

Industry Indepth
2022. 10. 13

▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (신규)

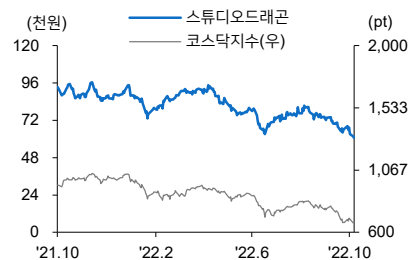
적정주가 (12개월) **105,000 원**
현재주가 (10.12) **60,900 원**
상승여력 **72.4%**

KOSDAQ	671.67pt
시가총액	18,279억원
발행주식수	3,001만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	10.69%
52주 최고/최저가	96,400원/60,900원
평균거래대금	74.5억원

주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.87
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.1	-33.0	-30.7
상대주가	-4.0	-8.8	-3.0

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

용비어천가

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- ✓ <빅마우스> 정산 이익과 <형사록> 방영 4Q22로 지연. 상각비 증가 부담 지속
- ✓ 4Q22 애플TV 오리지널 <The Big Door Prize> 방영 시작으로 해외 사업 본격화
- ✓ 2022년 연결 매출액 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY)
- ✓ 넷플릭스 포함 글로벌 OTT와의 개선된 계약 조건은 중장기 수익성에 긍정적

3Q22 Preview: 상각비 증가 부담 지속

3Q22 연결 매출액은 1,510 억원(+30.1% YoY), 영업이익 172 억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 204 억원)를 하회할 전망이다. 공동 제작한 <빅마우스> 정산 이익과 <형사록> 방영이 모두 4Q22로 지연되었고, 제작비 규모가 큰 <우리들의 블루스>, <환혼>의 무형자산상각비 증가로 수익성 측면에서는 다소 아쉬움이 남을 전망이다.

용의 머리가 되기 위한 여정

4Q22 스카이댄스(Skydance)와 공동 제작한 <The Big Door Prize>가 애플 TV를 통해 공개되며, 약 500 억원이 투입되는 제작비와 리쿠플 감안 시 약 30 억원의 수익 배분이 가능할 전망이다. <The Big Door Prize>는 시즌제로 제작될 계획이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여가 기대된다. 2022년 연결 매출액은 5,973 억원(+22.6% YoY), 영업이익 818 억원(+55.5% YoY)을 전망한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 105,000원 제시

투자 의견 Buy, 적정주가 105,000 원을 제시한다. 적정주가는 12M Forward EBITDA에 과거 3년 평균 EV/EBITDA 15.3 배를 적용해 산출했다. 넷플릭스와 재계약 논의는 지난 3년간 동사의 기여도를 감안해 볼 때 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상이 마무리될 가능성이 높다. 넷플릭스 외에도 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망이다.

(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	597.3	81.8	66.9	2,229	71.3	25,013	29.7	2.4	9.6	9.3	27.6
2023E	677.0	95.4	76.1	2,537	13.8	27,550	26.1	2.2	8.7	9.7	25.6
2024E	736.0	134.2	106.8	3,558	40.2	31,108	17.1	2.0	6.3	12.1	24.6

멀티 스튜디오 모델 구축

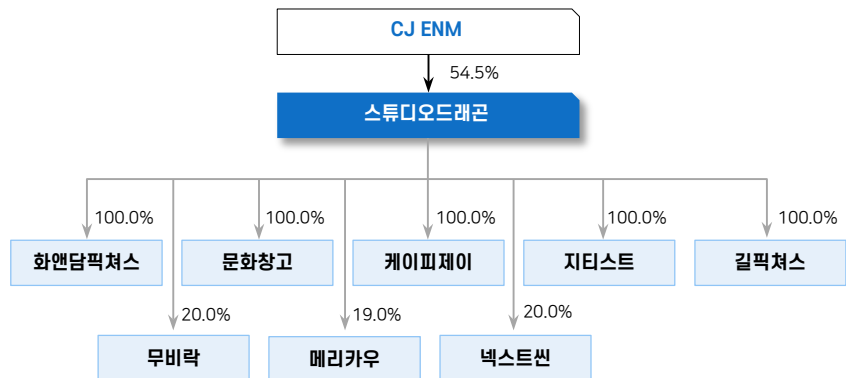
2006년 CJ ENM의 드라마 사업부로 시작한 스튜디오드래곤은 2016년 5월 물적 분할 후 2017년 11월 코스닥에 상장했다. 기존에는 없던 스튜디오 모델을 도입해 2016년 화앤담픽쳐스, 문화창고, 케이피제이, 2019년 지티스트, 2022년 9월에는 <스토브리그>, <소년심판> 제작사인 길픽쳐스를 인수했다. 또한, 무비락, 메리카우, 넥스트씬 등 역량이 검증된 제작사들에 대한 지분투자를 통해 파트너십을 확대하고 있다.

