

유미의 탐픽

매수
(신규)목표가: 88,000원
상승여력: 26.8%

차유미 yumi_cha@miraeasset.com

Valuation

투자 의견 '매수' 및 목표주가 '88,000원'으로 커버리지 개시

- 목표주가 '88,000원'은 23F EPS 1,912원에 타겟 멀티플 46x를 적용하여 산출
- 동사 기준 최대 규모의 제작비가 투자된 애플 TV형 The Big Door Prize S2 제작을 확정 지으며 편수, 규모, 마진 개선과 더불어 공급 플랫폼 다각화의 23년 전망. 미디어 업종 내 Top Pick으로 제시하며 커버리지 개시

1Q23 Preview

하반기로 갈수록 높아지는 성장성

- 글로벌 OTT 업체와의 개선된 계약 연장에 따른 수익성 개선 기대. 동시 방영 작품에 대한 리콥율이 기존 계약 대비 높아지며 관련 효과는 일타 스캔들이 방영된 1분기 실적부터 확인 가능할 것으로 예상
- 작년 1분기 해외 중심 IP 판매 매출 증가로 일회성 수익이 발생했던 점을 감안해도 전년대비 방영 회차(1Q22 74회 → 1Q23 108회)증가로 1,077억원 판매 매출 전망
- 2분기 티빙과 디즈니+에 '판도라: 조작된 낙원' 및 '패밀리' 동시 방영으로 안정적인 실적 지속될 것으로 기대

23년 전망

23년 예상 매출액 8,731억원(+25% YoY) 및 영업이익 836억원(+28% YoY) 전망

- 전년대비 2편 증가한 35편 방영. 방영 편수의 54%가 동시방영 10편과 시즌제 작품 9편으로 수익성 개선은 더욱 가파르게 진행될 것으로 판단
- 글로벌 OTT 업체와의 계약이 개선된 조건으로 연장됨에 따라 동시 방영 콘텐츠의 리콥율 상승에 따른 마진 개선 기대. 20년 동사는 넷플릭스와 장기 계약을 시작하며 마진을 YoY +3%pt, 절대 이익 YoY +70% 이상 성장 → 큰 폭의 수익성 개선
- 넷플릭스형 공급 콘텐츠 비중 내 오리지널 콘텐츠 비중이 높아 과거 20년 대비 이익 성장 폭은 제한적일 것으로 전망

Key data



현재주가(23/4/12, 원)	69,400	시가총액(십억원)	2,086
영업이익(23F, 십억원)	84	발행주식수(백만주)	30
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	88	유동주식비율(%)	45.2
EPS 성장률(23F, %)	12.9	외국인 보유비중(%)	9.5
P/E(23F, x)	36.5	베타(12M) 일간수익률	0.32
MKT P/E(23F, x)	15.7	52주 최저가(원)	59,100
KOSDAQ	890.62	52주 최고가(원)	94,600

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.4	14.0	-23.7
상대주가	-23.3	-14.1	-21.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	526	487	698	873	982	1,105
영업이익 (십억원)	49	53	65	84	103	116
영업이익률 (%)	9.3	10.9	9.3	9.6	10.5	10.5
순이익 (십억원)	30	39	51	57	64	115
EPS (원)	1,044	1,301	1,684	1,902	2,145	3,811
ROE (%)	5.7	6.0	7.5	8.6	9.1	14.4
P/E (배)	88.7	69.9	51.1	36.5	32.4	18.2
P/B (배)	4.6	4.0	3.9	3.1	2.8	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 전망

23년 실적 전망 및 Valuation

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 ‘매수’ 및 목표주가 ‘88,000원’으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 23F EPS 1,912원에 타겟 멀티플 46x를 적용하여 산출하였다.

전년대비 확대된 제작 편수 기반 22년말 넷플릭스 재계약에 따른 상승된 리쿠플에 작품 공급, 해외 OTT 플랫폼 다각화로 탑라인과 수익성의 동반 성장이 가능할 것으로 판단한다. 하반기로 갈수록 텐트폴 및 오리지널 작품이 비중 있게 편성됨에 따라 안정적인 QoQ 성장 추이가 가능할 것으로 기대한다. 업종 내 Top Pick으로 커버리지를 개시한다.

