

SK COMPANY Analysis



Analyst
남효지

hjinam@sk.com
02-3773-9288

Company Data

자본금	15 십억원
발행주식수	3,000 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,924 십억원
주요주주	
CI ENM(외3)	54.87%
네이버	6.25%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/09/29)	64,100 원
KOSDAQ	673.87 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	96,400 원
52주 최저가	63,200 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.4%	-0.5%
6개월	-28.5%	-1.7%
12개월	-27.6%	8.8%

스튜디오드래곤 (253450/KQ | 매수(유지) | T.P 94,000 원(하향))

모든 요소 순항 중, 흔들린 것은 당신의 마음뿐

- 3Q22 영업이익 187 억원(YoY 28.1%)으로 컨센서스 211 억원 하회 전망
- 해외 판매 고성장세 이어지나 상반기대비 구작 판매 감소로 이익률은 하락
- 높아진 대외 불확실성을 고려해 멀티플 할증을 제거, 목표주가 9.4 만원으로 수정 제시
- 연간 제작 편 수 지속 증가, 제작비 확대 및 리콥을 상향 기조 이상 없음
- 이익 성장률 견조, OPM 도 올해 14.2% → '23E 14.8% → '24E 15.4%로 개선 전망

3Q22 Preview

매출액 1,487 억원(YoY 28.1%), 영업이익 187 억원(YoY 28.1%)으로 예상된다. 예상대비 오리지널 공개가 지연되며 기존 추정치 및 컨센서스(211 억원)을 하회할 전망이다. 3분기 반영되는 작품은 <환혼>, <아다마스>, <작은아씨들>, <커넥트> 등으로, 제작비 규모가 크고 동시 방영된 작품들이 다수 있다. 해외 판매 매출은 907 억원(YoY 53.1%)로 고성장세가 이어진다. 다만 상반기 구작 판매가 크게 반영되었기 때문에 이익률은 소폭 낮아진 12.6%(1H22 OPM 16.2%)로 전망한다.

글로벌 대형 스튜디오로서의 경쟁력 강화

동사는 9/15 길픽쳐스 지분 100%를 인수했다. 길픽쳐스의 주요 작품은 <소년심판>, <스토브리그>로 최신 흥행작 제작 경험을 보유하고 있다. 금번 인수는 제작 캐파 확대뿐만 아니라 장르 다변화, 크리에이터 바인딩 등을 통해 글로벌 스튜디오로서 협상력을 강화하는 긍정적 효과로 이어질 것이다.

목표주가 9,4 만원으로 하향하나 펀더멘털과 업황은 어느 때보다 좋다

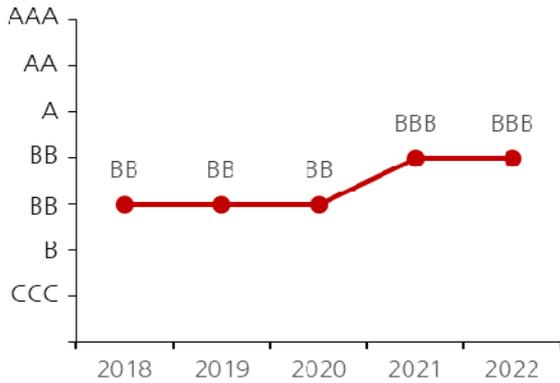
높아진 대외 불확실성을 고려해 멀티플 할증을 제거, 목표주가를 94,000 원으로 수정 제시한다. 목표주가는 하향하나, 동사의 펀더멘털과 업황은 과거 어느 때보다 좋다. 연간 제작 편 수는 32 편에서 지속 증가하고, 제작비 확대 및 리콥을 상향 기조에도 문제없다. 12MF P/E는 25 배 수준, '23E, '24E 영업이익 성장률은 각각 26.9%, 28.7%, 영업이익률도 올해 14.2% → '23E 14.8% → '24E 15.4%로 꾸준히 개선되고 있다. 올해 말부터 이어질 해외 작품 성공 시 실적 상향 여력이 충분히 남아있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	469	526	487	600	735	902
yoy	%	23.5	12.2	-7.4	23.2	22.5	22.7
영업이익	십억원	29	49	53	85	108	139
yoy	%	-28.1	71.1	7.0	61.7	26.9	28.7
EBITDA	십억원	146	165	152	196	235	259
세전이익	십억원	33	42	52	83	108	138
순이익(지배주주)	십억원	26	30	39	65	79	102
영업이익률%	%	6.1	9.3	10.8	14.2	14.7	15.4
EBITDA%	%	31.1	31.5	31.1	32.6	31.9	28.7
순이익률	%	5.6	5.6	8.0	10.8	10.8	11.3
EPS(계속사업)	원	941	1,044	1,301	2,168	2,632	3,387
PER	배	85.9	88.7	69.9	29.6	24.4	18.9
PBR	배	5.3	4.6	4.0	2.8	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	14.9	16.3	17.6	9.3	7.4	6.3
ROE	%	6.4	5.7	6.0	9.5	11.5	14.2
순차입금	십억원	-107	-90	-59	-104	-192	-287
부채비율	%	35.8	24.3	29.3	50.8	66.7	81.2