표17 스튜디오드래곤의 멀티 스튜디오 전략

구분	스튜디오	지분율	금액(십억원)	소속작가	대표작품
2016. 06	화앤담픽쳐스	100%	31.6	김은숙 작가 등	태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
2016. 06	문화창고	100%	36.6	박지은 작가 등	별에서 온 그대, 사랑의 불시착
2016. 09	케이피제이	100%	15.1	김영현 작가 등	대장금, 아스달 연대기
2019. 04	지티스트	100%	25.1	노희경 작가 등	그들이 사는 세상
2022. 09	길픽쳐스	100%	미공개	박재범 작가 등	스토브리그, 원더우먼, 소년심판, 더 패블러스
2019. 09	무비락	20%	3.1		청년경찰, 증인
2019. 12	메리카우	19%	4.0	송재정 작가 등	알함브라 궁전의 추억, 나인
2022. 03	넥스트씬	20%	4.0	박신우 PD 등	남자친구, 호텔델루나, 스타트업

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림85 스튜디오드래곤 지배구조 현황

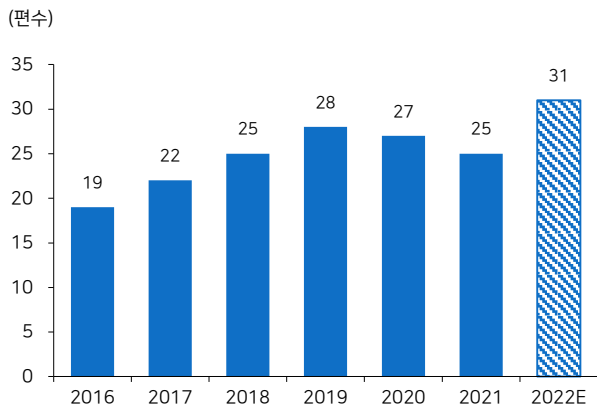


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

방영편수 증가와 더불어 해외 매출 비중의 증가

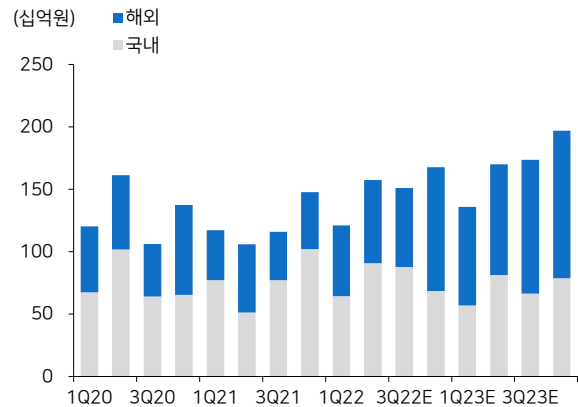
2022년 방영편수는 역대 최대인 31편을 전망하며, 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 제작이 본격화됨에 따라 전체 매출액 중 해외 비중이 가파르게 증가할 전망이다. 넷플릭스와 재계약을 논의 중이며, 지난 3년간의 기여도를 감안할 때 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상이 마무리될 가능성이 높다. 넷플릭스 외에도 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망이다.

그림86 연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림87 국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표18 2022년 하반기 라인업

					
환혼 PART 1. 20부	아다마스 16부	조선 정신과 의사 유세풍 12부	개미가 타고 있어요 12부	유니콘 12부	빅마우스 16부
TvN Netflix	TvN Disney+	TvN	Tving	Coupang Play	MBC Disney+
<호텔델루나> 홍정은, 홍미란 작가	최태강 작가	최민호 작가	<산후조리원> 윤수민, 김연지 이예림 작가	유병재 작가	김하람 작가
<김비서가왜그럴까> 박준화 감독 장양호 감독	<카이로스> 박승우 감독	<특별근로감독관 조장풍> 박원국 감독 강희주 감독	<김비서가왜그럴까>, <괴물> 최지영 감독	<멜로가 체질> 이병현 감독 김혜영 감독	<호텔델루나>, <스타트업> 오충환 감독
출연진 이재욱 정소민	출연진 지성 서지혜	출연진 김민재 김향기	출연진 한지은 홍종현	출연진 신하균 원진아	출연진 이충석 임윤아

