주가 분석

콘텐츠 제작 소식에 따라 주가 등락

스튜디오드래곤의 주가는 콘텐츠 제작과 관련된 공급 소식과 기업 실적 등에 따라 등락한다. 상장 (2017년 11월 24일) 후 현재 (2022년 7월 29일)까지의 스튜디오드래곤 Total Return (누적 수익률)은 7.0%로 WMI500의 Total Return (+9.0%)을 소폭 하회했다. 스튜디오드래곤은 공모가 산정 당시 고평가 (EV/EBITDA 2016년 18.2x, 2017년 15.3x) 받으며 상장했지만 매출 성장이나 수익성 개선 속도가 느려 8월 4일 현재 주가 (76,800원)는 상장일 증가(71,800원)를 소폭 상회한 수준이다. 콘텐츠 관련주 주가는 코로나 당시 콘텐츠 이용시간이 증가하면서 전반적으로 급등하였다. 스튜디오드래곤의 단기적인 주가 흐름은 주요 대작 출시, 제작 콘텐츠가 OTT 내 순위권에 드는 경우 높은 변동성을 보였다.

스튜디오드래곤의 주가는 상장 후 7.0% 상승하며 같은 기간 WMI 500 Total return +9.0% 대비 소폭 하회

그림 49. 주가 추이



자료: Quantiwise, KB증권

III. 기업 개요

2016년 CJ ENM 드라마 사업본부 물적분할로 설립

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업본부 물적분할로 설립되었으며, 2017년 11월 코스닥에 상장되었다. 스튜디오드래곤은 드라마 콘텐츠를 기획 및 제작하여 방송국과 OTT, 기타 해외 미디어 시장에 공급한다. TV 매체 공급의 경우 CJ ENM의 보유 채널 tvN과 OCN에 주로 드라마를 공급하고 있으며 2021년 기준 CJ ENM으로의 매출액은 전체 매출의 33.99%다.

주요 제품은 드라마 콘텐츠

스튜디오드래곤의 매출액은 드라마 콘텐츠를 통해 발생한다. 2021년 연간 기준 매출 비중은 드라마를 제작하고 방송사에 편성하여 발생하는 편성매출 33.11%, 드라마의 국내외 유통 관련 판매 매출 56.57%, 드라마 협찬 관련 간접광고, DVD, OST 등의 기타 매출 10.32%로 구성된다. TV 드라마 슬롯 감소로 편성 매출 비중은 감소 (19년 44% → 21년 33%)하는 반면 OTT 콘텐츠 수요 확대로 판매 매출은 증가 (19년 46.8% → 21년 56.6%) 하고 있다. 편성 매출은 100% 내수 시장에서 발생하고, 판매 매출은 65%가 해외에서 창출된다.

최대주주는 CJ ENM

스튜디오드래곤의 최대주주는 CJ ENM (지분율 54.46%)이며, NAVER는 주식교환을 통해 6.25%의 지분을 보유하고 있다. 주요 종속회사로는 방송 제작사인 화앤담픽처스 (지분율 100%), 문화창고 (지분율 100%) 가 있다.

표 24. 주요 주주현황

주주명	보유주식수	지분율(%)
CJ ENM	16,345,182	54.46%
NAVER	1,877,345	6.25%
우리사주	4,287	0.01%
기타	11,787,371	39.27%
합계	30,014,185	100%