표 19. 스튜디오드래곤 목표주가

(십억원, 천주, 원, x, %)

구분	멀티플	Note
23F 지배주주순이익	57	
주식 수	30,058	
EPS	1,912	
목표 P/E	46	22년 평균 P/E
목표주가	88,000	
현재주가	69,400	
상승여력	26.8	

자료: 4월 12일 기준, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	121	157	229	191	170	202	224	277	698	873	982
편성	35	44	59	54	54	39	57	58	193	208	229
판매	78	104	166	133	108	149	158	209	480	624	714
기타	8	10	4	4	9	13	9	10	25	41	39
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	18.7	27.3	26.7	10.9	65	84	102
OPM	15%	17%	8%	1%	11%	14%	12%	4%	9%	10%	10%
당기순이익	16	26	18	-8	13	28	23	12	51	57	64
YoY(%)	3%	49%	97%	29%	41%	28%	-2%	45%	43%	25%	12%
편성	-19%	55%	64%	2%	52%	-11%	-4%	7%	19%	8%	11%
판매	23%	54%	155%	66%	39%	44%	-5%	57%	74%	30%	14%
기타	-22%	-5%	-75%	-75%	10%	38%	151%	164%	-50%	65%	-6%
영업이익	1%	96%	30%	-81%	3%	1%	41%	826%	24%	28%	23%

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 제작 규모 확대로 탑라인 성장 기대

1) 제작 규모 확대로 매출 성장

23년 매출액은 전년대비 +25% 성장한 8,731억원으로 작년에 이어 올해도 높은 성장률이 지속될 것으로 전망한다. 동사의 방영 편수가 전년대비 2편 증가한 35편(TV 19편, OTT 16편)으로 확대됨에 기인한다. 시즌제 작품이 9편으로 확대 편성, 넷플릭스, 디즈니+에 이어 애플TV로 신규 OTT 플랫폼향 공급 다각화가 이루어지며 23년에도 동사의 양질의 성장이 가능할 것으로 기대한다.

표 21. 스튜디오드래곤 23년 방송 예정 작품

(편)

