



스튜디오드래곤

| Bloomberg Code (253450 KS) | Reuters Code (253450.KQ)

[미디어/광고]

지인해 수석연구원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

신규 수익모델 개척자



매수
(유지)



현재주가 (9월 5일)
74,300 원



목표주가
100,000 원 (유지)



상승여력
34.6%

- ◆ 4Q22 신규 수익모델 개화
- ◆ 넷플릭스 재계약과 맞물린 OTT 시즌제
- ◆ 기존 투자의견 유지



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com



신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	100,000 원 (유지)
상승여력	34.6%

KOSPI	2,403.68p
KOSDAQ	771.43p
시가총액	2,230.1 십억원
액면가	500 원
발행주식수	30.0 백만주
유동주식수	13.5 백만주 (45.1%)
52 주 최고가/최저가	96,400 원/63,200 원
일평균 거래량 (60 일)	119,283 주
일평균 거래액 (60 일)	8,829 백만원
외국인 지분율	11.15%
주요주주	
CJENM 외 3 인	54.87%
네이버	6.25%
절대수익률	
3 개월	-7.1%
6 개월	-15.7%
12 개월	-14.2%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	7.3%
6 개월	-1.5%
12 개월	17.2%

주가차트



4Q22 신규 수익모델 개화

동사의 Peak out 논란이 생각보다 거세다. 2Q22 디즈니+향 구작 일괄 판매로 OPM 17%를 기록한 이후부터다. 그러나 아직은 너무 이르다.

동사는 한국 드라마 산업의 수익모델을 개척해 온 대장주다. OTT 오리지널, 시즌제, OTT 투자 유치, IP 레버리지 등인데, 4Q22 또 다른 신규 수익모델 개화를 앞두고 있다. 가장 큰 스케일을 자랑하는 미국 드라마를 직접 제작해, 인센티브(RS)+IP 쉐어까지 구축하는 모델이다.

첫 콘텐츠 결과물은 연내 애플TV+ 오리지널로 딜리버되는 <The Big Door Prize>다. Skydance와 공동 제작한 순수 미국 드라마다. 30분 영상 x 10개 에피소드로 총 제작비는 약 500억원이다. 에피소드당 60분으로 계산하면 회당 100억원이 투입된 셈이다. 할리우드 스케일이다.

수익모델은 제작비 + 15~20%를 리쿱받는 (2) 글로벌 OTT의 외주제작 모델과 유사하다. 그러나 질적으로 더 좋아진 것은 1) 스케일이 크다는 점, 2) 기획 초기 단계 때부터 시즌제를 염두해 개발된만큼 동사도 IP를 일부 보유해 3) 향후 RS도 충분히 가능하다는 점이다.

넷플릭스 재계약과 맞물린 OTT 시즌제

동사가 개발한 넷플릭스 오리지널 <스위트홈2>도 촬영이 한창이다. <스위트홈>은 19년 말 그때까지만 해도 어려웠던 넷플릭스 미국 상위권에 진입했던 작품이다. 촬영 시점 또한 동사와 넷플릭스의 재계약 시즌과 맞물렸기에 시즌1 리쿱비율 15%보다는 훨씬 더 유리하게 계약이 성사됐을 것으로 보인다. 이미 시즌2, 3까지 확정됐다. <소년심판 2>도 곧 제작을 시작한다. 두 작품 모두 내년 하반기 방영이 목표다.

이제는 텐트폴도 오리지널로 개발된다. 작가 김은숙, 배우 송혜교, PD 안길호가 함께한 <더 글로리>다. 어느 것보다 IP를 지키고 싶었을 작품을 오리지널로 개발하는 데에는 '만족스러운 리쿱비율', 딱 한가지 합리적인 이유밖에는 없어 보인다. (2) BM 수익성의 상향조정이다.

