

2023. 5. 8



▲ 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) 100,000 원

현재주가 (5.4) 68,000 원

상승여력 47.1%

KOSDAQ 845.06pt

시가총액 20,440억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.21%

외국인비중 8.82%

52주 최고/최저가 88,900원/59,100원

평균거래대금 140.2억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.0 4.6 -20.3

상대주가 -2.6 -14.1 -15.1

주가그래프



| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|-------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2021 | 487.1 | 52.6 | 39.1 | 1,301 | 24.6 | 22,785 | 69.9 | 4.0 | 17.6 | 6.0 | 29.3 |
| 2022 | 698.0 | 65.2 | 50.6 | 1,684 | 29.4 | 21,982 | 51.1 | 3.9 | 12.1 | 7.5 | 65.1 |
| 2023E | 816.7 | 89.2 | 70.6 | 2,348 | 39.4 | 24,329 | 29.0 | 2.8 | 9.0 | 10.1 | 54.7 |
| 2024E | 858.7 | 110.5 | 85.3 | 2,839 | 20.9 | 27,168 | 24.0 | 2.5 | 7.5 | 11.0 | 47.3 |
| 2025E | 903.8 | 118.6 | 91.8 | 3,053 | 7.5 | 30,221 | 22.3 | 2.3 | 6.6 | 10.6 | 41.6 |

스튜디오드래곤 253450

더 지켜볼 만한 가치가 있다

- ✓ 1Q23 연결 영업이익 216억원(+19.4% YoY)으로 시장 컨센서스(202억원) 소폭 상회
- ✓ 높은 외형 성장에도 구작 판매 부진으로 작품별 프로젝트 마진 개선 효과 상쇄
- ✓ 2023년 편당 제작비 약 30% 증가로 매출액과 영업이익 +17.0%, +36.8% 증가 전망
- ✓ 넷플릭스 오리지널 콘텐츠는 올해 제작될 경우 내년 수익성에 본격적으로 기여
- ✓ 넷플릭스, 디즈니플러스 외 글로벌 OTT들과 콘텐츠 공급 계약에 대한 논의 지속

1Q23 Review: 기대감을 심어주기 충분한 1분기 실적

1Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,111억원(+74.4% YoY), 216억원(+19.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 202억원)를 소폭 상회했다. <일타스캔들>, <미끼> 등 방영회차는 112회로 전년 동기 대비 38회 증가하며 큰 폭의 외형 성장이 나타났다. 넷플릭스와의 재계약 체결 이후 첫 분기 실적 발표인 만큼 관전 포인트는 명확했으나 수익성 개선은 기대만큼 크지 않았다. 다만, 지난 1Q22 <유미의 세포들>, <여신강림> 구작 판매로 인한 이익 기여(50억원 추정)도 감안 시 1Q23 방영 작품들의 프로젝트 마진은 전반적으로 개선된 것으로 파악된다.

2023년 연결 영업이익 892억원(+36.8% YoY) 전망

2Q23 매출액과 영업이익은 각각 1,549억원(-1.7% YoY), 201억원(-25.5% YoY)을 전망한다. 2Q23에는 <구미호던 1938> 외에는 눈에 띄는 기대작이 없어 외형 성장 기대감은 낮으나, OTT 오리지널이 부재한 만큼 수익 개선 가능성은 높다. 2023년 주요 라인업은 <셀러브리티>, <경성크리처>, <별들에게 물어봐> 등으로 연간 방영편수는 35편으로 작년과 동일한 수준이 예상된다. 편당 제작비가 약 30% 증가함에 따라 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 +17.0%, +36.8% 증가할 전망이다.