ESG 하이라이트

스튜디오드래곤의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
스튜디오드래곤 종합 등급	BBB	NA	32.1
환경(Environment)	6.7	NA	13.5
사회(Social)	47.0	NA	18.4
지배구조(Governance)	52.1	NA	64.1
<비교업체 종합 등급>			
콘텐츠리중앙	BB	NA	NA
NEW	BBB	NA	NA
에이스토리	NA	NA	NA
키이스트	NA	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 스튜디오드래곤 ESG 평가

콘텐츠 업계 전반적으로 ESG 경영에 대한 관심이 타 업종 대비 부진. 특히 업종 특성상 환경 부문에서는 점수를 높이기 쉽지 않음

다만 CJ 그룹이 ESG 경영 활동을 강화하고 있기 때문에 동사도 ESG 경영에 대한 관심을 높이고 있는 것으로 파악

자료: SK 증권

스튜디오드래곤의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

스튜디오드래곤의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.7.6	환경 (Environment)	폐기물 적치장이 '환혼' 세트장으로...스튜디오드래곤, ESG 경영 '눈길'
2020.2.28	사회 (Social)	'사랑의 불시착' 제작사 문화창고·스튜디오드래곤 희망브리지 전국재해구호협회에 1 억원 기부
2018.9.7	사회 (Social)	제작 환경 개선을 위해 제작가이드 마련

자료: 주요 언론사, SK 증권

스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
3Q22~2Q23 합산 EBITDA	199.7	
Target EV/EBITDA	13.6x	최근 3년 EV/EBITDA 평균 적용
기업 가치(십억원)	2,709.4	
순차입금(십억원)	-104.4	
적정 시총	2,813.8	
주식 수(천주)	30,014.2	
적정 주가(원)	93,750	
목표 주가(원)	94,000	반올림 적용
현재 주가(원)	64,100	9/28 종가 기준
상승 여력	46.6%	