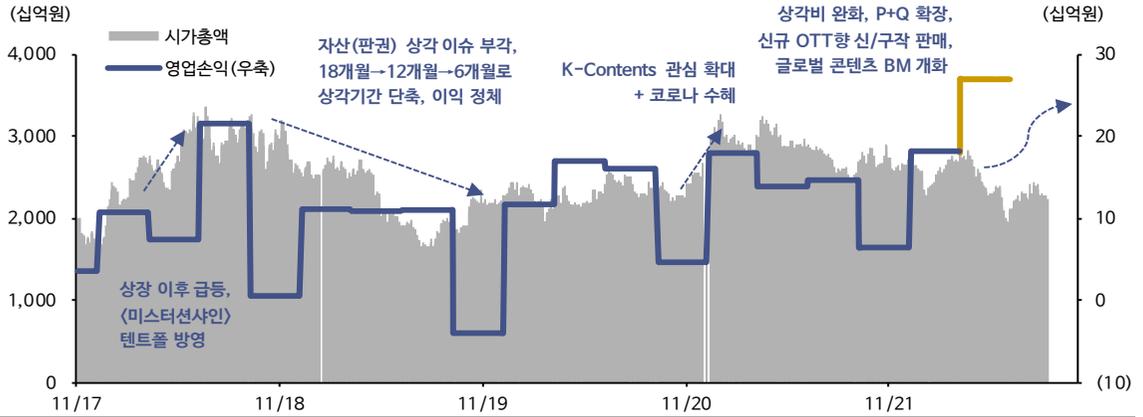
기존 투자의견 유지

올해 최대 제작편수(Q)에도 캡티브 캐파 정체에 따른 거버넌스 이슈는 아직도 존재한다. 그러나, 뛰어난 제작/기획력을 바탕으로 비캡티브에서 적극적인 수익성 향상, 신규 수익모델 개척 등을 이끌고 있는 대장주임에는 틀림 없다. 동사에 대한 기존 투자의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	525.7	49.1	41.5	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	16.3	4.6	5.7	(14.8)
2021	487.1	52.6	52.0	39.0	1,301	24.6	22,785	69.9	17.6	4.0	6.0	(8.6)
2022F	671.1	87.9	92.5	70.1	2,335	79.4	25,120	31.8	11.0	3.0	9.7	(15.6)
2023F	793.3	94.0	96.9	73.5	2,448	4.8	27,568	30.4	11.2	2.7	9.3	(19.1)
2024F	863.3	112.6	116.2	88.1	2,936	19.9	30,504	25.3	9.9	2.4	10.1	(24.3)

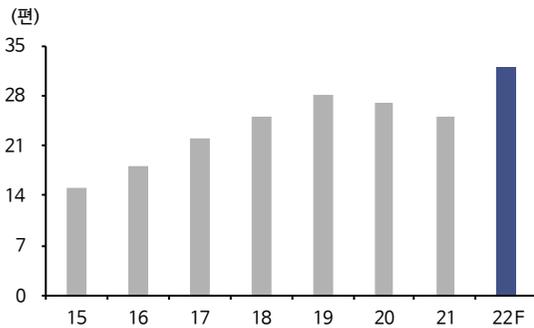
자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 이벤트별 영업이익 및 시가총액 추이



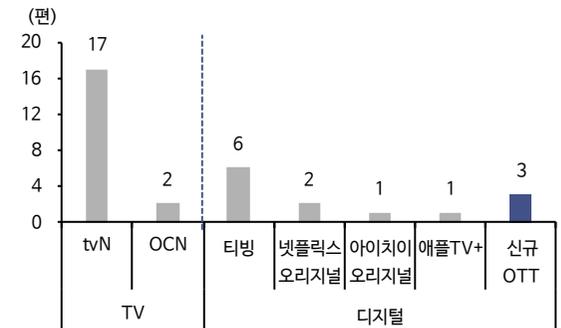
자료: QuantilWise, 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 제작 편수 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

