

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

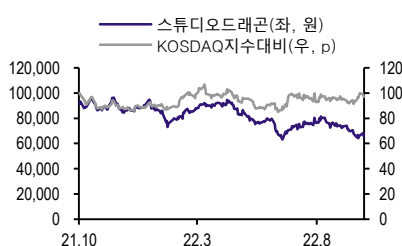
플랫폼 다변화로 안정적 성장 트렌드

목표주가	100,000원(유지)
현재주가(10/05)	65,700원
상승여력	52.2%
시가총액	19,719억원
발행주식수	30,014천주
52주 최고가 / 최저가	96,400 / 63,200원
3개월 일평균거래대금	76억원
외국인 지분율	10.8%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	54.9%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-11.6 -11.1 -28.3 -27.6
상대수익률 (KOSDAQ)	-0.4 -2.4 -0.2 0.7

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,257	4,871	5,843	6,898
영업이익	491	526	863	1,086
EBITDA	1,653	1,516	2,053	2,254
지배주주순이익	296	390	752	830
EPS	987	1,301	2,506	2,766
순차입금	-385	-535	-200	-920
PER	93.8	69.9	26.2	23.8
PBR	4.6	4.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.6	17.7	9.5	8.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.7	6.0	10.4	10.4
컨텐츠 영업이익	491	526	882	1,053
컨텐츠 EPS	987	1,301	2,339	2,674

주가추이



3분기 실적도 안정적인 성장세 지속

스튜디오 드래곤의 3분기 예상 매출액은 1,402억원(+20.8% YoY), 예상 영업이익은 189억원(+29.9% YoY)을 기록하며, 안정적인 성장추세를 이어갈 것으로 전망. <환혼>, <작은 아씨들>, <아다마스> 등 Captive항 편성은 물론, <빅마우스>, <유니콘> 등 Non-Captive 플랫폼항 작품 편성도 확대되는 모습. 전분기 대비 영업이익이 다소 축소될 것으로 예상되는 이유는 2Q에 있었던 디즈니플러스항 구작판매에 따른 효과가 소멸되었고, <빅마우스>의 실적 인식이 지연되었기 때문. 넷플릭스 동시방영 뿐만 아니라, 디즈니플러스, 쿠팡플레이, 지상파 등에 작품을 공급함으로써, 본격적인 플랫폼 다변화 효과가 발현되고 있다는 점에 의미가 있음

플랫폼 다변화 및 작품 대형화로 수익성 개선 가속화

4분기에도 애플TV항 <The Big Door Prize>를 비롯, 디즈니플러스항 <형사록>, <커넥트>, 넷플릭스항 <더 글로리> 등 다양한 플랫폼에 작품들을 공급해 나갈 계획. 이러한 플랫폼 다변화에 힘입어 22년 총 작품 공급은 33편(+8편 YoY) 수준이 될 것으로 전망.

23년에도 <스위트홈2>, <별들에게 물어봐>, <도적> 등 다양한 텐트폴 작품들이 공급될 예정. 해외에서도 스카이드랜스와 약 10여개의 프로젝트가 기획/개발 중이며, 유니버설과의 프로젝트도 5-6개 정도 기획중인 상황. 23년에는 이들 작품 중 일부를 선보일 수 있을 것. 단순히 작품의 수만 증가시키는 양적 성장에만 머무르는 것이 아니라, 작품의 대형화를 통해 수익성 또한 향상시키는 질적 성장에도 주력할 계획. 공급 플랫폼 다변화와 작품의 대형화 및 리콥을 상승 추세를 통해 글로벌 대형 스튜디오로서의 경쟁력 강화 기초는 더욱 확대될 것으로 전망

