

Buy

적정주가 (12개월) 105,000원

현재주가 (11.3) 67,500원

상승여력 55.6%

KOSDAQ	694.13pt
시가총액	20,260억원
발행주식수	3,001만주
유동주식비율	45.13%
외국인비중	10.51%
52주 최고/최저가	96,400원/59,100원
평균거래대금	65.6억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인	54.87
네이버	6.25

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	-21.9	-22.6
상대주가	-1.6	2.1	12.1

주가그래프



3Q22 상각비 증가 부담 지속

- 3Q22 연결 매출액 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- 공동 제작한 <빅마우스> 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연, 텐트폴 <우리들의 블루스>, <환혼> 등 무형자산상각비 증가로 수익성 측면에서 다소 아쉬움이 남은 실적

용의 머리가 되기 위한 여정

- Skydance와 공동 제작한 <The Big Door Prize>는 4Q22 애플TV를 통해 공개 예정 500억원의 제작비와 리쿱을 감안 시 약 30억원의 수익 배분이 가능할 전망
- <The Big Door Prize>는 시즌제 계획 중이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여 가능
- 2023년 연결 실적은 매출액 6,770억원(+13.3% YoY), 영업이익 954억원(+16.7% YoY) 전망

높아진 협상력에 기반한 리쿱을 개선

- 지난 3년간의 성과를 감안할 때 넷플릭스와의 재계약은 이전 대비 크게 개선된 조건으로 마무리될 전망
- 넷플릭스 외 다수의 글로벌 OTT들과 공급 계약을 논의 중이며, 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망

(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	30.3	2.7	9.8	9.3	27.6
2023E	677.0	95.4	76.1	2,537	13.8	27,550	26.6	2.5	8.9	9.7	25.6
2024E	736.0	134.2	106.8	3,558	40.2	31,108	19.0	2.2	7.0	12.1	24.6

스튜디오드래곤 – 용비어천가

멀티 스튜디오 모델 구축

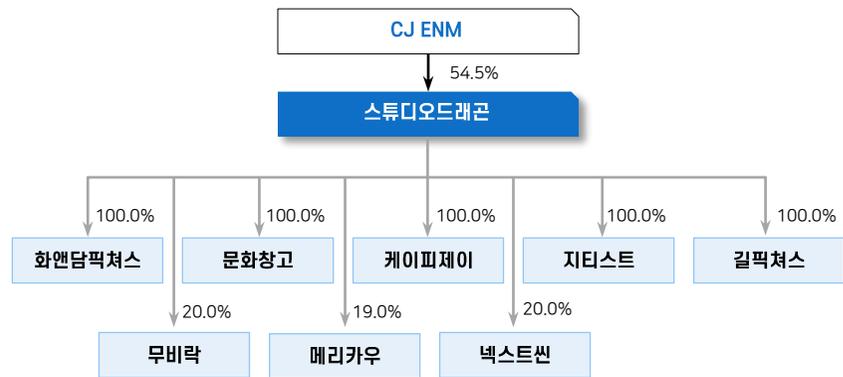
- 동사는 스튜디오 모델을 도입해 2016년 화앤담픽쳐스, 문화창고, 케이피제이, 2019년 지티스트, 2022년 9월에는 <스토브리그>, <소년심판> 제작사인 길픽쳐스 인수
- 또한, 무비락, 메리카우, 넥스트씬 등 역량이 검증된 제작사들에 대한 지분투자를 통해 파트너십 역시 확대

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, 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: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 지배구조 현황