자료 SK 증권

수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	148.7	173.0	525.7	487.1	600.3	735.0
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	47.8	41.0	197.0	161.3	168.0	170.0
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	90.7	120.5	279.7	275.5	392.9	524.6
국내	15.5	10.7	11.8	9.9	9.5	9.4	9.4	9.5	53.1	47.9	37.8	37.4
해외	47.8	56.8	53.1	69.9	68.2	94.5	81.4	111.0	226.6	227.6	355.1	487.2
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	10.2	11.5	48.9	50.3	39.4	40.3
YoY growth rate												
매출액	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	3.4%	48.5%	28.1%	17.0%	12.2%	-7.3%	23.2%	22.4%
편성	-3.2%	-56.9%	-20.8%	30.7%	-19.1%	55.4%	32.0%	-22.9%	-5.6%	-18.1%	4.1%	1.2%
판매	-5.5%	-10.8%	27.7%	-7.5%	23.0%	53.8%	39.7%	51.0%	27.6%	-1.5%	42.6%	33.5%
국내	9.6%	-34.0%	34.8%	-29.2%	-38.4%	-12.4%	-20.8%	-3.6%	-9.8%	-9.8%	-21.0%	-1.1%
해외	-9.6%	-4.4%	26.2%	-3.3%	42.8%	66.3%	53.1%	58.7%	41.3%	0.4%	56.0%	37.2%
기타	24.0%	-49.3%	54.0%	39.3%	-21.5%	-5.1%	-31.9%	-22.9%	20.4%	2.9%	-21.6%	2.4%
영업비용	99.2	92.2	101.5	141.6	103.0	130.5	130.0	151.7	476.7	434.5	515.2	627.1
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	123.0	142.4	451.0	407.3	483.1	582.7
제작비	52.0	43.7	46.9	84.1	45.0	72.2	77.0	87.4	260.0	226.7	281.7	359.4
무형자산상각비	24.0	23.8	25.9	21.2	25.0	29.8	25.3	28.4	21.2	25.0	29.8	25.3
판매관리비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.4	7.0	9.3	25.7	27.2	32.1	44.4
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.7	21.3	49.1	52.6	85.0	107.9
YoY growth rate	54.6%	-18.6%	-8.7%	37.7%	1.4%	95.7%	28.1%	235.0%	71.0%	7.1%	61.7%	26.9%
영업이익률	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	15.0%	17.1%	12.6%	12.3%	9.3%	10.8%	14.2%	14.7%
세전이익	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	30.0	20.6	11.9	41.5	52.0	82.6	107.5
법인세비용	5.5	4.6	3.6	-0.8	4.5	4.5	5.5	3.2	11.9	13.0	17.5	28.5
당기순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	15.1	8.7	29.6	39.0	65.1	79.0
당기순이익률	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.2%	10.2%	5.1%	5.6%	8.0%	10.8%	10.7%

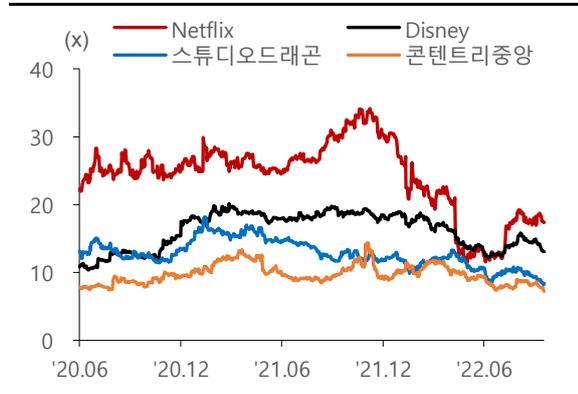
자료: 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤 2022 년 작품 라인업

