

플랫폼비즈니스팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

스튜디오드래곤 (253450)

글로벌하게 놀아볼까

- 23년 영업이익 1,006억원으로 전년 대비 30% 증가 전망. 공급 채널 다변화로 제작 편수가 늘고 수익성 개선 지속 예상
- 현지 작품 제작 본격화로 성장 모멘텀 유효. 애플 TV+ 방영 예정인 'The Big Door Prize'를 시작으로 차기 프로젝트로 'The Plotters' 준비 중
- 투자 의견 BUY 및 목표주가 96,000원 유지

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	96,000원	32.4%
현재주가	72,500원	
시가총액	2.2조원	
Shares (float)	30,058,498주 (45.1%)	
52주 최저/최고	59,100원/94,600원	
60일-평균거래대금	93.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	7.1	-6.5	-14.3
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	0.9	13.7	13.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	96,000	96,000	0.0%
2022E EPS	2,164	2,232	-3.0%
2023E EPS	2,613	2,662	-1.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	102,214
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

2023년 outlook: 23년 매출액은 7,384억원(+12.6% YoY), 영업이익 1,006억원(+30.3% YoY)으로 성장 모멘텀을 이어갈 전망이다. 금년 유통 플랫폼을 다변화하며 공급 채널을 크게 늘렸다. 유통 채널에 디즈니플러스, 애플TV+, 쿠팡플레이, 아마존프라임을 더했으며, 23년에는 각 플랫폼으로 더 많은 작품을 제작·공급하며 제작 규모도 커질 것이다. 시즌제 작품 편성이 본격화된다. 스위트홈, 형사록, 소년심판, 경성크리처 등의 작품의 차기 시즌을 제작 중이거나 확정됐으며 더 글로리, 아일랜드는 파트를 나눠 시즌제로 기획됐다. 3분기 실적 발표 컨퍼런스콜에서 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 재계약은 세부사항 조율만 남아 사실상 마무리 단계라고 밝힌 바 있다. 기존 대비 개선된 조건에 합의한 것으로 추정돼 23년부터는 제작 스케일 상승과 마진 향상이 기대된다. 여타 스트리밍 사업자 역시 장기 콘텐츠 공급 계약을 원하고 있는 것으로 알려져 업사이드도 열려 있다.

현지로 직접 진출한다: 애플TV+를 통해 방영 예정인 'The Big Door Prize'는 첫번째 미국 진출 작품으로 현지 제작사 Skydance와 공동 제작했다. 이미 두 번째 작품으로 유니버설 스튜디오와 공동 제작하는 'The Plotters(설계자들)'을 준비 중이며 미국 프로젝트를 비롯한 글로벌 현지 제작 라인업은 점차 확대될 것이다. 현지 진출에 속도를 내고 있어 글로벌 영토 확장에 따른 괄목할 만한 성장을 거둘 것으로 예상된다.

