

스튜디오드래곤(253450) 2분기부터 진짜가 펼쳐진다

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

Buy

적정주가(12개월)		128,000원	
현재주가(5. 31)		77,000원	
상승여력		66.2%	
KOSDAQ		893.36pt	
시가총액		23,111억원	
발행주식수		3,001만주	
유동주식비율		45.13%	
외국인비중		10.49%	
52주 최고/최저가		98,700원/73,100원	
평균거래대금		103.6억원	
주요주주(%)			
CJ ENM 외 3 인		54.87	
네이버		6.25	
주가상승률(%)		1개월 6개월 12개월	
절대주가	-7.7	-9.0 -21.5	
상대주가	-6.5	-1.6 -13.7	
주가그래프			
(천원)	스튜디오드래곤	(pt)	
120	—	2,000	
100	—		
80	—		
60	—		
40	—		
20	—		
0	—		
	—	700	
'21.5	'21.9	'22.1	'22.5
	1,567		
		1,133	

2분기 시장 눈높이 219억원인 데 반해 당사는 325억원을 예상하는 이유

- 동사의 2022년 영업이익은 1,009억원(+92% YoY)으로 이익 배증이 예상됨. 이는 시장 추정치 대비 21% 높음
- 동사는 1분기 실적발표에서 이례적으로 2분기 구작 예상 매출 비중을 공개함. 2021년 26%였던 해외판권 내 구작 비중이 1분기 30%를 기록했는데 2분기 34%로 재차 상승할 것이라 밝힘
- 당사가 추정하는 2분기 신작 해외판권은 535억원. 이에 따르면 구작 매출은 약 250억원을 전망
- 구작의 경우 15% 유통수수료를 제외하고 대부분 GP로 연결되는 구조. 구작 GP를 200억원으로 추정하는 이유
- 1분기 구작 GP를 120억원으로 추정할 경우 신작 영업이익은 60억원(판관비 고려). 2분기 작품의 규모와 그 수가 1분기 대비 커진다는 점을 고려할 때 신작 효과는 100억원 예상. 2분기 시장 대비 당사의 추정이 높은 이유

전방 산업에 기댄 성장이 아닌 구조적 성장 보여줄 것

- 넷플릭스의 budget cut에 대한 시장의 우려 크나 당사는 한국 콘텐츠 사업자들에게 해당하는 문제는 아닐 것으로 볼
- 2017-2020년 글로벌 엔터 산업의 부진에도 구조적 성장을 기록한 엔터 산업과 같이 글로벌 OTT 산업의 성장둔화에도 지난해 <오징어 게임>을 시작으로 한국 콘텐츠의 글로벌 수요 증가에 따른 구조적 성장기로 판단하기 때문
- 시장의 오해로 당사 추정 기준 동사의 주가는 22년/23년 기준 PER 28x/24x까지 하락한 상황. 비중 확대 추천

(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
2022E	720.2	100.9	82.3	2,741	110.7	25,526	28.1	3.0	10.2	11.3	30.6
2023E	792.6	123.9	98.2	3,271	19.3	28,797	23.5	2.7	8.7	12.0	27.7
2024E	872.4	138.0	104.9	3,493	6.8	32,290	22.0	2.4	7.6	11.4	26.9