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

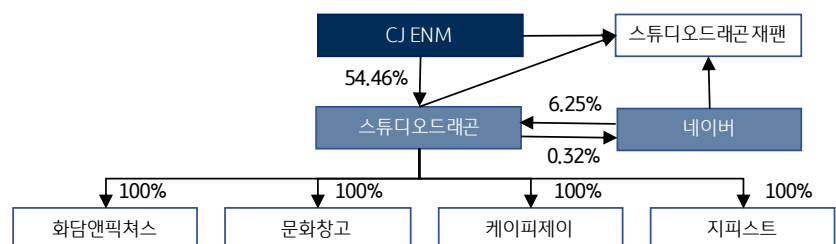
주: 2022년 1분기 기준

표 25. 주요 연혁

시기	내용
2016.05	스튜디오드래곤 설립
2017.11	코스닥 상장
2019.04	(주)지티스트 인수
2019.12	(주)메리카우 지분 일부 인수
2020.02	美 할리우드 제작사 'Skydance'와 전략적 파트너십 체결
2020.04	스카이댄스와 <호텔 델루나> 공동기획-제작 계약 체결
2021.06	스카이댄스, 애플TV 플러스 <The big door prize> 공동기획-제작 계약 체결

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 50. 스튜디오드래곤 및 관계사들의 지배구조도 (2022년 1분기 기준)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

IV. 투자 포인트

매출과 수익성 모두 개선

스튜디오드래곤은 제작 편수 증가 및 제작 규모 확대에 매출 성장을 전망한다. 수익성 측면에서도 동시방영 증가와 OTT 계약만으로 따른 리콥을 조정으로 개선을 예상한다.

① 제작 편수 증가 및 제작 규모 확대에 매출 성장

매출액 CAGR (2021~2024E) +25.1%

스튜디오드래곤은 콘텐츠 제작 편수와 제작 규모 확대에 향후 3년 (2021~2024E)간 매출액 성장률 (CAGR)은 +25.1%를 전망한다. 글로벌 OTT 향 판매 매출의 증가로 판매 매출이 높은 성장률에 기여할 것으로 예상된다. 1Q22 기준 건설중인 자산은 2,213억원으로 전년 대비 +32.9% YoY를 기록하며 콘텐츠 제작은 증가 중이다 (2Q22 2,200억원 추정).

2022년 방영 편수는 8편 증가한 33편

스튜디오드래곤의 방영 편수는 OTT 수요가 증가하면서 계속 늘어날 전망이다. TV 매체 향 방영은 안정적으로 제공 (연간 20편) 되고 OTT 향 방영이 증가하고 있다. 스튜디오드래곤의 2022년 예상 방영 편수는 33편 (TV 20편, OTT 13편)이다. 최근 3년간 코로나19 이슈로 제작이 지연되면서 방영편수 (2019년 28편, 2020년 27편, 2021년 25편)가 감소하는 모습이 보였으나 코로나19가 완화되고 제작이 정상화되며 방영편수는 늘어났다.

스튜디오드래곤은 해외 자본 유입과 시즌제 작품 확대, 해외 제작으로 외형 성장이 기대된다.

해외 OTT의 국내 투자가 증가하면서 국내 콘텐츠 제작 규모 확대

스튜디오드래곤은 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 해외 OTT의 콘텐츠 투자가 늘어나고 있다. 글로벌 OTT의 콘텐츠 제작 규모는 국내보다 커 국내 콘텐츠의 전반적인 가격도 상승 중이다. 스튜디오드래곤이 글로벌 OTT에게 제작비를 조달받아 제작한 주요 작품으로는 오리지널 작품 ‘스위트홈’ (제작비 300억원 추정), 동시방영 작품 ‘빈센조’ (제작비 200억원 추정) 가 있다. 또한 해외 OTT (디즈니플러스, 애플티비, 파라마운트플러스)가 추가로 국내에 진출하면서 해외 자본 유입이 기대되어 스튜디오드래곤의 제작 규모는 지속 상승할 것으로 판단된다.