BUY 유지: 목표주가 96,000원(12MF EV/EBITDA 12.2배(글로벌 OTT/제작사 평균 15% 할인))을 유지한다. 해외 현지로 사업 영역이 확대되면서 중장기 성장성은 유효하다. 특정 유통 채널에 편중되지 않고 공급 플랫폼이 다각화되어 P와 Q가 동반 상승하며 성과 확대를 이어갈 것이다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	487	656	738	854
영업이익 (십억원)	53	77	101	120
순이익 (십억원)	39	65	79	94
EPS (adj) (원)	1,301	2,164	2,613	3,124
EPS (adj) growth (%)	24.6	66.3	20.8	19.6
EBITDA margin (%)	31.1	28.0	29.3	29.1
ROE (%)	6.0	8.8	9.5	10.3
P/E (adj) (배)	69.9	33.5	27.7	23.2
P/B (배)	4.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA (배)	17.7	11.3	9.3	7.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	148.3	138.3	180.2	211.5	208.4	525.7	487.1	655.8	738.4
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	40.3	34.4	38.3	76.4	43.9	197.0	161.3	178.9	193.0
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	98.6	95.9	133.9	127.2	155.8	279.7	275.5	446.0	512.9
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	9.5	8.0	8.0	7.9	8.6	48.9	50.3	31.0	32.5
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	21.8	29.4	37.6	33.1	35.7	74.8	79.8	110.1	135.8
판관비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.4	8.4	8.7	8.3	8.4	9.3	9.3	25.7	27.2	32.9	35.3
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	13.1	21.2	29.2	23.9	26.4	49.1	52.6	77.2	100.6
영업외손익	3.2	0.3	3.9	-7.9	2.0	3.0	6.5	-4.5	3.3	1.7	2.5	-4.2	-7.6	-0.6	7.1	3.3
세전이익	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	30.0	25.5	8.7	24.5	30.9	26.4	22.2	41.5	52.0	84.2	103.9
지배주주순이익	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	17.8	5.9	18.5	23.4	20.0	16.7	29.6	39.0	65.0	78.6
매출총이익률 (%)	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	14.7	21.3	20.9	15.7	17.1	14.2	16.4	16.8	18.4
영업이익률 (%)	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	8.8	15.3	16.2	11.3	12.7	9.3	10.8	11.8	13.6
지배주주순이익률 (%)	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	16.2	7.8	4.0	13.4	13.0	9.4	8.0	5.6	8.0	9.9	10.6
(% YoY)																
매출액	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	0.3	14.2	14.4	-7.6	40.5	12.2	-7.3	34.6	12.6
편성	-3.2	-56.9	-20.8	30.7	-19.1	55.4	64.0	-24.2	-2.8	-12.5	28.6	9.0	-5.6	-18.1	10.9	7.9
판매	-5.5	-10.8	27.7	-7.5	23.0	53.8	155.2	23.5	23.4	28.9	-23.2	58.1	27.6	-1.5	61.9	15.0
기타	24.0	-49.3	54.0	39.3	-21.5	-5.1	-74.8	-36.5	0.7	-17.9	108.6	-8.8	20.4	2.9	-38.4	5.1
매출총이익	42.2	-6.9	-1.3	-1.7	7.8	74.0	30.5	47.8	15.2	6.2	21.0	63.7	56.2	6.7	38.0	23.4
판관비	14.0	33.6	21.0	-19.1	27.7	28.1	31.7	3.3	11.4	0.5	9.7	7.0	34.0	5.8	21.2	7.0
영업이익	53.6	-18.2	-9.0	37.6	1.4	95.7	29.9	106.8	16.8	8.0	26.0	101.2	71.1	7.0	46.8	30.3
영업외손익	642.7	-20.8	흑전	적지	-37.8	1,085.2	67.8	적지	66.8	-42.7	-61.2	적지	적전	적지	흑전	-52.9
세전이익	75.3	-18.2	21.3	적지	-4.6	113.7	37.9	흑전	21.8	2.9	3.7	155.7	25.4	25.2	62.0	23.4
지배주주순이익	82.2	-29.1	39.6	적지	0.4	170.2	20.5	흑전	18.4	-8.7	11.9	182.2	12.1	31.8	66.4	20.9
매출총이익률 (%p)	6.4	5.7	-1.9	-0.9	0.9	3.3	-6.1	4.7	0.2	-1.6	3.7	2.4	4.0	2.2	0.4	1.6
영업이익률 (%p)	5.6	2.6	-2.5	0.9	-0.3	4.1	-4.3	4.6	0.3	-1.0	3.0	3.8	3.2	1.5	1.0	1.9
지배주주순이익률 (%p)	6.2	0.7	2.8	1.6	-0.4	7.3	-5.0	4.5	0.5	-3.3	1.6	4.0	-0.0	2.4	1.9	0.7

