

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

플랫폼 다변화로 가파른 외형 성장

목표주가	100,000원(유지)			
현재주가(11/08)	69,300원			
상승여력	44.3%			
시가총액	20,800억원			
발행주식수	30,014천주			
52주 최고가 / 최저가	96,400 / 59,100원			
3개월 일평균거래대금	64억원			
외국인 지분율	10.8%			
주요주주				
CJENM (외 4인)	54.9%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.7	-9.4	-17.0	-22.3
상대수익률 (KOSDAQ)	7.5	4.7	2.3	6.5

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,257	4,871	6,984	8,121
영업이익	491	526	847	1,018
EBITDA	1,653	1,516	2,038	2,189
지배주주순이익	296	390	771	818
EPS	987	1,301	2,568	2,726
순차입금	-385	-535	-132	-831
PER	93.8	69.9	27.0	25.4
PBR	4.6	4.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	16.6	17.7	10.1	9.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.7	6.0	10.7	10.2
컨텐츠 영업이익	491	526	850	1,017
컨텐츠 EPS	987	1,301	2,351	2,660

주가추이



3분기 영업이익 189억원(+29.9% YoY), 예상치 부합

스튜디오 드래곤의 3분기 매출액은 2,289억원(+97.2% YoY), 영업이익은 189억원(+29.9% YoY)을 기록하며 예상치에 부합. 플랫폼 다변화에 따른 효과가 본격적으로 반영되면서, Captive와 Non-Captive항 작품 편성이 동시에 원활히 진행되면서 높은 외형 성장세가 나타남. <환혼>, <작은 아씨들>, <아다마스> 등 Captive항 편성은 물론, <빅마우스>, <유니콘> 등 Non-Captive 플랫폼항 작품 편성 또한 확대. 높은 외형 성장에 비해 마진이 다소 하락한 이유는 1) 신규 플랫폼 진입에 따른 영향 및 2) 2Q에 있었던 구작판매(디즈니플러스) 효과의 소멸 때문

플랫폼 다변화 및 작품 대형화로 수익성 개선 가속화 전망

4분기부터는 플랫폼 다변화에 따른 효과가 더욱 크게 작용하며, 외형과 수익의 동반성장 기조가 나타날 것으로 전망. 신규 플랫폼들에 공급하는 작품 수가 증가되면서, 향후 리콕을 역시 초기보다는 개선될 것으로 전망. 3년 계약이 만료되는 넷플릭스와의 공급 재계약 역시 연내 순조롭게 체결될 전망이다. 공급 조건 역시 기존보다 우호적인 수준에서 이루어질 것. 향후 제공 예정인 주요 작품은 애플TV항 <The Big Door Prize> 시즌1을 비롯, 디즈니플러스항 <형사록>, <커넥트>, 넷플릭스항 <더 글로리> 등이 있음. 22년 총 작품 공급은 33편(+8편 YoY) 수준이 될 것으로 전망

23년에도 <스위트홈2>, <별들에게 물어봐>, <도적> 등 다양한 텍스트 작품들이 공급될 예정. 해외에서도 스카이댄스와 약 10여개의 프로젝트가 기획/개발 중이며, 유니버설과의 프로젝트도 5-6개 정도 기획중인 상황. 양적 성장 뿐만 아니라, 작품의 대형화를 통해 수익성 또한 향상시키는 질적 성장에도 주력할 계획. 3Q22 현재 건설중 자산 규모는 약 2,000억원 수준

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

컨텐츠 수요 증가, 제작 편수 증가 및 대형화, 제공 플랫폼의 다변화, 리콕을 상승 등 우량한 펀더멘탈 기조는 더욱 강화되고 있는 국면. 글로벌 메이저 스튜디오로서의 경쟁력 확대 기조에 주목해야 할 것. 투자의견 BUY와 목표주가 100,000원 유지

표 1 스튜디오드래곤 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q21	2Q22	3Q22P	(YoY)	(QoQ)	3Q22P	Diff.	3Q22P	Diff.
매출액	1,161	1,575	2,289	97.2%	45.3%	1,702	34.5%	1,406	62.8%
영업이익	146	270	189	29.9%	-29.9%	189	0.0%	188	0.5%
세전이익	185	300	255	37.9%	-15.2%	230	10.9%	205	적전
순이익	148	256	178	20.5%	-30.3%	165	7.9%	157	적전