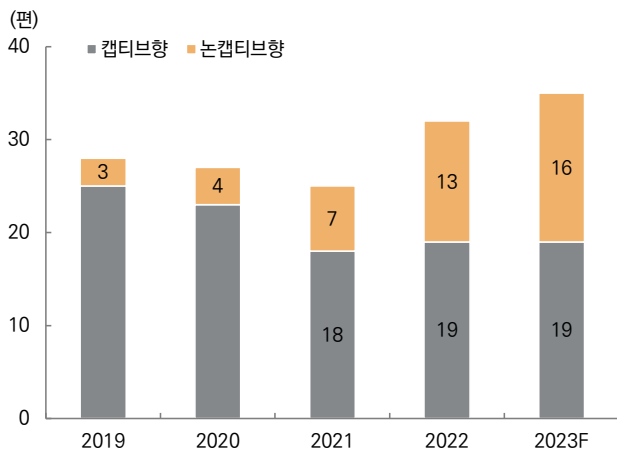
	편성	작품	방영 일자	에피소드	연출	작가	주연	Note
1	tvN	환혼: 빛과 그림자 (Part 2)	22.12.10~1.8	10	박준화	홍정은, 홍미란	이재욱, 황민현	동시방영(Netflix)
2		미생: 그들이 있었다2	22.12.19~1.31	14	민연홍	반기리, 정소영	고수, 허준호, 안소희	
3		조선 정신과 의사 유세풍 S2	1.11~2.9	10	박원국	박슬기, 최민호	김민재, 김항기, 김상경	
4		일타스캔들	1.14~3.5	16	유제원	양희승	전도연, 정경호	동시방영(Netflix)
5		청춘월담	2.6~4.11	20	이종재	정현정	박형식, 전소니	
6		성스러운 아이돌	2.15~3.23	12	박소연	이천금	김민규, 고보결	
7		판도라: 조작된 낙원	3.11~4.30	16	최영훈	현지민	이지아, 이상윤	동시방영(Disney)
8		스틸러-일곱 개의 조선통보	4.12~5.18	12	최준배	신경일	주원, 이주우	
9		패밀리	4.17~5.23	12	장정도	정유선	장혁, 장나라	동시방영(Disney)
10		구미호연1938	5.6~6.11	12	강신호, 조남형	한우리	이동욱, 김소연, 김범	
11	Tving	이로운 사기	5.29~7.18	16	이수현	한우주	천우희, 김동욱	
12		이번 생도 잘 부탁해	23년 6월	12	이나정	최영림	신혜선, 안보현	동시방영(Netflix)
13		소용없어 거짓말	23년 6월	16	남성우	서정은	김소현, 황민현	
14		경이로운 소문2	23년 7월		유선동	김새봄	조병규, 유준상	
15		아라문의 감: 아스달 연대기	23년	12	김광식	김영현, 박성연	신세경, 이준기	
16		눈물의 여왕	23년		김희원	박지은	김수현, 김지원	
17		아일랜드 Part1	22.12.30~1.13	6	배종	오보현	김남길, 이다희	오리지널
18		아일랜드 Part2	2.24~3.10	6	배종	오보현	김남길, 이다희	오리지널
19		방과 후 전쟁활동 Part 1	3.31	6	성용일	이남규	신현수, 이순원	오리지널
20		방과 후 전쟁활동 Part 2	4.01	4	성용일	이남규	신현수, 이순원	오리지널
21	Netflix	더 글로리 Part 2	3.10	8	안길호	김은숙	송혜교, 이도현	오리지널
22		셀러브리티	23년	12	김철규	김이영	이청아, 박규영, 전효성	오리지널
23		도적: 칼의 소리	23년		황준혁	한정훈	김남길, 서현	오리지널
24		경성크리처 S1	23년	10	정동윤	강은경	박서준, 한소희	오리지널
25		이두나!	23년	8	이정호	장유하	수지, 양세종	오리지널
26		스위트홈2	23년		이응복		송강, 이진욱	오리지널
27	Disney+	형사록 S2	23년 7월		한동화	임창세	이성민, 정진영	오리지널
28	애플TV+	The Big Door Prize	3.31~5.17	10	Anu Valia	David West Read	Chris O'Dowd	2H22 납품
29		The Big Door Prize S2	23년					
30	쿠팡플레이	미끼 Part1	1.27~2.10	6	김홍선	김진욱	장근석, 허성태	
31		미끼 Part2	4.7~4.21	6	김홍선	김진욱	장근석, 허성태	1Q23 납품

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 콘텐츠 수요 증가 → 견조한 제작 CAPA 유지

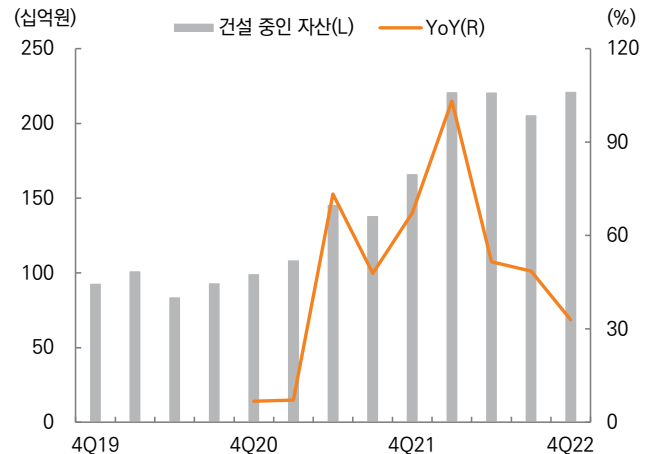
스튜디오드래곤의 콘텐츠 제작비용은 제작 과정에서 무형자산 내 건설중인 자산으로 인식된다. 제작 완료 이후 작품 방송이 시작되면 건설중인 자산 계정의 일부는 제작원가로, 나머지는 판권으로 인식되는 구조이다. 편성 채널 추가 확보로 콘텐츠 수요가 증가하고 있다. 대작 중심 견조한 제작 캐파 유지 및 동사의 콘텐츠 제작이 확대되며 4Q22 건설 중인 자산은 전년대비 +33% 성장한 2,215억원을 기록하였다. 30% 이상의 높은 성장률을 기록하며 우상향 추이를 기록하고 있는 건설 중인 자산은 향후 동사의 콘텐츠 제작 확대에 따라 지속 성장할 것으로 기대한다.