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 105,000원 제시

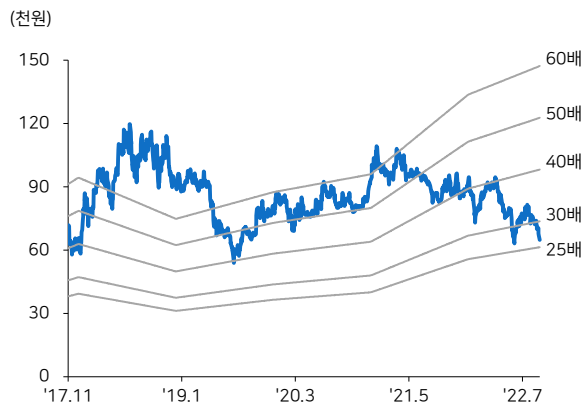
스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 105,000원을 제시한다. 적정주가는 12M Forward EBITDA에 과거 3년 평균 EV/EBITDA인 15.3배의 Target Multiple 을 적용했다. 3Q22 연결 매출액은 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 기대치(영업이익 204억원)를 하회할 전망이다. 공동 제작에 참여한 <빅마우스> 관련 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연됐고, 대규모 제작비가 투입된 <우리들의 블루스>와 <환혼> 관련 상각비의 증가로 다소 아쉬운 수익성을 기록할 전망이다. 4Q22에는 스카이댄스(Skydance)와 공동제작한 <The Big Door Prize>가 애플TV를 통해 공개될 예정이며, 500억원이 투입되는 제작비와 리콥을 감안 시 약 30억원 수준의 수익 배분이 가능할 전망이다. <The Big Door Prize>는 시즌제로 제작될 계획이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여가 가능할 전망이다. 2022년 연결 매출액은 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY)을 전망한다.

표19 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	208.5	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	15.3	과거 3년 평균
영업가치	3,199.1	
순차입금	60.1	
적정기업가치	3,139.1	
발행주식수(천주)	30,014	
적정주가(원)	104,587	

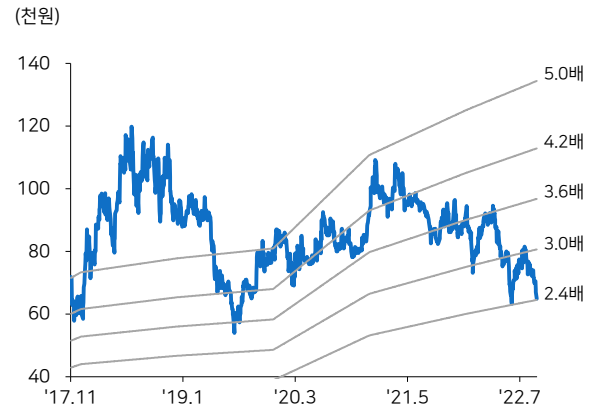
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림88 스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림89 스튜디오드래곤 PBR 밴드차트



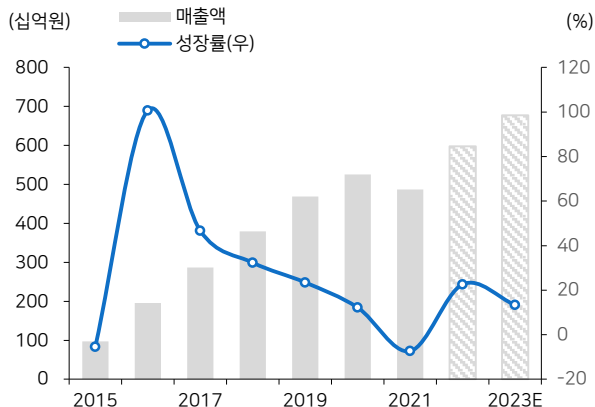
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표20 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	151.0	167.7	487.1	597.3	677.0
% YoY	-2.7%	-34.3%	9.2%	7.4%	3.4%	48.6%	30.1%	13.4%	-7.3%	22.6%	13.3%
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	44.8	46.1	161.3	170.1	155.3
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	96.7	112.0	275.5	390.3	487.1
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	9.5	9.7	50.3	36.9	34.5
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	126.4	139.7	407.3	483.8	549.0
% YoY	-9.8%	-38.6%	11.9%	8.5%	2.4%	42.5%	33.0%	4.9%	-9.7%	18.8%	13.5%
제작원가	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	70.7	85.3	226.7	273.2	332.9
무형자산상각비	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	33.8	25.9	95.2	114.6	115.9
기타	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	22.0	28.5	84.9	96.1	100.2
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	24.6	28.0	79.8	113.5	128.0
% YoY	41.9%	-6.9%	-1.3%	-1.7%	7.6%	74.0%	17.0%	90.0%	6.6%	42.3%	12.7%
GPm(%)	20.2%	19.2%	18.1%	10.0%	21.1%	22.5%	16.3%	16.7%	16.4%	19.0%	18.9%
판관비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.4	7.4	8.5	27.2	31.7	32.6
% YoY	13.7%	33.6%	21.0%	-19.1%	27.6%	28.3%	15.3%	1.6%	6.0%	16.7%	2.6%
인건비	3.1	3.3	3.5	4.6	4.3	4.3	4.3	4.7	14.6	17.5	18.0
유무형자산상각비	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.3	2.4	2.5
지급수수료	1.1	1.5	1.5	1.9	1.4	2.0	1.7	1.9	6.0	7.0	7.2
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3
기타	1.0	0.9	0.8	1.3	1.2	1.2	0.8	1.3	4.0	4.5	4.6
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	17.2	19.5	52.6	81.8	95.4
% YoY	54.3%	-18.2%	-9.0%	37.6%	1.1%	95.7%	17.8%	207.3%	7.0%	55.5%	16.7%
영업이익률(%)	15.3%	13.0%	12.6%	4.3%	14.9%	17.1%	11.4%	11.6%	10.8%	13.7%	14.1%
법인세차감전순이익	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	30.0	21.0	11.6	52.0	82.8	96.4
법인세비용	5.5	4.6	3.6	-0.8	4.5	4.5	4.4	2.4	13.0	15.9	20.2
당기순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	16.6	9.2	39.0	66.9	76.1
당기순이익률(%)	13.3%	8.9%	12.8%	-0.5%	12.9%	16.3%	11.0%	5.5%	8.0%	11.2%	11.2%