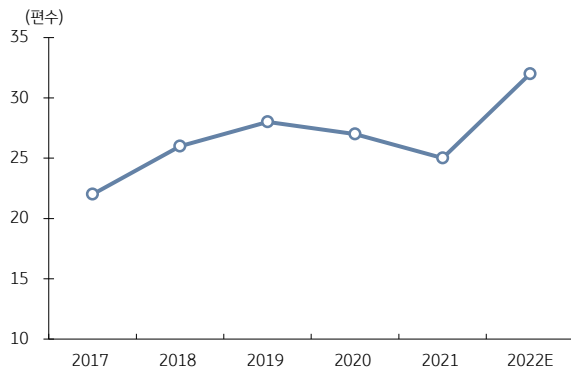
시즌제 작품은 시즌을 거듭할수록 콘텐츠 제작사에게 유리한 계약 구조

스튜디오드래곤은 시즌제 작품을 늘리며 드라마 IP를 활용하고, 매출 규모를 확대할 전망이다. 200여개가 넘는 라이브러리를 보유하고 있는 스튜디오드래곤은 <스위트홈>, <아스달 연대기>등의 작품을 시즌제로 준비 중이다. 시즌제 작품은 콘텐츠 제작사의 콘텐츠 IP 가치를 인정받기 때문에 시즌을 거듭할수록 제작 규모가 커지고 리콥율도 개선된다. OTT는 시즌제 작품으로 구독자의 락인을 강화할 수 있어 시즌을 거듭할수록 기존 작품보다 더 많은 투자를 집행한다.

해외 현지 제작으로 신규 시장 개척

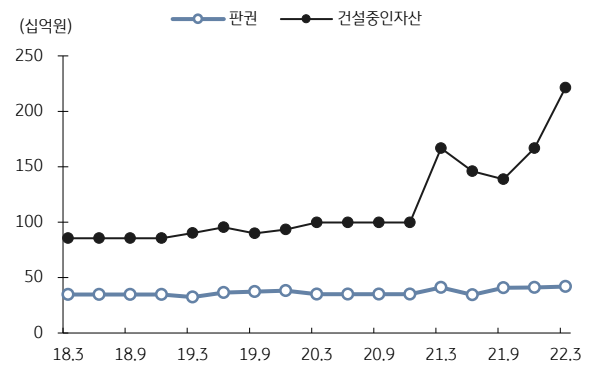
해외 현지 제작은 새로운 성장 동력으로 작용할 전망이다. 미국의 콘텐츠 제작비 (1시간 시리즈물 기준 회당 100억원)는 국내 (회당 10억원)보다 평균 10배 정도 높아 해외 현지 제작의 확대는 매출액 성장으로 이어질 것으로 기대된다. 스튜디오드래곤은 미국 제작사 스카이댄스와 전략적 파트너십을 체결하여 스카이댄스와 함께 ‘호텔 델루나’와 ‘사랑의 불시착’ 리메이크, 시리즈 오더 ‘The Big Door Prize’를 준비 중이다. 또한 유니버설인터내셔널 스튜디오와 ‘설계자들’ 공동 제작도 발표된 상태이다. 특히 4분기 방영 예정인 애플TV 오리지널 콘텐츠 ‘The Big Door Prize’는 10부작 / 제작비 500억원 (회당 50억원, 스카이댄스와 50:50 분담)으로 예상되어 매출액 성장에 기여할 전망이다.

그림 51. 스튜디오드래곤의 연간 제작 편수 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 52. 스튜디오드래곤의 건설중인 자산 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

표 26. 드라마 파이프라인

편성	타이틀	부작	주연	첫방송
tvN	불가살	16부	이진욱, 권나라	2021-12-18
tvN	고스트닥터	16부	정지훈, 유이	2022-01-03
tvN	스물다섯, 스물하나	16부	김태리, 남주혁	2022-02-12
tvN	군검사 도베르만	16부	안보현, 조보아	2022-02-28
tvN	우리들의 블루스	20부	이병헌, 차승원, 김우빈	2022-04-09
tvN	별뿔별	16부	이성경, 김영대, 윤종훈	2022-04-22
tvN	살인자의 쇼핑목록	8부	이광수, 김설현	2022-04-27
tvN	드라마 스테이지	12부	-	2022-05-02
tvN	이브	16부	서예지, 이상엽	2022-06-12
tvN	링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	16부	여진구, 문가영	2022-06-06
tvN	환혼 Part1	20부	이재욱, 정소민	2022-06-18
tvN	아다마스	16부	지성, 서지혜	2022-07-27
tvN	조선정신과의사 유세풍	12부	김민재, 김향기	2022-08-01
OCN	우월한 하루	8부	진구, 하도권	2022-03-13
그 외	배드앤크레이지 (iQIYI + tvN)	12부	이동욱, 위하준	2021-12-17
그 외	돼지의 왕 (티빙)	12부	김동욱, 김성규	2022-03-18
그 외	괴이 (티빙)	6부	구교환, 신현빈	2022-04-29
그 외	유미의 세포들 S2 (티빙)	14부	김고은, 박진영	2022-06-10
그 외	빅마우스 (MBC)	16부	이종석, 임윤아	2022-07-29

