

2022. 11. 9



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 105,000 원

현재주가 (11.8) 69,300 원

상승여력 51.5%

KOSDAQ 713.33pt

시가총액 20,800억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.13%

외국인비중 10.81%

52주 최고/최저가 96,400원/59,100원

평균거래대금 62.1억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.87

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 9.7 -17.0 -22.3

상대주가 7.4 2.9 9.2

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

관찰은 밑그림 그리기

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 189억원(+29.9% YoY)으로 시장 컨센서스(188억원) 부합
- ✓ 큰 폭의 외형 성장(+97.2% YoY)에도 늘어난 동시방영 작품으로 상각비 부담 증가
- ✓ 다소 부진했던 신규 OTT 플랫폼항 작품 마진은 이후 라인업부터 개선될 전망
- ✓ 4Q22 주요 라인업은 〈슈룹〉, 〈아일랜드 Part1〉 등, Amazon이 신규 플랫폼으로 추가
- ✓ 넷플릭스와의 재계약은 마무리 단계이며, 개선된 조건은 2023년 실적부터 반영

3Q22 Review: 매출 대비 아쉬운 이익 성장

3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,289억원(+97.2% YoY), 189억원(+29.9% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 188억원)에 부합했다. 〈The Big Door Prize〉, 〈유니콘〉 등 OTT항 작품 7편이 반영되면서 시장 예상치(매출액 1,406억원)를 크게 상회하는 외형 성장이 나타났으나, 동시방영 작품이 증가(1Q22 1작품 → 2Q22 3작품 → 3Q22 2작품)하면서 일시적으로 무형자산상각비 부담이 컸다. 특히, 신규 진입한 OTT 플랫폼(애플TV, 디즈니+, 쿠팡플레이)에 납품한 작품 마진이 예상보다 부진한 것으로 파악되나, 이는 초기에 나타나는 시행착오에 가깝다고 보는 것이 바람직하며 추후 공급되는 콘텐츠에 대해서는 확연히 개선된 마진으로 납품할 전망이다.

4Q22 Amazon이 신규 플랫폼으로 추가

일부 콘텐츠가 3Q22에 미리 반영되면서 4Q22 주요 라인업은 〈슈룹〉, 〈더 글로리〉, 〈아일랜드 Part1〉 등 5~6편 작품이 예정되어 있으며, Amazon이 신규 플랫폼으로 추가된다. 이를 반영한 4Q22 매출액과 영업이익은 각각 1,595억원(+7.8% YoY), 163억원(+157.3% YoY)을 전망한다.

넷플릭스와의 재계약 마무리 단계

실적 발표에서 긍정적인 내용은 넷플릭스와 재계약이 마무리 단계이며, 이전 대비 상당히 좋은 조건으로 진행되고 있다는 점이다. 넷플릭스 외에도 신규로 협업하기 시작한 글로벌 OTT와도 좋은 조건 하에 장기 계약을 논의 중인 만큼 2023년 수익성에 있어서는 확연히 개선된 모습을 기대해도 좋을 전망이다. 투자조건 Buy, 적정주가 105,000원을 유지한다.

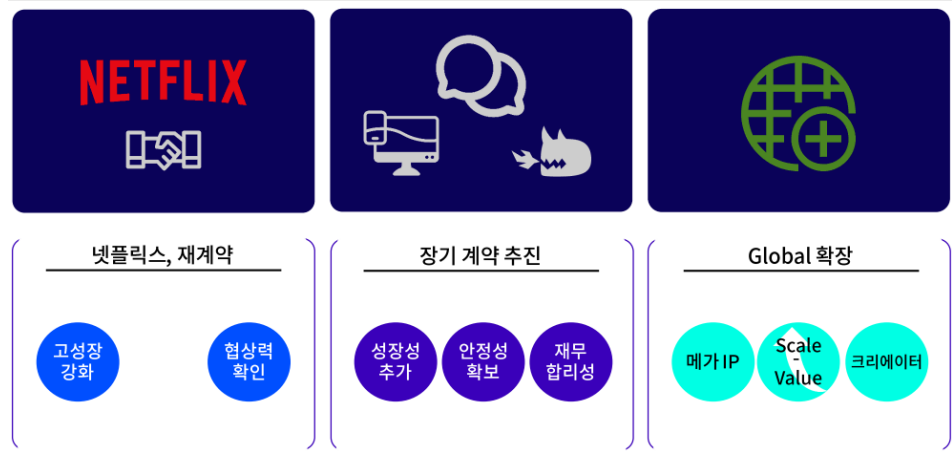
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022E	667.0	80.4	75.7	2,523	93.9	25,308	27.5	2.7	9.5	10.5	27.8
2023E	732.3	97.1	82.5	2,750	9.0	28,058	25.2	2.5	8.2	10.3	25.6
2024E	804.9	126.0	105.0	3,497	27.2	31,555	19.8	2.2	6.8	11.7	24.9