22F 편성 구성



자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 2H22 경영계획 및 목표

총 방영 편수	ORIGINALS	동시 방영	HOLLYWOOD
23 편	9 편	7 편	1ST
17편, +35% ^(a)	5편, +80% ^(a)	5편, +40% ^(a)	

+



자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망							
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	671.1	793.3
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	37.8	18.2
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	191.7	237.0
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	18.9	23.6
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	28.6	29.9
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	438.2	487.2
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	59.1	11.2
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	65.3	61.4
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	41.1	69.1
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(18.3)	68.2
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	6.1	8.7
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	87.9	94.0
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	67.2	6.9
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	13.1	11.8
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	70.1	73.5
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	79.5	4.8
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	10.4	9.3

자료: 신한금융투자

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망										
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5
(%YoY)	7.6	25.9	(19.0)	41.4	(2.7)	(34.3)	9.2	7.4	3.4	48.5
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8
(%YoY)	2.5	12.6	(24.9)	(10.9)	(3.2)	(56.9)	(20.8)	30.7	(19.1)	55.4
(%sales)	37.6	40.5	43.0	29.6	37.4	26.6	31.2	36.0	29.2	27.8
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9
(%YoY)	19.1	25.5	(15.2)	101.6	(5.5)	(10.8)	27.7	(7.5)	23.0	53.8
(%sales)	55.6	46.9	47.9	62.7	54.0	63.7	55.9	54.0	64.2	66.0
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8
(%YoY)	(29.2)	107.1	(6.4)	20.2	24.0	(49.3)	54.0	39.3	(21.5)	(5.1)
(%sales)	6.8	12.6	9.1	7.8	8.7	9.7	12.9	10.1	6.6	6.2
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1
(%YoY)	7.0	23.7	(26.6)	28.8	(9.9)	(38.6)	11.9	8.5	2.3	42.5
(%sales)	86.2	86.5	80.0	89.1	79.8	80.8	81.9	90.0	78.9	77.5
매출총이익	16.7	21.8	21.3	14.9	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4
(%YoY)	11.1	41.9	39.1	610.1	42.2	(6.7)	(1.3)	(1.3)	7.8	74.0
(%GPM)	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.5	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0
(%YoY)	5.3	56.7	46.2	(210.8)	54.0	(18.4)	(8.7)	39.5	1.4	95.7
(%OPM)	9.6	10.5	15.0	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1