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

② 마진 개선

영업이익률 개선 전망

2021년 10.8% → 2024E 16.4%

스튜디오드래곤의 수익성은 콘텐츠 동시 방영과, OTT 매체와 계약한 리쿠플을 조정으로 높아질 전망이다. 스튜디오드래곤의 영업이익률은 콘텐츠 협상력 강화를 바탕으로 2021년 10.8%에서 2024년 16.4%로 5.6%p 증가가 예상된다.

동시 방영 증가로 리쿠플을 확대 기대

스튜디오드래곤은 동시 방영 작품을 확대하여 리쿠플 (제작비회수율)을 높일 전망이다. 콘텐츠 제작비는 고정비 성격을 가지므로 콘텐츠를 많은 매체에 공급할수록 스튜디오드래곤의 수익성이 개선된다. 특히 동시 방영 작품은 리쿠플 120% 이상을 (TV 50~60% / OTT 40%+α / 기타 협찬 10~20%) 기대할 수 있어, 콘텐츠의 매출총이익률을 높일 수 있다.

신규 OTT와의 거래로 동시 방영 증가 예상

스튜디오드래곤은 TV와 OTT의 동시방영으로 편성매출과 판매매출을 함께 올리고 리쿠플을 극대화할 전망이다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스에 동시 방영 콘텐츠를 연간 6편 제공하고 있다. 2022년부터는 디즈니플러스에도 동시 방영 콘텐츠를 제공하여 넷플릭스/디즈니 향으로만 10편 이상의 동시 방영 콘텐츠가 공급될 것으로 예상된다.

2022년 넷플릭스와 기존 계약 만료로 유리한 조건의 재계약 기대

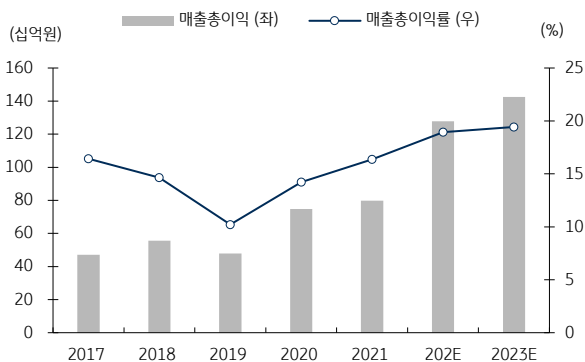
스튜디오드래곤은 넷플릭스와 맺은 장기계약이 만료 (2022년 말 종료)되어 리쿠플 조정 가능성이 높다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스와 2020년 3년간 장기계약을 맺고, 오리지널 콘텐츠 및 동시방영을 넷플릭스에 제공하며 글로벌 레퍼런스를 구축했다. 스튜디오드래곤은 2022년 말 넷플릭스와의 계약이 끝나고, 이후 재계약을 체결할 것으로 추정된다. 콘텐츠 수요가 많은 현재의 시장상황과 스튜디오드래곤의 콘텐츠 경쟁력을 고려하면 스튜디오드래곤은 유리한 협상력으로 리쿠플 상승이 가능할 것으로 판단된다.

