

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

오리지널 수혜 본격화가 목전

3분기 영업이익 컨센서스 부합 전망. 캡티브 물량에 힘입은 강한 분기 체력 확인된 가운데, 10월 이후 글로벌OTT向 오리지널 시리즈들이 연이어 공개 예정된 만큼 주가 모멘텀까지 풍부해진 사업자. 산업 내 Top-pick 제시함

안정적 실적에 모멘텀까지 갖춘 사업자

스튜디오드래곤에 대한 목표주가 100,000원 및 투자의견 Buy 유지. 가장 안정적인 실적 체력 보유한 가운데, 글로벌OTT向 오리지널 작품 공개 연이어 예정되어 있어 주가 모멘텀도 풍부. 산업 내 Top-pick으로 제시

연내 공개 확정된 오리지널 작품은 넷플릭스 '더 패블러스(11월; 자회사 길 픽처스 제작)', '더 글로리(12월)', 디즈니+ '형사록(10월)', '커넥트(12월)'. 내년도 공개될 오리지널 작품은 '스위트홈 S2', '셀러브리티', '도적' 등

전반적 산업 환경 또한 우호적. 넷플릭스 저가형 플랜(광고 요금제) 개시에 힘입은 구독자 수 성장 기대감으로 관련주에 대한 투자センチ먼트 회복 중. 특히 저가형 플랜 도입 시 아시아 시장에 대한 침투율 더욱 증가할 수 있어, 아시아 시장에 대한 소구력이 높은 K-콘텐츠 협상력도 지속 강화될 것

3Q22 Preview: 분기 체력을 재차 확인할 수 있을 것

3분기 연결기준 매출 1,288억원(+11% y-y), 영업이익 201억원(+38% y-y)으로 시장 컨센서스 부합할 전망

캡티브向 편성 회차는 총 84회로 전년 동기(84회) 및 직전 분기(87회)와 유사. 지상파 편성 작품인 '빅마우스'의 경우 제작사 에이스토리가 수익을 정산해주는 구조로, 관련 수익은 4분기부터 인식될 전망. OTT 관련 수익의 경우 1)티빙向 오리지널 신작 '유미의 세포들2' 일부가 인식되었으며, 2)신규 매출처 아마존向 구작 9편에 대한 판매 매출이 주요. 단, 아마존으로의 구작 판매 단가는 직전 분기 디즈니로의 구작 판매 시 수취한 단가 대비 낮을 것으로 판단. 방영 가능 지역 및 기간이 상이하기 때문

연말 넷플릭스와의 바인딩 재계약으로 넷플릭스향 판매 조건 개선될 전망. 이는 동사의 분기 체력 자체를 강화시킬 수 있는 요인이라는 점에 주목

스튜디오드래곤 3분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E					4Q22F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	116.1	147.9	121.1	157.5	128.8	10.9	-18.2	133.8	157.4	170.3
영업이익	14.6	6.3	18.1	27.0	20.1	37.7	-25.7	20.3	21.0	23.8
영업이익률	12.6	4.3	15.0	17.1	15.6	-	-	15.2	13.3	14.0
세전이익	18.5	-1.6	20.1	30.0	19.1	3.4	-36.4	21.0	22.1	21.0
(지배)순이익	14.8	-0.8	15.6	25.6	14.3	-3.3	-44.0	15.8	17.2	15.7

주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2022. 10. 6

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 100,000원 (유지)

현재가 (22/10/05) 65,700원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2,215.22 / 685.34
시가총액(보통주)	1,971.9십억원
발행주식수(보통주)	30.0백만주
52주 최고가('21/11/19)	96,400원
최저가('22/06/23)	63,200원
평균거래대금(60일)	7.5십억원
배당수익률(2022E)	0.00%
외국인지분율	10.8%

주요주주	
CJ ENM 외 3 인	54.9%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-11.1	-28.3	-27.6
상대수익률 (%)p	-2.6	-0.3	1.0

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	487.1	577.7	649.0	690.0
증감률	-7.3	18.6	12.3	6.3
영업이익	52.6	89.0	104.6	122.0
증감률	7.1	69.2	17.5	16.6
영업이익률	10.8	15.4	16.1	17.7
(지배)순이익	39.0	71.2	80.9	93.6
EPS	1,301	2,374	2,694	3,119
증감률	24.6	82.5	13.5	15.8
PER	69.9	27.7	24.4	21.1
PBR	4.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.6	10.8	9.4	8.2
ROE	6.0	9.9	10.2	10.6
부채비율	29.3	27.8	26.2	24.7
순차입금	-64.6	-40.2	-125.9	-225.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhq.com

