

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

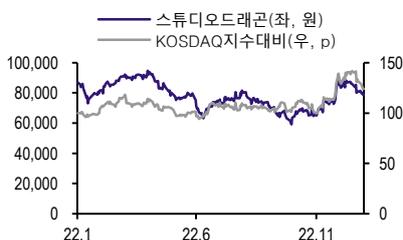
Mega IP 확대 효과와 글로벌 다변화

목표주가	100,000원(유지)
현재주가(01/13)	78,800원
상승여력	26.9%
시가총액	23,686억원
발행주식수	30,058천주
52주 최고가 / 최저가	94,600 / 59,100원
3개월 일평균거래대금	146억원
외국인 지분율	11.1%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	54.8%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-7.7 33.3 6.9 -8.8
상대수익률 (KOSDAQ)	-7.3 24.1 13.6 18.8

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,257	4,871	6,843	7,973
영업이익	491	526	682	913
EBITDA	1,653	1,516	2,028	2,173
지배주주순이익	296	390	720	852
EPS	987	1,301	2,400	2,839
순차입금	-385	-535	-259	-1,091
PER	93.8	69.9	32.8	27.8
PBR	4.6	4.0	3.1	2.8
EV/EBITDA	16.6	17.7	11.6	10.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.7	6.0	10.0	10.7
컨텐츠 영업이익	491	526	802	976
컨텐츠 EPS	987	1,301	2,439	2,673

주가추이



23년 외형과 수익성의 동반성장 기대

23년은 구조적 변화에 따른 강력한 외형 성장과 그에 수반되는 이익 기반의 확대 기초가 더욱 강화되는 한 해가 될 것. 플랫폼 다변화에 따른 효과가 본격화되며 외형과 수익성의 동반 성장 기초가 나타날 것으로 전망되기 때문. 3년 계약이 만료된 넷플릭스와의 재계약은 훨씬 개선된 공급 조건으로 이루어질 전망이며, 다른 글로벌 OTT와도 유사한 형태의 장기 공급계약이 체결될 예정

다만 이번 4분기 실적은 다소 기대에 미치지 못할 전망. 4분기 예상 매출액은 1,769억원(+19.6% YoY), 예상 영업이익은 42억원(-33.7% YoY)을 기록할 것으로 추정. 1) 마크업 수익이 크게 확보되는 2차 판매분의 비중 축소와 2) 방영 종료 작품들에 대한 상각비 인식 및 3) 지난 3분기 인수한 길픽처스의 PPA 상각비 부담 등이 반영되었기 때문으로 분석

Mega IP 확대, 시즌제 효과, 공급 플랫폼 다변화

23년에는 Mega IP를 통한 성장세 시현될 것. 1) 기존 텐트폴 수준을 넘어서는 초대형 IP를 활용한 <도적>, <경성크리처>, <방과후 전쟁활동> 등의 대작 라인업이 규모의 경제를 통한 성장을 견인할 것. 2) 또한 일정 수준 이상의 흥행성이 검증된 작품들 - <스위트홈2>, <구미호던 1938>, <소년심판2>, <경이로운 소문2>, <아스달 연대기2> 등 - 의 시즌제 방영을 통해 안정적인 수익 창출에 크게 기여할 것으로 전망. 3) <Big Door Prize> 등 현지화를 통한 글로벌 OTT형 작품 제공도 꾸준히 이루어질 전망. 4) 아직 성과를 예단하기는 어려우나, 최근 중국 OTT 진입에 대한 기대감 또한 상존하는 상황. 향후 관련 상황변화를 예의주시해야 할 것. 22년 총 34편(+9편 YoY)이던 작품수도 23년에는 36편 ~ 37편 이상으로 확대될 전망