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

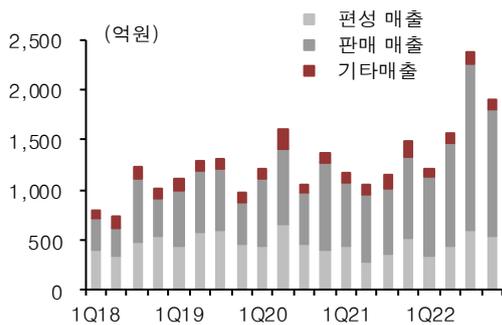
표 2 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,171	1,060	1,161	1,479	1,211	1,575	2,289	1,910	4,871	6,984	8,121
편성	438	282	362	532	354	438	594	550	1,613	1,936	2,278
판매	632	675	649	798	777	1,039	1,658	1,248	2,755	4,722	5,416
국내	155	107	118	99	95	94	88	159	479	436	720
해외	478	568	531	699	682	945	1,570	1,089	2,277	4,286	4,696
기타	101	103	150	149	80	98	119	111	503	408	427
영업이익	179	138	146	63	181	270	189	206	526	847	1,018
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	17.1%	8.3%	10.8%	10.8%	12.1%	12.5%
세전이익	211	140	185	-16	201	300	255	252	520	1,007	1,136
세전이익률	18.0%	13.3%	15.9%	-1.0%	16.6%	19.1%	11.1%	13.2%	10.7%	14.4%	14.0%
순이익	156	95	148	-8	156	256	178	181	390	771	818
순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.3%	7.8%	9.5%	8.0%	11.0%	10.1%

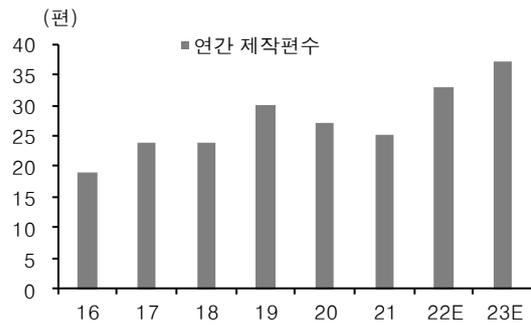
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



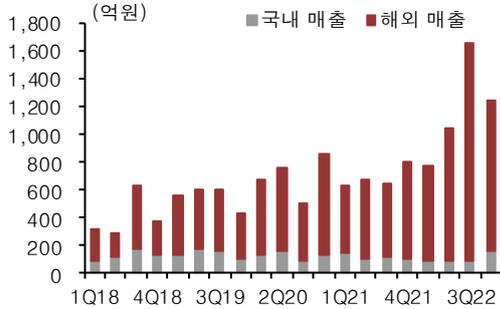
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 연간 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 판매 매출 추이



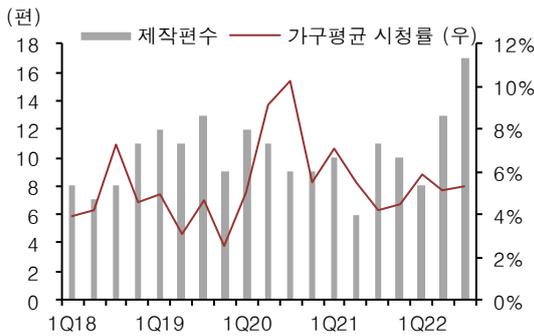
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 해외 콘텐츠 판매 성장률



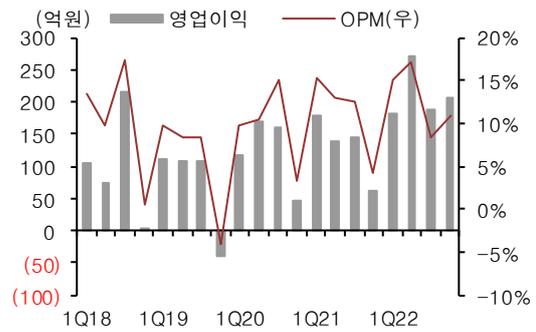
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 5 제작편수와 시청률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 6 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 3 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
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, 진구	DISNEY+
커넥트	나카무라 마사루	미야케 다카시	정해인, 고경표	DISNEY+
연예인 매니저로 살아남기	박소영, 이찬, 남인영	백승룡	이서진, 곽선영	TVN
아일랜드 Part1	오보현	박배종	김남길, 이다희	Amazon, TVING
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	6,984	8,121	9,574
증가율 (Y-Y,%)	12.2	(7.3)	43.4	16.3	17.9
영업이익	491	526	847	1,018	1,234
증가율 (Y-Y,%)	71.1	7.0	61.1	20.3	21.2
EBITDA	1,653	1,516	2,038	2,189	2,500
영업외손익	(76)	(6)	161	118	120
순이자수익	16	8	13	26	27
외화관련손익	(54)	63	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	415	520	1,007	1,136	1,354
당기순이익	296	390	771	818	975
지배기업당기순이익	296	390	771	818	975
증가율 (Y-Y,%)	12.1	31.8	97.4	6.1	19.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.4	8.7	14.2	15.6	25.3
영업이익증가율(3Yr)	14.2	9.6	43.4	27.5	32.9
EBITDA증가율(3Yr)	30.6	9.6	11.9	9.8	18.1
순이익증가율(3Yr)	7.5	2.9	42.9	40.3	35.7
영업이익률(%)	9.3	10.8	12.1	12.5	12.9
EBITDA마진(%)	31.4	31.1	29.2	27.0	26.1
순이익률 (%)	5.6	8.0	11.0	10.1	10.2
NOPLAT	350	395	648	733	889
(+) Dep	1,162	991	1,191	1,171	1,266
(-) 운전자본투자	491	(613)	719	114	145
(-) Capex	72	23	36	39	46
OpFCF	950	1,975	1,084	1,752	1,964