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. 넷플릭스와 2020년부터 3년간 21편의 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 보유하고 있으며, 물리적 제작 역량은 연간 40편 수준. 스카이댄스와의 협업으로 할리우드 드라마도 제작 중. 2021년 매출 비중은 편성 33.1%, 판매 56.6%, 기타 10.3%. 풍부한 레퍼런스 및 양질의 인재풀로 차별화

Share price drivers/Earnings Momentum

- 넷플릭스 외 글로벌OTT와의 수출 계약 개시
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작비 및 마진 상승
- 중국 한한령 해제를 통한 중국 시장 수출 재개
- CJ ENM 보유 지분 매각을 통한 SI 확보 가속화

Downside Risk

- 주요 작가 및 연출의 경쟁사 이직
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국 한한령 지속으로 인한 수출 재개 지연
- CJ ENM 보유 지분의 FI로의 매각

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Netflix	22.9	21.4	5.4	4.5	24.6	21.6
Walt Disney	27.4	19.8	2.0	1.9	7.3	9.5
CJ ENM	19.2	8.6	0.5	0.4	2.3	5.0
제이콘텐트리	N/A	18.4	2.8	2.3	-7.0	13.0
에이스토리	10.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	88.7	69.9	27.7	24.4	21.1
PBR	4.6	4.0	2.6	2.4	2.1
PSR	5.0	5.6	3.4	3.0	2.9
ROE	5.7	6.0	9.9	10.2	10.6
ROIC	10.2	13.5	12.4	18.8	23.0

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	-	-	-	154	287	380	469	526	487
영업이익	-	-	-	17	33	40	29	49	53
영업이익률(%)	-	-	-	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3	10.8
세전이익	-	-	-	10	30	46	33	42	52
순이익	-	-	-	8	24	36	26	30	39
지배지분순이익	-	-	-	8	24	36	26	30	39
EBITDA	-	-	-	39	74	115	146	165	152
CAPEX	-	-	-	1	0	0	1	7	2
Free Cash Flow	-	-	-	-13	-7	-29	-13	-2	-11
EPS(원)	-	-	-	569	1,050	1,278	941	1,044	1,301
BPS(원)	-	-	-	6,176	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785
DPS(원)	-	-	-	0	0	0	0	0	0
순차입금	-	-	-	16	-183	-155	-101	-49	-65
ROE(%)	-	-	-	6.0	9.5	9.3	6.4	5.7	6.0
ROIC(%)	-	-	-	N/A	14.2	11.5	6.1	10.2	13.5
배당성장률(%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	-	-	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-	-	-	12.1	-49.6	-38.7	-23.6	-8.1	-9.4

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	487.1	577.7	649.0	690.0
	- 수정 전		567.9	657.5	698.9
	- 변동률		1.7	-1.3	-1.3
영업이익	- 수정 후	52.6	89.0	104.6	122.0
	- 수정 전		87.9	102.1	117.6
	- 변동률		1.2	2.5	3.7
영업이익률(수정 후)		10.8	15.4	16.1	17.7
EBITDA		151.6	179.2	195.6	212.6
(지배지분)순이익		39.0	71.2	80.9	93.6
EPS	- 수정 후	1,301	2,374	2,694	3,119
	- 수정 전		2,297	2,606	2,989
	- 변동률		3.4	3.4	4.3
PER		69.9	27.7	24.4	21.1
PBR		4.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA		17.6	10.8	9.4	8.2
ROE		6.0	9.9	10.2	10.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22F	2019	2020	2021	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	128.8	170.3	468.7	525.7	487.1	577.7
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	42.0	42.2	208.7	197.0	161.3	163.5
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	77.1	118.0	219.3	279.7	275.5	376.8
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	9.6	10.1	40.6	48.9	50.3	37.5
%y-y(매출액)	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	48.5	10.9	15.2	23.5	12.2	-7.3	18.6
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	100.3	133.1	420.8	451.0	407.3	451.1
제작비	61.9	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	54.9	88.1	232.7	260.0	226.7	260.3
무형자산상각비	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	16.9	16.7	115.0	113.3	95.2	88.5
지급수수료 外	16.1	19.9	19.3	22.3	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	28.5	28.4	73.1	77.6	85.4	102.4
매출총이익	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	28.4	37.2	47.9	74.8	79.8	126.6
GPM%	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	22.1	21.8	10.2	14.2	16.4	21.9
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	20.1	23.8	28.7	49.1	52.6	89.0
OPM%	9.6	10.5	15.0	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	15.6	14.0	6.1	9.3	10.8	15.4
%y-y(영업이익)	4.8	57.1	46.4	-214.7	54.6	-18.6	-8.7	37.6	1.4	95.7	37.7	275.5	-28.0	71.0	7.1	69.3
당기순이익	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	14.3	15.7	26.4	29.7	39.0	71.2
NPM%	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	16.2	11.1	9.2	5.6	5.6	8.0	12.3

