

2023. 1. 17



▲ 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 (1.16) 79,600 원

상승여력 31.9%

KOSDAQ 716.89pt

시가총액 23,927억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.21%

외국인비중 11.02%

52주 최고/최저가 94,600원/59,100원

평균거래대금 150.6억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.0 9.3 -8.3

상대주가 -4.9 16.3 24.3

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

걱정보다 기대가 앞서는 이유

- ✓ 4Q22 연결 영업이익 42억원(-34.0% YoY)으로 시장 컨센서스(122억원) 하회 전망
- ✓ 구작 판매 부진, 일시적인 제작원가 증가, 길픽처스 인수 관련 상각비 증가 영향
- ✓ 2023년 연결 매출액 7,946억원(+18.2% YoY), 영업이익 920억원(+34.8% YoY) 전망
- ✓ 〈스위트홈2〉, 〈경이로운 소문2〉 등 시즌제 라인업 확대에 따른 수익성 개선 기대
- ✓ 넷플릭스 재계약 완료, 중국 시장 진입 기대감으로 업종センチメント 개선 전망

4Q22 Preview: 또 다시 부진한 실적

4Q22 연결 매출액은 1,647억원(+11.4% YoY), 영업이익 42억원(-34.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 122억원)를 하회할 전망이다. 오리지널 콘텐츠 비중이 높아 단기 제작원가 부담이 늘었고, 제작비가 많이 투입된 〈환혼〉의 경우 매출액보다 상각비 규모가 더 컸다. 구작 판매 역시 예년 대비 부진했고, 2022년 9월 '길픽처스' 인수에 따른 PPA 상각비 약 30억원이 4Q22 일시 반영되면서 시장 기대치를 하회하는 수익성이 예상된다.

2023년 연결 영업이익 920억원(+34.8% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,946억원(+18.2% YoY), 920억원(+34.8% YoY)을 전망한다. 2023년 주요 콘텐츠 라인업으로는 〈더 글로리 Part2〉, 〈방과후 전쟁활동〉, 〈경성크리처〉, 〈도적〉 등이 있으며, 〈스위트홈2〉, 〈소년심판2〉, 〈경이로운 소문2〉, 〈아스달 연대기2〉 등 시즌제 드라마 라인업도 대기 중이다. 글로벌 OTT들의 수요 증가로 전체 콘텐츠 제작 규모는 2022년 34편에서 2023년 37편으로 증가할 전망이다.

좋아질 일만 남은 2023년

2023년에는 디즈니플러스, 아마존 프라임, 애플TV 등 2022년 공급을 시작한 글로벌 OTT들과 거래 규모가 확대할 전망이다. 넷플릭스와의 재계약, 시즌제 라인업 확대로 수익성 또한 개선될 전망이다. 최근 중국 OTT를 통한 한국 콘텐츠 방영이 재개되면서 한한령 해제에 대한 기대감이 커진 것도センチメント에 긍정적이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 105,000원을 유지한다.

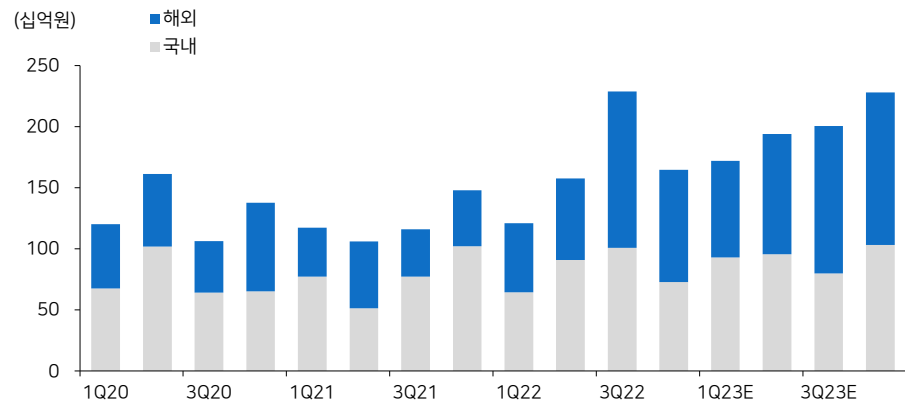
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022E	672.2	68.2	63.2	2,106	61.8	24,890	31.4	2.7	9.8	8.8	28.3
2023E	794.6	92.0	74.8	2,492	18.4	27,383	31.9	2.9	9.6	9.5	26.7
2024E	935.5	120.9	97.3	3,243	30.1	30,626	24.5	2.6	7.6	11.2	28.0