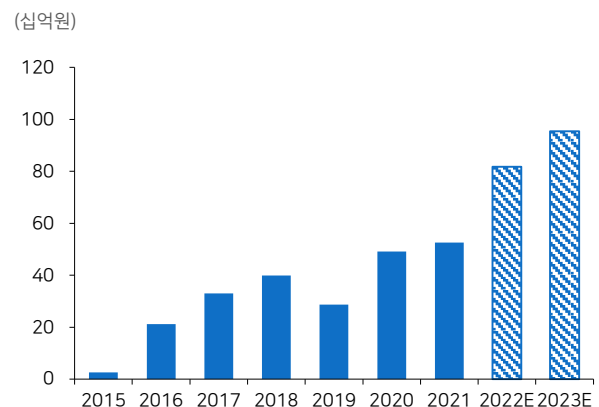
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림90 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림91 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	487.1	597.3	677.0	736.0
매출액증가율 (%)	12.2	-7.3	22.6	13.3	8.7
매출원가	451.0	407.4	483.9	549.0	568.5
매출총이익	74.8	79.8	113.5	128.0	167.6
판매관리비	25.7	27.2	31.7	32.6	33.4
영업이익	49.1	52.6	81.8	95.4	134.2
영업이익률	9.3	10.8	13.7	14.1	18.2
금융손익	-3.8	4.3	5.7	5.7	5.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-4.7	-4.7	-4.7
세전계속사업이익	41.5	52.0	82.8	96.4	135.2
법인세비용	11.9	13.0	15.9	20.2	28.4
당기순이익	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	-8.4	151.5	169.6	223.4
당기순이익(손실)	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8
유형자산상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	114.6	115.9	120.5
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-30.8	-22.3	-2.3
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-123.4	-122.8	-126.6
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-166.7	-60.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.0	-3.0	0.1	-0.2	-0.4
차입금의 증감	0.7	0.5	0.9	0.7	0.5
자본의 증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	15.5	28.2	46.6	96.4
기초현금	59.8	49.1	64.6	92.8	139.4
기말현금	49.1	64.6	92.8	139.4	235.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	297.4	370.6	486.7
현금및현금성자산	49.1	64.6	92.8	139.4	235.7
매출채권	106.7	123.6	151.6	171.8	186.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	660.3	668.3	676.9
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	308.4	317.6	327.0
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	957.8	1,038.9	1,163.5
유동부채	132.1	183.6	188.4	191.8	208.5
매입채무	5.9	17.0	20.8	23.6	25.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	18.7	20.2	21.3
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	207.0	212.0	229.9
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	228.6	304.8	411.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	750.8	826.9	933.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	19,902	22,555	24,523
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,229	2,537	3,558
CFPS	5,803	5,254	6,603	7,068	8,467
EBITDAPS	5,828	5,054	6,595	7,079	8,515
BPS	20,309	22,785	25,013	27,550	31,108
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	29.7	26.1	17.1
PCR	16.0	17.3	9.2	8.6	7.2
PSR	5.0	5.6	3.1	2.7	2.5
PBR	4.6	4.0	2.4	2.2	2.0
EBITDA	165.3	151.7	197.9	212.5	255.6
EV/EBITDA	16.3	17.6	9.6	8.7	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	9.3	9.7	12.1
EBITDA 이익률	31.4	31.1	33.1	31.4	34.7
부채비율	24.3	29.3	27.6	25.6	24.6
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	67.6	99.0	108.2	145.6
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.3	4.2	4.1
재고자산회전율(x)					