

# 스튜디오드래곤 (253450.KQ)

## 역대급 매출이 시사하는 바

Company Comment | 2022. 11. 9

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

3분기 영업이익 컨센서스 부합. 신규 OTT向 첫 오리지널 매출이 반영되며 분기 최대 매출 기록. 초기 진입작 특유의 제한적 수익성 탓에 아쉬웠던 영업이익률보다는, 다양한 플랫폼으로의 저변 확대에 주목할 시점

### Buy (유지)

목표주가	100,000원 (유지)		
현재가 (22/11/08)	69,300원		
업종	콘텐츠		
KOSPI / KOSDAQ	2,399.04 / 713.33		
시가총액(보통주)	2,080.0십억원		
발행주식수(보통주)	30.1백만주		
52주 최고가('21/11/19)	96,400원		
최저가('22/10/13)	59,100원		
평균거래대금(60일)	6.2십억원		
배당수익률(2022E)	0.00%		
외국인지분율	10.8%		
주요주주			
CJ ENM 외 3 인	54.9%		
네이버	6.3%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-9.4	-17.0	-22.3
상대수익률 (%)p	5.5	2.9	9.2

### 강한 펀더멘털과 모멘텀에 우호적 전방산업까지

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000원으로 산업 내 Top-pick 유지. 펀더멘털 및 모멘텀 양쪽의 투자 매력도 높은 사업자

펀더멘털 측면에서는 넷플릭스 재계약에 따른 판가(P) 성장성에, 캡티브向 분기별 편성횟수(Q) 안정성까지 갖춘 가운데, 다양한 OTT向 오리지널 납품 본격화로 흥행 모멘텀 및 글로벌 레퍼런스 추가 강화가 기대되는 상황

우호적 전방산업에 힘입은 투자センチ먼트 개선세 또한 긍정적. 넷플릭스 가입자수 성장세 되찾은 가운데, 광고 요금제 개시가 이러한 성장세에 박차를 가할 것이라는 기대감이 높아지며 산업 밸류에이션 또한 리레이팅 중

### 3Q22 Review: 낮은 수익성보다 플랫폼 다각화에 주목

3분기 연결기준 매출 2,289억원(+97% y-y), 영업이익 189억원(+30% y-y)으로 영업이익 컨센서스 부합했으나, 수익성은 비교적 아쉬웠음

**편성매출:** 594억원(+64% y-y). 캡티브向 안정적인 분기 편성(84회) 이어진 가운데, '빅마우스'의 지상파 편성매출 85억원까지 반영된 영향. 다만 '빅마우스'의 경우 공동제작 특유의 사후정산 구조 탓에 3분기 수익기여가 없어 수익성 약화 요인으로 작용. 관련 수익은 4분기에 순매출로 반영될 예정

**판매매출:** 1,658억원(+155% y-y). 글로벌OTT 오리지널 4편의 매출이 반영시점이 아닌 납품시점 기준으로 반영된 영향. 다만 애플向 첫 오리지널 '더 빅 도어 프라이즈', 디즈니向 첫 오리지널 '형사록', '커넥트', 자회사(길픽처스)의 넷플릭스向 첫 오리지널 '더 패블러스'까지 4개의 초기 진입작 매출이 반영됨에 따라, 외형 확대에도 불구하고 수익 기여는 제한적이었음. 4분기에는 넷플릭스向 '더 글로리 S1', '셀러브리티' 등 수익 기여가 기대되는 작품들의 매출 반영이 예상되는 만큼, 수익성 회복이 기대됨

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	487.1	721.3	706.5	740.0
증감률	-7.3	48.1	-2.1	4.7
영업이익	52.6	86.0	102.6	120.3
증감률	7.1	63.5	19.3	17.3
영업이익률	10.8	11.9	14.5	16.3
(지배)순이익	39.0	73.6	78.1	87.7
EPS	1,301	2,452	2,600	2,916
증감률	24.6	88.5	6.0	12.2
PER	69.9	28.3	26.7	23.8
PBR	4.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	17.6	9.9	10.0	8.8
ROE	6.0	10.2	9.8	10.0
부채비율	29.3	27.7	26.2	25.1
순차입금	-64.6	-62.2	-152.0	-256.1

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 스튜디오드래곤 3분기 실적 Review(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P					4Q22E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	97.2	45.3	128.8	140.6	213.8
영업이익	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	29.9	-29.9	20.1	18.8	21.9
영업이익률	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	-	-	15.6	13.4	10.3
세전이익	18.5	-1.6	20.1	30.0	25.3	37.3	-15.6	19.1	20.5	19.6
(지배)순이익	14.8	-0.8	15.6	25.6	17.7	19.7	-30.7	14.3	14.7	14.7

