

스튜디오드래곤(253450)

4Q22 Preview: 4분기는 아쉽지만 올해를 바라보자

4분기 실적 컨센서스 하회 전망

4분기 매출액은 1,638억원(+10.8% YoY, -28.4% QoQ), 영업이익은 52억원(-18.7% YoY, -72.7% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 114억원)를 하회할 전망이다. ‘환혼: 빛과 그림자’를 제외하면 TV방영작들의 규모가 작았고 TV방영작 8편 중 동시방영작은 4편이었다. 이익률이 좋은 동시방영 및 구작 판매가 부진했고, 오리 지널 비중이 높았기 때문에 낮은 수익성이 예상된다. 여기에 1) 9월에 인수한 ‘소년심판’ 제작사 ‘길픽쳐스’의 PPA 상각비 1년치가 일시 반영된 것, 2) 제작비 규모가 큰 ‘아일랜드’ 수익이 2회분만 인식된 것이 컨센서스 하회의 주요 원인이다.

시즌제 방영이 본격화되는 올해

4분기 실적은 아쉽지만 2022년에는 디즈니플러스, 아마존프라임 등 신규 플랫폼으로 공급을 늘리면서 편수 증가 및 제작비 확대를 실현했다(2022F 매출액 증가율 +37.8%). 올해에도 새로운 대작(‘경성크리처’, ‘도적: 칼의소리’ 등)과 시즌제(‘스위트홈2’, ‘아스달연대기2’ 등) 방영으로 편수 증가, 제작비 확대가 전망되며, 넷플릭스 재계약에 따른 마진 개선까지 예상된다. 넷플릭스향 오리지널 라인업은 2021년 2개, 2022년 3개, 올해 6개로 편수 확대가 이뤄지고 있다. 올해 연간 제작 편수는 전년대비 3편 늘어난 37편으로 추정하며, 이에 연간 매출액과 영업이익은 각각 7,768억원(+15.7% YoY), 913억원(+32.0% YoY)으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 105,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 105,000원을 유지한다(12MF EBITDA에 EV/EBITDA 12.4배 적용). 올해 연간 이익률을 조정(13.2%에서 11.8%)했음에도 여전히 연간 32%의 가파른 이익 증가가 예상된다. 외형 확대(편수 및 제작비 확대)와 리콥을 상승으로 인한 수익성 개선 덕분이다. 중장기적으로는 한한령 해제에 따른 중국향 신작 판매와 올해 방영되는 글로벌 현지 제작 드라마 ‘The Big Door Prize’ 이후의 글로벌 제작 확대를 기대할 수 있다. 현재 주가는 12MF EV/EBITDA 9.6배로 밸류에이션 측면에서 부담되는 구간은 아니다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	526	49	30	1,044	10.9	165	88.7	16.3	4.6	5.7	0.0
2021A	487	53	39	1,301	24.6	152	69.9	17.6	4.0	6.0	0.0
2022F	671	69	66	2,187	68.1	219	39.3	12.2	3.3	8.9	0.0
2023F	777	91	76	2,530	15.7	257	32.4	9.8	2.7	9.1	0.0
2024F	880	107	87	2,910	15.0	281	28.1	8.8	2.4	9.1	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 105,000원(유지)

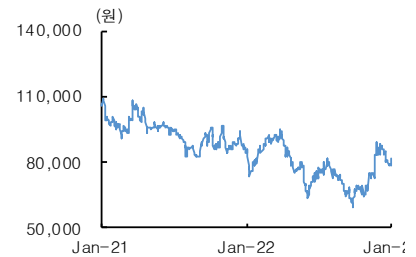
Stock Data

KOSPI(1/20)	2,395
주가(1/20)	81,900
시가총액(십억원)	2,462
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	94,600/59,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,575
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.2/10.9
주요주주(%)	CJ ENM 외 3 인 54.8
	네이버 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	6.5	(4.8)
KOSDAQ 대비(%p)	(4.1)	15.7	20.3