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,283	2,325	4,322	5,429	6,118
현금성자산	491	646	1,538	2,362	2,656
매출채권	1,067	1,236	1,615	1,850	2,196
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,290	6,515	7,126	7,142	7,675
투자자산	2,909	3,458	3,643	3,791	3,945
유형자산	76	77	84	78	80
무형자산	2,304	2,980	3,399	3,272	3,650
자산총계	7,573	8,840	11,448	12,570	13,793
유동부채	1,321	1,836	3,524	3,838	4,095
매입채무	568	777	996	1,141	1,354
유동성이자부채	24	40	1,340	1,485	1,493
비유동부채	158	165	315	305	295
비유동이자부채	82	71	66	46	26
부채총계	1,480	2,002	3,839	4,142	4,391
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,700	4,704	4,704	4,704	4,704
이익잉여금	1,229	1,617	2,388	3,206	4,181
자본조정	14	367	368	368	368
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,093	6,839	7,610	8,428	9,403
투하자본	3,908	3,895	5,688	5,734	6,327
순차입금	(385)	(535)	(132)	(831)	(1,138)
ROA(%)	4.4	4.8	7.6	6.8	7.4
ROE(%)	5.7	6.0	10.7	10.2	10.9
ROIC(%)	9.8	10.1	13.5	12.8	14.7

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data (원)					
EPS	987	1,301	2,568	2,726	3,248
BPS	20,309	22,785	25,354	28,079	31,328
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	93.8	69.9	27.0	25.4	21.3
PBR	4.6	4.0	2.7	2.5	2.2
EV/ EBITDA	16.6	17.7	10.1	9.1	7.9
배당수익율(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	16.9	17.3	8.2	10.4	9.2
PSR	5.3	5.6	3.0	2.6	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	24.3	29.3	50.4	49.2	46.7
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	122.7	141.5	149.4
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	52.3	48.2	48.9
현금+투자자산	46.5	51.3	47.7	51.8	51.1
자본구조 (%)					
차입금	1.7	1.6	15.6	15.4	13.9
자기자본	98.3	98.4	84.4	84.6	86.1

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	52	(84)	195	1,886	2,106
당기순이익	296	390	771	818	975
자산상각비	1,162	991	1,191	1,171	1,266
운전자본증감	(1,441)	(1,549)	(2,292)	(114)	(145)
매출채권감소(증가)	(314)	22	(370)	(235)	(346)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(115)	187	246	145	214
투자현금	(163)	265	(563)	(1,187)	(1,800)
단기투자자산감소	(487)	280	(22)	0	0
장기투자증권감소	1,357	0	(75)	(73)	(76)
설비투자	(72)	(23)	(36)	(39)	(46)
유무형자산감소	(12)	(3)	(399)	(1,000)	(1,600)
재무현금	0	(30)	1,241	125	(13)
차입금증가	(14)	(19)	1,254	125	(13)
자본증가	8	3	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
현금 증감	(107)	155	892	824	294
총현금흐름(Gross CF)	1,646	1,576	2,551	1,999	2,252
(-) 운전자본증가(감소)	491	(613)	719	114	145
(-) 설비투자	72	23	36	39	46
(+) 자산매각	(12)	(3)	(399)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,072	2,163	1,397	847	461
(-) 기타투자	(1,357)	0	75	73	76
잉여현금	2,429	2,163	1,322	774	385

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	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	(28.2)	(18.5)
2022-11-09	Buy	100,000		

투자이건(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 기관투자가 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, 대어, 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