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

매크로 불확실성 증대에 따른 주식시장 약세 기조로, 국내 콘텐츠 주식들 역시 동반 주가 부진 현상을 보이고 있음. 그러나 글로벌 OTT 경쟁심화에 따른 콘텐츠 수요 증가, 제작 편수 증가 및 대형화, 리콥을 상승 등 콘텐츠 제작사들의 우량한 펀더멘털 기조는 굳건히 유지되고 있음. 글로벌 스튜디오로서의 가치를 입증하고 있는 동사에 대한 긍정적 시각은 여전히 유효

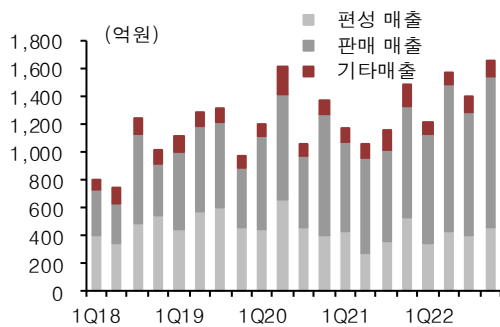
표 1 △튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,171	1,060	1,161	1,479	1,211	1,575	1,402	1,655	4,871	5,843	6,898
편성	438	282	362	532	354	438	402	456	1,613	1,650	1,912
판매	632	675	649	798	777	1,039	881	1,088	2,755	3,785	4,559
국내	155	107	118	99	95	94	101	159	479	449	720
해외	478	568	531	699	682	945	780	929	2,277	3,337	3,839
기타	101	103	150	149	80	98	119	111	503	408	427
영업이익	179	138	146	63	181	270	189	223	526	863	1,086
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	17.1%	13.5%	13.5%	10.8%	14.8%	15.7%
세전이익	211	140	185	-16	201	300	230	243	520	974	1,153
세전이익률	18.0%	13.3%	15.9%	-1.0%	16.6%	19.1%	16.4%	14.7%	10.7%	16.7%	16.7%
순이익	156	95	148	-8	156	256	165	175	390	752	830
순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.3%	11.8%	10.6%	8.0%	12.9%	12.0%

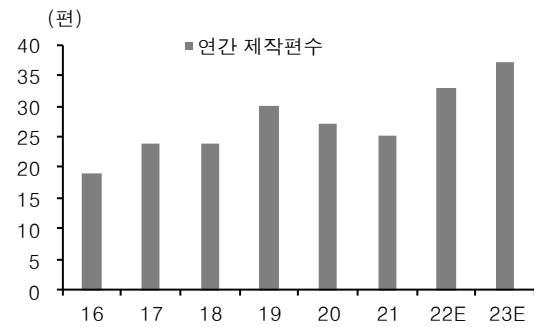
자료: △튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 △튜디오드래곤 매출 구성



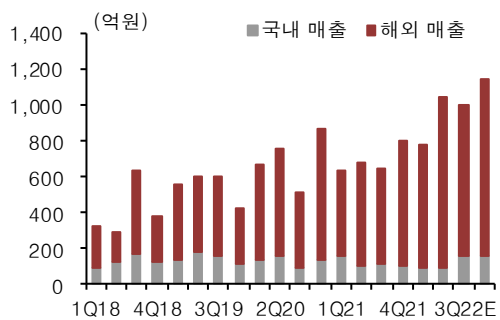
자료: △튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 연간 제작편수 추이



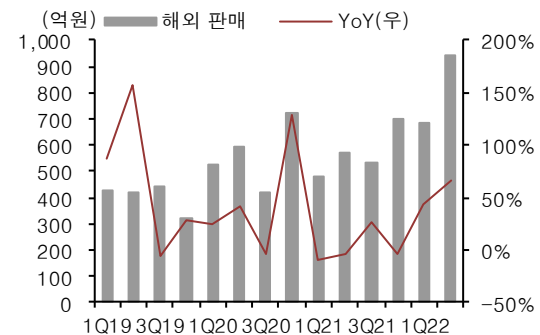
자료: △튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 판매 매출 추이