스튜디오드래곤의 2022년 드라마 라인업

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	고스트 닥터	1.3-2.22	16부	김선수	부성철	정지훈, 유이, 김범, 손나은	SD, 본팩토리
	스물다섯 스물하나	2.12-4.3	16부	권도은	정지현	김태리, 남주혁	SD(화앤담픽쳐스)
	군검사 도베르만	2.28-4.26	16부	윤현호	진창규	안보현, 조보아	SD
	우리들의 블루스	4.9-6.12	20부	노희경	김태규	이병헌, 김우빈, 신민아	SD, 지티스트
	별똥별	4.22-6.11	16부	최영우	이수현	이성경, 김영대, 윤종훈	SD, 메이스엔터테인먼트
	살인자의 쇼핑목록	4.27-5.18	8부	이언희	한지완	김설현, 이광수	SD, 비욘드제이
	이브	5.25-7.14	16부	윤영미	박봉섭	서예지, 박병은, 이상엽	SD, 씨제스
	링크	6.6-8.7	16부	권기영	홍종찬	여진구, 문가영	SD, 씨제스, 아크미디어
	환흔	6.18-8.21	16부	홍정은, 흥미란	박준화	이재욱, 정소민, 황민현, 아린	SD
	조선 정신과 의사 유세풍	8.1-9.6	12부	유상원	박슬기	김민재, 김향기, 김성경	스튜디오드래곤, 미디어캔
	작은 아씨들	8.27-10.23	16부	정서경	김희원	김고은, 남지현, 박지후	SD
	빅마우스	10.29-12.18	16부	하람	오충환	이종석, 윤아	에이스토리, SD
	별들에게 물어봐		16부	서숙향		이민호, 공효진	키아스트, SD
	아다마스		16부	최태강	박승우	지성, 서지혜, 이수경	SD, 메이스엔터
OCN	우월한 하루	3.13-5.1	8부	이지현	조남형	진구, 하도권, 이원근	SD, 아이윌미디어
그 외	소년심판	2.25	10부	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열, 이성민	길피쳐스, SD(지티스트)
	돼지의 왕	3.18	12부	탁재영	김대진	김동욱, 김성규	SD, 히든시퀀스
	괴이	4.29	6부	연상호, 류용재	장건재	구교환, 신현빈	SD, 클라이맥스스튜디오
	유미의 세포들 시즌2	6.10-7.23	14부	송재정	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	방과후 전쟁활동	2H22	10부	이남규	성용일	신현수, 황세인	SD
	The big door prize	2H22	10부				SD, SKYDANCE
	아일랜드	2H22	20부	장윤미	박배중	차은우, 김남길, 이다희	SD, 와이랩
	수리남	2H22			윤종빈	하정우, 황정민, 유연석	
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	마녀식당으로 오세요	1.5-1.19	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	SD, 아풀론스튜디오
	술꾼도시여자들	2.3-2.18	12부	위소영	김정식	이선빈, 한선화, 정은지, 시원	본팩토리

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

스튜디오드래곤의 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	179.5	197.3	222.2	525.7	487.1	720.2	792.6
(% YoY)	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	69.3	69.9	50.3	12.2	-7.3	47.8	10.1
드라마부문	117.2	106.0	116.1	147.9	121.1	179.5	197.3	222.2	525.3	487.2	720.2	792.6
1. 작품 방영 매출액	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	52.1	57.3	58.6	197.0	161.4	203.4	196.0
작품당 편성매출	9.0	8.7	7.6	12.2	10.3	10.3	10.3	10.3	8.3	9.4	10.3	9.9
작품 수 (편)	4.9	3.3	4.8	4.4	3.4	5.1	5.6	5.7	21.6	17.3	19.8	19.8
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	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	16.0	17.6	19.4	48.5	50.3	61.0	61.0
작품당 PPL	2.1	3.2	3.2	3.4	2.3	3.2	3.2	3.4	2.0	2.9	3.1	3.1
3. VOD 매출	15.5	10.7	11.8	9.9	9.5	16.7	15.4	14.1	53.2	47.9	55.7	58.5
작품당 VOD	3.2	3.3	2.5	2.3	2.8	3.3	2.8	2.5	2.5	2.8	2.8	3.0
4. 해외판권	38.1	40.2	43.1	51.3	48.2	78.5	63.0	80.4	178.3	172.6	270.1	297.1
작품당 해외판권	7.8	12.4	9.1	11.7	14.0	15.5	11.3	14.1	8.2	7.5	9.3	10.2
└ 중국									6.0	-	-	-
5. 글로벌	9.7	16.7	10.0	18.7	20.0	16.2	44.0	49.8	48.3	55.0	130.0	180.0
작품당									24.2	13.8	20.0	27.7
작품수 (편)									2.0	4.0	6.5	6.5
엔터테인먼트부문									0.4	-	-	-
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	138.9	156.1	196.4	451.0	407.4	587.0	632.5
매출원가율 (%)	79.8	80.8	81.9	90.0	78.9	77.4	79.1	88.4	85.8	83.6	81.5	79.8
제작비	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	71.4	99.5	132.5	259.9	226.7	348.4	378.2
작품당 제작비	11.1	11.8	10.8	15.6	12.6	13.5	13.5	13.7	10.2	11.0	13.4	13.0
CJ ENM 수수료	7.7	9.6	11.2	11.7	17.7	16.3	14.7	16.2	47.4	40.2	64.8	71.2
감가상각	24.1	23.8	26.0	17.3	25.1	38.5	24.9	26.4	113.3	91.2	115.0	118.4
기타	9.6	8.6	11.2	19.9	7.8	12.7	17.0	21.0	30.0	49.3	58.5	64.4
판관비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.2	8.0	8.6	25.7	27.2	32.2	36.2
판관비율 (%)	5.0	6.2	5.5	5.7	6.1	4.6	4.1	3.9	4.9	5.6	4.5	4.6
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	32.5	33.2	17.2	49.1	52.6	100.9	123.9
(% YoY)	54.0	-18.2	-9.0	37.6	1.3	135.4	127.6	171.2	71.1	7.0	92.0	22.7
영업이익률 (%)	15.3	13.0	12.6	4.3	14.9	18.1	16.8	7.7	9.3	10.8	14.0	15.6