주가추이



안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

〈표 1〉 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	121.1	157.5	228.9	163.8	183.4	164.6	198.3	230.5	525.7	487.1	671.3	776.8
편성	35.4	43.8	59.4	41.6	30.5	33.6	52.8	51.7	197.0	161.3	180.1	168.5
판매	77.7	103.9	165.8	114.0	146.8	124.4	134.9	168.5	279.7	275.5	461.4	574.6
기타	8.0	9.8	3.8	8.3	6.1	6.7	10.6	10.3	48.9	50.3	29.8	33.7
영업비용	103.0	130.5	209.9	158.7	163.4	143.0	172.6	206.6	476.7	434.5	602.1	685.5
매출원가	95.6	122.1	201.5	148.6	154.2	133.6	162.3	193.1	451.0	407.3	567.8	643.2
판매관리비	7.4	8.4	8.4	10.0	9.1	9.4	10.3	13.5	25.7	27.2	34.3	42.3
영업이익	18.1	27.0	18.9	5.2	20.1	21.7	25.7	23.9	49.1	52.6	69.2	91.3
영업이익률	15.0	17.1	8.3	3.2	10.9	13.2	12.9	10.4	9.3	10.8	10.3	11.8
세전이익	20.1	30.0	25.5	8.5	21.8	23.1	27.4	25.7	41.5	52.0	84.1	98.1
법인세비용	4.5	4.5	7.6	1.9	4.9	5.2	6.2	5.8	11.9	13.0	18.5	22.1
당기순이익	15.6	25.6	17.8	6.6	16.9	17.9	21.3	19.9	29.6	39.0	65.6	76.1
당기순이익률	12.9	16.2	7.8	4.0	9.2	10.9	10.7	8.7	5.6	8.0	9.8	9.8
YoY growth rate												
매출액	3.4	48.5	97.2	10.8	51.5	4.6	(13.4)	40.7	12.2	(7.3)	37.8	15.7
편성	(19.1)	55.4	64.0	(21.8)	(13.9)	(23.4)	(11.1)	24.3	(5.6)	(18.1)	11.7	(6.4)
판매	23.0	53.8	155.2	42.8	88.9	19.7	(18.6)	47.9	27.6	(1.5)	67.4	24.6
기타	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(44.2)	(23.3)	(31.3)	180.0	24.3	20.4	2.9	(40.7)	13.1
영업이익	1.4	95.7	29.9	(18.7)	10.9	(19.7)	35.6	362.8	71.0	7.1	31.6	32.0
세전이익	(4.6)	113.7	37.9	흑전	8.7	(23.0)	7.8	201.5	25.5	25.4	61.7	16.7
당기순이익	0.4	170.2	20.5	흑전	8.3	(29.9)	19.2	201.5	11.9	32.1	68.1	15.9

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 2〉 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	3,190.7	
2023F EBITDA	257.7	
목표 EV/EBITDA	12.4	매출액 증가율이 비슷한 2019년의 12MF EV/EBITDA 적용
순차입금	86.8	
적정 시가총액	3,103.9	
총 주식수(천주)	30,014.2	
적정 주가	103,414	
목표주가	105,000	
현재주가	81,900	
상승여력	28.2%	

자료: 한국투자증권

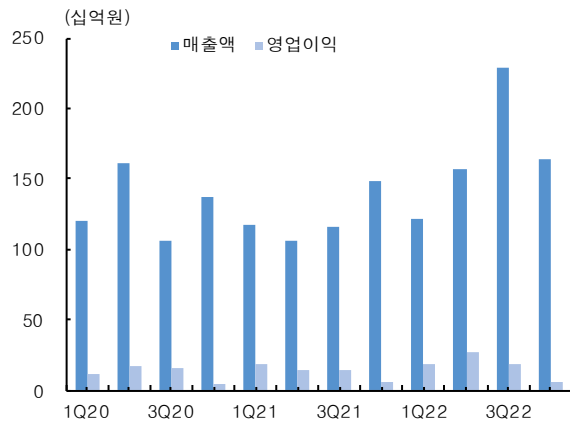
〈표 3〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	4Q22F	2022F	2023F	4Q22F	2022F	2023F	4Q22F	2022F	2023F
매출액	182.6	690.1	809.7	163.8	671.3	776.8	(10.3)	(2.7)	(4.1)
영업이익	22.5	86.5	107.2	5.2	69.2	91.3	(77.0)	(20.0)	(14.8)
세전이익	26.2	101.8	127.2	8.5	84.1	98.1	(67.5)	(17.4)	(22.8)
순이익	20.3	79.4	98.6	6.6	65.6	76.1	(67.5)	(17.3)	(22.8)