글로벌 메이저 스튜디오로서의 성과 입증 기대

OTT간 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수요 증가, 제작 편수 증가 및 Mega IP를 통한 작품의 대형화, 공급 플랫폼의 다변화와 리쿱을 상승 기초, 중국시장 재개방 기대감 등 우호적인 사업환경 속에 성과를 나타내는 한 해가 될 것으로 전망. 글로벌 메이저 스튜디오로서의 성과 입증 기대. 투자 의견 BUY 와 목표주가 100,000원 유지

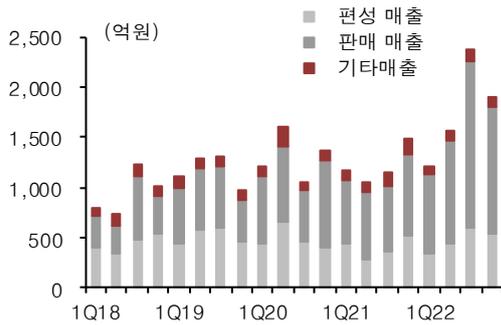
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	1,211	1,575	2,289	1,769	1,708	1,896	2,329	2,040	4,871	6,843	7,973
- 편성	354	438	594	529	367	541	729	617	1,613	1,915	2,254
- 판매	777	1,039	1,658	1,128	1,239	1,248	1,490	1,315	2,755	4,602	5,292
- 국내	95	94	88	159	178	180	181	181	479	436	720
- 해외	682	945	1,570	969	1,061	1,068	1,309	1,134	2,277	4,166	4,572
- 기타	80	98	119	111	102	107	110	108	503	408	427
영업이익	181	270	189	42	193	242	265	214	526	682	913
영업이익률	15.0%	17.1%	8.3%	2.4%	11.3%	12.8%	11.4%	10.5%	10.8%	10.0%	11.5%
세전이익	201	300	255	181	217	277	335	354	520	936	1,183
세전이익률	16.6%	19.1%	11.1%	10.2%	12.7%	14.6%	14.4%	17.3%	10.7%	13.7%	14.8%
순이익	156	256	178	130	156	200	241	255	390	720	852
순이익률	12.9%	16.2%	7.8%	7.3%	9.2%	10.5%	10.4%	12.5%	8.0%	10.5%	10.7%

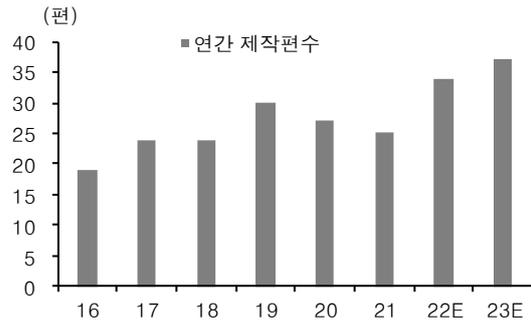
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



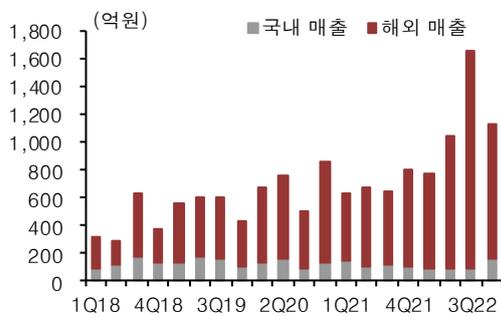
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 연간 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 콘텐츠 판매 매출 추이



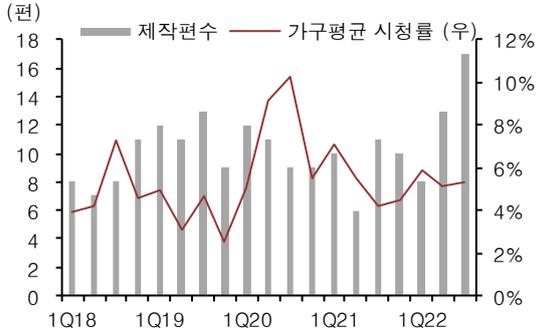
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 길픽쳐스 주요 제작 드라마