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



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhqv.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	24.1	23.0	5.7	4.7	24.8	21.1
Walt Disney	27.4	19.5	2.0	1.8	7.2	9.4
CJ ENM	27.6	9.5	0.5	0.4	1.6	4.6
제이콘텐츠리	N/A	33.2	3.0	2.8	-17.3	10.5
에이스토리	11.3	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	28.3	26.7	23.8
PBR	4.6	4.0	2.7	2.5	2.3
PSR	5.0	5.6	2.9	2.9	2.8
ROE	5.7	6.0	10.2	9.8	10.0
ROIC	10.2	13.5	11.7	19.1	24.1

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
배당성장(%)	-	-	-	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 &amp; 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	721.3	706.5	740.0
	- 수정 전		577.7	649.0	690.0
	- 변동률		24.9	8.9	7.2
영업이익	- 수정 후	52.6	86.0	102.6	120.3
	- 수정 전		89.0	104.6	122.0
	- 변동률		-3.4	-1.9	-1.4
영업이익률(수정 후)		10.8	11.9	14.5	16.3
EBITDA		151.6	203.1	192.5	208.2
(지배지분)순이익		39.0	73.6	78.1	87.7
EPS	- 수정 후	1,301	2,452	2,600	2,916
	- 수정 전		2,374	2,694	3,119
	- 변동률		3.3	-3.5	-6.5
PER		69.9	28.3	26.7	23.8
PBR		4.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA		17.6	9.9	10.0	8.8
ROE		6.0	10.2	9.8	10.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