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 2. 2022년 드라마 제작 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2022	1	tvN	베드 앤 크레이지	12.17~'22.1.28	12	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은	금토
	2		불가살	12.18~'22.2.6	16	권소라, 서재원	장영우	이진욱, 권나라, 이준	토일
	3		고스트닥터	1.3~2.22	16	김선수	부성철	정지훈, 김범, 유이	월화
	4		스물다섯 스물하나	2.12~4.3	16	권도은	정지현	김태리, 남주혁	토일
	5		군검사 도베르만	2.28~4.26	16	윤현호	진창규	안보현, 조보아	월화
	6		우리들의 블루스	4.9~6.12	20	노희경	김규태	이병헌, 신민아	토일
	7		별똥별	4.22~6.11	16	최영우	이수현	이성경, 김영대	금토
	8		살인자의 쇼핑목록	4.27~5.19	8	한지완	이연희	이광수, 설현	수목
	9		OPENing (14회)	5.2~8.5	14	이이영 외	조은솔 외	박효주 외	금
	10		아브	6.1~7.21	16	윤영미	박봉섭	서예지, 박병은, 이상엽	수목
	11		링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	6.6~7.26	16	권기영	홍종찬	여진구, 문기영	월화
	13		환혼: 파트1	6.18~8.21	20	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 정소민	토일
	14		아다마스	7.27~9.15	16	최태강	박승우	지성, 서지혜, 이수경	수목
	15		조선 정선과 의사 유세풍 시즌1	8.1~9.6	12	박슬기, 최민호	박원국	김민재, 김향기, 김상경	월화
	16		작은 아씨들	9.3~10.9	12	정서경	김희원	김고은, 남지현	토일
	17		멘탈코치 제갈길	9.12~11.1	16	김반디	손정현	정우, 이유미, 권율	월화
	18		블라인드	9.16~11.5	16	권기경	신용휘	옥택연, 하석진, 정은지	금토
	19		슈룹	10.15~12.4	16	박바라	김형식	김혜수, 배현성	토일
	20		연예인 매니저로 살아남기	11.7~12.13	12	박소영, 이찬	백승룡	이서진, 곽선영	월화
	21		환혼: 빛과 그림자 (Part 2)	12.10~'23.1.15	12	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 황민현	토일
	22		미생: 그들이 있었다2	12.19~'23.1.31	14	반기리, 정소영	민연홍	고수, 허준호, 안소희	월화
	23	MBC	빅마우스	7.29~9.17	16	김하람	오충환, 배현진	이종석, 임윤아, 김주현	금토
	24	OCN	우월한 하루	3.13~5.1	8	이지현	조남형	진구, 하도권	일
	25	TVING	돼지의 왕	3.18~4.22	12	탁재영	김대진	김동욱, 채정안	금
	26		괴이	4.29~4.29	6	연상호, 류용재	장건재	구교환, 신현빈	금
	27		유미의 세포들 시즌2	6.10~7.22	14	송재정, 김경란	이상엽, 주상규	김고은, 진영, 신예은	금
	28		개미가 타고 있어요	8.12~9.16	12	임연수	최지영	홍종현, 한지은	금
	29		아일랜드 Part1	12.30~'23.1.13	6	장윤미	박배종	김남길, 이다희	금
	30	쿠팡플레이	유니콘	8.26~9.29	12	유병재	김혜영	신하균, 원진아	금
	31	디즈니+	형사록	10.26~11.16	8	임창세	한동화	이성민, 진구	금
	32		커넥트	12.7	6	나카무라 마사무, 허담	미이케 다카시	정해인, 고경표	금
	33	Netflix	소년심판	2.25	10	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	금
	34		더 패블러스*(by 길픽처스)	12.23	8	김지희, 임진선	김정현	채수빈, 최민호 외	금
	35		더 글로리 시즌 1	2022년 12월	8	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	금

참고: 1. 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 오리지널 혹은 동시방영, 회색 음영처리된 작품은 글로벌 아이치이 오리지널,
2. 하늘색 음영처리된 작품은 TVING 오리지널 혹은 동시방영, 주황색 음영처리된 작품은 디즈니플러스 오리지널 혹은 동시방영
3. 넷플릭스 오리지널 <더 패블러스>는 이태원 참사로 공개 일정 연기(기존 11월 4일)

