

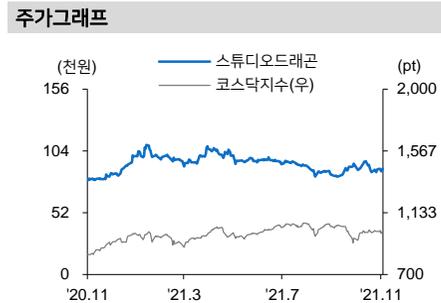
스튜디오드래곤(253450) 실적도 주가도 Another level로

Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	150,000원
현재주가 (11. 12)	89,200원
상승여력	68.2%
KOSPI	1,009.07pt
시가총액	26,773억원
발행주식수	3,001만주
유동주식비율	37.83%
외국인비중	12.04%
52주 최고/최저가	109,200원/79,500원
평균거래대금	156.3억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	55.92
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	-6.5	10.4
상대주가	-5.5	-10.4	-8.1



2022년 매출도 이익도 another level로

- 동사의 2022년 매출 및 영업이익은 각각 6,506억원(+36.7% YoY)과 979억원(+62.3% YoY)으로 예상됨
- 이는 1) 4분기 턴어라운드한 드라마 슬롯(Q), 2) 부재했던 대작의 귀환, 3) 국내외 판권 리쿱을 상승 덕분

2022년이 동사에게 중요한 이유

- 2022년은 1) 미국 현지 드라마를 선보이며 2) 넷플릭스 재계약 시기로 '23년 이후를 결정짓는 중요한 시기
- 미국 현지 드라마는 미국 업체와 달리, 협력사와 공동제작 형태로 시즌1부터 수익구조를 만들어 둔 상황
- NFLX 재계약: 2019년 넷플릭스가 MOU로 제시한 판권비율은 당시 대비 15~20%p 높았음. 작품 선택권을 지속 요구하기 위해서는 현재 대비 최소 10~15%p 상승해야 함. 평균 사이즈 드라마 수익률 상승이 기대됨
- 특히 <오징어 게임>이 한국 드라마 시청을 늘리는 결과를 가져올 경우 동사의 150작품 가까운 구작의 가치가 높아지는 계기가 될 것. 2021년 기준 해외판권 내 구작 비중은 20% 수준
- 동사의 적정주가를 기존 106,000원에서 15만원으로 상향하며 투자의견을 Buy로 상향함. 적정주가 산정 방식(기간 EBITDA*(NFLX EV/EBITDA)*58%)은 동일하나 1) 적용 기간 변경(2H21-1H22→2022) 및 2) 2022년 영업이익을 43% 상향했기 때문. 추정치 상향은 1) 구작 판권 증가, 2) Q 증가에 기인함
- 눌렸던 Q의 턴어라운드에 더해 글로벌 OTT들의 아시아 진출로 협상력은 CP에게 유리한 구간. 2022년은 오랜 동사의 주가 박스권을 뚫는 해가 될 것

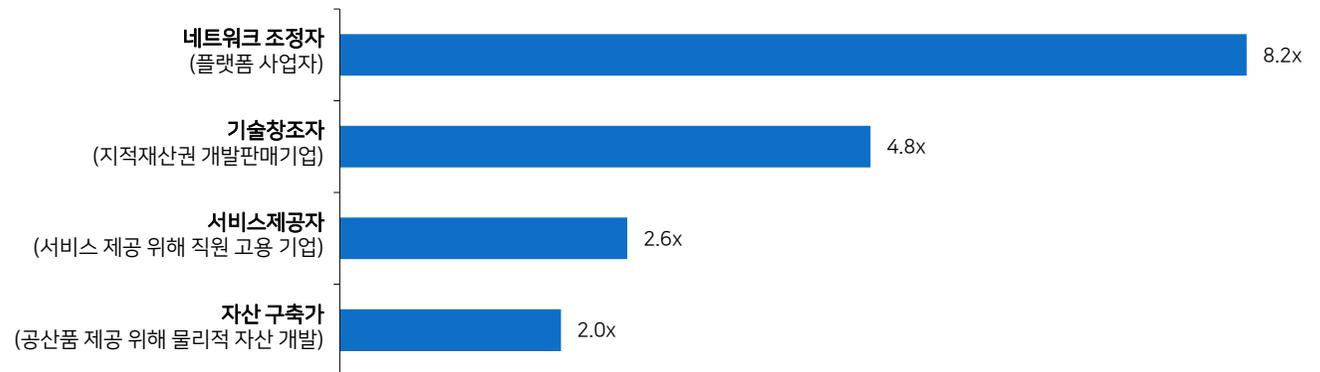
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	468.7	28.7	26.4	942	-26.3	15,242	85.9	5.3	14.9	6.4	35.8
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021E	475.8	60.3	50.1	1,671	60.0	21,972	53.4	4.1	15.4	7.9	25.2
2022E	650.6	97.9	80.3	2,676	60.2	24,648	33.3	3.6	11.7	11.5	25.9
2023E	732.1	114.0	91.6	3,053	14.1	27,701	29.2	3.2	10.3	11.7	23.4