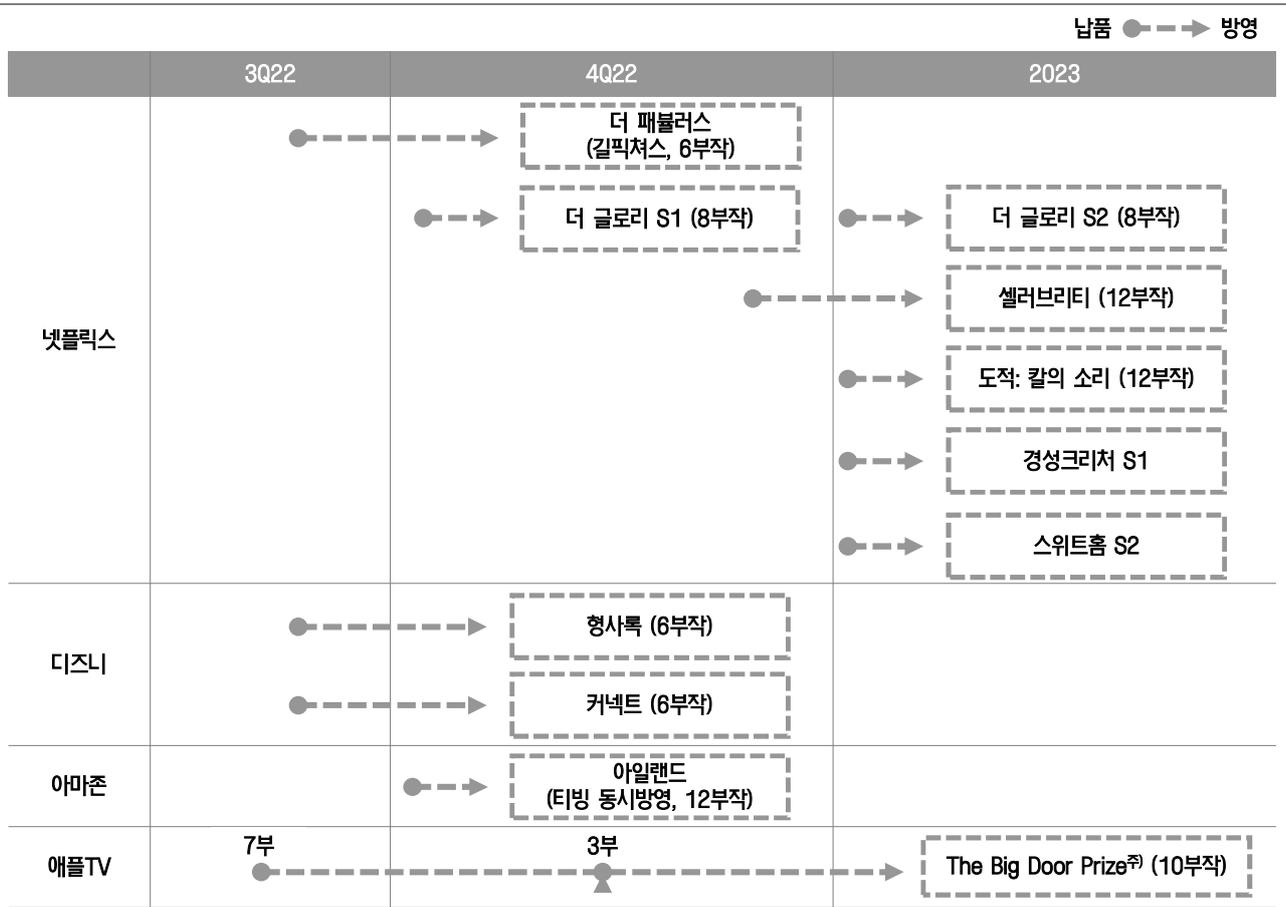
표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
<b>매출액</b>	<b>120.3</b>	<b>161.4</b>	<b>106.3</b>	<b>137.7</b>	<b>117.1</b>	<b>106.0</b>	<b>116.1</b>	<b>147.9</b>	<b>121.1</b>	<b>157.5</b>	<b>228.9</b>	<b>213.8</b>	<b>468.7</b>	<b>525.7</b>	<b>487.1</b>	<b>721.3</b>
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	44.4	208.7	197.0	161.3	183.0
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	159.5	219.3	279.7	275.5	506.9
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	9.9	40.6	48.9	50.3	31.3
%y-y(매출액)	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	44.6	23.5	12.2	-7.3	48.1
<b>매출원가</b>	<b>103.6</b>	<b>139.6</b>	<b>85.0</b>	<b>122.7</b>	<b>93.4</b>	<b>85.7</b>	<b>95.1</b>	<b>133.1</b>	<b>95.6</b>	<b>122.1</b>	<b>201.5</b>	<b>176.4</b>	<b>420.8</b>	<b>451.0</b>	<b>407.3</b>	<b>595.6</b>
제작비	61.9	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	140.5	132.7	232.7	260.0	226.7	390.4
무형자산상각비	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	43.5	17.0	115.0	113.3	95.2	115.4
지급수수료 外	16.1	19.9	19.3	22.3	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	17.5	26.6	73.1	77.6	85.4	89.7
<b>매출총이익</b>	<b>16.7</b>	<b>21.8</b>	<b>21.3</b>	<b>15.0</b>	<b>23.7</b>	<b>20.3</b>	<b>21.0</b>	<b>14.8</b>	<b>25.5</b>	<b>35.4</b>	<b>27.4</b>	<b>37.4</b>	<b>47.9</b>	<b>74.8</b>	<b>79.8</b>	<b>125.7</b>
GPM%	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	17.5	10.2	14.2	16.4	17.4
<b>영업이익</b>	<b>11.6</b>	<b>16.9</b>	<b>16.0</b>	<b>4.6</b>	<b>17.9</b>	<b>13.8</b>	<b>14.6</b>	<b>6.3</b>	<b>18.1</b>	<b>27.0</b>	<b>18.9</b>	<b>21.9</b>	<b>28.7</b>	<b>49.1</b>	<b>52.6</b>	<b>86.0</b>
OPM%	9.6	10.5	15.0	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	10.3	6.1	9.3	10.8	11.9
%y-y(영업이익)	4.8	57.1	46.4	특전	54.6	-18.6	-8.7	37.6	1.4	95.7	29.9	245.6	-28.0	71.0	7.1	63.5
<b>당기순이익</b>	<b>8.5</b>	<b>13.4</b>	<b>10.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>15.6</b>	<b>9.5</b>	<b>14.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>15.6</b>	<b>25.6</b>	<b>17.8</b>	<b>14.6</b>	<b>26.4</b>	<b>29.7</b>	<b>39.0</b>	<b>73.6</b>
NPM%	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	16.2	7.8	6.8	5.6	5.6	8.0	10.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 스튜디오드래곤 하반기 및 2023년 주요 OTT 오리지널 납품 및 방영 일정