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 2023년 이후 드라마 제작 라인업

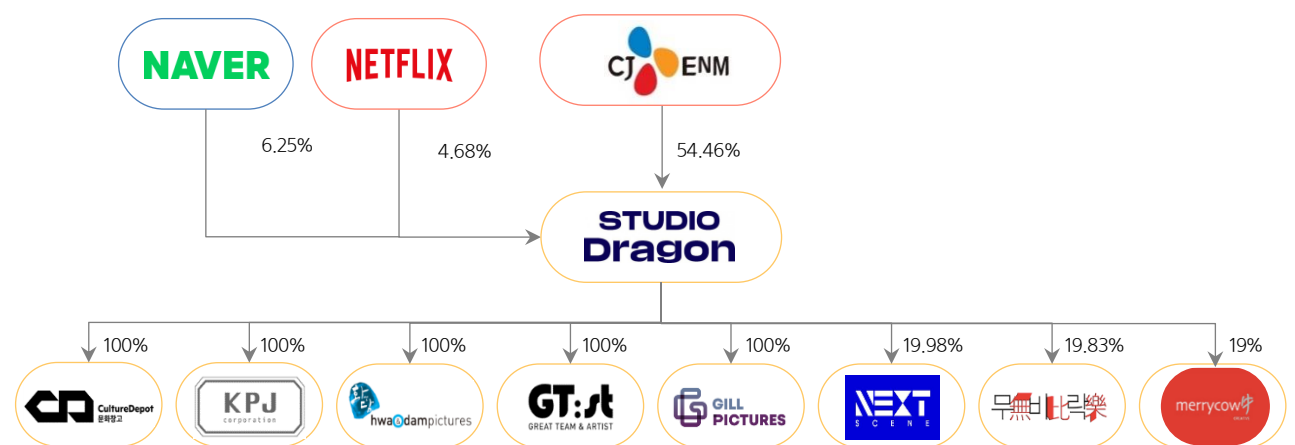
연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2023	1	tvN	조선 정신과 의사 유세풍 시즌2	2023년 1월	12	박슬기, 최민호	박원국	김민재, 김항기, 김상경	수목
	2		청춘월담	2023년 상반기	20	정현정	이종재	박형식, 전소니	수목
	3		이번 생도 잘 부탁해	2023년 상반기	12	최영림, 민예지	이나정	신혜선, 안보현	월화
	4		별들에게 물어봐	2023년		서숙향	박신우	공효진, 이민호, 오정세	
	5		구미호연1938	2023년		한우리	강신호, 조남형	이동욱, 김소연, 김범	
	6		스틸라- 일곱 개의 조선통보	2023년	12	신경일	최준배	주원, 이주우	
	7		일타스캔들	2023년		양희승	유제원	전도연, 정경호	
	8		아스달 연대기 2	2023년	12	김영현, 박상연	김광식	신세경, 이준기	
	9	TVING	방과 후 전쟁활동	2023년	10	이남규	성용일	신현수	
	10		아일랜드 Part2	2023년	6	장윤미	박배종	김남길, 이다희	
	11	Netflix	도작: 칼의 소리	2023년		한정훈	황준혁	김남길, 서현	
	12		더 글로리 시즌 2	2023년	8	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	
	13		셀러브리티	2023년	12	김이영	김철규	이청아, 박규영, 전효성	
	14		경성크리처	2023년	10	강은경	정동윤	박서준, 한소희	
	15		이두나!	2023년	8		이정호	수지, 양세종	
	16		스위트홈 2	2023년			이응복	송강, 이진욱	
	17		스위트홈 3	2023년			이응복	송강, 이진욱	
	18	디즈니+	형사록 시즌2	2023년		임창세	한동화	이성민, 정진영	
	19	애플TV+	The Big Door Prize	2023년	10	데이비드 웨스트리드			
	20	쿠팡플레이	범죄의 연대기	2023년		김진욱	김홍선	장근석, 허성태	
TBD	1		자백의 대가	TBD			이응복	송혜교, 한소희	
	2		눈물의 여왕	TBD		박지은			
	3		설계자들(Plotters)	TBD				*유니버설스튜디오 공동	
	4	Netflix	소년심판 시즌 2	TBD		김민석	홍종찬	김혜수	
	5		경성크리처 시즌2	TBD		강은경	정동윤	박서준, 한소희	

참고: 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 오리지널 혹은 동시방영, 회색 음영처리된 작품은 글로벌 아이치이 오리지널,

하늘색 음영처리된 작품은 TVING 오리지널 혹은 동시방영, 주황색 음영처리된 작품은 디즈니플러스 오리지널 혹은 동시방영

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 지배구조



참고: 22년 3분기 말 기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 4. 이익 추정치 변경

(십억원)	2022E			2023E		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	657.6	655.8	-0.3	736.1	738.4	0.3
영업이익	80.2	77.2	-3.8	102.5	100.6	-1.9
영업이익률 (%)	12.2	11.8	-0.4	13.9	13.6	-0.3
세전이익	87.2	84.2	-3.4	105.8	103.9	-1.8
지배주주순이익	67.0	65.0	-3.0	80.0	78.6	-1.8