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

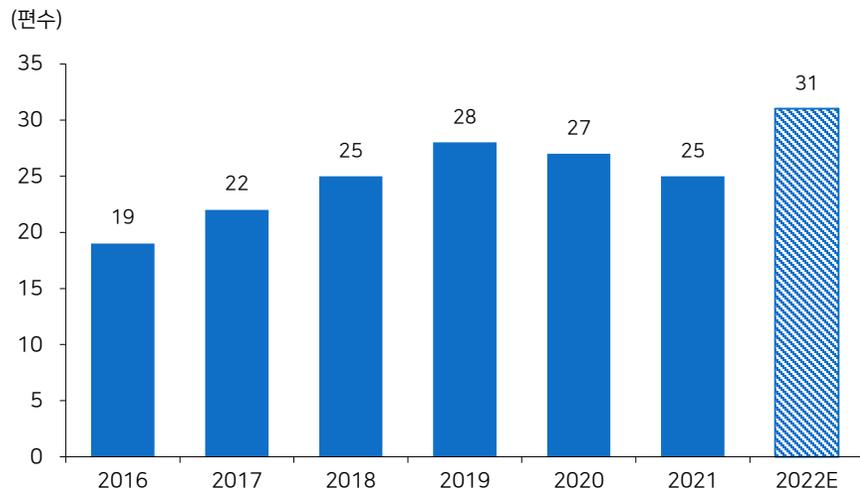
스튜디오드래곤 – 용비어천가

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

방영편수 증가와 해외 매출 비중 증가

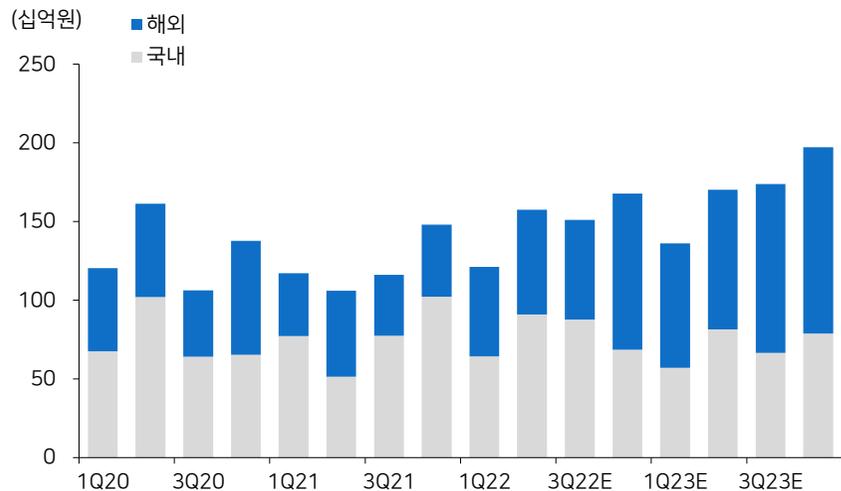
- 2022년 방영편수는 역대 최대인 31편 전망. 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 제작 본격화
- 지난 3년간의 성과 감안 시 넷플릭스와의 재계약은 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상 마무리 전망
- 넷플릭스 외 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망

연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 – 용비어천가

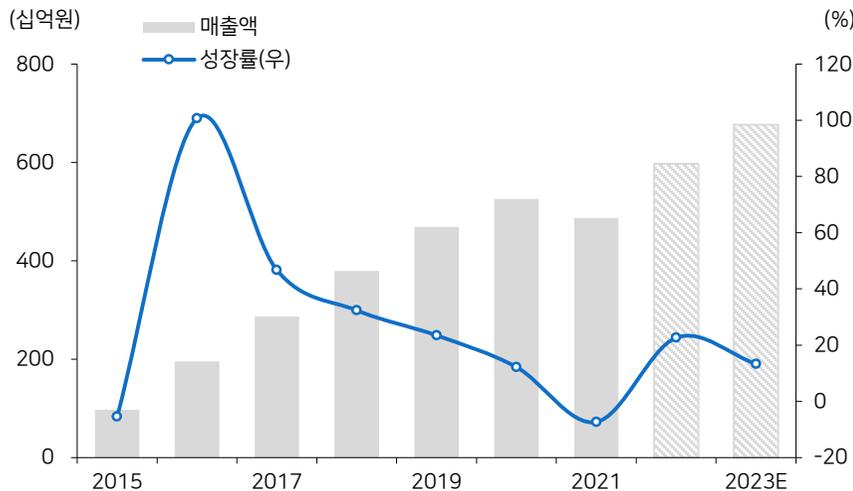
2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