표 27. 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙 넷플릭스 계약

	스튜디오드래곤	콘텐츠리중앙
계약대상	넷플릭스	넷플릭스
계약기간	2020년 1월 1일부터 3년	2020년 5월부터 3년
계약내용	3년간 21편 이상 콘텐츠 제작 및 방영권 판매	3년간 동시방영 약 20여 편의 드라마, 오리지널 드라마 연평균 2~3편 공급

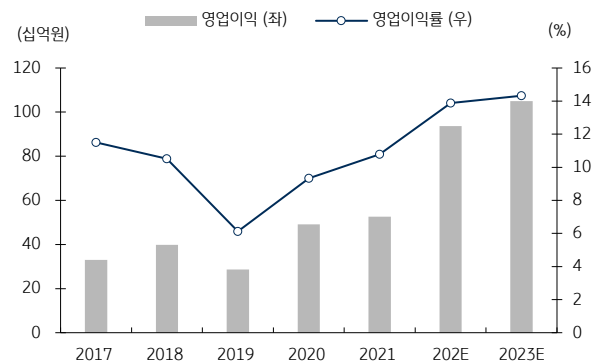
자료: 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙, KB증권

그림 53. 스튜디오드래곤의 매출총이익률



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 54. 스튜디오드래곤의 영업이익률



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

V. 실적전망

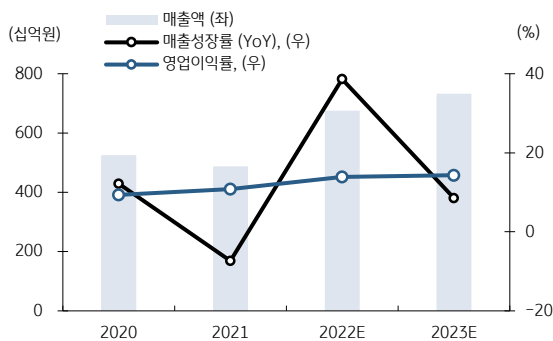
2022년 매출액 6,753억원 (+38.6%) 역대 최대 매출 기대

스튜디오드래곤의 2022년 매출액은 6,753억원 (+38.6% YoY), 영업이익은 937억원 (+78.3% YoY, 영업이익률 13.9%)으로 추정된다. 올해 방영을 예정하는 작품 수는 33편 (+8편 YoY / TV 20편, OTT 13편)이다. 하반기부터 다수의 방영 (주요 OTT형 동시방영 작품과 오리지널 작품)이 예상되어 실적 성장세가 가파를 전망이다. 올해 가장 높은 제작비 (400억원)를 투입한 '환혼'은 6월 18일부터 넷플릭스 동시방영되면서 2분기와 3분기 실적에 반영될 전망이다. 4Q에는 해외 제작으로 이루어진 'The Big Door Prize'가 방영될 예정으로, 제작비는 500억원 (회당 50억원, 스카이드스 50:50 분담)으로 추정한다. 첫 해외 현지제작이므로 수익 기여도는 낮을 것으로 판단된다.

2021~2024년 매출액 3yr CAGR +25.1%

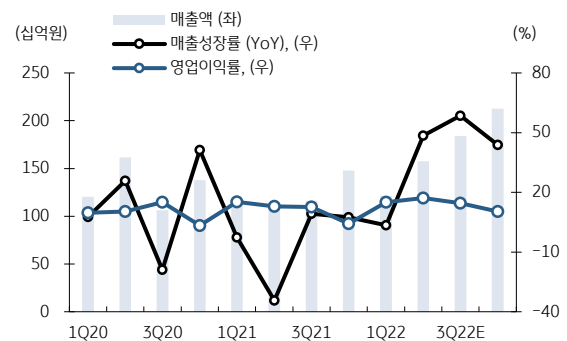
스튜디오드래곤의 2024년 매출액은 9,527억원 (3yr CAGR +25.1%), 영업이익 1,560억원 (3yr CAGR +43.7%, 영업이익률 16.4%)을 기록할 전망이다. 매출액 성장은 편성 매출액 2,128억원 (3yr CAGR +9.7%), 판매 6,626억원 (3yr CAGR +34.0%)에 기인한다. 스튜디오드래곤의 영업이익률은 콘텐츠 협상력 강화로 2021년 10.8%에서 2024년 16.4%로 5.6%p 증가를 예상한다.