No.	편성	타이틀	방송일	극본	연출	주연	제작사
1	tN	고스트 닥터	1.3 ~ 2.28	김선수	부성철	정지훈, 유이	본팩토리, 스튜디오드래곤
2	tN	불가살	12.18 ~ 2.6	권소라,서재원	장영우	이진욱,권나라	스튜디오드래곤,쇼로너스
3	tN	스물다섯 스물하나	2.12 ~ 4.3	권도은	정지현	남주혁,김태리,보나	화앤담픽처스
4	tN	군검사 도베르만	2.28 ~ 4.26	윤현호	진창규	안보현, 조보아	로고스필름, 스튜디오드래곤
5	tN	우리들의 블루스	4.9~6.12	노희경	(미정)	이병헌,한지민	스튜디오드래곤,지티스트
6	tN	별뿔별	4.22 ~ 6.11	이수현	최영우	이성경, 김경대	스튜디오드래곤, 메이스엔터테인먼트
7	tN	살인자의 소평목록	4.27 ~ 5.19	한지완	이연희	이광수, 설현, 진희경	비온드제이, 스튜디오드래곤
8	tN	이브	6.1 ~ 7.14	윤영미	박봉섭	서예지, 이상엽	씨제스엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
9	tN	환혼 part 1	6.18 ~ 8.21	홍자매	박준화	정소민, 이재욱	스튜디오드래곤
10	tN	링크 먹고 사랑하라,죽이게	6.6 ~ 7.26	권기영	홍종찬	여진구, 문가영	스튜디오드래곤, 씨제스엔터테인먼트, 아카데미
11	tN	아다마스	7.27 ~ 9.15	최태강	박승우	지성, 서지혜	스튜디오드래곤, 메이스엔터테인먼트
12	tN	조선 정신과의사 유세풍	8.1 ~ 9.6	박슬기, 최민호	박원국	김민재, 김향기	스튜디오드래곤, 미디어퀀 일취월장
13	tN	작은아씨들	9.3 ~ 10.9	정서경	김희원	김고은, 남지현	스튜디오드래곤
14	tN	멘탈코치 제갈길	9.12~11.1	김반디	손정현	정우, 이유미	스튜디오드래곤, 본팩토리
15	tN	블라인드	9.16 ~ 11.5	권기경	신용휘	옥택연, 하석진	판타지오, 스튜디오드래곤
16	tN	슈룹	10.8 ~ 11.27	박바라	김형식	김혜수, 배현성	스튜디오드래곤, 하우픽처스
17	tN	연예인 매니저로 살아남기	11.16 ~ 12.22	박소영, 이찬	백승룡	이서진, 곽선영	스튜디오드래곤, 바람픽처스
18	OCN	배드엔크레이지(tving)	12.17 ~ 1.29	김새봄	유선동	이동욱,한지은	스튜디오드래곤, 밍크엔터테인먼트
19	OCN	우월한 하루	3.13 ~ 5.1	이지현, 조나단	조남형	진구, 하도권, 이원근	아이윌미디어, 스튜디오드래곤
20	OCN	아일랜드	4Q22	장윤미	배종	김남길, 이다희	스튜디오드래곤,와이랩
21	OCN	미씽2	11.5 ~ 12.11	민연홍	반기리	고수, 허준호	스튜디오드래곤
22	MBC	빅마우스	7.29 ~ 9.17	장영철,정경순	오충환	이종석,윤아	에이스토리 공동제작
23	Netflix	소년심판	2.25	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	지티스트, 길픽처스
24	Neflix	더글로리 part 1	12 ~	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	화앤담픽처스
25	Neflix	더 패블러스	4Q22	김지희, 임진선	김정현	채수민, 최민호	길픽처스
26	tving	괴이	4.29 ~ 5.14	연상호, 류용재	장건재	구교환, 신현빈, 김지영	스튜디오드래곤, 클라이맥스 스튜디오
27	tving	돼지의 왕	3.18~4.22	탁재영	김대진	김동욱, 김성규, 채정안	스튜디오드래곤, 히든시퀀스
28	tving	유미의세포들 2	6.10 ~ 7.22	송재정, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	스튜디오드래곤, 스튜디오N, 메리카우
29	tving	개미가 타고 있어요	8.12 ~ 9.16	윤수민	최지영	한지은, 홍중현	넥스트씬
30	Coupang Play	유니콘	8.26 ~ 9.30	유병재	김혜영	신하균, 원진아	플러스미디어엔터테인먼트
31	Disney+	형사록	10.26	임창세	한동화	이성민, 진구	스튜디오드래곤
32	Disney+	커넥트	12. ~	미이케 다카시		정해인, 고경표	
33	Apple	The Big Door Prize	4Q22				스튜디오드래곤, 스키이텐스 미디어, 애플TV플러스

