

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

Buy

적정주가 (12개월) **128,000 원**
현재주가 (1.25) **76,700 원**
상승여력 **66.9%**

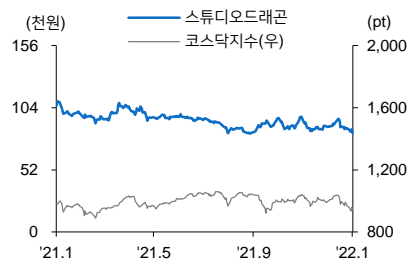
KOSDAQ 889.44pt
시가총액 23,021억원
발행주식수 3,001만주
유동주식비율 45.13%
외국인비중 11.03%
52주 최고/최저가 108,500원/76,700원
평균거래대금 129.5억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.87
네이버 6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.2	-19.4	-29.3
상대주가	-1.7	-4.4	-20.6

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

2022년 아주 편안합니다

- ✓ 4분기 영업이익은 72 억원으로 컨센서스 하회. 단순 분기 배분 문제로 해석
- ✓ 2020년 <더킹>과 같은 대작 없이도 2021년 이익 성장 가능했던 이유는 구작
- ✓ 39 조원 예산을 가진 디즈니의 판권 시장 등장은 신작 리콥을 증가와 더불어 구작 구매를 기대하게 함. 라이브러리의 가치가 본격적으로 부각될 시기
- ✓ 2022년 컨센서스 아직 낮은 수준. 연중 지속 상승될 것으로 예상, Buy 유지

<지리산> 이연으로 아쉬운 4분기

스튜디오드래곤의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,298억원(-5.7% YoY)과 72억원(+56.9 YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 주요인은 <지리산> 작품의 배분이 1분기 이후로 이연되었기 때문이다. 단순 분기 배분 이슈로 펀더멘털을 훼손하는 요인은 아니라고 판단한다.

2022년 투자 포인트는?

2021년 본격화된 구작 판매는 해외 판권 내 20~25% 비중을 차지했다. 당사는 2022년 구작의 절대적 가격 및 비중이 다시 한번 크게 상승할 것으로 예상한다. 이는 디즈니플러스의 아시아 진출이 본격화되는 시기이기 때문이다. 2016년 넷플릭스가 한국에 진출하고 2017년 로컬 콘텐츠 수를 채웠던 가장 쉽고, 빠른 방법이 구작 구매였다. 디즈니플러스도 유사한 정책을 펼칠 것이라고 판단한다. 동사가 IP를 보유 드라마 수는 150개에 달한다. 구매자 증가로 신작 판권 요율 상승이 기대되는 데 더해 라이브러리의 가치가 본격적으로 부각되는 시기다. 아직 시장의 눈높이는 이를 충분히 반영하지 않았다. 연간 컨센서스가 지속적으로 상승될 것으로 예상된다.

다만 적정주가 산정의 기준이 되는 넷플릭스의 밸류에이션이 하락한 부분을 반영하여 기존 15만원이었던 동사 적정주가를 12만 8천원으로 하향한다. 지리산 이연으로 2022년 예상 영업이익은 소폭 상향되었으나 밸류에이션을 20% 하향했다. 여행/카지노/엔터/콘텐츠 중 유일하게 2022년 시장 눈높이를 하향할 필요가 없는 산업이 콘텐츠다. 넷플릭스 이슈가 다소 안정되면 동사의 이익 상승이 투자자들의 관심을 다시 환기시킬 것으로 본다.

(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
2021E	469.4	53.9	45.2	1,507	44.3	21,808	60.4	4.2	16.4	7.2	25.4
2022E	654.5	97.7	80.1	2,670	77.2	24,478	28.7	3.1	9.9	11.5	26.1
2023E	737.5	115.0	92.3	3,075	15.2	27,553	24.9	2.8	8.6	11.8	23.5
2024E	831.0	132.3	105.0	3,498	13.7	31,051	21.9	2.5	7.2	11.9	22.8

표7 스튜디오드래곤 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	129.8	137.7	-5.7	116.1	11.8	138.1	-6.0
영업이익	7.2	4.6	56.9	14.6	-50.4	11.0	-34.1
세전이익	5.0	-2.9	흑전	18.5	-72.8	9.4	-46.4
지배순이익	5.4	-2.9	흑전	14.8	-63.7	7.8	-30.8