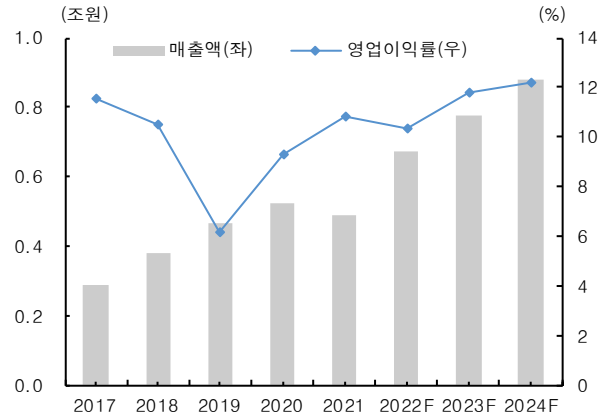
자료: 한국투자증권

[그림 1] 4분기 실적은 부진할 전망



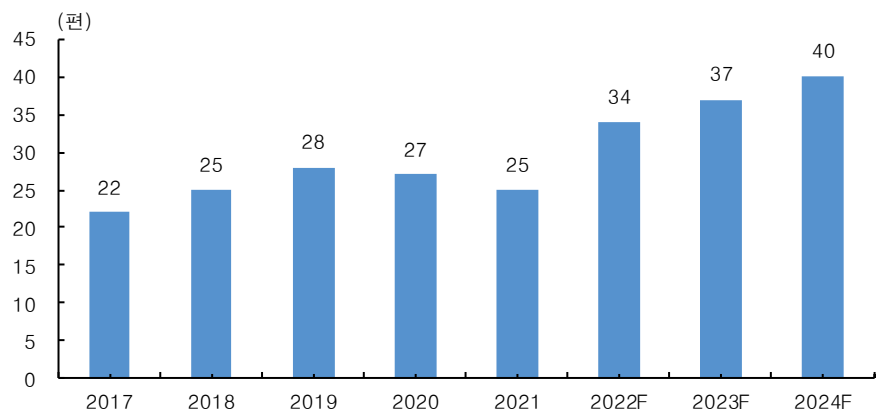
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 지속되는 외형 성장과 점진적인 수익성 개선



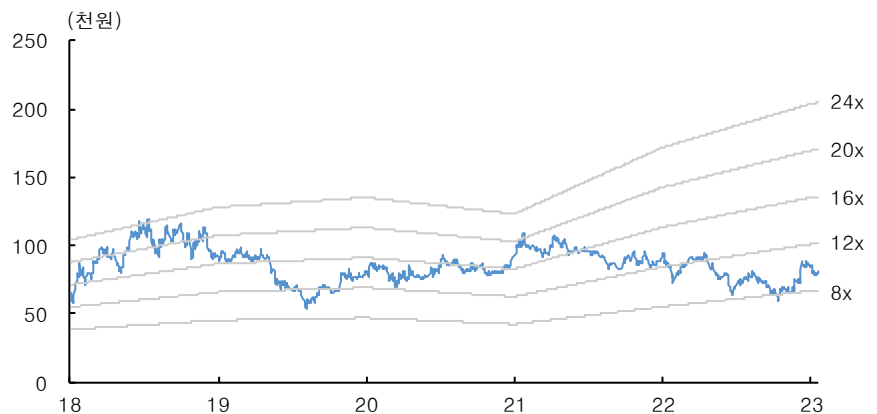
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 2023년 제작 편수는 3편 늘어난 37편 전망