4Q22부터 해외 제작 본격화

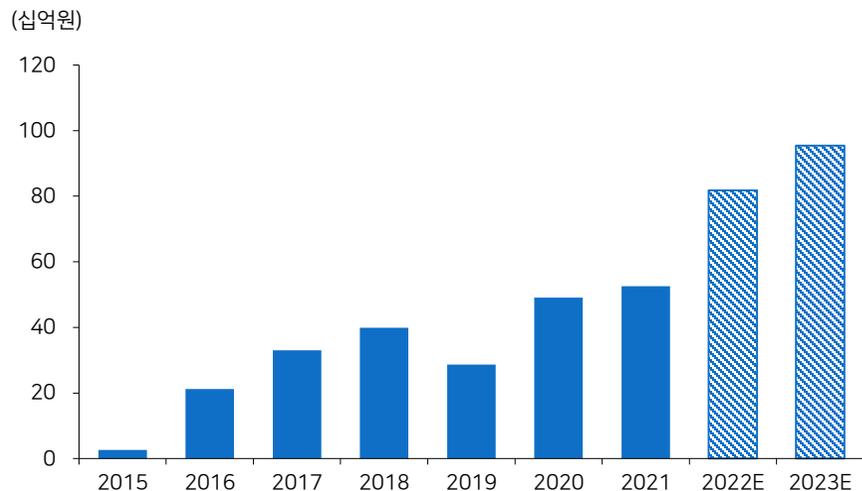
- 3Q22 연결 매출액 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 기대치 하회 전망
- 공동 제작에 참여한 <빅마우스> 관련 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연, 텐트폴 <우리들의 블루스>, <환혼> 등 무형자산상각비 증가로 다소 아쉬운 수익성 전망
- 4Q22에는 스카이댄스(Skydance)와 공동제작한 <The Big Door Prize>가 애플TV를 통해 공개 예정 <The Big Door Prize>는 시즌제로 기획. IP 권한 일부를 보유해 지속적이며 안정적인 이익 기여 가능
- 2022년 연결 매출액 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY) 전망

스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

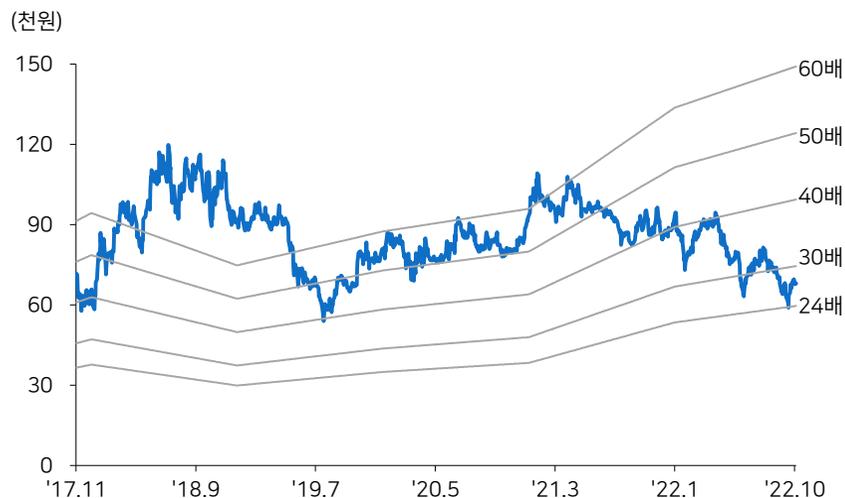
스튜디오드래곤 – 용비어천가

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

2023년 외형 성장보다 높은 이익 성장 기대

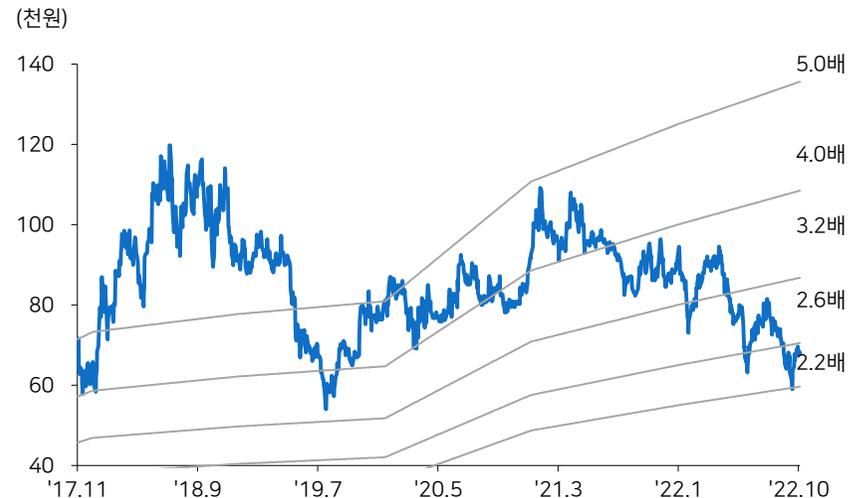
- 2023년 연결 매출액 6,770억원(+13.3% YoY), 영업이익 954억원(+16.7% YoY) 전망
- 작품당 이익 체력 향상으로 2023년 매출 성장보다 높은 이익 성장 예상
- 현재 주가는 PER 밴드차트 하단 수준으로, 2023년 실적 개선에 따른 밸류에이션 정당화 기대

