

# 스튜디오드래곤 (253450.KQ)

## 펀더멘털과 모멘텀 모두 준비 완료

Company Comment | 2022. 11. 18

※ ESG Index/Event는 39페이지 참조

펀더멘털 및 모멘텀 모두 강한 가운데, 넷플릭스 광고 도입에 따른 간접 수혜까지 기대되는 사업자. OTT 사업자들과의 바인딩 계약을 통해, 경기 둔화 국면에서도 비교적 안정적 실적을 유지할 수 있다는 점도 매력적

### 강한 펀더멘털 + 높은 모멘텀 + 우호적 전방산업

투자 의견 Buy, 목표주가 100,000원으로 산업 내 Top-pick 유지

펀더멘털(넷플릭스 재계약에 따른 판가 상승, 안정적 분기 납품 편수) 및 모멘텀(2023년 예정된 넷플릭스 대형 오리지널 3편: 더 글로리S2, 스위트홈S2, 경성크리처S1) 측면에서의 투자 매력도 높은 가운데, 넷플릭스 광고 도입에 따른 간접 수혜(밸류에이션 리레이팅, 새로운 수익구조) 기대

### 투자 포인트 1: OTT향 판가(P) 상승이 주는 기회와 버퍼

넷플릭스와의 작품 공급 바인딩 계약은 12월 말 마무리될 것으로 예상. 지난 3년간 동사가 넷플릭스에 공급한 작품 대부분이 아시아 및 서구권에서 흥행에 성공한 덕에 우호적인 조건으로 계약 진행된 것으로 파악. 작품당 판매가격(P) 성장에 힘입어 프로젝트당 마진이 유의미하게 개선될 전망. 만일 2023년 경기 둔화로 방송광고 시장이 어려워짐에 따라 편성 매출이 감소한다해도, OTT향 판매 호조가 수익성의 버퍼로 작용할 전망. 참고로 3분기 OTT향 오리지널 수익성 악화는, 신규OTT로의 초기 물량 납품에 따른 일시적 요인. 향후 넷플릭스 외 글로벌OTT와의 바인딩계약 이어질 것으로 보이는 만큼, 경기 둔화 국면에서도 비교적 안정적인 수익성 유지할 것

### 투자 포인트 2: 할리우드 진출이 가져올 납품 편수(Q) 안정성

2023년 동사의 첫 할리우드 드라마 'The Big Door Prize(애플TV)' 방영 확정. 회당 제작비 50억원 수준의 10부작 드라마이나, 스카이텐스와 5:5로 합작한 만큼 동사 인식분은 250억원대. 제작비 및 시즌1 수익성 기준으로는 국내 대작 1편 수준. 현재 예정된 '설계자들(유니버설)', '이글 아이(CBS)', '마스터마인드(CBS)'의 구조 역시 유사할 것. 할리우드 드라마 제작의 진정한 효과는, 납품처 확대에 따른 분기 납품 편수(Q) 상향 효과임

## Buy (유지)

목표주가	100,000원 (유지)		
현재가 (22/11/17)	69,300원		
업종	콘텐츠		
KOSPI / KOSDAQ	2,442.90 / 737.54		
시가총액(보통주)	2,080.0십억원		
발행주식수(보통주)	30.1백만주		
52주 최고가('21/11/19)	96,400원		
최저가('22/10/13)	59,100원		
평균거래대금(60일)	7.3십억원		
배당수익률(2022E)	0.00%		
외국인지분율	10.9%		
주요주주			
CJ ENM 외 3 인	54.9%		
네이버	6.3%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-11.3	-11.0	-27.8
상대수익률 (%)	-0.5	4.5	0.9

	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
(지배지분)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



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	28.5	27.2	6.7	5.5	24.8	21.1
Walt Disney	21.9	17.0	1.7	1.6	8.2	10.4
CJ ENM	31.9	12.4	0.5	0.5	0.8	3.9
콘텐츠리중앙	N/A	35.1	3.2	2.9	-17.3	10.5
에이스토리	N/A	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
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 &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	487.1	721.3	706.5	740.0
영업이익	52.6	86.0	102.6	120.3
영업이익률	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	1,301	2,452	2,600	2,916
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	3Q22	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
<i>%y-y(매출액)</i>	<i>7.6</i>	<i>25.9</i>	<i>-19.0</i>	<i>41.3</i>	<i>-2.7</i>	<i>-34.3</i>	<i>9.2</i>	<i>7.4</i>	<i>3.4</i>	<i>48.5</i>	<i>97.2</i>	<i>44.6</i>	<i>23.5</i>	<i>12.2</i>	<i>-7.3</i>	<i>48.1</i>
<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
<i>%y-y(영업이익)</i>	<i>4.8</i>	<i>57.1</i>	<i>46.4</i>	<i>흑전</i>	<i>54.6</i>	<i>-18.6</i>	<i>-8.7</i>	<i>37.6</i>	<i>1.4</i>	<i>95.7</i>	<i>29.9</i>	<i>245.6</i>	<i>-28.0</i>	<i>71.0</i>	<i>7.1</i>	<i>63.5</i>
<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: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

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