

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

아쉬울 실적에도 여전히 기대되는 이유

Company Comment | 2023. 1. 13

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

4분기 자회사 PPA 상각비 및 '아일랜드' 매출 제한적 반영으로 어닝 쇼크 예상. 단, 대기 중인 글로벌OTT 오리지널 작품 풍부한 데다 중국 동시방영 기대감도 여전히 유효한 상황. 풍부한 투자 모멘텀에 주목할 시점

2023: 다수의 기대작 + 중국 기대감

투자의견 Buy 유지. 넷플릭스 재계약에 따른 평가(P) 성장에 캡티브 기반 안정적 분기 편성(Q)에서 차별화된 사업자. 12월 공개된 넷플릭스 오리지널 '더 글로리' 및 아마존 첫 납품작 '아일랜드'가 글로벌 흥행에 성공하며 글로벌 레퍼런스가 재차 강화되는 구간. 2023년 예정 기대작도 다수. '경성 크리처', '스위트홈', '눈물의 여왕' 등. 연말께 중국 동시방영 기대감도 유효. 목표주가 100,000원 유지. 기준 시점은 2023년, Target EV/EBITDA는 글로벌 피어 2023F 평균 EV/EBITDA인 15배(기존 17배)를 적용함

중국 동시방영 재개 시 가장 큰 수혜 기대

12월 중국OTT 유쿠에 '스물다섯 스물하나'가 방영됨. 12월 중국으로 방영된 3개의 드라마 중 유일하게 메이저 플랫폼으로 방영된 당해년도 작품이라는 점에서 유의미한 것으로 판단. 한한령의 완전한 해제를 단언하기는 이르나, 구작 방영 허가 사례가 점진적으로 늘어나고 있다는 점이 중요한 시점. 빠르면 연말 혹은 내년 중국向 동시방영 재개 시 가장 큰 수혜 기대

4Q22 Preview: 자회사 PPA 상각비 + 일반 작품 위주의 편성

4분기 연결기준 매출 1,981억원(+34% y-y), 영업이익 57억원(-10% y-y)으로 어닝 쇼크 기록. 비교적 아쉬운 수익성 기록한 탓

'빅마우스' 정산, 넷플릭스 오리지널 '더 글로리 Pt1(8회)', '셀러브리티(12회)' 납품 수익 및 'The Big Door Prize' 잔여 회차(3회) 관련 수익까지 인식됨. 다만 텐트폴 '아일랜드'의 경우 2회차 수익까지만 반영된 가운데, 분기 중 TV 편성 작품들이 대체로 텐트폴이 아닌 일반 작품이었고, 구작 판매가 부재했음. 여기에 인센티브 비용 및 길픽처스 관련 PPA 상각비 일시 반영 영향까지 더해지며 수익성 측면에서는 불리했던 것으로 판단

스튜디오드래곤 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E					1Q23F
					예상치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	147.9	121.1	157.5	228.9	198.1	33.9	-13.5	213.8	166.7	171.0
영업이익	6.3	18.1	27.0	18.9	5.7	-9.6	-69.7	21.9	15.3	21.0
영업이익률	4.3	15.0	17.1	8.3	2.9	-	-	10.3	9.2	12.3
세전이익	-1.6	20.1	30.0	25.5	3.2	흑전	-87.2	19.4	16.2	22.2
(지배)순이익	-0.8	15.6	25.6	17.8	2.4	흑전	-86.3	14.6	8.1	16.3

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

Buy (유지)

목표주가 100,000원 (유지)

현재가 (23/01/12) 78,800원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2,365.10 / 710.82
시가총액(보통주)	2,368.6십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('22/04/13)	94,600원
최저가('22/10/13)	59,100원
평균거래대금(60일)	14.9십억원
배당수익률(2022E)	0.00%
외국인지분율	11.0%

주요주주	
CJ ENM 외 3 인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	29.4	10.5	-9.8
상대수익률 (%)p	22.3	16.7	25.7

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	487.1	705.5	704.9	738.6
증감률	-7.3	44.8	-0.1	4.8
영업이익	52.6	69.8	101.7	119.5
증감률	7.1	32.7	45.7	17.5
영업이익률	10.8	9.9	14.4	16.2
(지배)순이익	39.0	61.5	77.5	87.0
EPS	1,301	2,048	2,578	2,895
증감률	24.6	57.4	25.9	12.3
PER	69.9	42.0	30.6	27.2
PBR	4.0	3.5	2.9	2.6
EV/EBITDA	17.6	12.0	10.8	9.5
ROE	6.0	8.6	9.9	10.0
부채비율	29.3	28.2	26.6	25.5
순차입금	-64.6	-104.3	-204.3	-318.6

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

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

RA 이승준

02)2229-6943, seungjun@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	30.9	29.7	7.1	5.9	24.8	20.7
Walt Disney	24.0	18.3	1.8	1.6	7.3	9.2
CJ ENM	N/A	16.7	0.6	0.6	-0.8	3.4
콘텐츠리중앙	N/A	39.0	3.7	3.4	-18.1	10.7
에이스토리	16.7	12.7	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	42.0	30.6	27.2
PBR	4.6	4.0	3.5	2.9	2.6
PSR	5.0	5.6	3.7	3.4	3.2
ROE	5.7	6.0	8.6	9.9	10.0
ROIC	10.2	13.5	7.0	22.9	30.5

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.