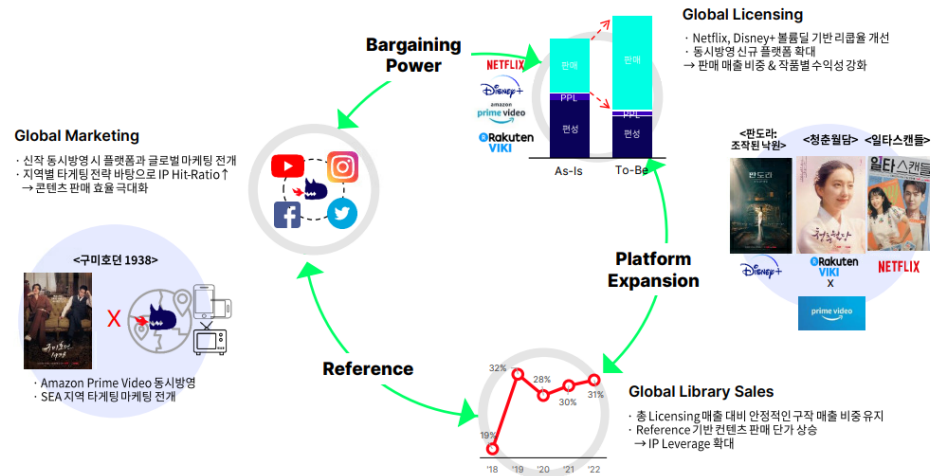
넷플릭스, 디즈니플러스 외 글로벌 OTT와 협상 중

올해 방영되는 넷플릭스 오리지널 콘텐츠는 이전 계약 기준으로 사전 제작된 만큼 이익 기여가 즉각적으로 나타나진 않으나, 2H23 혹은 1H24부터 작품별 마진이 개선될 전망이다. 넷플릭스, 디즈니플러스 외에도 글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠에 대한 관심이 여전한 만큼 공급 계약에 대한 논의 중인 점은 긍정적이다.

| (십억원) | 1Q23P | 1Q22 | (% YoY) | 4Q22 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | Meritz | (% diff.) |
|-------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|--------|-----------|
| 매출액 | 211.1 | 121.1 | 74.4 | 190.5 | 10.8 | 166.6 | 26.7 | 184.5 | 14.4 |
| 영업이익 | 21.6 | 18.1 | 19.4 | 1.2 | 1,732.1 | 20.2 | 7.0 | 20.7 | 4.4 |
| 세전이익 | 22.1 | 20.1 | 9.9 | -17.0 | 흑전 | 22.4 | -1.4 | 18.0 | 22.8 |
| 순이익 | 18.4 | 15.6 | 17.9 | -8.5 | 흑전 | 15.6 | 17.9 | 14.0 | 31.4 |