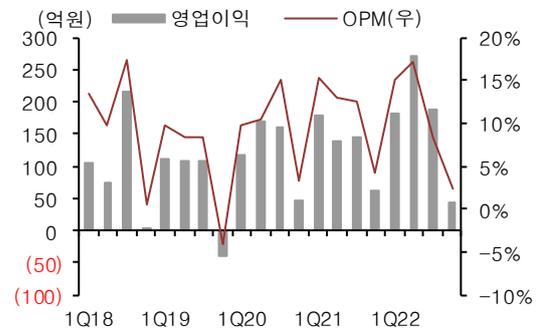
자료: 길픽쳐스, 흥국증권 리서치센터

그림 5 제작편수와 시청률



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 6 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 4분기 및 23년 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
형사록	임창세	한동화	이성민, 친구	DISNEY+
커넥트	나카무라 마사루	미아케 다카시	정해인, 고경표	DISNEY+
연예인 매니저로 살아남기	박소영, 이찬, 남인영	백승룡	이서진, 곽선영	TVN
아일랜드 Part1	오보현	박배종	김남길, 이다희	Amazon, TVING
환혼 Part2	홍정은, 홍미란	박준화, 장양호	이재욱, 정소민	TVN
더 글로리	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	NETFLIX
The Big Door Prize	Skydance 공동제작		Chris O'Dowd	Apple TV
일타 스캔들	양희승, 여은호	유제원	전도연, 정경호	NETFLIX, TVING
도적	한정훈	황준혁, 한진선	김남길, 서현	NETFLIX
경성크리처	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX
별들에게 물어봐	서숙향	박신우	이민호, 공효진	TVN
방과 후 전쟁활동	이남규	성용일	김기해, 신현수	TVING
스위트홈2	홍소리, 이진욱	이응복, 장영우	송강, 이진욱	NETFLIX
경이로운 소문2	김새봄	유선동	조병규, 유준상	TVING
아스달 연대기2	김영현, 박상연	김광식	이준기, 장동건	NETFLIX, TVING
구미호던 1938	한우리	강신호, 조남형	이동욱, 김소연	TVN

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,257	4,871	6,843	7,973	9,551
증가율 (Y-Y,%)	12.2	(7.3)	40.5	16.5	19.8
영업이익	491	526	682	913	1,176
증가율 (Y-Y,%)	71.1	7.0	29.8	33.9	28.7
EBITDA	1,653	1,516	2,028	2,173	2,504
영업외손익	(76)	(6)	254	270	273
순이자수익	16	8	5	22	23
외화관련손익	(54)	63	(1)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	415	520	936	1,183	1,449
당기순이익	296	390	720	852	1,043
지배기업당기순이익	296	390	720	852	1,043
증가율 (Y-Y,%)	12.1	31.8	84.5	18.3	22.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.4	8.7	13.4	14.9	25.2
영업이익증가율(3Yr)	14.2	9.6	33.5	23.0	30.8
EBITDA증가율(3Yr)	30.6	9.6	11.7	9.5	18.2
순이익증가율(3Yr)	7.5	2.9	39.7	42.2	38.8
영업이익률(%)	9.3	10.8	10.0	11.5	12.3
EBITDA마진(%)	31.4	31.1	29.6	27.3	26.2
순이익률(%)	5.6	8.0	10.5	10.7	10.9
NOPLAT	350	395	525	658	847
(+) Dep	1,162	991	1,345	1,260	1,329
(-) 운전자본투자	491	(613)	499	114	182
(-) Capex	72	23	45	38	46
OpFCF	950	1,975	1,326	1,765	1,947