2023: 다수의 기대작 + 중국 기대감

투자 의견

Buy 유지

스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy를 유지한다. 2023년부터 유효할 넷플릭스 재계약에 따라 평가(P) 성장이 기대되는 가운데, 캡티브 기반의 안정적 분기 편성(Q)까지 차별화된 모습을 보이는 사업자이다. 지난 12월 말 공개된 넷플릭스 오리지널 '더 글로리 Pt1' 및 아마존 첫 납품작 '아일랜드'가 글로벌 흥행에 성공하며 글로벌 레퍼런스가 재차 강화되는 구간이다. 특히 두 작품 모두 아시아권에서는 대체로 1위를 수성하며 아시아 시장에서의 동사 작품의 강점을 재차 증명했다. 2023년 방영이 예정된 초대형 기대작 중 넷플릭스 오리지널 '경성크리처', '스위트홈 S2' 및 하반기 넷플 '눈물의 여왕', '아스달 연대기 S2' 등 다수가 동사 제작이다. (참고로 기대작 '별들에게 물어봐(이민호 출연)'의 경우 다양한 판매 옵션 확보를 위해 2024년으로 방영 일정이 늦춰진 것으로 추정) 최근 중국향 한국드라마 방영이 늘어나는 가운데, 동시방영 재개 시 가장 큰 수혜가 기대되는 사업자라는 점도 매력적이다.

목표주가

100,000원 유지

목표주가는 100,000원을 유지한다. 산정 시 기준 시점은 2023년을 적용했으며, Target EV/EBITDA는 전방산업 주요 사업자(주요 콘텐츠 구매자)들의 2023F 평균 EV/EBITDA인 15배(기준 17배)를 적용했다. 참고로 2023년 연간 실적 추정치의 경우 자회사 PPA 상각비 등 경상비 증가세를 고려해 소폭 하향 조정했다.

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

	2023F	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치	201.0	EV/EBITDA	15.0	3,015.6	Global Peer 2023F EV/EBITDA
순차입금				-204.3	
Total Value				3,219.9	
목표주가				100,000	Upside 26.9%
총 주식수				30,058,498	

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 전방산업 EV/EBITDA - 주요 Global OTT Buyer

(단위: 배)

EV/EBITDA	Netflix	Disney	Amazon	3사 Average
2020	50	28	31	36
2021	43	15	26	28
2022E	24	14	13	17
2023F	21	12	11	15

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표3. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	487.1	705.5	704.9	738.6
	- 수정 전		721.3	706.5	740.0
	- 변동률		-2.2	-0.2	-0.2
영업이익	- 수정 후	52.6	69.8	101.7	119.5
	- 수정 전		86.0	102.6	120.3
	- 변동률		-18.8	-0.9	-0.7
영업이익률(수정 후)		10.8	9.9	14.4	16.2
EBITDA		151.6	207.1	201.0	216.8
(지배지분)순이익		39.0	61.5	77.5	87.0
EPS	- 수정 후	1,301	2,048	2,578	2,895
	- 수정 전		2,452	2,600	2,916
	- 변동률		-16.5	-0.8	-0.7
PER		69.9	42.0	30.6	27.2
PBR		4.0	3.5	2.9	2.6
EV/EBITDA		17.6	12.0	10.8	9.5
ROE		6.0	8.6	9.9	10.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	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	228.9	198.1	468.7	525.7	487.1	705.5
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	146.9	219.3	279.7	275.5	494.3
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	6.7	40.6	48.9	50.3	28.2
%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	33.9	23.5	12.2	-7.3	44.8
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	201.5	173.8	420.8	451.0	407.3	593.0
제작비	61.9	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	140.5	106.6	232.7	260.0	226.7	364.3
무형자산상각비	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	43.5	37.2	115.0	113.3	95.2	135.6
지급수수료 外	16.1	19.9	19.3	22.3	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	17.5	30.0	73.1	77.6	85.4	93.0
매출총이익	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	24.2	47.9	74.8	79.8	112.5
GPM%	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	12.2	10.2	14.2	16.4	15.9
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	5.7	28.7	49.1	52.6	69.8
OPM%	9.6	10.5	15.0	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	2.9	6.1	9.3	10.8	9.9
%y-y(영업이익)	4.8	57.1	46.4	-214.7	54.6	-18.6	-8.7	37.6	1.4	95.7	29.9	-9.6	-28.0	71.0	7.1	32.7
당기순이익	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	17.8	2.4	26.4	29.7	39.0	61.5
NPM%	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	16.2	7.8	1.2	5.6	5.6	8.0	8.7