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 2023년 사업 전략



자료: 스튜디오드래곤

그림2 스튜디오드래곤 1Q23 주요 라인업

구미호던 1938
tvN, Amazon 동시방영
12부작
5/6-6/11

방과 후 전쟁활동
티빙 오리지널
10부작
4/21 part 2 공개

구미호던 1938

TBD

이번 생도 잘 부탁해
tvN, Netflix 동시 방영
12부작
6/17~7/23

스틸러: 일곱 개의 조선 통보
tvN
12부작
4/12-5/18

패밀리
tvN, Disney+ 동시 방영
12부작
4/17-5/23

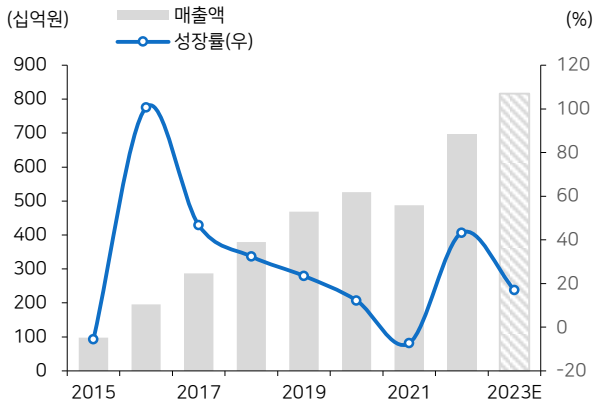
이로운 사기
tvN
16부작
5/29-7/18

자료: 스튜디오드래곤

| 표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23P | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E |
| 매출액 | 121.1 | 157.5 | 228.9 | 190.5 | 211.1 | 154.9 | 245.3 | 205.3 | 487.1 | 698.0 | 816.7 |
| % YoY | 3.4% | 48.6% | 97.2% | 28.8% | 74.4% | -1.7% | 7.2% | 7.8% | -7.3% | 43.3% | 17.0% |
| 편성 | 35.4 | 43.8 | 59.4 | 54.0 | 43.2 | 38.0 | 58.7 | 30.8 | 161.3 | 192.5 | 170.7 |
| 판매 | 77.7 | 103.9 | 165.8 | 132.8 | 165.7 | 108.3 | 175.2 | 167.0 | 275.5 | 480.2 | 616.2 |
| 기타 | 8.0 | 9.8 | 3.8 | 3.7 | 2.3 | 8.5 | 11.4 | 7.5 | 50.3 | 25.2 | 29.8 |
| 매출원가 | 95.6 | 122.1 | 201.5 | 178.8 | 180.3 | 125.7 | 204.2 | 178.4 | 407.3 | 598.0 | 688.6 |
| % YoY | 2.4% | 42.5% | 111.9% | 34.3% | 88.6% | 2.9% | 1.3% | -0.2% | -9.7% | 46.8% | 15.1% |
| 제작원가 | 45.0 | 72.2 | 140.5 | 103.9 | 108.1 | 85.9 | 138.3 | 111.7 | 226.7 | 361.6 | 444.0 |
| 무형자산상각비 | 25.1 | 29.8 | 43.5 | 51.5 | 46.5 | 24.5 | 33.3 | 32.9 | 95.2 | 149.9 | 137.2 |
| 기타 | 25.5 | 20.1 | 17.5 | 23.4 | 25.7 | 15.3 | 32.6 | 33.8 | 84.9 | 86.5 | 107.4 |
| 매출총이익 | 25.5 | 35.4 | 27.4 | 11.7 | 30.8 | 29.2 | 41.1 | 26.9 | 79.8 | 100.0 | 128.1 |
| % YoY | 7.6% | 74.0% | 30.5% | -20.7% | 20.9% | -17.4% | 50.1% | 130.0% | 6.6% | 25.3% | 28.1% |
| GPm(%) | 21.1% | 22.5% | 12.0% | 6.1% | 14.6% | 18.9% | 16.8% | 13.1% | 16.4% | 14.3% | 15.7% |
| 판관비 | 7.4 | 8.4 | 8.4 | 10.5 | 9.2 | 9.1 | 9.2 | 11.4 | 27.2 | 34.8 | 38.9 |
| % YoY | 27.6% | 28.3% | 31.7% | 25.1% | 24.7% | 8.3% | 8.6% | 8.3% | 6.0% | 27.9% | 11.9% |
| 인건비 | 4.3 | 4.3 | 5.1 | 6.5 | 5.1 | 4.8 | 5.6 | 7.2 | 14.6 | 20.2 | 22.7 |
| 유무형자산상각비 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 2.3 | 2.2 | 1.9 |
| 지급수수료 | 1.4 | 2.0 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.2 | 6.0 | 7.3 | 8.6 |
| 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 | 5.4 |
| 영업이익 | 18.1 | 27.0 | 18.9 | 1.2 | 21.6 | 20.1 | 31.9 | 15.5 | 52.6 | 65.2 | 89.2 |
| % YoY | 1.1% | 95.7% | 29.9% | -81.4% | 19.4% | -25.5% | 68.7% | 1215.7% | 7.0% | 24.0% | 36.8% |
| 영업이익률(%) | 14.9% | 17.1% | 8.3% | 0.6% | 10.2% | 13.0% | 13.0% | 7.6% | 10.8% | 9.3% | 10.9% |
| 법인세차감전순이익 | 20.1 | 30.0 | 25.5 | -17.0 | 22.1 | 21.6 | 34.3 | 11.0 | 52.0 | 58.6 | 89.0 |
| 법인세비용 | 4.5 | 4.5 | 7.6 | -8.5 | 3.7 | 4.7 | 7.5 | 2.4 | 13.0 | 8.1 | 18.4 |
| 당기순이익 | 15.6 | 25.6 | 17.8 | -8.5 | 18.4 | 16.8 | 26.7 | 8.6 | 39.0 | 50.6 | 70.6 |
| 당기순이익률(%) | 12.9% | 16.3% | 7.8% | -4.4% | 8.7% | 10.9% | 10.9% | 4.2% | 8.0% | 7.2% | 8.6% |

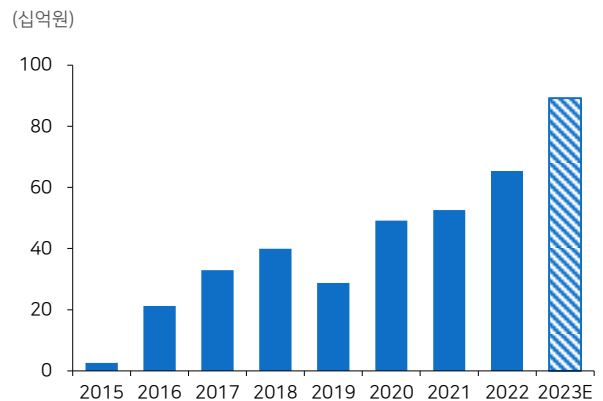
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