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,283	2,325	4,920	5,721	6,527
현금성자산	491	646	2,148	2,697	3,065
매출채권	1,067	1,236	1,235	1,424	1,797
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,290	6,515	6,968	6,876	7,327
투자자산	2,909	3,458	3,180	3,309	3,444
유형자산	76	77	99	87	85
무형자산	2,304	2,980	3,689	3,480	3,799
자산총계	7,573	8,840	11,889	12,597	13,855
유동부채	1,321	1,836	4,208	4,092	4,335
매입채무	568	777	669	772	974
유동성이자부채	24	40	1,816	1,563	1,550
비유동부채	158	165	121	93	65
비유동이자부채	82	71	73	43	13
부채총계	1,480	2,002	4,329	4,185	4,400
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,700	4,704	4,704	4,704	4,704
이익잉여금	1,229	1,617	2,338	3,190	4,233
자본조정	14	367	368	368	368
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,093	6,839	7,559	8,411	9,455
투하자본	3,908	3,895	5,648	5,601	6,163
순차입금	(385)	(535)	(259)	(1,091)	(1,502)
ROA	4.4	4.8	6.9	7.0	7.9
ROE	5.7	6.0	10.0	10.7	11.7
ROIC	9.8	10.1	11.0	11.7	14.4

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	987	1,301	2,400	2,839	3,476
BPS	20,309	22,785	25,186	28,025	31,501
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	93.8	69.9	32.8	27.8	22.7
PBR	4.6	4.0	3.1	2.8	2.5
EV/ EBITDA	16.6	17.7	11.6	10.4	8.9
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	16.9	17.3	8.4	11.2	10.0
PSR	5.3	5.6	3.5	3.0	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	24.3	29.3	57.3	49.8	46.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	172.8	126.6	116.9	139.8	150.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.2	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	53.5	48.7	51.5	48.3	48.6
현금+투자자산(%)	46.5	51.3	48.5	51.7	51.4
자본구조					
차입금(%)	1.7	1.6	20.0	16.0	14.2
자기자본(%)	98.3	98.4	80.0	84.0	85.8

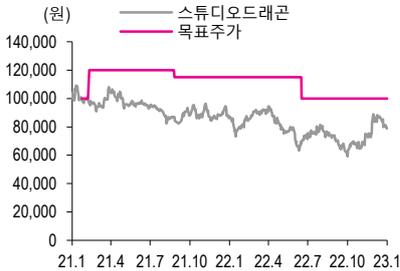
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	52	(84)	494	1,999	2,192
당기순이익	296	390	720	852	1,043
자산상각비	1,162	991	1,345	1,260	1,329
운전자본증감	(1,441)	(1,549)	(2,240)	(114)	(182)
매출채권감소(증가)	(314)	22	69	(189)	(373)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(115)	187	(83)	103	202
투자현금	(163)	265	(703)	(1,167)	(1,780)
단기투자자산감소	(487)	280	(14)	0	0
장기투자증권감소	1,357	0	(143)	(67)	(70)
설비투자	(72)	(23)	(45)	(38)	(46)
유무형자산감소	(12)	(3)	(219)	(1,000)	(1,600)
재무현금	0	(30)	1,647	(283)	(43)
차입금증가	(14)	(19)	1,672	(283)	(43)
자본증가	8	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(107)	155	1,501	549	369
총현금흐름(Gross CF)	1,646	1,576	2,826	2,114	2,374
(-) 운전자본증가(감소)	491	(613)	499	114	182
(-) 설비투자	72	23	45	38	46
(+) 자산매각	(12)	(3)	(219)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,072	2,163	2,063	961	546
(-) 기타투자	(1,357)	0	143	67	70
잉여현금	2,429	2,163	1,920	894	476

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-02-05	Hold	100,000	(1.0)	(3.1)
2021-02-22	Buy	120,000	(20.3)	(10.0)
2021-09-07	담당자변경			
2021-09-07	Buy	115,000	(25.8)	(16.2)
2022-06-29	Buy	100,000	(26.2)	(11.1)
2023-01-13	Buy	100,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 12월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286