그림 55. 연간 실적 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 56. 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 28. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	184.0	212.7	525.7	487.1	675.3	732.9
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	56.8	46.1	197.0	161.3	182.1	200.3
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	103.8	153.7	279.7	275.5	439.1	473.1
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	23.5	12.9	49.0	50.3	54.1	59.5
YoY %	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	48.5	58.5	43.8	12.2	-7.3	38.6	8.5
편성	-3.2	-56.9	-20.8	30.7	-19.1	55.4	56.9	-13.3	-5.6	-18.1	12.9	10.0
판매	-5.5	-10.8	27.7	-7.5	23.0	53.8	59.8	92.5	27.6	-1.5	59.4	7.7
기타	24.0	-49.5	54.0	38.5	-21.5	-5.1	56.9	-13.3	20.3	2.6	7.6	10.0
QoQ %	-15.0	-9.5	9.5	27.4	-18.1	30.0	16.9	15.6				
편성	7.5	-35.6	28.4	46.9	-33.4	23.7	29.7	-18.8				
판매	-26.7	6.9	-3.9	22.9	-2.6	33.7	-0.1	48.1				
기타	-5.8	1.6	45.3	-0.4	-46.6	22.8	140.2	-45.0				
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	26.7	21.9	49.1	52.6	93.7	105.0
(YoY %)	53.6	-18.2	-9.0	37.6	1.4	95.7	83.5	244.9	71.1	7.0	78.3	12.0
(QoQ %)	287.6	-22.8	5.6	-56.5	185.4	49.1	-0.9	-18.2				
영업이익률 (%)	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	14.5	10.3	9.3	10.8	13.9	14.3
지배주주순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	21.6	14.9	29.6	39.0	77.7	81.5
(YoY %)	82.2	-29.1	39.6	적지	0.4	170.2	46.0	흑전	12.1	31.8	98.9	5.0
(QoQ %)	흑전	-39.2	56.4	적전	흑전	63.8	-15.5	-31.3				
순이익률 (%)	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	16.2	11.7	7.0	5.6	8.0	11.5	11.1

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

VI. 리스크 요인

1. 캡티브 OTT 판매로 단가 하락 우려

스튜디오드래곤은 계열사 OTT 티빙의 오리지널 작품 제작 시 판매 단가 하락 우려가 제기된다. 2021년 기준 스튜디오드래곤의 티빙 향 매출은 10% 수준이다.

2. CJ ENM 신설 법인 구축에 따른 캡티브 물량 감소

스튜디오드래곤은 CJ ENM 스튜디오스 신설에 따른 캡티브 비중 감소 우려가 존재한다. CJ ENM 스튜디오스는 OTT 타깃의 멀티 장르 콘텐츠를 제작한다. CJ ENM 스튜디오스의 사업 분야는 'OTT 플랫폼 중심의 스크립트 및 논스크립트 콘텐츠 제작'과 '웹툰 및 웹소설 포함 원천 IP 개발 및 콘텐츠 컨버전스'다. CJ ENM은 멀티스튜디오 체제를 구축하기 위해 2022년 3월 24일 CJ ENM 스튜디오스를 현금 출자 (700억원)로 설립했다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
매출액	526	487	675	733	953
매출원가	451	407	547	590	749
매출총이익	75	80	128	142	204
판매비와관리비	26	27	34	37	48
영업이익	49	53	94	105	156
EBITDA	165	152	206	229	287
영업외손익	-8	-1	3	0	8
이자수익	2	1	1	2	2
이자비용	1	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-9	-1	3	0	8
세전이익	42	52	97	105	164
법인세비용	12	13	20	24	37
당기순이익	30	39	78	82	127
지배주주순이익	30	39	78	82	127
수정순이익	30	39	78	82	127