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표8 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	129.8	525.7	469.4	654.5	737.5
(% YoY)	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	-5.7	12.2	-10.7	39.4	12.7
드라마 부문	120.2	161.3	106.2	137.6	117.2	106.0	116.1	129.8	525.3	469.1	654.2	737.1
1. 작품 방영 매출액	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	41.8	197.0	150.0	180.6	186.0
작품당 편성매출	7.7	9.3	8.0	8.6	9.0	8.7	7.6	8.6	7.9	8.4	8.7	9.0
작품 수 (편)	5.9	6.1	4.9	4.8	4.9	3.3	4.8	4.9	21.6	17.8	20.8	20.8
ENM 필요 작품 수 (편)									24.0	21.0	36.0	36.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									4.0	3.5	6.0	6.0
2. PPL	8.1	20.2	9.6	10.6	10.1	10.3	15.0	13.1	48.5	48.5	56.7	56.7
작품당 PPL	1.4	2.8	1.4	2.2	2.1	3.2	3.2	2.7	2.0	2.7	2.7	2.7
3. VOD 매출	14.1	16.3	8.8	14.0	15.5	10.7	11.8	15.4	53.2	53.4	64.0	68.8
작품당 VOD	2.4	2.7	1.8	2.9	3.2	3.3	2.5	3.2	2.5	3.0	3.2	3.3
4. 해외판권	40.5	59.4	42.1	36.3	38.1	40.2	43.1	45.9	178.3	167.3	227.5	250.2
작품당 해외판권	6.9	9.7	8.6	7.6	7.8	12.4	9.1	9.4	8.2	9.4	11.0	12.1
L중국	-	-	6.0	-	-	-	-	-	6.0	-	-	-
5. 글로벌	12.3	-	-	36.0	9.7	16.7	10.0	13.7	48.3	50.0	125.4	175.4
작품당	-	-	-	-	-	-	-	-	24.2	12.5	17.9	25.1
작품수 (편)	-	-	-	-	-	-	-	-	2.0	4.0	7.0	7.0
엔터테인먼트 부문	0.1	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-	0.4	0.3	0.3	0.3
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	111.6	450.9	385.8	523.0	584.8
매출원가율(%)	86.1	86.5	80.0	89.1	79.8	80.8	79.7	88.8	85.8	82.2	79.9	79.3
제작비	61.8	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	51.4	61.5	259.9	208.6	313.9	361.7
작품당 제작비	9.1	12.1	9.4	10.8	11.1	11.8	10.8	11.3	9.9	11.2	11.4	11.7
CJ ENM 수수료	10.0	13.0	10.5	15.6	8.8	11.1	11.7	14.7	49.0	46.3	65.0	71.1
감가상각	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	23.8	26.0	24.3	113.3	98.2	107.5	110.7
기타	6.2	6.8	8.7	6.6	8.5	7.1	6.0	6.6	28.4	32.4	36.4	41.0
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	11.0	25.7	29.7	33.7	37.7
판관비율(%)	4.2	3.0	5.0	7.6	5.0	6.1	5.5	8.5	4.9	6.3	5.1	5.1
매니지먼트 수수료	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
드라마 관련 판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	-	-	-	25.7	29.7	33.7	37.7
Profitability												
EBITDA	37.2	61.6	34.9	28.7	42.0	37.6	40.6	31.6	162.4	152.2	205.2	225.7
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	7.2	49.1	53.9	97.7	115.0
영업이익률(%)	9.6	10.5	15.1	3.3	15.3	13.0	12.6	5.6	9.3	11.5	14.9	15.6