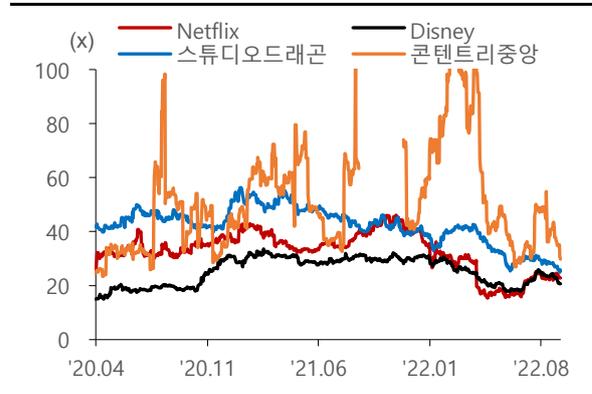
자료: 언론 보도, 스튜디오드래곤, SK 증권

Peer 12MF P/E 추이



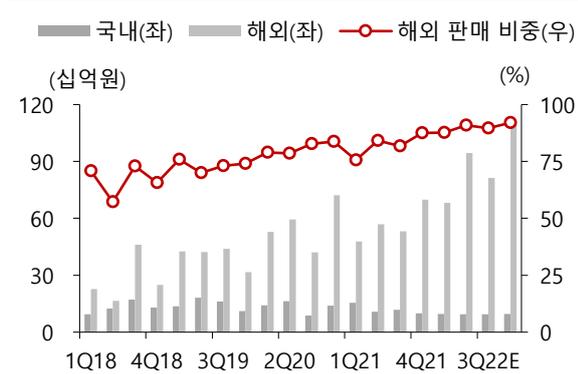
자료 : Bloomberg, SK 증권

Peer EV/EBITDA 추이



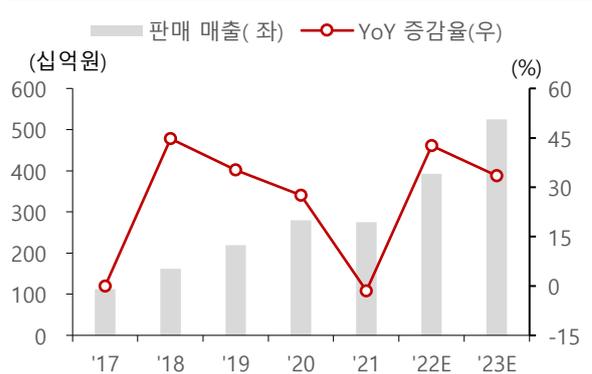
자료 : Bloomberg, SK 증권

해외 판매 비중은 지속 확대 중



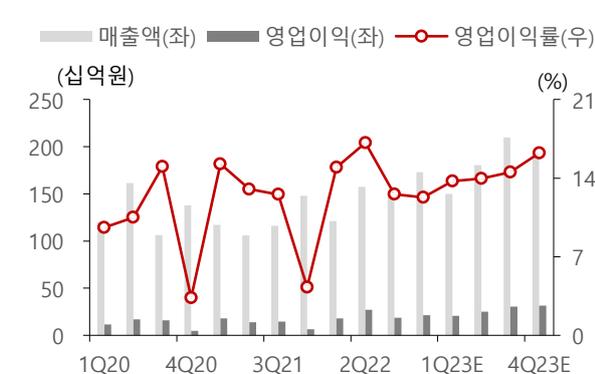
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

판매 매출 추이 및 전망



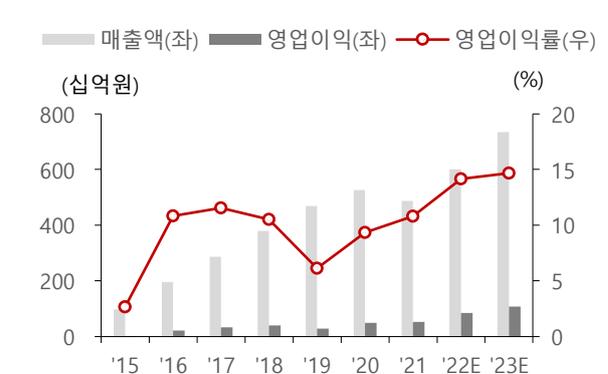
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤의 분기 실적 추이 및 전망



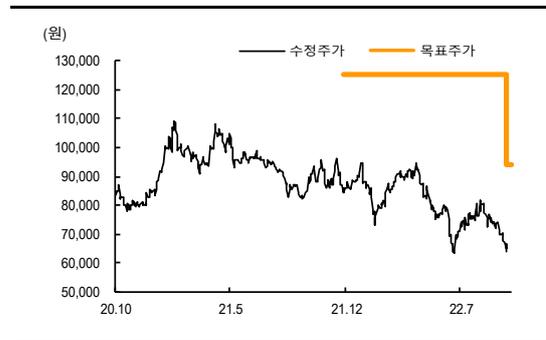
자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

스튜디오드래곤의 연간 실적 추이 및 전망



자료 : 스튜디오드래곤, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.09.30	매수	94,000원	6개월		
2022.08.05	매수	125,000원	6개월	-35.28%	-24.32%
2022.02.24	매수	125,000원	6개월	-34.06%	-24.32%
2021.11.30	매수	125,000원	6개월	-31.83%	-24.40%



Compliance Notice

- 작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 9 월 30 일 기준)