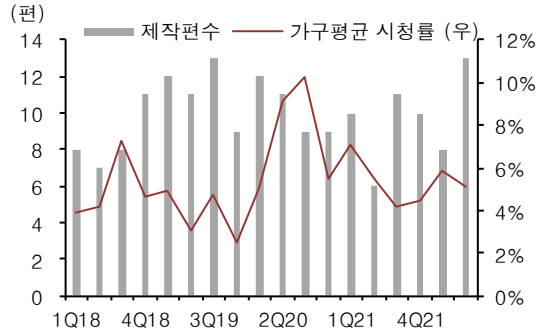
자료: △튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 해외 콘텐츠 판매 성장률



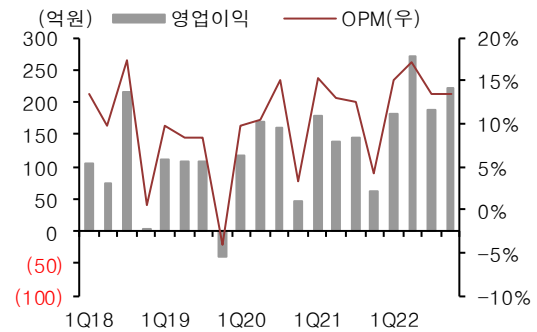
자료: △튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 5 제작편수와 시청률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 6 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 하반기 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
환혼 Part 1	홍정은, 홍미란	박준화, 장양호	이재욱, 정소민	TVN, NETFLIX
아다마스	최태강	박승우	지성, 서지혜	TVN, DISNEY+
조선 정신과 의사 유세풍	최민호	박원국, 강희주,	김민재, 김향기	TVN
개미가 타고 있어요	윤수민, 김연지, 이예림	최지영	한지은, 홍종현	TVING
유니콘	유병재	이병헌, 김혜영	신하균, 원진아	COUPANG PLAY
빅마우스	김하람	오충환	이종석, 임윤아	MBC, DISNEY+
작은 아씨들	정서경	김희원, 권영일	김고은, 남지현	TVN, NETFLIX
슈룹	박바라	김형식	김혜수, 김해숙	TVN, NETFLIX
형사록	임창세	한동화	이성민, 친구	DISNEY+
커넥트	나카무라 마사루	미아케 다카시	정해인, 고경표	DISNEY+
연예인 매니저로 살아남기	박소영, 이찬, 남인영	백승룡	이서진, 곽선영	TVN
환혼 Part2	홍정은, 홍미란	박준화, 장양호	이재욱, 정소민	TVN
더 글로리	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	NETFLIX
The Big Door Prize	Skydance 공동제작		Chris O'Dowd	Apple TV

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,257	4,871	5,843	6,898	7,876
증가율 (Y-Y,%)	12.2	(7.3)	19.9	18.1	14.2
영업이익	491	526	863	1,086	1,199
증가율 (Y-Y,%)	71.1	7.0	64.2	25.8	10.5
EBITDA	1,653	1,516	2,053	2,254	2,461
영업외손익	(76)	(6)	110	67	69
순이자수익	16	8	13	26	27
외화관련손익	(54)	63	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	415	520	974	1,153	1,268
당기순이익	296	390	752	830	913
지배기업당기순이익	296	390	752	830	913
증가율 (Y-Y,%)	12.1	31.8	92.6	10.4	10.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.4	8.7	7.6	9.5	17.4
영업이익증가율(3Yr)	14.2	9.6	44.3	30.3	31.6
EBITDA증가율(3Yr)	30.6	9.6	12.2	10.9	17.5
순이익증가율(3Yr)	7.5	2.9	41.7	41.0	32.7
영업이익률(%)	9.3	10.8	14.8	15.7	15.2
EBITDA마진(%)	31.4	31.1	35.1	32.7	31.2
순이익률 (%)	5.6	8.0	12.9	12.0	11.6
NOPLAT	350	395	667	782	863
(+) Dep	1,162	991	1,190	1,168	1,261
(-) 운전자본투자	491	(613)	636	108	97
(-) Capex	72	23	31	33	38
OpFCF	950	1,975	1,190	1,809	1,990