주: The Big Door Prize는 스카이댄스와 5:5 합작  
 자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	487.1	721.3	706.5	740.0
증감률 (%)	-7.3	48.1	-2.1	4.7
매출원가	407.3	595.6	560.2	571.9
매출총이익	79.8	125.7	146.3	168.1
Gross 마진 (%)	16.4	17.4	20.7	22.7
판매비와 일반관리비	27.2	39.7	43.7	47.7
영업이익	52.6	86.0	102.6	120.3
증감률 (%)	7.1	63.5	19.3	17.3
OP 마진 (%)	10.8	11.9	14.5	16.3
EBITDA	151.6	203.1	192.5	208.2
영업외손익	-0.5	9.0	3.7	-1.1
금융수익(비용)	4.3	12.5	3.7	-1.1
기타영업외손익	-4.8	-3.5	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	52.0	95.0	106.3	119.3
법인세비용	13.0	21.4	28.2	31.6
계속사업이익	39.0	73.6	78.1	87.7
당기순이익	39.0	73.6	78.1	87.7
증감률 (%)	31.8	88.7	6.1	12.3
Net 마진 (%)	8.0	10.2	11.1	11.9
지배주주지분 순이익	39.0	73.6	78.1	87.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	35.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.2	73.6	78.1	87.7

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	69.9	28.3	26.7	23.8
PBR(X)	4.0	2.7	2.5	2.3
PCR(X)	17.3	9.9	10.8	10.3
PSR(X)	5.6	2.9	2.9	2.8
EV/EBITDA(X)	17.6	9.9	10.0	8.8
EV/EBIT(X)	50.7	23.5	18.8	15.2
EPS(W)	1,301	2,452	2,600	2,916
BPS(W)	22,785	25,200	27,800	30,716
SPS(W)	16,233	24,026	23,503	24,618
자기자본이익률(ROE, %)	6.0	10.2	9.8	10.0
총자산이익률(ROA, %)	4.8	8.0	7.7	7.9
투자자본이익률 (ROIC, %)	13.5	11.7	19.1	24.1
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	-8.2	-18.2	-27.7
총부채/ 자기자본(%)	29.3	27.7	26.2	25.1
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	126.6	126.8	170.2	212.5
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	91,000	69,300	69,300	69,300
시가총액(십억원)	2,731	2,080	2,080	2,080

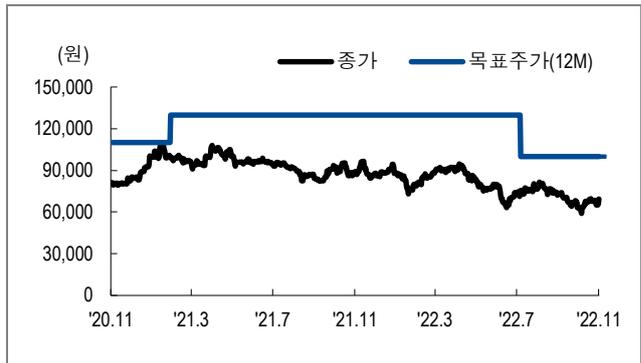
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	64.6	62.2	152.0	256.1
매출채권	123.6	136.0	142.8	147.1
유동자산	232.5	243.8	341.7	451.5
유형자산	7.7	7.0	6.5	6.1
투자자산	240.8	289.0	303.4	318.6
비유동자산	651.5	723.5	712.5	703.3
자산총계	884.0	967.3	1,054	1,155
단기성부채	4.0	4.4	4.1	6.1
매입채무	17.0	17.0	17.3	18.0
유동부채	183.6	192.3	200.8	212.5
장기성부채	7.1	7.6	7.6	7.6
장기충당부채	0.3	0.4	0.3	0.5
비유동부채	16.5	17.6	17.8	19.0
부채총계	200.2	209.8	218.7	231.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	470.4	470.4	470.4
이익잉여금	161.7	235.3	313.5	401.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	757.5	835.6	923.3

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	-8.4	184.0	166.2	175.5
당기순이익	39.0	73.6	78.1	87.7
+ 유/무형자산상각비	99.1	117.1	89.9	87.9
+ 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	210.4	193.4	201.9
- 운전자본의증가(감소)	-154.9	-5.0	1.0	5.2
투자활동 현금흐름	26.5	-187.3	-76.2	-73.4
+ 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	182.0	164.2	173.5
Net Cash Flow	18.1	-3.3	90.1	102.1
재무활동현금흐름	-3.0	0.9	-0.3	2.0
자기자본 증가	0.4	0.0	0.0	0.0
부채증감	-3.4	0.9	-0.3	2.0
현금의증가	15.5	-2.4	89.7	104.1
기말현금 및 현금성자산	64.6	62.2	152.0	256.1
기말 순부채(순현금)	-64.6	-62.2	-152.0	-256.1

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과리율 (%)	
			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

- 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 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2022년 11월 4일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
84.1%	15.9%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 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 기관투자가 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.