

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

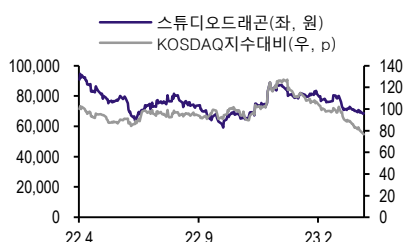
글로벌 성장은 지속된다

목표주가	100,000원(유지)			
현재주가(04/11)	68,600원			
상승여력	45.8%			
시가총액	20,620억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	94,600 / 59,100원			
3개월 일평균거래대금	143억원			
외국인 지분율	9.5%			
주요주주				
CJ ENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.4	-14.4	11.2	-23.9
상대수익률 (KOSDAQ)	-28.3	-41.0	-23.1	-21.5

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,871	6,979	8,409	9,602
영업이익	526	652	876	963
EBITDA	1,516	2,185	2,391	2,273
지배주주순이익	390	506	497	506
EPS	1,301	1,682	1,653	1,682
순차입금	-535	590	85	-274
PER	69.9	51.1	41.5	40.8
PBR	4.0	3.9	2.9	2.7
EV/EBITDA	17.7	12.1	8.7	9.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.0	7.5	7.2	6.9
컨센서스 영업이익	526	652	894	1,090
컨센서스 EPS	1,301	1,682	2,395	2,928

주가추이



플랫폼 다변화 효과 본격화로 1분기 양호한 실적 예상

스튜디오드래곤의 1분기 예상 매출액은 1,413억원(+16.7% YoY), 예상 영업이익은 205억원(+13.1% YoY)으로 양호한 성장세를 이어갈 전망. 플랫폼 다변화 효과가 본격화되면서, Captive 비중은 자연스레 감소. 1분기 중 넷플릭스(일타스캔들, 더 글로리)와 디즈니+(판도라)는 물론, 아마존(아일랜드), 애플TV(Big Door Prize), 티빙(방과후 전쟁활동) 등에도 작품 공급

23년 본원적 성장기조 이어질 전망

23년은 환경 변화에 따른 외형 성장과 그에 수반되는 이익 기반의 확대 기조가 더욱 강화되는 한 해가 될 것. 1) 넷플릭스, 디즈니+ 등 글로벌 OTT들과의 공급계약이 유리한 조건으로 갱신된 가운데, 다양한 플랫폼으로의 다변화 효과가 본격적으로 나타날 것으로 전망. 2) 특히 Premium IP를 활용한 작품의 대형화 기조로 규모의 경제를 통한 성장세 견인될 것으로 전망. 3) 또한 일정 수준 이상의 흥행성이 검증된 작품들의 시즌제 방영으로 더욱 안정적인 수익 창출 기조 가능할 것

한편 Big Door Prize의 성공적인 오픈으로 시즌2 제작이 확정되었으며, 시즌1에 대한 인센티브 역시 지급될 것. 시즌2는 빠르면 연내 공급 가능할 전망. 본격적인 글로벌 스튜디오로서의 첫 걸음을 성공적으로 내딛은 상황으로, 향후 Fifth Season, 스카이댄스, UCP 등 다른 스튜디오들과의 협업을 통한 작품 공급 이어질 것

23년 예상 공급편수는 35편(Captive 편성 19편, OTT 오리지널 16편)으로, 이 중 동시방영은 약 10편 수준으로 예상. 평균 제작 규모는 약 30% 수준 가량 증가할 것으로 전망

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

23년은 본격적인 성장의 원년. OTT간 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수요 증가, 제작편수의 증가, Mega IP를 활용한 작품의 대형화, 공급 플랫폼의 다변화와 리콥을 상승 기조 등을 통한 성과가 가시화되는 한 해가 될 것. 투자의견 BUY와 목표주가 100,000원 유지

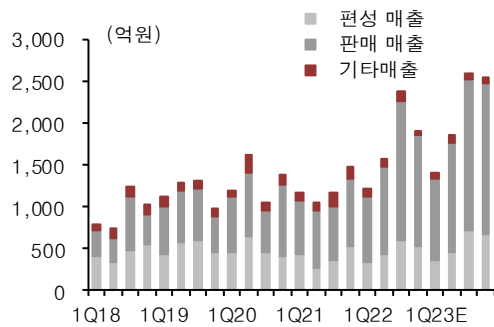
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,211	1,575	2,289	1,905	1,413	1,859	2,601	2,536	6,979	8,409	9,602
편성	354	438	594	540	367	467	729	664	1,925	2,227	2,426
판매	777	1,039	1,658	1,328	963	1,308	1,792	1,801	4,802	5,863	6,829
기타	80	98	119	37	83	84	81	71	333	319	347
영업이익	181	270	189	12	205	236	258	176	652	876	963
영업이익률	15.0%	17.1%	8.3%	0.6%	14.5%	12.7%	9.9%	7.0%	9.3%	10.4%	10.0%
세전이익	201	300	255	-170	173	186	275	-56	586	578	702
세전이익률	16.6%	19.1%	11.1%	-8.9%	12.2%	10.0%	10.6%	-2.2%	8.4%	6.9%	7.3%
순이익	156	256	178	-85	128	142	198	29	506	497	506
순이익률	12.9%	16.2%	7.8%	-4.5%	9.1%	7.6%	7.6%	1.2%	7.2%	5.9%	5.3%