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,283	2,325	4,175	6,087	6,679
현금성자산	491	646	1,606	3,251	3,575
매출채권	1,067	1,236	1,399	1,619	1,838
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,290	6,515	7,122	7,135	7,665
투자자산	2,909	3,458	3,643	3,791	3,945
유형자산	76	77	79	71	70
무형자산	2,304	2,980	3,399	3,272	3,650
자산총계	7,573	8,840	11,297	13,221	14,344
유동부채	1,321	1,836	3,391	4,495	4,715
매입채무	568	777	863	998	1,134
유동성이자부채	24	40	1,340	2,286	2,333
비유동부채	158	165	315	305	295
비유동이자부채	82	71	66	46	26
부채총계	1,480	2,002	3,706	4,800	5,010
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,700	4,704	4,704	4,704	4,704
이익잉여금	1,229	1,617	2,369	3,199	4,112
자본조정	14	367	368	368	368
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,093	6,839	7,591	8,421	9,334
투하자본	3,908	3,895	5,601	5,639	6,180
순차입금	(385)	(535)	(200)	(920)	(1,216)
ROA	4.4	4.8	7.5	6.8	6.6
ROE	5.7	6.0	10.4	10.4	10.3
ROIC	9.8	10.1	14.0	13.9	14.6

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	987	1,301	2,506	2,766	3,042
BPS	20,309	22,785	25,291	28,057	31,098
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	93.8	69.9	26.2	23.8	21.6
PBR	4.6	4.0	2.6	2.3	2.1
EV/ EBITDA	16.6	17.7	9.5	8.3	7.5
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	16.9	17.3	7.8	9.8	9.0
PSR	5.3	5.6	3.4	2.9	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	24.3	29.3	48.8	57.0	53.7
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	123.1	135.4	141.7
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	51.6	44.5	45.1
현금+투자자산(%)	46.5	51.3	48.4	55.5	54.9
자본구조					
차입금(%)	1.7	1.6	15.6	21.7	20.2
자기자본(%)	98.3	98.4	84.4	78.3	79.8

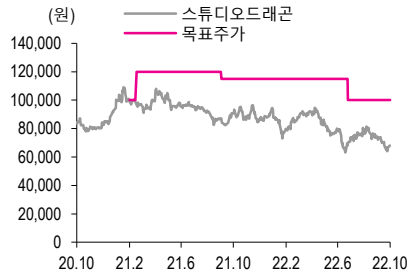
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	52	(84)	258	1,901	2,088
당기순이익	296	390	752	830	913
자산상각비	1,162	991	1,190	1,168	1,261
운전자본증감	(1,441)	(1,549)	(2,209)	(108)	(97)
매출채권감소(증가)	(314)	22	(155)	(219)	(220)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	(115)	187	113	135	135
투자현금	(163)	265	(557)	(1,181)	(1,792)
단기투자자산감소	(487)	280	(22)	0	0
장기투자증권감소	1,357	0	(75)	(73)	(76)
설비투자	(72)	(23)	(31)	(33)	(38)
유무형자산감소	(12)	(3)	(399)	(1,000)	(1,600)
재무현금	0	(30)	1,241	925	27
차입금증가	(14)	(19)	1,254	925	27
자본증가	8	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(107)	155	960	1,645	324
총현금흐름(Gross CF)	1,646	1,576	2,531	2,008	2,185
(-) 운전자본증감(감소)	491	(613)	636	108	97
(-) 설비투자	72	23	31	33	38
(+) 자산매각	(12)	(3)	(399)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,072	2,163	1,465	868	450
(-) 기타투자	(1,357)	0	75	73	76
잉여현금	2,429	2,163	1,390	795	375

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 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	(26.3)	(18.5)
2022-10-06	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 09월 30일 기준)

Buy (95.5%)	Hold (4.5%)	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, 대여, 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