그림 44. 스튜디오드래곤 연간 제작 편수



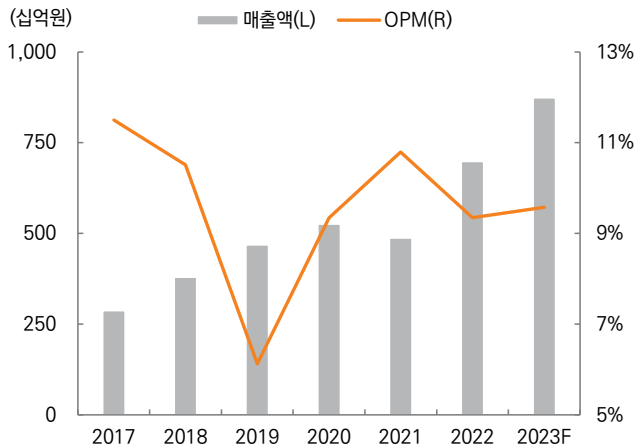
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 무형자산 추이



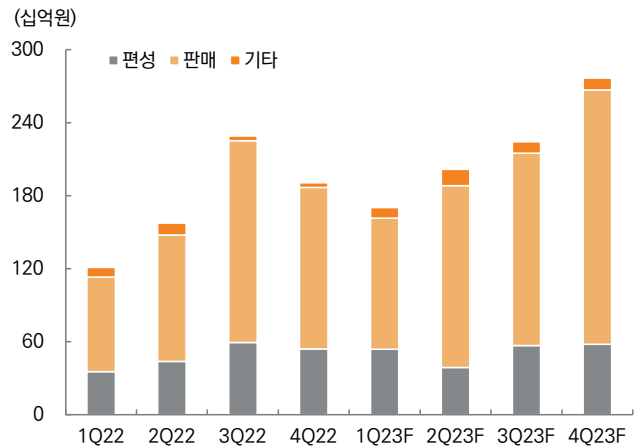
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 스튜디오드래곤 실적 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 스튜디오드래곤 사업부별 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 콘텐츠 제작 능력 인정 → 글로벌 OTT와의 재계약 연장 조건 개선

1) 동시 방영 편수 증가

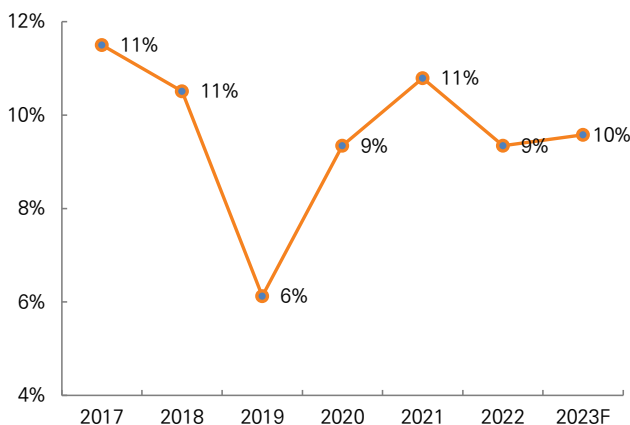
스튜디오드래곤 수익성에 가장 유리한 콘텐츠 공급 형태는 동시 방영이다. 23년 스튜디오드래곤은 동시 방영 작품 편수 확대 및 개선된 계약 조건 효과로 전년대비 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다. 콘텐츠 제작비는 고정비 성격을 갖고 있다. 이에 하나의 콘텐츠를 많은 매체에 공급할수록 수익성에 긍정적이다. 동시 방영 작품의 평균 리콥율은 TV 50~60%+(OTT 40~50%+)기타 협찬, 광고, OST 판매 등 10~20%를 합산한 120~130%의 리콥율을 기대할 수 있다. OTT 콘텐츠향 동시 방영 효과로 40~50% 이상의 리콥을 상승이 가능하며 23년 예정된 글로벌 OTT향 동시 방영 편수는 10편이다.