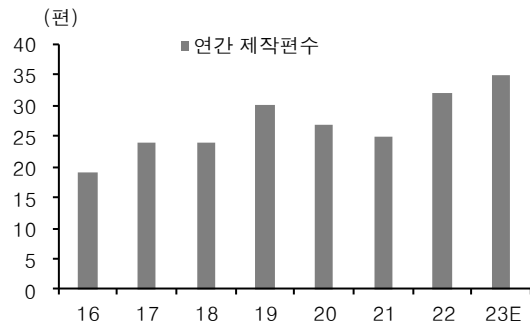
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



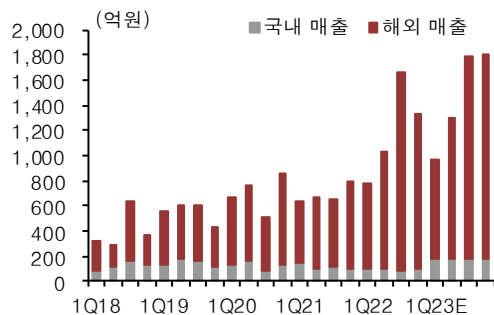
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 23년 제작편수 목표는 35편



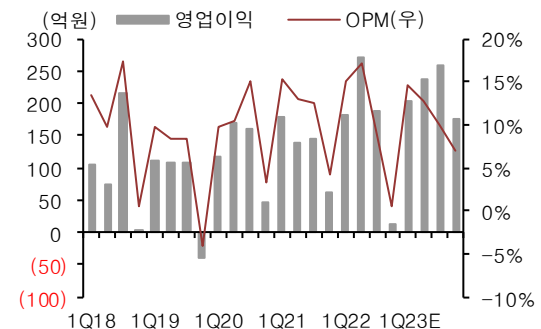
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 판매매출 : 구작판매, 플랫폼 다변화, 판매조건 개선



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 양호한 실적 유지될 전망



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 23년 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
일타 스캔들	양희승, 여은호	유제원	전도연, 정경호	TVN, NETFLIX
판도라 : 조작된 낙원	현지민 (김순옥 크리에이터)	최영훈	이지아, 이상윤	TVN
더 글로리 S2	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	NETFLIX
The Big Door Prize	Skydance 공동제작		Chris O'Dowd	Apple TV
아일랜드 Part12	오보현	박배종	김남길, 이다희	Amazon, TVING
미끼 Part1	김진욱	김홍선	장근석, 허성태	Coupang Play
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	임세미, 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
이두나	장유하	이정효	수지, 양세종	NETFLIX

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,871	6,979	8,409	9,602	10,347
증가율 (Y-Y, %)	(7.3)	43.3	20.5	14.2	7.8
영업이익	526	652	876	963	1,122
증가율 (Y-Y, %)	7.0	24.0	34.3	9.9	16.5
EBITDA	1,516	2,185	2,391	2,273	2,507
영업외손익	(6)	(66)	(298)	(261)	(232)
순이자수익	8	(19)	(167)	(165)	(135)
외화관련손익	63	79	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	1	2	2	2
세전계속사업손익	520	586	578	702	889
당기순이익	390	506	497	506	640
지배기업당기순이익	390	506	497	506	640
증가율 (Y-Y, %)	31.8	29.5	(1.8)	1.8	26.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.7	14.2	16.9	25.4	14.0
영업이익증가율(3Yr)	9.6	31.5	21.3	22.4	19.8
EBITDA증가율(3Yr)	9.6	14.5	13.1	14.4	4.7
순이익증가율(3Yr)	2.9	24.2	18.8	9.0	8.2
영업이익률(%)	10.8	9.3	10.4	10.0	10.8
EBITDA마진(%)	31.1	31.3	28.4	23.7	24.2
순이익률 (%)	8.0	7.2	5.9	5.3	6.2
NOPLAT	395	563	753	693	807
(+) Dep	991	1,533	1,515	1,310	1,386
(-) 운전자본투자	(613)	454	531	269	86
(-) Capex	23	45	55	62	67
OpFCF	1,975	1,597	1,683	1,672	2,040