2022년 스튜디오드래곤의 적정주가 15만원 산출 내역

(십억원)	가치 및 적용 밸류에이션	비고
2022년 예상 EBITDA	205.4	(1) 2022년 영업이익 979억원+무형자산 감가상각 1,075억원
적용 밸류에이션 (배)	20.3	(2) 기준이 되는 Netflix 차기 년도 EV/EBITDA의 58%
적정 시가총액	4,386	(1) * (2)
적정주가 (원)	146,165	

자료: 메리츠증권 리서치센터

지적재산권 개발/판매기업에 적용된 시장 승수(multiplier)는 넷플릭스와 같은 플랫폼 사업자의 58% 수준



자료: Harvard Business Review 『What Airbnb, Uber, and Alibaba Have in Common』(Barry Libert 외 2인) 자료를 메리츠증권 리서치센터 정리

스튜디오드래곤 실적 추정 내역

2022년 전망 시리즈 10
엔터/레저

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	286.8	379.6	468.6	525.7	475.8	650.6
(% YoY)	46.7	32.4	23.5	12.2%	-9.5%	36.7%
드라마 부문	262.1	367.8	468.2	525.3	475.5	650.3
1. 작품 방영 매출액	131.2	178.1	208.7	197.0	150.0	180.6
작품당 편성매출	5.6	6.7	6.6	7.9	8.4	8.7
작품 수 (편)	21.0	24.5	31.8	21.6	17.8	20.8
ENM 필요 작품 수 (편)	15.0	33.0	38.0	24.0	21.0	36.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	4.0	6.5	6.5	4.0	3.5	6.0
2. PPL	19.0	27.5	40.2	48.5	48.5	56.7
작품당 PPL	0.8	1.1	1.3	2.0	2.7	2.7
3. VOD 매출	44.7	51.9	58.9	53.2	53.4	65.5
작품당 VOD	2.1	2.1	1.9	2.5	3.0	3.2
4. 해외판권	67.2	110.2	152.4	178.3	167.3	227.5
작품당 해외판권	3.2	4.5	4.8	8.2	9.4	11.0
-중국	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0
5. 글로벌		0.0	8.0	48.3	56.4	120.0
작품당		0.0	8.0	24.2	14.1	17.1
작품수 (편)		0.0	1.0	2.0	4.0	7.0
엔터테인먼트 부문	24.7	11.9	0.4	0.4	0.3	0.3
매출원가	239.7	324.0	420.7	450.9	385.8	519.0
제작비	149.7	185.6	232.7	259.9	208.6	309.5
작품당 제작비	6.4	7.6	7.8	9.9	11.2	11.4
CJ ENM 수수료	16.9	36.9	47.2	49.0	46.3	65.3
감가상각	41.0	74.9	115.0	113.3	98.2	107.5
기타	8.7	13.3	19.4	28.4	32.4	36.4
판관비	14.1	15.7	19.2	25.7	29.7	33.7
매니지먼트 수수료	2.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	11.8	14.5	19.2	25.7	29.7	33.7
EBITDA	74.0	114.8	143.7	162.4	158.5	205.4
영업이익	33.0	39.9	28.7	49.1	60.3	97.9
드라마 부문	32.2	40.7	28.3	49.0	60.3	97.9
엔터테인먼트부문	0.9	-0.8	0.4	0.1	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

