

2023. 2. 10



▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 105,000 원

현재주가 (2.9) 83,400 원

상승여력 25.9%

KOSDAQ 784.58pt

시가총액 25,069억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.21%

외국인비중 10.94%

52주 최고/최저가 94,600원/59,100원

평균거래대금 167.1억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 2.6 6개월 4.5 12개월 3.3

절대주가 -8.3 11.0 19.9

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

실적 부진을 잊게 하는 긍정적 전망

- ✓ 4Q22 연결 영업이익 12억원(-81.4% YoY)으로 시장 컨센서스(88억원) 크게 하회
- ✓ 높은 외형 성장에도 상각비 증가, 구작 판매 부진, 임직원 성과급으로 수익성 부진
- ✓ 1Q23 연결 매출액 1,721억원(+42.1% YoY), 영업이익 239억원(+32.3% YoY) 전망
- ✓ 2023년 방영편수 35편으로 전년 수준을 유지하나, 편당 제작비 약 30% 증가 전망
- ✓ 넷플릭스와의 계약 마무리에 이어 새로운 OTT와의 볼륨딜 역시 진행 중

4Q22 Review: 시장 기대를 크게 하회한 영업이익

4Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,905억원(+28.8% YoY), 12억원(-81.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 88억원)를 크게 하회했다. <더 글로리>, <셀러브리티> 등 글로벌 OTT 오리지널 콘텐츠 중심으로 총 101회차가 반영되며 높은 외형 성장이 나타났다. 다만, 2022년 9월 인수한 '길픽처스' PPA 상각비 32억원이 일시 반영됐고, 제작 규모가 큰 작품들의 상각비 반영, 구작 판매 부진, 임직원 성과급 등으로 인해 수익성은 악화됐다.

1Q23 및 2023년 Preview

1Q23 주요 라인업은 <더 글로리 S2>, <방과후 전쟁활동>, <미끼 Part1>, <판도라: 조작된 낙원> 등이며, 이를 반영한 1Q23 매출액과 영업이익은 각각 1,721억원(+42.1% YoY), 239억원(+32.3% YoY)을 전망한다. 2023년 연간 방영편수는 35편으로 작년과 동일한 수준을 유지하나, 편당 제작비가 약 30% 증가함에 따라 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 +13.8%, 40.2% 성장할 전망이다.

2023년부터 본격화되는 콘텐츠의 글로벌화

길었던 넷플릭스와 재계약은 좋은 조건으로 마무리되었고, 새로운 OTT와의 볼륨딜 역시 진행 중이다. 방영편수가 늘어나지 않는 점은 다소 아쉽지만, 글로벌 스튜디오와의 공동 투자로 제작 규모를 키우고 시즌제 드라마가 확대되는 만큼 수익성 측면에서는 확연히 개선된 모습을 기대해도 좋을 전망이다. <The Big Door Prize> 사례와 같이 콘텐츠의 글로벌화를 통해 해외 플랫폼과 유리한 협상 구조를 가져가는 점 역시 긍정적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022P	698.0	65.2	50.5	1,682	29.2	24,466	39.3	2.7	8.8	7.1	29.0
2023E	794.6	91.5	72.6	2,417	43.7	26,883	34.5	3.1	10.1	9.4	27.2
2024E	935.5	120.7	94.4	3,146	30.1	30,029	26.5	2.8	8.0	11.1	28.5

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	190.5	147.9	28.8	228.9	-16.8	162.8	17.0	164.7	15.6
영업이익	1.2	6.3	-81.4	18.9	-93.8	8.8	-86.6	4.2	-71.8
세전이익	-17.0	-1.6	적축	25.5	적전	8.0	-311.9	5.4	-414.2
순이익	-8.5	-0.8	적축	17.8	적전	8.2	-203.3	4.3	-298.6

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 2023년 사업 전략

1
협상력 기반 경영 환경 개선

신작 ASP 상승률 추이

2020: 19%
2021: 8%
2022: 48%
2023: (추정)