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	487.1	705.5	704.9	738.6
증감률 (%)	-7.3	44.8	-0.1	4.8
매출원가	407.3	593.0	566.5	578.4
매출총이익	79.8	112.5	138.4	160.2
Gross 마진 (%)	16.4	15.9	19.6	21.7
판매비와 일반관리비	27.2	42.7	36.7	40.7
영업이익	52.6	69.8	101.7	119.5
증감률 (%)	7.1	32.7	45.7	17.5
OP 마진 (%)	10.8	9.9	14.4	16.2
EBITDA	151.6	207.1	201.0	216.8
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	78.8	105.4	118.4
법인세비용	13.0	17.4	27.9	31.4
계속사업이익	39.0	61.5	77.5	87.0
당기순이익	39.0	61.5	77.5	87.0
증감률 (%)	31.8	57.7	26.0	12.3
Net 마진 (%)	8.0	8.7	11.0	11.8
지배주주지분 순이익	39.0	61.5	77.5	87.0
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	35.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.2	61.5	77.5	87.0

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	69.9	42.0	30.6	27.2
PBR(X)	4.0	3.5	2.9	2.6
PCR(X)	17.3	12.1	11.8	11.3
PSR(X)	5.6	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA(X)	17.6	12.0	10.8	9.5
EV/EBIT(X)	50.7	35.6	21.3	17.2
EPS(W)	1,301	2,048	2,578	2,895
BPS(W)	22,785	24,796	27,374	30,269
SPS(W)	16,233	23,502	23,452	24,571
자기자본이익률(ROE, %)	6.0	8.6	9.9	10.0
총자산이익률(ROA, %)	4.8	6.7	7.8	8.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	13.5	7.0	22.9	30.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	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	-14.0	-24.8	-35.0
총부채/ 자기자본(%)	29.3	28.2	26.6	25.5
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	126.6	148.7	196.2	242.1
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	91,000	86,000	78,800	78,800
시가총액(십억원)	2,731	2,585	2,369	2,369

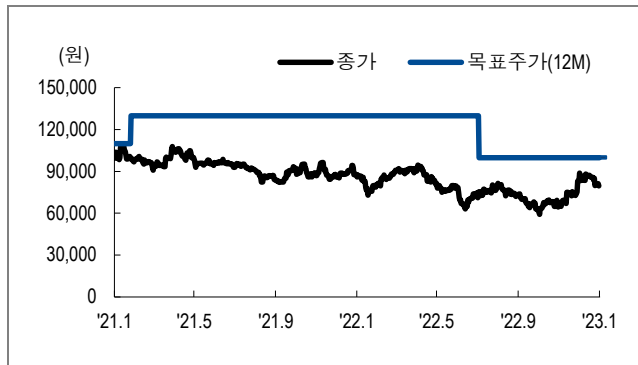
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	64.6	104.3	204.3	318.6
매출채권	123.6	136.0	142.8	147.1
유동자산	232.5	285.8	394.0	514.0
유형자산	7.7	7.0	6.5	6.1
투자자산	240.8	289.0	303.4	318.6
비유동자산	651.5	669.7	647.8	627.5
자산총계	884.0	955.5	1,042	1,142
단기성부채	4.0	4.4	4.1	6.0
매입채무	17.0	17.0	17.3	18.0
유동부채	183.6	192.3	200.8	212.3
장기성부채	7.1	7.9	7.9	7.9
장기충당부채	0.3	0.4	0.3	0.5
비유동부채	16.5	17.9	18.2	19.3
부채총계	200.2	210.2	219.0	231.7
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	470.4	470.4	470.4
이익잉여금	161.7	223.2	300.7	387.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	745.3	822.8	909.8

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	-8.4	191.5	173.9	182.9
당기순이익	39.0	61.5	77.5	87.0
+ 유/무형자산상각비	99.1	137.3	99.4	97.4
+ 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	213.9	200.8	209.1
- 운전자본의증가(감소)	-154.9	-5.0	1.0	5.1
투자활동 현금흐름	26.5	-153.2	-73.5	-70.5
+ 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	189.5	171.9	180.9
Net Cash Flow	18.1	38.4	100.4	112.4
재무활동현금흐름	-3.0	1.3	-0.3	1.8
자기자본 증가	0.4	0.0	0.0	0.0
부채증감	-3.4	1.3	-0.3	1.8
현금의증가	15.5	39.6	100.0	114.3
기말현금 및 현금성자산	64.6	104.3	204.3	318.6
기말 순부채(순현금)	-64.6	-104.3	-204.3	-318.6

투자이전 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이전	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 투자이전 분포는 다음과 같습니다. (2023년 1월 6일 기준)

- 투자이전 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 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 배우자는 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.