자료: 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	757.3	884.0	972.1	1,060.7	1,160.7
유동자산	228.3	232.5	341.3	417.5	502.0
현금및현금성자산	49.1	64.6	127.5	168.9	233.3
매출채권	106.7	123.6	163.5	193.3	210.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	630.8	643.2	658.7
유형자산	7.6	7.7	8.5	9.2	10.3
무형자산	230.4	298.0	255.6	227.3	221.8
투자자산	180.1	240.8	261.7	301.7	321.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.0	200.2	218.9	234.7	247.4
유동부채	132.1	183.6	200.7	214.4	226.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	5.9	17.0	15.4	18.2	19.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	18.2	20.2	20.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	683.9	753.2	826.0	913.3
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
기타자본	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타포괄이익누계액	1.8	37.2	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	122.9	161.7	231.1	303.9	391.2
지배주주지분	609.3	683.9	753.2	826.0	913.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	10.6	11.1	12.4	13.4	14.0
*순차입금(순현금)	(90.4)	(58.9)	(120.4)	(160.8)	(224.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	5.2	(8.4)	145.5	143.8	168.4
당기순이익	29.6	39.0	69.4	72.8	87.3
유형자산상각비	2.9	3.8	11.2	12.3	14.0
무형자산상각비	113.3	95.3	92.4	78.3	75.5
외환환산손실(이익)	3.4	(1.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.7	0.7	0.7	0.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(144.1)	(154.9)	(28.6)	(20.0)	(7.9)
(법인세납부)	(15.4)	(11.1)	(22.1)	(23.2)	(27.9)
기타	15.5	20.3	22.5	22.9	26.7
투자활동으로인한현금흐름	(16.3)	26.5	(82.5)	(101.8)	(102.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(7.2)	(2.3)	(12.0)	(13.0)	(15.0)
유형자산의감소	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.2)	(0.8)	(50.0)	(50.0)	(70.0)
투자자산의감소(증가)	(48.7)	28.3	(20.9)	(40.0)	(20.0)
기타	40.8	0.8	0.4	1.2	2.1
FCF	131.3	150.9	127.3	126.1	150.6
재무활동으로인한현금흐름	0.0	(3.0)	0.5	0.0	(0.4)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.4	1.0	0.6
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(3.0)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환원변동효과	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(10.7)	15.5	62.9	41.4	64.4
기초현금	59.8	49.1	64.6	127.5	168.9
기말현금	49.1	64.6	127.5	168.9	233.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	525.7	487.1	654.0	773.1	841.3
증감률 (%)	12.2	(7.3)	34.3	18.2	8.8
매출원가	451.0	407.3	533.9	641.6	684.0
매출총이익	74.8	79.8	120.1	131.5	157.3
매출총이익률 (%)	14.2	16.4	18.4	17.0	18.7
판매관리비	25.7	27.2	33.2	38.5	45.8
영업이익	49.1	52.6	87.0	93.0	111.5
증감률 (%)	71.1	7.0	65.4	7.0	19.9
영업이익률 (%)	9.3	10.8	13.3	12.0	13.3
영업외손익	(7.6)	(0.6)	4.6	3.0	3.6
금융손익	(3.7)	4.3	7.4	6.0	6.6
(3.8)	(4.8)	(2.8)	(3.0)	(3.0)	
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	41.5	52.0	91.5	96.0	115.1
법인세비용	11.9	13.0	22.1	23.2	27.9
계속사업이익	29.6	39.0	69.4	72.8	87.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.6	39.0	69.4	72.8	87.3
증감률 (%)	12.1	31.8	77.6	4.9	19.9
순이익률 (%)	5.6	8.0	10.6	9.4	10.4
(지배주주)당기순이익	29.6	39.0	69.4	72.8	87.3
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	32.2	74.2	69.4	72.8	87.3
(지배주주)총포괄이익	32.2	74.2	69.4	72.8	87.3
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	165.3	151.6	190.6	183.6	201.0
증감률 (%)	13.6	(8.3)	25.7	(3.6)	9.5
EBITDA 이익률 (%)	31.4	31.1	29.1	23.8	23.9

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	1,044	1,301	2,311	2,425	2,908
EPS (지배순이익, 원)	1,044	1,301	2,311	2,425	2,908
BPS (자본총계, 원)	20,309	22,785	25,096	27,521	30,429
BPS (지배지분, 원)	20,309	22,785	25,096	27,521	30,429
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	88.7	69.9	32.0	30.5	25.4
PER (지배순이익, 배)	88.7	69.9	32.0	30.5	25.4
PBR (자본총계, 배)	4.6	4.0	2.9	2.7	2.4
PBR (지배지분, 배)	4.6	4.0	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA (배)	16.3	17.6	11.0	11.2	9.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.4	31.1	29.1	23.8	23.9
영업이익률 (%)	9.3	10.8	13.3	12.0	13.3
순이익률 (%)	5.6	8.0	10.6	9.4	10.4
ROA (%)	4.4	4.8	7.5	7.2	7.9
ROE (지배순이익, %)	5.7	6.0	9.7	9.2	10.0
ROIC (%)	15.5	20.1	23.3	25.7	30.9
안정성					
부채비율 (%)	24.3	29.3	29.1	28.4	27.1
순차입금비율 (%)	(14.8)	(8.6)	(16.0)	(19.5)	(24.6)
현금비율 (%)	37.2	35.2	63.5	78.8	103.0
이자보상배율 (배)	84.8	67.6	103.2	100.5	113.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(59.5)	(49.8)	(327.8)	32.0	21.4
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	66.0	86.3	80.1	84.2	87.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자