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] EV/EBITDA band



자료: 한국투자증권

<표 4> 2022년 드라마 라인업

플랫폼	타이틀	공개일	회차	주연	동시방영
tvN	고스트닥터	1월 3일	16	정지훈, 유이	
tvN	스물다섯, 스물하나	2월 12일	16	김태리, 남주혁	Netflix
Netflix	소년심판	2월 25일	10	김혜수, 김무열	
tvN	군검사 도베르만	2월 28일	16	안보현, 조보아	
OCN	우월한 하루	3월 13일	8	진구, 하도권	
Tving	돼지의 왕	3월 18일	12	김동욱, 김성규	
tvN	우리들의 블루스	4월 9일	20	이병헌, 차승원, 김우빈	Netflix
tvN	별동별	4월 22일	16	이성경, 김영대, 윤종훈	
tvN	살인자의 쇼핑목록	4월 27일	8	이광수, 김설현	
Tving	괴이	4월 29일	6	구교환, 신현빈	
tvN	드라마 스테이지	5월 2일	12	-	
Tving	유미의 세 포들 S2	6월 1일	14	김고은, 박진영	
tvN	링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	6월 6일	16	여진구, 문가영	Disney+
tvN	이브	6월 12일	16	서예지, 이상엽	
tvN	환혼 Part1	6월 18일	20	이재욱, 정소민	Netflix
tvN	아다마스	7월 27일	16	지성, 서지혜	Disney+
MBC	빅마우스	7월 29일	16	이종석, 임윤아	Disney+
tvN	조선정신과의사 유세풍	8월 1일	12	김민재, 김향기	
Tving	개미가 타고 있어요	8월 12일	12	한지은, 홍중현	
쿠팡플레이	유니콘	8월 25일	12	신하균, 원진아	
tvN	작은 아씨들	9월 3일	12	김고은, 남지현, 박지후	Netflix
tvN	멘탈코치 제갈길	9월 12일	16	정우, 이유미	
tvN	블라인드	9월 16일	16	옥택연, 하석진, 정은지	
tvN	슈룹	10월 15일	16	김혜수, 김혜숙	Netflix
Disney+	형사록	10월 26일	8	이성민, 진구	
tvN	연예인 매니저로 살아남기	11월 7일	12	이서진, 곽선영	Netflix
ENA	아무것도 하고 싶지 않아	11월 21일	12	임시완, 김설현	
Disney+	커넥트	12월 7일	12	정해인, 고경표	
tvN	환혼: 빛과 그림자	12월 10일	10	이재욱, 고윤정	Netflix
tvN	미생: 그들이 있었다 2	12월 19일	14	고수, 허준호	
Netflix	더 패블러스	12월 23일	8	채수빈, 최민호	
Netflix	더글로리	12월 30일	8	송혜교, 이도현	
Tving	아일랜드	12월 30일	6	김남길, 이다희	Tving

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 5〉 2023년 방영 예정 드라마 라인업

플랫폼	타이틀	공개일	회차	주연	동시방영
tvN	조선정신과의사 유세풍 2	1월 11일	10	김민재, 김향기	
tvN	일타스캔들	1월 14일	16	전도연, 정경호	Netflix
쿠팡플레이	미끼 파트 1, 2	1월 27일	파트 당 6	장근석, 허성태	
tvN	청춘월담	2월 6일	20	박형식, 전소니	
Tving	아일랜드 파트 2	2월 24일	6	김남길, 이다희	Tving
Netflix	더글로리 파트 2	3월 10일	8	송혜교, 이도현	
tvN	성스러운 아이돌	2월 15일	12	김민규, 고보결	
tvN	판도라: 조작된 낙원	3월 11일		이지아, 이상윤	
Tving	방과후전쟁활동	상반기	10	신현수	
tvN	구미호던 1938	상반기	16	이동욱, 김소연, 김범	
Netflix	셀러브리티	상반기	12	이청아, 박규영	
tvN	스틸러: 일곱 개의 조선통보	상반기		주원, 이주우	
tvN	이번 생도 잘 부탁해	상반기	12	신혜선, 안보현	Netflix
AppleTV+	The Big Door Prize	상반기			
tvN	아스달 연대기 시즌 2		12	신세경, 이준기	Netflix
Netflix	도적: 칼의 소리	3분기		김남길, 서현	
Netflix	경성크리처	4분기		박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈 2	4분기		송강, 이진욱	
Netflix	이두나!	4분기		수지, 양세종	
Disney+	형사록 2			이성민, 정진영	
tvN	눈물의 여왕			김수현, 김지원	