표1 스튜디오드래곤 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출총이익	164.7	147.9	11.4	228.9	-28.0	164.5	0.1
편성	46.6	53.2	-12.4	59.4	-21.5		
판매	108.4	79.8	35.8	165.8	-34.6		
기타	9.7	14.9	-34.7	3.8	157.9		
영업이익	4.2	6.3	-34.0	18.9	-77.9	12.2	-65.7
세전이익	5.4	-1.6	흑전	25.5	-78.8	12.8	-57.8
당기순이익	4.3	-0.8	흑전	17.8	-76.1	12.0	-64.5

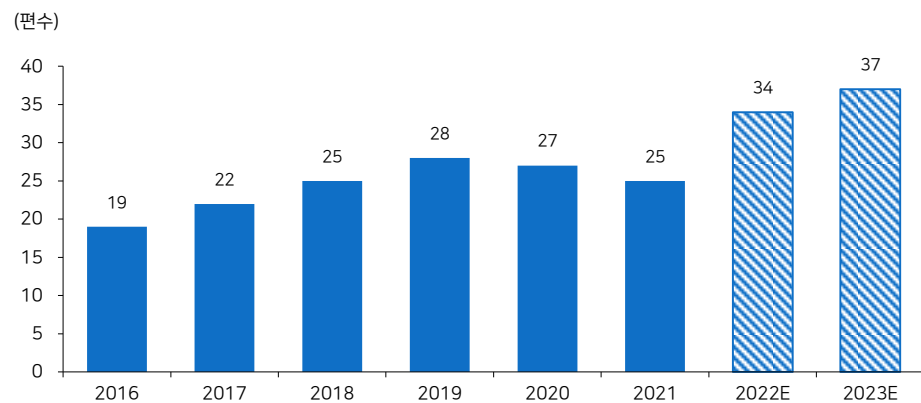
자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 연간 방영편수 추이 및 전망



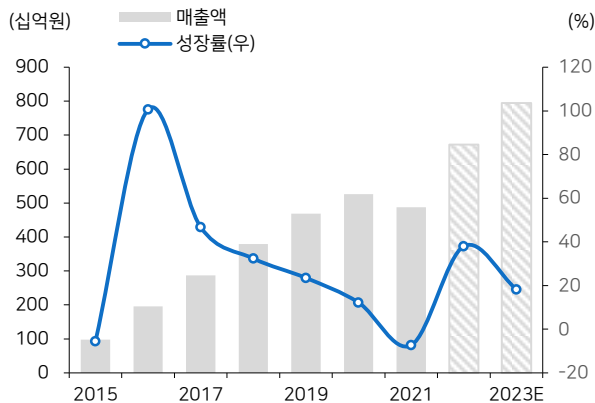
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	121.1	157.5	228.9	164.7	172.1	194.0	200.4	228.1	487.1	672.2	794.6
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	11.4%	42.1%	23.2%	-12.4%	38.5%	-7.3%	38.0%	18.2%
편성	35.4	43.8	59.4	46.6	59.0	49.9	49.1	63.2	161.3	185.2	221.2
판매	77.7	103.9	165.8	108.4	101.6	133.9	141.3	152.8	275.5	455.7	529.6
기타	8.0	9.8	3.8	9.7	11.5	10.2	10.1	12.1	50.3	31.3	43.8
매출원가	95.6	122.1	201.5	151.0	140.0	162.8	171.4	191.3	407.3	570.2	665.4
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	13.4%	46.4%	33.3%	-14.9%	26.7%	-9.7%	40.0%	16.7%
제작원가	45.0	72.2	140.5	90.3	87.6	107.9	110.0	119.8	226.7	348.0	425.3
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	27.1	30.4	31.3	36.4	44.2	95.2	125.5	142.3
기타	25.5	20.1	17.5	33.5	21.9	23.6	25.0	27.3	84.9	96.6	97.8
매출총이익	25.5	35.4	27.4	13.7	32.1	31.3	29.0	36.8	79.8	102.0	129.2
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	-7.0%	25.7%	-11.7%	6.0%	168.3%	6.6%	27.9%	26.6%
GPM(%)	21.1%	22.5%	12.0%	8.3%	18.6%	16.1%	14.5%	16.1%	16.4%	15.2%	16.3%
판관비	7.4	8.4	8.4	9.5	8.3	9.2	9.3	10.4	27.2	33.8	37.2
% YoY	27.6%	28.3%	31.7%	13.3%	12.0%	9.7%	9.7%	9.3%	6.0%	24.2%	10.1%
인건비	4.3	4.3	5.1	5.5	4.8	4.8	5.6	6.1	14.6	19.2	21.3
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	2.3	2.4	2.5
지급수수료	1.4	2.0	1.8	2.0	1.5	2.1	2.0	2.1	6.0	7.2	7.7
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	1.3	1.3	1.2	1.5	4.0	4.8	5.3
영업이익	18.1	27.0	18.9	4.2	23.8	22.1	19.8	26.4	52.6	68.2	92.0
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	-34.0%	31.4%	-18.3%	4.4%	530.3%	7.0%	29.8%	34.8%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	2.5%	13.8%	11.4%	9.9%	11.6%	10.8%	10.1%	11.6%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	5.4	25.3	24.2	22.1	24.3	52.0	80.9	95.9
법인세비용	4.5	4.5	7.6	1.1	5.6	5.3	4.9	5.3	13.0	17.7	21.1
당기순이익	15.6	25.6	17.8	4.3	19.8	18.9	17.2	18.9	39.0	63.2	74.8
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	2.6%	11.5%	9.7%	8.6%	8.3%	8.0%	9.4%	9.4%