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표9 2021년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	루카: 더 비기닝	2.1-3.9	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희	SD, 테이크원컴퍼니, H하우스
	빈센조	2.20-5.2	20부	박재범	김희원	송중기, 전여빈, 옥택연	SD, 로고스필름
	나빌레라	3.22-4.27	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 홍승희	SD, 더그레이트쇼
	마인	5.8-6.27	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형	SD, JS픽처스
	열망	5.10-6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국	SD, 스튜디오앤뉴
	보이스4	6.18.7.31	14부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나	SD, 키이스트
	악마판사	7.3-8.22	16부	문윤석	최정규	지성, 김민정, 박진영(GOT7)	SD, 스튜디오앤뉴
	너는 나의 봄	7.5-8.24	16부	이미나	정지현	서현진, 김동욱, 윤박	SD(화앤담픽처스)
	더 로드: 1의 비극	8.4-9.9	12부	윤희정	김노원	지진희, 윤세아	SD, 더 그레이트 쇼
	갯마을 차차차	8.28-10.17	16부	신하은	유제원	신민아, 김선호	SD, 지티스트
	하이클래스	9.6-10.26	16부	현정	최병길	조여정, 김지수, 하준	프로덕션h, h월드픽처스
	홀타운	9.22-10.28	12부	주진	박현석	유재명, 한예리, 엄태구	SD, 씨제스엔터
	해피니스	11.5-12.11	12부	한상운	안길호	한효주, 박형식	SD
	어사와 조이	11.8-12.28	16부	이재운	유종선	옥택연, 김혜윤	SD, 몽작소
	멜랑꼴리아	11.10-12.30	16부	김지운	김상협	임수정, 이도현	SD, 본팩토리
	배드 앤 크레이지	12.17-22.01.22	12부	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은	SD
	불가살	12.18-22.02.06	16부	권소라, 서재원	장영우	이진욱 권나라 이준	SD, 쇼러너스
OCN	타임즈	2.20-3.28	12부	이새봄	윤종호	이서진, 이주영, 김영철	SD, 이야기사냥꾼(아크미디어)
그 외	좋아하면 울리는2	3월 12일	6부	이아연, 서보라	김진우	김소현, 정가람	SD
	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3월 26일	10부	은선우	김민정	전소니, 기도훈	SD(화앤담픽처스)
	간 떨어지는 동거	5.26-7.15	16부	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 헤리	SD, JTBC스튜디오, 스튜디오N
	유미의 세포들 시즌1	9.17-10.30	14부	송재정	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	마녀식당으로 오세요	7월 16일	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지호, 남지현	SD, 아폴론스튜디오
	킹덤: 아신전	7월 23일	2부	김은희		전지현	바람픽처스, BA엔터, SD
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	마우스	3.3-5.6	20부	최란	최준배	이승기, 이희준, 경수진	하이그라운드, 빅투스
	다크홀	4.30-6.5	12부	정이도	김봉주	김옥빈, 이준혁	영화사 우상, 키워미디어
	슬기로운 의사생활2	6.17-9.16	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 전미도, 김대명	CJ ENM
	지리산	10.23-12.12	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈	에이스토리, 바람픽처스, SD
	키마이라	10.30-12.19	16부	이진매	김도훈	박해수, 이희준, 수현	JS픽처스

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

표10 2022년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	고스트 닥터	1.3-3.1	16부	김선수	부성철	정지훈, 유이, 김범,	SD, 본팩토리
	스물다섯 스물하나	2.12-4.3	16부	권도은	정지현	김태리, 남주혁	SD(화앤담픽쳐스)
	군검사 도베르만	3.7-4.26	16부	윤현호	진창규	안보현, 조보아	SD
	우리들의 블루스		16부	노희경	김태규	이병헌, 김우빈, 신민아	SD, 지티스트
	살인자의 쇼핑목록		16부	이언희	한지완	김설현, 이광수	비온드제이, SD
	아일랜드		20부	장윤미	박배중	차은우, 김남길, 이다희	SD, 와이랩
	별들에게 물어봐		16부	서숙향		이민호, 공효진	키이스트, SD
	별똥별		16부	최영우	이수현	이성경, 김영대, 윤종훈	SD, 메이스엔터테인먼트
	아다마스		16부	최태강	박승우	자성, 서지혜, 이수경	SD, 메이스엔터테인먼트
	링크: 먹고 사랑하라, 죽이게			백미경	김희원	여진구, 문가영	SD, 씨제스엔터
	작은 아씨들			정서경	김희원	김고은, 남지현, 박지후	SD
	빅마우스			하람	오충환	이종석, 윤아	에이스토리, SD
그 외	유미의 세포들 시즌2	1H22		송재정	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	돼지의 왕			탁재영	김대진	김동욱, 김성규	SD, 히든시퀀스
	소년심판			김민석	홍종찬	김혜수, 김무열, 이성민	길픽쳐스, SD(지티스트)
	방과후 전쟁활동		10부				
	The big door prize		10부				SD, SKYDANCE
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	마녀식당으로 오세요	1월 재편성	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	SD, 아폴론스튜디오
	킬힐	1H22		신광호, 이춘우	노도철	김하늘, 이혜영	유비컬쳐, 메이퀀픽쳐스