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	671	777	880
매출원가	451	407	568	643	729
매출총이익	75	80	104	134	151
판매관리비	26	27	34	42	44
영업이익	49	53	69	91	107
영업이익률(%)	9.3	10.8	10.3	11.8	12.2
EBITDA	165	152	219	257	281
EBITDA Margin(%)	31.4	31.1	32.6	33.1	32.0
영업외수익	(7)	(1)	15	7	6
금융수익	10	14	38	39	35
금융비용	14	10	21	29	26
기타영업외손익	(4)	(5)	(2)	(3)	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	42	52	84	98	113
법인세비용	12	13	18	22	25
연결당기순이익	30	39	66	76	87
지배주주지분순이익	30	39	66	76	87
지배주주순이익률(%)	5.6	8.0	9.8	9.8	9.9
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	12.2	(7.3)	37.8	15.7	13.2
영업이익 증가율	71.1	7.0	31.6	32.0	17.3
지배주주순이익 증가율	12.1	31.8	68.1	15.9	15.0
EPS 증가율	10.9	24.6	68.1	15.7	15.0
EBITDA 증가율	13.6	(8.3)	44.4	17.4	9.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	5	(8)	4	278	283
당기순이익	30	39	66	76	87
유형자산감가상각비	3	4	4	4	4
무형자산상각비	113	95	146	162	170
자산부채변동	(144)	(155)	(212)	35	21
기타	3	9	0	1	1
투자활동현금흐름	(16)	27	(161)	(236)	(242)
유형자산투자	(7)	(2)	(4)	(4)	(4)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(9)	28	108	9	9
무형자산순증	(1)	(1)	(224)	(221)	(228)
기타	1	2	(41)	(20)	(19)
재무활동현금흐름	0	(3)	173	(28)	(28)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(1)	(2)	173	(28)	(28)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(11)	16	16	13	12
FCF	120	91	(129)	190	198

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

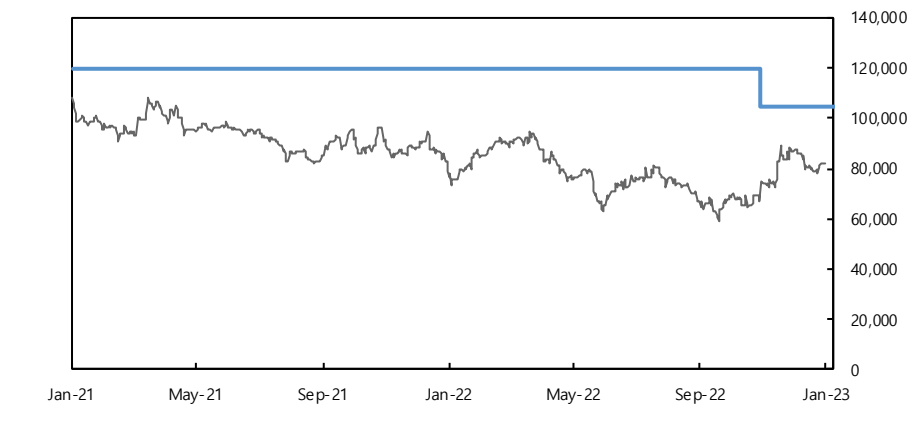
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	757	884	1,140	1,318	1,492
유동자산	228	233	444	513	581
현금성자산	49	65	81	93	106
매출채권및기타채권	107	124	195	225	255
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	529	652	696	805	910
투자자산	180	241	168	194	220
유형자산	8	8	8	8	8
무형자산	230	298	376	435	493
부채총계	148	200	355	422	473
유동부채	132	184	342	409	459
매입채무및기타채무	57	78	81	93	106
단기차입금및단기사채	0	0	170	140	110
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	17	13	13	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	7	9	9	9
자본총계	609	684	785	896	1,019
지배주주지분	609	684	785	896	1,019
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	123	162	227	303	391
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(90)	(59)	96	54	12

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,044	1,301	2,187	2,530	2,910
BPS	20,309	22,785	26,106	29,808	33,888
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	4.4	4.8	6.5	6.2	6.2
ROE	5.7	6.0	8.9	9.1	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	24.3	29.3	45.3	47.1	46.4
차입금/자본총계비율(%)	1.7	1.6	23.5	17.4	12.5
이자보상배율(x)	84.8	67.6	3.3	3.1	4.1
순차입금/EBITDA(x)	-0.5	-0.4	0.4	0.2	0.0
Valuation(x)					
PER	88.7	69.9	39.3	32.4	28.1
최고	91.6	86.9	43.6	35.2	30.6
최저	61.0	62.6	27.0	30.8	26.8
PBR	4.6	4.0	3.3	2.7	2.4
최고	4.7	5.0	3.7	3.0	2.6
최저	3.1	3.6	2.3	2.6	2.3
PSR	5.0	5.6	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA	16.3	17.6	12.2	9.8	8.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2021.01.13	매수	120,000원	-21.8	-9.0
	2022.01.13	1년경과		-35.6	-21.2
	2022.11.23	매수	105,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 1월 25일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.