재무상태표

(단위: 억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,325	4,001	5,534	6,051	6,366
현금성자산	646	1,237	1,954	1,911	2,009
매출채권	1,236	1,417	2,177	2,681	2,839
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,515	6,905	6,368	6,247	6,661
투자자산	3,458	3,018	3,140	3,268	3,400
유형자산	77	109	120	133	146
무형자산	2,980	3,778	3,108	2,846	3,114
자산총계	8,840	10,907	11,901	12,298	13,027
유동부채	1,836	4,163	4,684	4,598	4,710
매입채무	777	870	1,122	1,382	1,463
유동성이자부채	40	1,734	1,971	1,594	1,575
비유동부채	165	137	113	90	67
비유동이자부채	71	93	68	43	18
부채총계	2,002	4,299	4,797	4,688	4,777
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,704	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	1,617	2,126	2,622	3,128	3,768
자본조정	367	(402)	(402)	(402)	(402)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,839	6,607	7,104	7,610	8,250
투자자본	3,895	5,696	5,627	5,710	6,143
순차입금	(535)	590	85	(274)	(416)
ROA	4.8	5.1	4.4	4.2	5.1
ROE	6.0	7.5	7.2	6.9	8.1
ROIC	10.1	11.7	13.3	12.2	13.6

주요투자지표

(단위: 억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	1,301	1,682	1,653	1,682	2,130
BPS	22,785	21,982	23,634	25,316	27,447
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	69.9	51.1	41.5	40.8	32.2
PBR	4.0	3.9	2.9	2.7	2.5
EV/ EBITDA	17.7	12.1	8.7	9.0	8.1
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	17.3	11.4	10.3	11.4	10.2
PSR	5.6	3.7	2.5	2.1	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	29.3	65.1	67.5	61.6	57.9
Net debt/Equity	n/a	8.9	1.2	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	27.0	3.5	n/a	n/a
유동비율	126.6	96.1	118.1	131.6	135.2
이자보상배율	n/a	35.0	5.3	5.8	8.3
이자비용/매출액	0.2	0.7	2.4	2.1	1.7
자산구조					
투자자본(%)	48.7	57.2	52.5	52.4	53.2
현금+투자자산(%)	51.3	42.8	47.5	47.6	46.8
자본구조					
차입금(%)	1.6	21.7	22.3	17.7	16.2
자기자본(%)	98.4	78.3	77.7	82.3	83.8

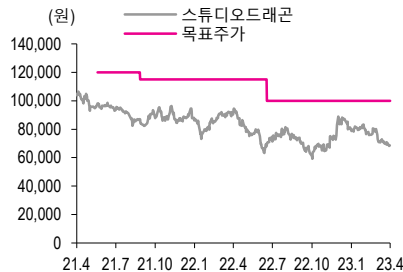
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위: 억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	(84)	(629)	1,480	1,546	1,940
당기순이익	390	506	497	506	640
자산상각비	991	1,533	1,515	1,310	1,386
운전자본증감	(1,549)	(2,796)	(531)	(269)	(86)
매출채권감소(증가)	22	(352)	(760)	(504)	(157)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	187	117	252	260	81
투자현금	265	(434)	(975)	(1,188)	(1,798)
단기투자자산감소	280	11	0	0	0
장기투자증감감소	0	(127)	(59)	(61)	(64)
설비투자	(23)	(45)	(55)	(62)	(67)
유무형자산감소	(3)	(19)	(800)	(1,000)	(1,600)
재무현금	(30)	1,653	212	(402)	(44)
차입금증가	(19)	1,675	212	(402)	(44)
자본증가	3	30	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	155	591	718	(44)	98
총현금흐름(Gross CF)	1,576	2,265	2,011	1,815	2,026
(-) 운전자본증감(감소)	(613)	454	531	269	86
(-) 설비투자	23	45	55	62	67
(+) 자산매각	(3)	(19)	(800)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	2,163	1,747	626	484	273
(-) 기타투자	0	127	59	61	64
잉여현금	2,163	1,620	567	423	209

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-05-31	Buy	120,000	(22.6)	(17.8)
2021-09-07	담당자 변경			
2021-09-07	Buy	115,000	(25.8)	(16.2)
2022-06-29	Buy	100,000	(25.4)	(11.1)
2023-04-12	Buy	100,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 03월 31일 기준)

Buy (96.8%)	Hold (3.2%)	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.

흥국씨앗체

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