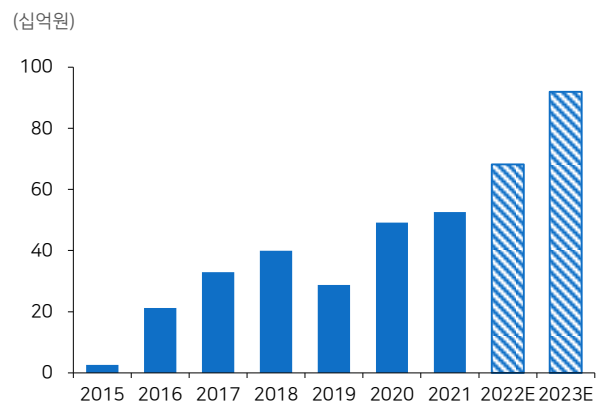
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

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	672.2	794.6	935.5
매출액증가율 (%)	12.2	-7.3	38.0	18.2	17.7
매출원가	451.0	407.4	570.2	665.4	774.4
매출총이익	74.8	79.8	102.0	129.2	161.1
판매관리비	25.7	27.2	33.8	37.2	40.1
영업이익	49.1	52.6	68.2	92.0	120.9
영업이익률	9.3	10.8	10.1	11.6	12.9
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	-4.1	-4.4	-4.3
세전계속사업이익	41.5	52.0	81.0	95.9	124.8
법인세비용	11.9	13.0	17.8	21.1	27.5
당기순이익	29.6	39.1	63.2	74.8	97.3
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	63.2	74.8	97.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	-8.4	138.0	182.9	244.6
당기순이익(손실)	29.6	39.1	63.2	74.8	97.3
유형자산상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	125.5	142.3	159.4
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-51.8	-34.2	-10.5
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-123.5	-122.9	-126.5
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	0.7	0.1	0.1
차입금의 증감	0.7	0.5	1.5	1.0	1.1
자본의 증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	15.5	15.1	60.1	118.2
기초현금	59.8	49.1	64.6	79.7	139.8
기말현금	49.1	64.6	79.7	139.8	258.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	309.4	410.3	575.5
현금및현금성자산	49.1	64.6	79.7	139.8	258.0
매출채권	106.7	123.6	170.6	201.7	237.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	649.4	630.9	600.6
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	297.5	280.2	250.8
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	958.8	1,041.2	1,176.1
유동부채	132.1	183.6	191.6	196.8	231.8
매입채무	5.9	17.0	23.4	27.7	32.6
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	20.1	22.5	25.2
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	211.7	219.3	256.9
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	224.9	299.7	397.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	747.1	821.9	919.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	22,396	26,473	31,168
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,106	2,492	3,243
CFPS	5,803	5,254	6,912	7,938	9,414
EBITDAPS	5,828	5,054	6,508	7,846	9,370
BPS	20,309	22,785	24,890	27,383	30,626
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	31.4	31.9	24.5
PCR	16.0	17.3	9.6	10.0	8.5
PSR	5.0	5.6	3.0	3.0	2.6
PBR	4.6	4.0	2.7	2.9	2.6
EBITDA	165.3	151.7	195.3	235.5	281.2
EV/EBITDA	16.3	17.6	9.8	9.6	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	8.8	9.5	11.2
EBITDA 이익률	31.4	31.1	29.1	29.6	30.1
부채비율	24.3	29.3	28.3	26.7	28.0
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	67.6	80.5	98.1	119.3
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.6	4.3	4.3
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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.17	산업분석	Hold	87,000	이효진	2.6	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	-	-	