매수	95.08%	중립	4.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228	233	409	539	687
현금및현금성자산	49	65	212	299	394
매출채권및기타채권	107	124	145	177	217
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	529	652	703	717	749
장기금융자산	180	242	172	172	172
유형자산	8	8	7	5	4
무형자산	230	298	378	359	356
자산총계	757	884	1,030	1,160	1,326
유동부채	132	184	317	364	422
단기금융부채	2	4	107	107	107
매입채무 및 기타채무	53	75	87	107	131
단기충당부채	5	5	6	7	9
비유동부채	16	17	30	100	172
장기금융부채	8	7	8	8	8
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	2	2	2	2
부채총계	148	200	347	464	594
지배주주지분	609	684	683	696	732
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	123	162	227	306	407
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	683	696	732
부채외자본총계	757	884	1,030	1,160	1,326

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5	-8	63	192	209
당기순이익(손실)	30	39	65	79	102
비현금성항목등	135	119	146	170	171
유형자산감가상각비	3	4	4	2	1
무형자산감가상각비	113	95	107	125	119
기타	5	9	9	6	8
운전자본감소(증가)	-144	-155	-129	-29	-27
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-31	2	-20	-32	-40
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	19	14	20	24
기타	-101	-176	-122	-16	-11
법인세납부	-15	-11	-20	-28	-37
투자활동현금흐름	-16	27	-10	-93	-99
금융자산감소(증가)	-9	28	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-7	-2	-2	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	-105	-116
기타	1	1	-6	13	18
재무활동현금흐름	0	-3	93	-11	-15
단기금융부채증가(감소)	1	-1	100	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-2	-1	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-6	-11	-15
현금의 증가(감소)	-11	16	147	87	95
기초현금	60	49	65	212	299
기말현금	49	65	212	299	394
FCF	117	145	90	75	82

자료 : 스튜디오드래곤, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	526	487	600	735	902
매출원가	451	407	483	583	709
매출총이익	75	80	117	152	193
매출총이익률 (%)	14.2	16.4	19.5	20.7	21.4
판매비와관리비	26	27	32	44	54
영업이익	49	53	85	108	139
영업이익률 (%)	9.3	10.8	14.2	14.7	15.4
비영업손익	-8	-1	-2	0	-1
순금융비용	-2	-1	8	-1	-3
외환관련손익	-5	6	5	5	5
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	42	52	83	108	138
세전계속사업이익률 (%)	7.9	10.7	13.8	14.6	15.3
계속사업법인세	12	13	18	28	37
계속사업이익	30	39	65	79	102
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	65	79	102
순이익률 (%)	5.6	8.0	10.8	10.8	11.3
지배주주	30	39	65	79	102
지배주주귀속 순이익률(%)	5.63	8.02	10.84	10.75	11.27
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	32	74	-1	13	36
지배주주	32	74	-1	13	36
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	165	152	196	235	259

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	12.2	-7.4	23.2	22.5	22.7
영업이익	71.1	7.0	61.7	26.9	28.7
세전계속사업이익	25.7	25.2	58.9	30.1	28.7
EBITDA	13.6	-8.3	29.2	19.9	10.4
EPS(계속사업)	10.9	24.6	66.6	21.4	28.7
수익성 (%)					
ROE	5.7	6.0	9.5	11.5	14.2
ROA	4.4	4.8	6.8	7.2	8.2
EBITDA마진	31.5	31.1	32.6	31.9	28.7
안정성 (%)					
유동비율	172.8	126.6	129.0	148.0	162.6
부채비율	24.3	29.3	50.8	66.7	81.2
순차입금/자기자본	-14.8	-8.6	-15.3	-27.5	-39.2
EBITDA/이자비용(배)	285.4	194.9	42.8	20.7	17.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,044	1,301	2,168	2,632	3,387
BPS	20,309	22,785	22,758	23,194	24,385
CFPS	5,140	4,603	5,861	6,859	7,395
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	88.7	83.9	43.6	35.9	27.9
PER(최저)	66.2	63.3	29.2	24.0	18.7
PBR(최고)	4.6	4.8	4.2	4.1	3.9
PBR(최저)	3.4	3.6	2.8	2.7	2.6
PCR	18.0	19.8	10.9	9.3	8.7
EV/EBITDA(최고)	16.3	21.2	14.0	11.3	9.9
EV/EBITDA(최저)	11.2	15.9	9.2	7.3	6.2