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	526	487	656	738	854
매출원가	451	407	546	603	696
매출총이익	75	80	110	136	158
(매출총이익률, %)	14.2	16.4	16.8	18.4	18.5
판매 및 일반관리비	26	27	33	35	38
영업이익	49	53	77	101	120
(영업이익률, %)	9.3	10.8	11.8	13.6	14.0
영업외손익	-8	-1	7	3	4
금융수익	10	14	31	24	25
금융비용	14	10	20	16	13
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-5	-4	-5	-7
세전이익	42	52	84	104	124
법인세	12	13	19	25	30
(법인세율, %)	28.7	24.9	22.9	24.4	24.4
계속사업이익	30	39	65	79	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	30	39	65	79	94
(순이익률, %)	5.6	8.0	9.9	10.6	11.0
지배주주순이익	30	39	65	79	94
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	165	152	184	216	249
(EBITDA 이익률, %)	31.4	31.1	28.0	29.3	29.1
EPS (지배주주)	1,044	1,301	2,164	2,613	3,124
EPS (연결기준)	1,044	1,301	2,164	2,613	3,124
수정 EPS (원)*	1,044	1,301	2,164	2,613	3,124

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	5	-8	131	221	204
당기순이익	30	39	65	79	94
현금유출입이없는 비용 및 수익	135	119	125	139	156
유형자산 감가상각비	3	4	2	1	1
무형자산 상각비	113	95	104	114	128
기타	19	20	18	23	27
영업활동 자산부채 변동	-144	-155	-40	28	-15
투자활동에서의 현금흐름	-16	27	-129	-143	-162
유형자산 증감	-7	-2	0	0	0
장단기금융자산의 증감	47	0	0	0	0
기타	-56	28	-129	-143	-162
재무활동에서의 현금흐름	0	-3	-5	-1	-1
차입금의 증가(감소)	1	0	-4	0	0
자본금의 증가(감소)	149	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-150	-4	-1	-1	-1
현금증감	-11	16	47	68	33
기초현금	60	49	65	112	180
기말현금	49	65	112	180	213
Gross cash flow	165	158	190	218	250
Free cash flow	-2	-11	131	221	204

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228	233	306	374	417
현금 및 현금등가물	49	65	112	180	213
매출채권	107	124	155	151	163
재고자산	0	0	0	0	0
기타	73	44	40	43	41
비유동자산	529	652	666	705	750
투자자산	180	241	231	240	249
유형자산	8	8	5	4	3
무형자산	230	298	319	347	380
기타	111	105	110	113	118
자산총계	757	884	972	1,079	1,168
유동부채	132	184	168	194	187
매입채무	6	17	16	24	27
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	126	167	152	170	160
비유동부채	16	17	19	21	22
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	16	17	19	21	22
부채총계	148	200	187	214	209
지배주주지분	609	684	786	864	958
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
이익잉여금	123	162	227	305	399
기타	1	37	74	74	74
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	786	864	958
순부채	-38	-54	-105	-173	-206

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	12.2	-7.3	34.6	12.6	15.7
영업이익	71.1	7.0	46.8	30.3	19.3
순이익	12.1	31.8	66.4	20.9	19.6
수정 EPS**	10.9	24.6	66.3	20.8	19.6
주당지표					
EPS (지배주주)	1,044	1,301	2,164	2,613	3,124
EPS (연결기준)	1,044	1,301	2,164	2,613	3,124
수정 EPS**	1,044	1,301	2,164	2,613	3,124
BPS	20,309	22,785	26,141	28,754	31,878
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	88.7	69.9	33.5	27.7	23.2
P/B***	4.6	4.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	16.6	17.7	11.3	9.3	7.9
비율					
ROE (%)	5.7	6.0	8.8	9.5	10.3
ROA (%)	4.4	4.8	7.0	7.7	8.4
ROIC (%)	11.2	10.9	14.1	16.8	18.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-6.3	-7.8	-13.3	-20.0	-21.5
이자보상배율 (배)	84.8	67.6	118.3	197.0	235.0