표1 스튜디오드래곤 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	228.9	116.1	97.2	157.5	45.3	140.6	62.8	151.0	51.6
영업이익	18.9	14.6	29.9	27.0	-29.9	18.8	0.7	17.2	10.3
세전이익	25.5	18.5	37.9	30.0	-15.2	20.5	24.2	21.0	20.9
순이익	17.8	14.8	20.5	25.6	-30.3	15.7	13.6	16.6	7.3
영업이익률(%)	8.3	12.6		17.1		13.4		11.4	
순이익률(%)	7.8	12.8		16.3		11.2		11.0	

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 4Q22 사업 전략



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 4Q22 주요 라인업

커넥트 12부	슈룹 16부	더 글로리 8부	연예인 매니저로 살아남기 12부	아일랜드 Part 1 6부	형사록 8부
Disney+	tvN Netflix	Netflix	tvN Netflix	Tving Amazon	Disney+
나카무라 마사루 작가	박바라 작가	<도깨비> <미스터신사유> 김은숙 작가	<멜로콜라> 박소영 작가 이찬 작가	오보현 작가	임창세 작가
<라플라스의마녀> 미이케 다카시 감독	<미생> <두번째사랑> 김형식 감독	<청춘기록> <해피니스> 안길호 감독	<SNL 코리아> <쌈!다전리마이트> 백승룡 감독	<웹툰동막골> 박배종 감독	<38사기동대> <비밀레터> 한동화 감독
출연진 정해인 고경표	출연진 김혜수 김해숙	출연진 송혜교 이도현	출연진 이서진 곽선영	출연진 김남길, 이다희 차은우	출연진 이성민 진구

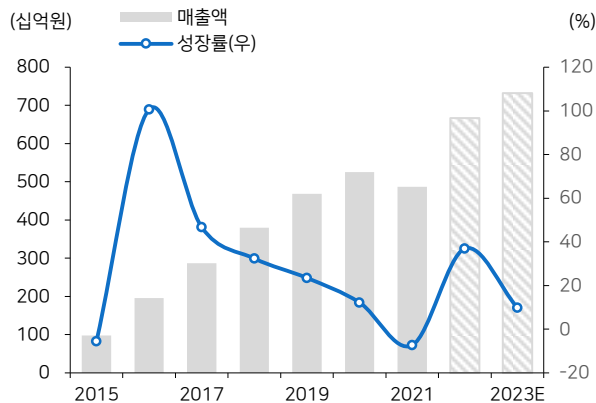
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	121.1	157.5	228.9	159.5	147.2	177.4	207.4	200.3	487.1	667.0	732.3
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	7.8%	21.5%	12.6%	-9.4%	25.6%	-7.3%	36.9%	9.8%
편성	35.4	43.8	59.4	45.9	38.3	41.6	44.3	49.8	161.3	184.4	174.1
판매	77.7	103.9	165.8	104.0	100.3	126.8	153.7	140.3	275.5	451.3	521.1
기타	8.0	9.8	3.8	9.6	8.6	9.0	9.4	10.2	50.3	31.2	37.2
매출원가	95.6	122.1	201.5	133.7	113.3	148.6	164.2	173.4	407.3	552.9	599.6
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	0.4%	18.5%	21.7%	-18.5%	29.7%	-9.7%	35.7%	8.4%
제작원가	45.0	72.2	140.5	80.1	60.1	98.5	104.5	108.6	226.7	337.8	371.7
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	28.9	28.7	29.2	34.3	42.6	95.2	127.3	134.8
기타	25.5	20.1	17.5	24.7	24.5	20.9	25.4	22.2	84.9	87.8	93.1
매출총이익	25.5	35.4	27.4	25.8	33.9	28.8	43.2	26.8	79.8	114.1	132.7
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	74.9%	33.0%	-18.7%	57.8%	3.9%	6.6%	43.0%	16.3%
GPm(%)	21.1%	22.5%	12.0%	16.2%	23.0%	16.2%	20.8%	13.4%	16.4%	17.1%	18.1%
판관비	7.4	8.4	8.4	9.5	8.0	8.8	8.9	9.9	27.2	33.7	35.6
% YoY	27.6%	28.3%	31.7%	12.8%	7.6%	5.3%	5.2%	4.7%	6.0%	24.1%	5.6%
인건비	4.3	4.3	5.1	5.5	4.6	4.6	5.4	5.9	14.6	19.2	20.6
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	2.3	2.3	2.3
지급수수료	1.4	2.0	1.8	2.0	1.5	2.1	1.9	2.0	6.0	7.2	7.4
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	1.1	1.4	1.2	1.2	1.1	1.4	4.0	4.8	4.9
영업이익	18.1	27.0	18.9	16.3	26.0	19.9	34.3	16.9	52.6	80.4	97.1
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	157.3%	43.4%	-26.1%	81.3%	3.4%	7.0%	52.8%	20.8%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	10.2%	17.6%	11.2%	16.6%	8.4%	10.8%	12.0%	13.3%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	21.3	27.7	22.6	36.9	18.6	52.0	96.8	105.8
법인세비용	4.5	4.5	7.6	4.5	6.1	5.0	8.1	4.1	13.0	21.1	23.3
당기순이익	15.6	25.6	17.8	16.8	21.6	17.7	28.8	14.5	39.0	75.7	82.5
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	10.5%	14.7%	10.0%	13.9%	7.3%	8.0%	11.4%	11.3%