2022년 전망 시리즈 10

엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	468.7	525.7	475.8	650.6	732.1
매출액증가율(%)	23.5	12.2	-9.5	36.7	12.5
매출원가	420.8	451.0	385.8	519.0	580.4
매출총이익	47.9	74.8	90.0	131.6	151.7
판매비와관리비	19.2	25.7	29.7	33.7	37.7
영업이익	28.7	49.1	60.3	97.9	114.0
영업이익률(%)	6.1	9.3	12.7	15.0	15.6
금융손익	4.3	-3.8	5.9	8.6	9.6
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-3.8	-0.8	-0.8	-0.8
세전계속사업이익	33.1	41.5	65.5	105.7	122.8
법인세비용	6.6	11.9	15.3	25.4	31.2
당기순이익	26.4	29.6	50.1	80.3	91.6
지배주주지분 손익	26.4	29.6	50.1	80.3	91.6

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	244.5	228.3	362.1	473.4	577.8
현금및현금성자산	59.8	49.1	195.6	262.3	345.9
매출채권	83.6	106.7	96.5	132.0	148.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	337.1	529.0	463.9	458.1	447.9
유형자산	1.2	7.6	6.1	4.9	4.0
무형자산	233.1	230.4	167.7	160.2	149.4
투자자산	13.4	180.1	179.2	182.1	183.5
자산총계	581.6	757.3	825.9	931.5	1,025.6
유동부채	145.2	132.1	151.4	174.1	175.4
매입채무	18.4	5.9	5.4	7.3	8.2
단기차입금	0.0	0.0	20.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.2	15.8	15.1	17.6	18.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	153.3	148.0	166.4	191.7	194.2
자본금	14.1	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.0	470.0	470.0
기타포괄이익누계액	-1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	93.5	122.9	173.1	253.4	345.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.4	659.5	739.8	831.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-12.2	5.2	153.6	141.3	174.8
당기순이익(손실)	26.4	29.6	50.1	80.3	91.6
유형자산감가상각비	1.8	2.9	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	115.0	113.3	98.2	107.5	110.7
운전자본의 증감	-142.9	-144.1	10.8	-37.8	-17.6
투자활동 현금흐름	-81.0	-16.3	-25.7	-93.1	-88.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.6	-7.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-9.7	-166.7	0.8	-2.9	-1.4
재무활동 현금흐름	-0.0	0.0	18.6	18.5	-2.5
차입금증감	7.8	0.7	19.8	20.8	0.4
자본의증가	1.7	149.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-93.2	-10.7	146.5	66.7	83.5
기초현금	153.0	59.8	49.1	195.6	262.3
기말현금	59.8	49.1	195.6	262.3	345.9

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	16,698	18,532	15,856	21,677	24,391
EPS(지배주주)	942	1,044	1,671	2,676	3,053
CFPS	5,346	5,803	5,270	6,815	7,450
EBITDAPS	5,185	5,828	5,335	6,882	7,515
BPS	15,242	20,309	21,972	24,648	27,701
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	85.9	88.7	53.4	33.3	29.2
PCR	15.1	16.0	16.9	13.1	12.0
PSR	4.8	5.0	5.6	4.1	3.7
PBR	5.3	4.6	4.1	3.6	3.2
EBITDA	145.5	165.3	160.1	206.5	225.6
EV/EBITDA	14.9	16.3	15.4	11.7	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	5.7	7.9	11.5	11.7
EBITDA이익률	31.1	31.4	33.6	31.7	30.8
부채비율	35.8	24.3	25.2	25.9	23.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
이자보상배율(x)	58.1	84.8	52.2	42.6	39.4
매출채권회전율(x)	6.2	5.5	4.7	5.7	5.2
재고자산회전율(x)					