[Netflix 재계약]
· 2020 Netflix 장기 계약 시작, ASP 대폭 상승
· 2023 협상력 증명, 또한 단계 상승 기대

[신규 OTT 계약]
· 2022 신규 플랫폼 서비스 시작, ASP 상승 기여
· 신, 구작의 안정적 공급, 수익성에 긍정적 효과

2
Globalization

Premium IP

<도적: 칼의 소리> <경성크리자> <이두나>

시존제 작품

<스위트홈> <경이로운 소문> <구미호단>

3
Localization

2022

<The Big Door Prize>
글로벌 프로젝트 가시화 시작
Skydance Media와의 협업
첫 Apple TV+ 오리지널

2023

- 美 프로젝트 제작 · Series Order 안정화
- 日 프로젝트 성과 가시화

자료: 스튜디오드래곤

그림2 스튜디오드래곤 1Q23 주요 라인업

더 글로리 S2 8부	방과후 전쟁활동 10부	일타스캔들 8부	아일랜드 Part 2 6부	미끼 Part 1 6부	판도라: 조작된 낙원 16부
Netflix	Tving	tvN Netflix	Tving Amazon	Coupang Play	tvN
<도깨비> <미스터 션샤인> 김은숙 작가	이남규 작가 윤소영 작가	<한번 다녀왔습니다> <오나의 귀신담> 양희승 작가	오보현 작가	<미스트라스> 김진욱 작가	<펜트하우스> 김순욱 크리에이터 현지민 작가
<청춘기록> <해피니스> 안길호 감독	<미스터 기간제> 성용일 감독	<오나의 귀신담> <갯마을차차> 유재원 감독	<웹툰동맹> 박배중 감독	<보이스> <은 The Guest> 김홍선 감독	<원더우먼> 최영훈 감독
출연진 송혜교 이도현	출연진 신현수, 임세미 최분희	출연진 전도연 정경호	출연진 김남길, 이다희 차은우	출연진 장근석, 허성태 이엘리아	출연진 이지아 이상윤

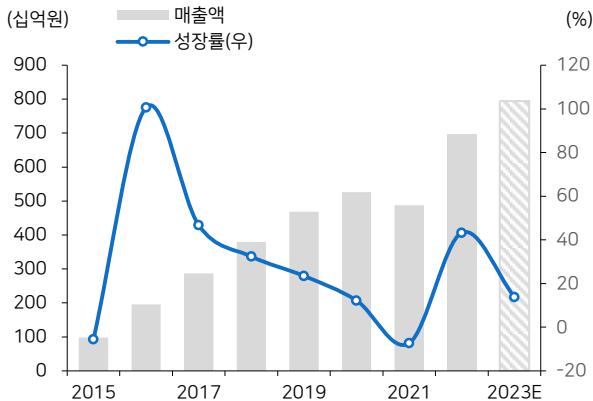
자료: 스튜디오드래곤

표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	172.1	194.0	200.4	228.1	487.1	698.0	794.6
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	28.8%	42.1%	23.2%	-12.4%	19.7%	-7.3%	43.3%	13.8%
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	59.0	49.9	49.1	63.2	161.3	192.5	221.2
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	101.6	133.9	141.3	152.8	275.5	480.2	529.6
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	11.5	10.2	10.1	12.1	50.3	25.2	43.8
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	140.0	162.8	171.4	191.3	407.3	598.0	665.4
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	34.3%	46.4%	33.3%	-14.9%	7.0%	-9.7%	46.8%	11.3%
제작원가	45.0	72.2	140.5	103.9	87.6	107.9	110.0	119.8	226.7	361.6	425.3
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	30.4	31.3	36.4	44.2	95.2	149.9	142.3
기타	25.5	20.1	17.5	23.4	21.9	23.6	25.0	27.3	84.9	86.5	97.8
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	32.1	31.3	29.0	36.8	79.8	100.0	129.2
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	-20.7%	25.7%	-11.7%	6.0%	214.4%	6.6%	25.3%	29.2%
GPm(%)	21.1%	22.5%	12.0%	6.1%	18.6%	16.1%	14.5%	16.1%	16.4%	14.3%	16.3%
판관비	7.4	8.4	8.4	10.5	8.1	9.1	9.1	11.4	27.2	34.8	37.7
% YoY	27.6%	28.3%	31.7%	25.1%	9.9%	7.9%	8.3%	8.3%	6.0%	27.9%	8.5%
인건비	4.3	4.3	5.1	6.5	4.8	4.8	5.6	7.2	14.6	20.2	22.4
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	2.3	2.2	1.8
지급수수료	1.4	2.0	1.8	2.1	1.5	2.1	2.0	2.2	6.0	7.3	7.8
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.3	0.0	0.1	0.4	0.4	0.4
기타	1.2	1.2	1.1	1.4	1.3	1.3	1.2	1.5	4.0	4.8	5.3
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	23.9	22.2	19.9	25.4	52.6	65.2	91.5
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	-81.4%	32.2%	-17.7%	5.0%	2054.2%	7.0%	24.0%	40.2%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	0.6%	13.9%	11.4%	9.9%	11.1%	10.8%	9.3%	11.5%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	-17.0	25.5	24.4	22.2	20.9	52.0	58.6	93.0
법인세비용	4.5	4.5	7.6	-8.5	5.6	5.4	4.9	4.6	13.0	8.1	20.5
당기순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	19.9	19.0	17.3	16.3	39.0	50.5	72.6
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	-4.4%	11.6%	9.8%	8.7%	7.2%	8.0%	7.2%	9.1%