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

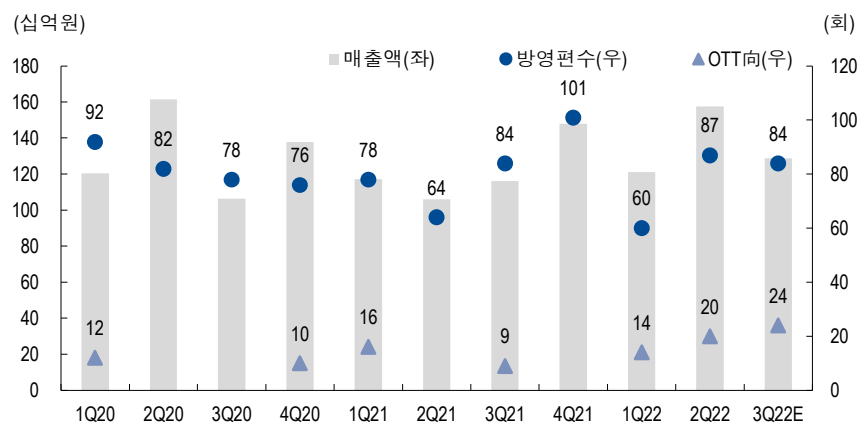
표3. 스튜디오드래곤 2021년/2022년 OTT 오리지널 작품 현황

(단위: 회)

공개시기	OTT	제목	회차	러닝타임	동시방영여부
1Q21	티빙	당신의 운명을 쓰고 있습니다	10	20분/회	-
1Q21	Netflix	좋아하면 울리는 S2	6	60분/회	-
2Q21	티빙	마녀식당으로 오세요	8	45분/회	-
2Q21	iQIYI	간 떨어지는 동거	16	60분/회	tvN 수목 22:30
3Q21	Netflix	킹덤: 아신전	1	90분/회	-
4Q21	티빙	유미의 세포들 S1	14	60분/회	tvN 금토 22:40
4Q21	티빙	해피니스	16	60분/회	tvN 금토 22:40
4Q21	iQIYI	배드 앤 크레이지	12	60분/회	tvN 금토 22:40
1Q22	Netflix	소년심판	10	60분/회	-
1Q22	티빙	돼지의 왕	12	60분/회	-
2Q22	티빙	괴이	6	60분/회	-
2Q22	iQIYI	별동별	16	60분/회	tvN 금토 22:40
2Q22	티빙	유미의 세포들 S2	14	60분/회	-
3Q22	쿠방플레이	유니콘	8	60분/회	-
4Q22	Netflix	더 패블러스	8	60분/회	-
4Q22	Netflix	더 글로리 S1	8	60분/회	-
4Q22	Disney	형사록	8	60분/회	-
4Q22	Disney	커넥트	6	60분/회	-
[공개 예정 작품]					
2023	티빙	아일랜드	-	-	-
2023	Apple	The Big Door Prize	-	-	-
2023	Netflix	스위트홈 S2	-	-	-
2023	Netflix	더 글로리 S2	-	-	-
2023	Netflix	셀러브리티	-	-	-
2023	Netflix	도작: 칼의 소리	-	-	-
2023	티빙	방과 후 전쟁활동	-	-	-

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림1. 분기별 매출액 및 방영편수 추이



주: 방영편수 = 캡티브 채널 방영 편수 + OTT向 오리지널 방영 편수

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	487.1	577.7	649.0	690.0
증감률 (%)	-7.3	18.6	12.3	6.3
매출원가	407.3	451.1	504.8	526.5
매출총이익	79.8	126.6	144.2	163.6
Gross 마진 (%)	16.4	21.9	22.2	23.7
판매비와 일반관리비	27.2	37.6	39.6	41.6
영업이익	52.6	89.0	104.6	122.0
증감률 (%)	7.1	69.2	17.5	16.6
OP 마진 (%)	10.8	15.4	16.1	17.7
EBITDA	151.6	179.2	195.6	212.6
영업외손익	-0.5	1.2	3.2	2.8
금융수익(비용)	4.3	4.8	3.2	2.8
기타영업외손익	-4.8	-3.6	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	52.0	90.2	107.8	124.8
법인세비용	13.0	18.9	27.0	31.2
계속사업이익	39.0	71.2	80.9	93.6
당기순이익	39.0	71.2	80.9	93.6
증감률 (%)	31.8	82.6	13.6	15.7
Net 마진 (%)	8.0	12.3	12.5	13.6
지배주주지분 순이익	39.0	71.2	80.9	93.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	35.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.2	71.2	80.9	93.6