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	487.1	720.2	792.6	872.4
매출액증가율(%)	12.2	-7.3	47.8	10.1	10.1
매출원가	451.0	407.4	587.0	632.5	696.2
매출총이익	74.8	79.8	133.1	160.1	176.2
판매비와관련비	25.7	27.2	32.2	36.2	38.2
영업이익	49.1	52.6	100.9	123.9	138.0
영업이익률(%)	9.3	10.8	14.0	15.6	15.8
금융손익	-3.8	4.3	12.8	13.3	2.4
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-4.2	-4.2	0.0
세전계속사업이익	41.5	52.0	109.6	133.0	140.4
법인세비용	11.9	13.0	27.3	34.8	35.6
당기순이익	29.6	39.1	82.3	98.2	104.9
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	82.3	98.2	104.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	365.8	488.1	638.1
현금및현금성자산	49.1	64.6	120.2	218.3	341.7
매출채권	106.7	123.6	182.8	201.2	221.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	635.0	615.4	591.6
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	283.1	264.7	241.7
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	1,000.8	1,103.5	1,229.7
유동부채	132.1	183.6	213.7	216.8	236.6
매입채무	5.9	17.0	25.1	27.6	30.4
단기차입금	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	21.0	22.4	24.0
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	234.7	239.2	260.5
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	244.0	342.2	447.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	766.2	864.3	969.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	-8.4	118.7	182.1	220.3
당기순이익(손실)	29.6	39.1	82.3	98.2	104.9
유형자산감가상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	115.0	118.4	122.9
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-65.2	-20.3	-5.9
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-83.4	-82.2	-95.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-7.2	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-166.7	-60.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.0	-3.0	20.3	-1.8	-1.8
차입금증감	0.7	0.5	21.9	0.6	0.7
자본의증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-10.7	15.5	55.6	98.1	123.4
기초현금	59.8	49.1	64.6	120.2	218.3
기말현금	49.1	64.6	120.2	218.3	341.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	23,994	26,408	29,065
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,741	3,271	3,493
CFPS	5,803	5,254	7,035	7,901	8,723
EBITDAPS	5,828	5,054	7,246	8,112	8,723
BPS	20,309	22,785	25,526	28,797	32,290
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	28.1	23.5	22.0
PCR	16.0	17.3	10.9	9.7	8.8
PSR	5.0	5.6	3.2	2.9	2.6
PBR	4.6	4.0	3.0	2.7	2.4
EBITDA	165.3	151.7	217.5	243.5	261.8
EV/EBITDA	16.3	17.6	10.2	8.7	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	11.3	12.0	11.4
EBITDA이익률	31.4	31.1	30.2	30.7	30.0
부채비율	24.3	29.3	30.6	27.7	26.9
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	84.8	67.6	64.0	52.0	56.8
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.7	4.1	4.1
재고자산회전율(x)					