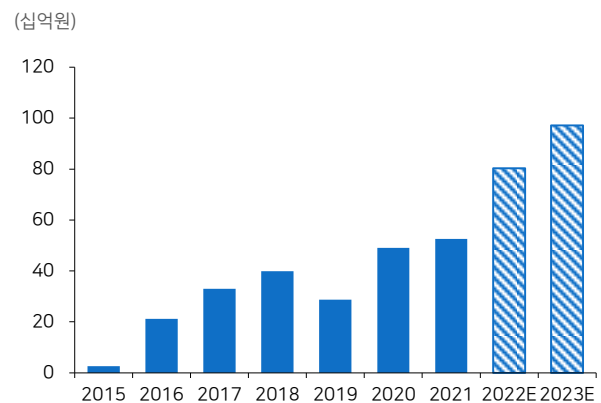
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	487.1	667.0	732.3	804.9
매출액증가율 (%)	12.2	-7.3	36.9	9.8	9.9
매출원가	451.0	407.4	552.9	599.6	641.8
매출총이익	74.8	79.8	114.1	132.7	163.2
판매관리비	25.7	27.2	33.7	35.6	37.1
영업이익	49.1	52.6	80.4	97.1	126.0
영업이익률	9.3	10.8	12.0	13.3	15.7
금융손익	-3.8	4.3	16.8	8.3	8.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-0.4	0.4	0.4
세전계속사업이익	41.5	52.0	96.8	105.8	134.6
법인세비용	11.9	13.0	21.1	23.3	29.6
당기순이익	29.6	39.1	75.7	82.5	105.0
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	75.7	82.5	105.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	-8.4	153.6	198.7	238.8
당기순이익(손실)	29.6	39.1	75.7	82.5	105.0
유형자산상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	127.3	134.8	140.2
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-50.3	-18.3	-4.2
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-123.4	-122.5	-126.0
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	0.6	-0.4	-0.4
차입금의 증감	0.7	0.5	1.5	0.5	0.6
자본의 증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	15.5	30.8	75.8	112.5
기초현금	59.8	49.1	64.6	95.4	171.2
기말현금	49.1	64.6	95.4	171.2	283.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	323.3	420.9	557.6
현금및현금성자산	49.1	64.6	95.4	171.2	283.7
매출채권	106.7	123.6	169.3	185.9	204.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	647.6	636.7	625.6
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	295.7	285.9	275.8
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	971.0	1,057.6	1,183.2
유동부채	132.1	183.6	191.4	194.2	213.4
매입채무	5.9	17.0	23.2	25.5	28.0
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	20.0	21.3	22.7
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	211.4	215.4	236.1
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	237.5	320.0	425.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	759.6	842.1	947.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	22,222	24,398	26,817
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,523	2,750	3,497
CFPS	5,803	5,254	7,494	8,004	9,082
EBITDAPS	5,828	5,054	6,971	7,766	8,899
BPS	20,309	22,785	25,308	28,058	31,555
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	27.5	25.2	19.8
PCR	16.0	17.3	9.2	8.7	7.6
PSR	5.0	5.6	3.1	2.8	2.6
PBR	4.6	4.0	2.7	2.5	2.2
EBITDA	165.3	151.7	209.2	233.1	267.1
EV/EBITDA	16.3	17.6	9.5	8.2	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	10.5	10.3	11.7
EBITDA 이익률	31.4	31.1	31.4	31.8	33.2
부채비율	24.3	29.3	27.8	25.6	24.9
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	67.6	94.9	105.8	131.6
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.6	4.1	4.1
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.06	기업브리프	Hold	87,000	이효진	1.2	22.9	
2021.01.22	산업브리프	Hold	120,000	이효진	-18.6	-9.0	
2021.08.06	기업브리프	Hold	104,000	이효진	-15.3	-8.3	
2021.11.15	산업분석	Buy	150,000	이효진	-41.3	-35.7	
2022.01.26	산업브리프	Buy	128,000	이효진	-38.5	-26.1	
2022.10.13				담당자 변경	-	-	
2022.10.13	산업분석	Buy	105,000	정지수	-	-	