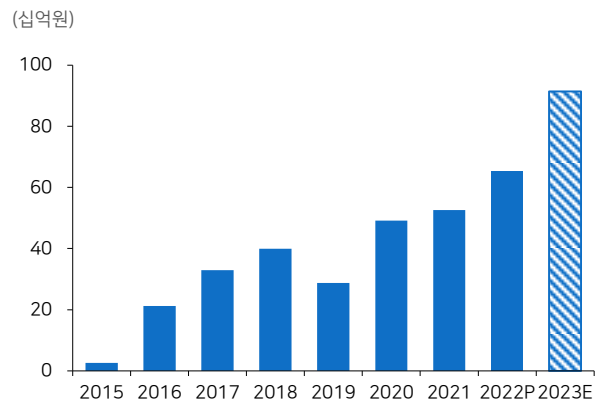
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	525.7	487.1	698.0	794.6	935.5
매출액증가율 (%)	12.2	-7.3	43.3	13.8	17.7
매출원가	451.0	407.4	598.0	665.4	774.4
매출총이익	74.8	79.8	100.0	129.2	161.1
판매관리비	25.7	27.2	34.8	37.7	40.3
영업이익	49.1	52.6	65.2	91.5	120.7
영업이익률	9.3	10.8	9.3	11.5	12.9
금융손익	-3.8	4.3	2.2	8.3	8.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-8.8	-6.7	-7.8
세전계속사업이익	41.5	52.0	58.6	93.0	121.1
법인세비용	11.9	13.0	8.1	20.5	26.6
당기순이익	29.6	39.1	50.5	72.6	94.4
지배주주지분 손이익	29.6	39.1	50.5	72.6	94.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	-8.4	142.4	187.8	241.5
당기순이익(손실)	29.6	39.1	50.5	72.6	94.4
유형자산상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	149.9	142.3	159.4
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-59.0	-27.0	-10.5
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-123.5	-122.8	-126.3
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-166.7	-60.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.0	-3.0	0.9	-0.2	0.1
차입금의 증감	0.7	0.5	1.7	0.8	1.1
자본의 증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	15.5	19.7	64.8	115.3
기초현금	59.8	49.1	64.6	84.3	149.2
기말현금	49.1	64.6	84.3	149.2	264.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	322.6	419.7	582.0
현금및현금성자산	49.1	64.6	84.3	149.2	264.5
매출채권	106.7	123.6	177.1	201.7	237.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	625.0	606.5	576.3
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	273.1	255.8	226.4
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	947.6	1,026.2	1,158.2
유동부채	132.1	183.6	192.7	196.8	231.8
매입채무	5.9	17.0	24.3	27.7	32.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	20.6	22.5	25.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.0	200.2	213.3	219.3	256.9
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
기타포괄이익누계액	1.8	37.2	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	122.9	161.7	212.2	284.8	379.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	734.3	806.9	901.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	23,255	26,474	31,168
EPS(지배주주)	1,044	1,301	1,682	2,417	3,146
CFPS	5,803	5,254	6,978	7,838	9,285
EBITDAPS	5,828	5,054	7,220	7,828	9,363
BPS	20,309	22,785	24,466	26,883	30,029
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	39.3	34.5	26.5
PCR	16.0	17.3	9.5	10.6	9.0
PSR	5.0	5.6	2.8	3.2	2.7
PBR	4.6	4.0	2.7	3.1	2.8
EBITDA	165.3	151.7	216.7	235.0	281.0
EV/EBITDA	16.3	17.6	8.8	10.1	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	7.1	9.4	11.1
EBITDA 이익률	31.4	31.1	31.0	29.6	30.0
부채비율	24.3	29.3	29.0	27.2	28.5
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	67.6	76.2	96.8	119.1
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.6	4.2	4.3
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