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	69.9	27.7	24.4	21.1
PBR(X)	4.0	2.6	2.4	2.1
PCR(X)	17.3	11.0	10.0	9.4
PSR(X)	5.6	3.4	3.0	2.9
EV/EBITDA(X)	17.6	10.8	9.4	8.2
EV/EBIT(X)	50.7	21.7	17.6	14.3
EPS(W)	1,301	2,374	2,694	3,119
BPS(W)	22,785	25,158	27,853	30,972
SPS(W)	16,233	19,247	21,624	22,990
자기자본이익률(ROE, %)	6.0	9.9	10.2	10.6
총자산이익률(ROA, %)	4.8	7.7	8.0	8.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	13.5	12.4	18.8	23.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-9.4	-5.3	-15.1	-24.2
총부채/ 자기자본(%)	29.3	27.8	26.2	24.7
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	126.6	115.3	157.2	199.1
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	91,000	65,700	65,700	65,700
시가총액(십억원)	2,731	1,972	1,972	1,972

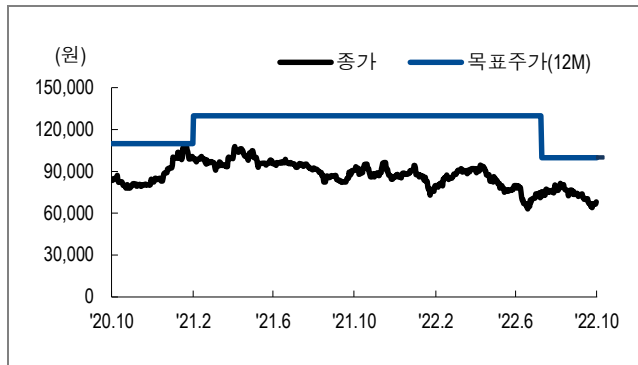
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	64.6	40.2	125.9	225.2
매출채권	123.6	136.0	142.8	147.1
유동자산	232.5	221.8	315.7	420.6
유형자산	7.7	7.0	6.5	6.1
투자자산	240.8	289.0	303.4	318.6
비유동자산	651.5	743.2	738.9	738.8
자산총계	884.0	964.9	1,055	1,159
단기성부채	4.0	4.4	4.1	4.9
매입채무	17.0	17.0	17.3	18.0
유동부채	183.6	192.3	200.8	211.2
장기성부채	7.1	7.6	7.6	7.6
장기충당부채	0.3	0.4	0.3	0.4
비유동부채	16.5	17.6	17.8	18.6
부채총계	200.2	209.8	218.7	229.8
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	470.4	470.4	470.4
이익잉여금	161.7	233.0	313.8	407.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	755.1	836.0	929.6

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	-8.4	154.9	170.6	184.4
당기순이익	39.0	71.2	80.9	93.6
+ 유/무형자산상각비	99.1	90.2	90.9	90.6
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-1.5	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	157.6	178.9	196.5	210.9
- 운전자본의증가(감소)	-154.9	-5.0	1.0	4.7
투자활동 현금흐름	26.5	-180.3	-84.5	-85.9
+ 유형자산 감소	0.5	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0
+ 투자자산의매각(취득)	-60.7	-48.2	-14.4	-15.2
Free Cash Flow	-10.7	152.9	168.6	182.4
Net Cash Flow	18.1	-25.4	86.1	98.5
재무활동현금흐름	-3.0	0.9	-0.3	0.8
자기자본 증가	0.4	0.0	0.0	0.0
부채증감	-3.4	0.9	-0.3	0.8
현금의증가	15.5	-24.4	85.8	99.2
기말현금 및 현금성자산	64.6	40.2	125.9	225.2
기말 순부채(순현금)	-64.6	-40.2	-125.9	-225.2

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.07.14	Buy	100,000원(12개월)	-	-
2022.02.04	-	1년경과	-37.0%	-27.2%
2021.02.05	Buy	130,000원(12개월)	-28.8%	-16.9%
2020.07.23	-	1년경과	-	-
2019.07.24	Buy	110,000원(12개월)	-	-

스튜디오드래곤(253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2022년 9월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
84.1%	15.9%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.