스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 PBR 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	121.1	157.5	151.0	167.7	136.1	170.1	173.7	197.1	487.1	597.3	677.0
% YoY	3.4%	48.6%	30.1%	13.4%	12.3%	8.0%	15.1%	17.5%	-7.3%	22.6%	13.3%
편성	35.4	43.8	44.8	46.1	36.5	38.6	37.8	42.4	161.3	170.1	155.3
판매	77.7	103.9	96.7	112.0	91.2	122.8	127.4	145.6	275.5	390.3	487.1
기타	8.0	9.8	9.5	9.7	8.3	8.6	8.5	9.1	50.3	36.9	34.5
매출원가	95.6	122.1	126.4	139.7	105.5	136.1	141.1	166.4	407.3	483.8	549.0
% YoY	2.4%	42.5%	33.0%	4.9%	10.3%	11.5%	11.6%	19.1%	-9.7%	18.8%	13.5%
제작원가	45.0	72.2	70.7	85.3	56.0	87.3	85.9	103.8	226.7	273.2	332.9
무형자산상각비	25.1	29.8	33.8	25.9	26.3	25.5	29.0	35.1	95.2	114.6	115.9
기타	25.5	20.1	22.0	28.5	23.2	23.4	26.2	27.4	84.9	96.1	100.2
매출총이익	25.5	35.4	24.6	28.0	30.6	34.0	32.7	30.7	79.8	113.5	128.0
% YoY	7.6%	74.0%	17.0%	90.0%	19.9%	-4.0%	33.1%	9.6%	6.6%	42.3%	12.7%
GPM(%)	21.1%	22.5%	16.3%	16.7%	22.5%	20.0%	18.8%	15.6%	16.4%	19.0%	18.9%
판관비	7.4	8.4	7.4	8.5	7.6	8.6	7.6	8.7	27.2	31.7	32.6
% YoY	27.6%	28.3%	15.3%	1.6%	3.4%	2.5%	2.6%	2.0%	6.0%	16.7%	2.6%
인건비	4.3	4.3	4.3	4.7	4.4	4.4	4.4	4.8	14.6	17.5	18.0
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	2.3	2.4	2.5
지급수수료	1.4	2.0	1.7	1.9	1.4	2.1	1.7	2.0	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	1.2	1.2	0.8	1.3	1.2	1.2	0.9	1.3	4.0	4.5	4.6
영업이익	18.1	27.0	17.2	19.5	22.9	25.4	25.1	22.0	52.6	81.8	95.4
% YoY	1.1%	95.7%	17.8%	207.3%	26.7%	-6.1%	46.2%	12.9%	7.0%	55.5%	16.7%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	11.4%	11.6%	16.9%	14.9%	14.4%	11.2%	10.8%	13.7%	14.1%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	21.0	11.6	24.8	28.5	29.0	14.1	52.0	82.8	96.4
법인세비용	4.5	4.5	4.4	2.4	5.2	6.0	6.1	3.0	13.0	15.9	20.2
당기순이익	15.6	25.6	16.6	9.2	19.6	22.5	22.9	11.2	39.1	66.9	76.1
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	11.0%	5.5%	14.4%	13.2%	13.2%	5.7%	8.0%	11.2%	11.2%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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
판매비와관리비	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
종속/관계기업관련손익	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
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

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5.2	-8.4	151.5	169.6	223.4
당기순이익(손실)	29.6	39.1	66.9	76.1	106.8
유형자산감가상각비	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
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	0.1	-0.2	-0.4
차입금증감	0.7	0.5	0.9	0.7	0.5
자본의증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(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
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	30.3	26.6	19.0
PCR	16.0	17.3	10.2	9.5	8.0
PSR	5.0	5.6	3.4	3.0	2.8
PBR	4.6	4.0	2.7	2.5	2.2
EBITDA	165.3	151.7	197.9	212.5	255.6
EV/EBITDA	16.3	17.6	9.8	8.9	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	9.3	9.7	12.1
EBITDA이익률	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)					