성장성 및 수익성 비율 (%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 성장률	12.2	-7.4	38.6	8.5	30.0
영업이익 성장률	71.2	7.0	78.3	12.0	48.6
EBITDA 성장률	13.6	-8.3	36.0	11.2	25.2
지배기업순이익 성장률	12.1	31.8	98.9	5.0	55.8
매출총이익률	14.2	16.4	18.9	19.4	21.4
영업이익률	9.3	10.8	13.9	14.3	16.4
EBITDA이익률	31.5	31.1	30.5	31.3	30.1
세전이익률	7.9	10.7	14.4	14.4	17.2
지배기업순이익률	5.6	8.0	11.5	11.1	13.3

현금흐름표 (십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5	-8	-104	59	114
당기순이익	30	39	78	82	127
유무형자산상각비	116	99	112	124	131
기타비현금손익 조정	19	20	19	24	37
운전자본증감	-144	-155	-296	-146	-144
매출채권감소 (증가)	-31	2	-66	-17	-33
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	-11	19	-3	1	3
기타운전자본증감	-101	-176	-227	-131	-114
기타영업현금흐름	-15	-11	-17	-24	-37
투자활동 현금흐름	-16	27	-23	-22	-19
유형자산투자감소 (증가)	-7	-2	-5	-6	-5
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-1	-1	-2
투자자산감소 (증가)	-9	28	-10	0	-8
기타투자현금흐름	1	1	-8	-15	-5
재무활동 현금흐름	0	-3	88	9	44
금융부채 증감	-1	-2	110	16	39
자본의 증감	1	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	1	-1	-22	-7	6
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-11	16	-39	46	139
기말현금	49	65	26	72	211
잉여현금흐름 (FCF)	-3	-11	-110	52	107
순현금흐름	-16	-30	-149	30	104
순현금 (순차입금)	93	63	-86	-55	49

자료: 스튜디오투레콘, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
자산총계	757	884	1,068	1,189	1,421
유동자산	228	233	320	386	591
현금 및 현금성자산	49	65	26	72	211
단기금융자산	52	5	11	11	14
매출채권	107	124	189	206	238
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	21	39	94	98	128
비유동자산	529	652	748	802	830
투자자산	180	241	248	255	263
유형자산	8	8	9	9	9
무형자산	230	298	364	395	413
기타비유동자산	111	105	127	143	144
부채총계	148	200	321	360	465
유동부채	132	184	294	331	430
매입채무	6	17	8	9	11
단기금융부채	0	0	114	128	167
기타유동부채	126	167	172	194	252
비유동부채	16	17	27	29	35
장기금융부채	8	7	8	10	10
기타비유동부채	8	9	19	19	25
자본총계	609	684	747	829	956
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	2	37	23	23	23
이익잉여금	123	162	239	321	448
지배자본 계	609	684	747	829	956
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	88.7	69.9	29.7	28.3	18.1
P/B	4.6	4.0	3.1	2.8	2.4
P/S	5.0	5.6	3.4	3.1	2.4
EV/EBITDA	16.2	17.6	11.6	10.3	7.9
EV/EBIT	54.7	50.8	25.5	22.5	14.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,044	1,301	2,588	2,716	4,233
BVPS	20,309	22,785	24,894	27,610	31,843
SPS (주당매출액)	18,532	16,233	22,499	24,418	31,743
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	5.7	6.0	10.9	10.4	14.2
ROA	4.4	4.8	8.0	7.2	9.7
ROIC	5.7	6.1	10.0	9.0	12.2
안정성지표					
부채비율	24.3	29.3	43.0	43.4	48.7
순차입비율	순현금	순현금	11.5	6.7	순현금
유동비율	1.7	1.3	1.1	1.2	1.4
이자보상배율 (배)	84.8	67.6	169.0	84.7	125.8
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.5	4.2	4.3	3.7	4.3
매입채무회전율	43.2	42.6	54.5	88.0	93.9
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0