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) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 487.1 | 698.0 | 816.7 | 858.7 | 903.8 |
| 매출액증가율 (%) | -7.3 | 43.3 | 17.0 | 5.2 | 5.3 |
| 매출원가 | 407.4 | 597.9 | 688.6 | 706.6 | 741.1 |
| 매출총이익 | 79.8 | 100.0 | 128.1 | 152.2 | 162.7 |
| 판매관리비 | 27.2 | 34.8 | 38.9 | 41.7 | 44.2 |
| 영업이익 | 52.6 | 65.2 | 89.2 | 110.5 | 118.6 |
| 영업이익률 | 10.8 | 9.3 | 10.9 | 12.9 | 13.1 |
| 금융손익 | 4.3 | 2.2 | 7.3 | 7.1 | 7.0 |
| 중속/관계기업손익 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -4.8 | -8.9 | -7.5 | -8.2 | -7.9 |
| 세전계속사업이익 | 52.0 | 58.6 | 89.0 | 109.4 | 117.7 |
| 법인세비용 | 13.0 | 8.1 | 18.4 | 24.1 | 25.9 |
| 당기순이익 | 39.1 | 50.6 | 70.6 | 85.3 | 91.8 |
| 지배주주지분 손이익 | 39.1 | 50.6 | 70.6 | 85.3 | 91.8 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | -8.4 | -62.9 | 171.8 | 234.2 | 249.0 |
| 당기순이익(손실) | 39.1 | 50.6 | 70.6 | 85.3 | 91.8 |
| 유형자산상각비 | 3.8 | 3.3 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| 무형자산상각비 | 95.3 | 150.0 | 137.2 | 148.1 | 160.0 |
| 운전자본의 증감 | -155.0 | -279.6 | -42.7 | -3.5 | -3.7 |
| 투자활동 현금흐름 | 26.5 | -43.4 | -124.8 | -127.5 | -135.7 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2.3 | -4.5 | -1.5 | -1.5 | -1.5 |
| 투자자산의감소(증가) | -60.7 | 90.8 | -2.2 | -0.8 | -0.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -3.0 | 165.3 | -41.9 | -33.9 | -27.2 |
| 차입금의 증감 | 0.5 | 171.6 | -33.4 | -27.0 | -21.5 |
| 자본의 증가 | 0.4 | 3.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 15.5 | 59.1 | 5.1 | 72.7 | 86.1 |
| 기초현금 | 49.1 | 64.6 | 123.7 | 128.8 | 201.5 |
| 기말현금 | 64.6 | 123.7 | 128.8 | 201.5 | 287.6 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 232.5 | 400.1 | 451.4 | 540.5 | 644.1 |
| 현금및현금성자산 | 64.6 | 123.7 | 128.8 | 201.5 | 287.6 |
| 매출채권 | 123.6 | 141.7 | 165.9 | 174.4 | 183.6 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 651.5 | 690.5 | 679.9 | 662.0 | 642.5 |
| 유형자산 | 7.7 | 10.9 | 10.3 | 9.8 | 9.5 |
| 무형자산 | 298.0 | 377.8 | 365.7 | 347.6 | 327.6 |
| 투자자산 | 240.8 | 150.1 | 152.2 | 153.0 | 153.8 |
| 자산총계 | 884.0 | 1,090.7 | 1,131.3 | 1,202.6 | 1,286.7 |
| 유동부채 | 183.6 | 416.3 | 385.6 | 371.3 | 363.3 |
| 매입채무 | 17.0 | 16.2 | 18.9 | 19.9 | 21.0 |
| 단기차입금 | 0.0 | 170.0 | 136.0 | 108.8 | 87.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 16.5 | 13.7 | 14.4 | 14.7 | 15.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 200.2 | 429.9 | 400.0 | 385.9 | 378.3 |
| 자본금 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 자본잉여금 | 470.4 | 473.4 | 473.4 | 473.4 | 473.4 |
| 기타포괄이익누계액 | 37.2 | -39.8 | -39.8 | -39.8 | -39.8 |
| 이익잉여금 | 161.7 | 212.6 | 283.1 | 368.5 | 460.2 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 683.9 | 660.7 | 731.3 | 816.6 | 908.4 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 16,233 | 23,250 | 27,169 | 28,569 | 30,070 |
| EPS(지배주주) | 1,301 | 1,684 | 2,348 | 2,839 | 3,053 |
| CFPS | 5,254 | 7,544 | 7,749 | 8,706 | 9,268 |
| EBITDAPS | 5,054 | 7,279 | 7,602 | 8,669 | 9,329 |
| BPS | 22,785 | 21,982 | 24,329 | 27,168 | 30,221 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 69.9 | 51.1 | 29.0 | 24.0 | 22.3 |
| PCR | 17.3 | 11.4 | 8.8 | 7.8 | 7.3 |
| PSR | 5.6 | 3.7 | 2.5 | 2.4 | 2.3 |
| PBR | 4.0 | 3.9 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| EBITDA | 151.7 | 218.5 | 228.5 | 260.6 | 280.4 |
| EV/EBITDA | 17.6 | 12.1 | 9.0 | 7.5 | 6.6 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.0 | 7.5 | 10.1 | 11.0 | 10.6 |
| EBITDA 이익률 | 31.1 | 31.3 | 28.0 | 30.3 | 31.0 |
| 부채비율 | 29.3 | 65.1 | 54.7 | 47.3 | 41.6 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.7 | 1.0 | 0.8 | 0.6 |
| 이자보상배율(x) | 67.6 | 13.2 | 10.6 | 16.0 | 20.9 |
| 매출채권회전율(x) | 4.2 | 5.3 | 5.3 | 5.0 | 5.1 |
| 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 추천 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 하시기를 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 | 85.3% |
| 중립 | 14.7% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