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

표11 스튜디오드래곤 적정주가 산출 내역

가치 및 적용 밸류에이션	비고
2022년 예상 EBITDA (십억원)	205.2 (1) 2020년 EBITDA
적용 밸류에이션 (배)	17.7 (2) Netflix EV/EBITDA의 58%(플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치)에 10% 할증
적정 시가총액 (십억원)	3,853 (1) * (2)+2021년말 순현금 가감
적정주가 (원)	128,382

자료: 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	469.4	654.5	737.5	831.0
매출액증가율 (%)	12.2	-10.7	39.4	12.7	12.7
매출원가	451.0	385.8	523.0	584.8	659.0
매출총이익	74.8	83.6	131.4	152.7	172.0
판매관리비	25.7	29.7	33.7	37.7	39.7
영업이익	49.1	53.9	97.7	115.0	132.3
영업이익률	9.3	11.5	14.9	15.6	15.9
금융손익	-3.8	5.9	8.6	9.5	6.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-0.8	-0.8	-0.8	0.0
세전계속사업이익	41.5	59.0	105.5	123.7	138.7
법인세비용	11.9	13.8	25.4	31.4	33.7
당기순이익	29.6	45.2	80.1	92.3	105.0
지배주주지분 순이익	29.6	45.2	80.1	92.3	105.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	150.1	139.0	175.2	215.6
당기순이익(손실)	29.6	45.2	80.1	92.3	105.0
유형자산상각비	2.9	1.6	1.2	0.9	0.7
무형자산상각비	113.3	98.2	107.5	110.7	120.8
운전자본의 증감	-144.1	12.2	-40.1	-18.0	-4.5
투자활동 현금흐름	-16.3	-25.6	-93.5	-88.9	-93.6
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-166.7	0.9	-3.1	-1.4	-1.6
재무활동 현금흐름	0.0	18.6	18.6	-2.5	-2.5
차입금의 증감	0.7	19.7	20.9	0.4	0.4
자본의 증가	149.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	143.1	64.1	83.8	119.6
기초현금	59.8	49.1	192.2	256.3	340.1
기말현금	49.1	192.2	256.3	340.1	459.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	357.1	468.4	573.4	716.9
현금및현금성자산	49.1	192.2	256.3	340.1	459.7
매출채권	106.7	95.2	132.8	149.6	168.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	463.7	458.2	448.0	428.0
유형자산	7.6	6.1	4.9	4.0	3.4
무형자산	230.4	167.7	160.2	149.4	128.6
투자자산	180.1	179.1	182.2	183.6	185.2
자산총계	757.3	820.8	926.6	1,021.4	1,144.9
유동부채	132.1	151.3	174.2	175.5	192.7
매입채무	5.9	5.3	7.4	8.3	9.4
단기차입금	0.0	20.0	40.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	15.0	17.7	18.9	20.2
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	166.3	191.9	194.4	212.9
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.0	470.0	470.0	470.0
기타포괄이익누계액	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	122.9	168.1	248.3	340.6	445.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	654.6	734.7	827.0	932.0

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	15,643	21,805	24,571	27,687
EPS(지배주주)	1,044	1,507	2,670	3,075	3,498
CFPS	5,803	5,057	6,811	7,483	8,457
EBITDAPS	5,828	5,122	6,877	7,549	8,457
BPS	20,309	21,808	24,478	27,553	31,051
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	60.4	28.7	24.9	21.9
PCR	16.0	18.0	11.3	10.3	9.1
PSR	5.0	5.8	3.5	3.1	2.8
PBR	4.6	4.2	3.1	2.8	2.5
EBITDA	165.3	153.7	206.4	226.6	253.8
EV/EBITDA	16.3	16.4	9.9	8.6	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	7.2	11.5	11.8	11.9
EBITDA 이익률	31.4	32.7	31.5	30.7	30.5
부채비율	24.3	25.4	26.1	23.5	22.8
금융비용부담률	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	84.8	46.7	42.5	39.7	45.3
매출채권회전율(x)	5.5	4.6	5.7	5.2	5.2
재고자산회전율(x)					