2) 20년 넷플릭스와의 계약 체결로 영업이익 +70% YoY 성장

스튜디오 드래곤은 20년 넷플릭스와의 2년 장기 계약을 체결하였다. 이에 20년 신작 ASP는 전년대비 +19% 성장했으며, 지속해서 높은 상승률 추이를 보였다. 넷플릭스와의 장기계약에 따른 공급 편수 증가 및 리콥율 개선 효과로 19년 287억원(+6% OPM)수준의 영업이익은 20년 70% 이상 성장하며 491억원(+9% OPM)을 기록하였다.

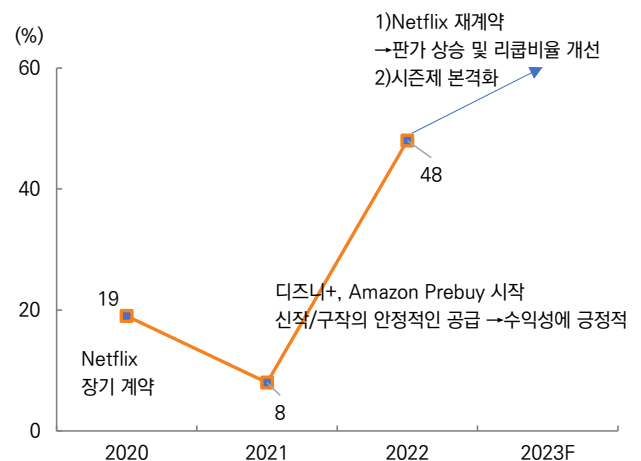
22년말 넷플릭스와의 기존 계약이 마무리되며 동사는 개선된 조건의 재계약을 완료하였다. 2년간의 동사 콘텐츠 제작 능력을 인정받는 조건에 재계약을 마무리한 것으로 추정한다. 올해부터 동시 방영 작품에 해당하여 개선된 리콥율의 효과가 가능할 것으로 전망한다. 오리지널 및 시즌제 작품의 경우는 콘텐츠별 계약을 진행하기 때문에 해당 사항이 없다.

그림 48. 스튜디오드래곤 영업이익률 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 스튜디오드래곤 신작 ASP 상승률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	698	873	982	1,105
매출원가	598	746	831	935
매출총이익	100	127	151	170
판매비와관리비	35	43	48	54
조정영업이익	65	84	103	116
영업이익	65	84	103	116
비영업손익	-6	-12	-21	25
금융손익	-3	-3	10	22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	59	72	82	141
계속사업법인세비용	8	15	17	26
계속사업이익	51	57	64	115
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	51	57	64	115
지배주주	51	57	64	115
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-26	57	64	115
지배주주	-26	57	64	115
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	219	226	177	155
FCF	-67	190	130	126
EBITDA 마진율 (%)	31.4	25.9	18.0	14.0
영업이익률 (%)	9.3	9.6	10.5	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.3	6.5	6.5	10.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	400	664	786	981
현금 및 현금성자산	124	265	407	555
매출채권 및 기타채권	142	206	195	220
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	134	193	184	206
비유동자산	691	554	478	441
관계기업투자등	13	18	17	20
유형자산	11	9	7	6
무형자산	378	238	164	126
자산총계	1,091	1,218	1,264	1,422
유동부채	416	528	510	552
매입채무 및 기타채무	84	122	116	131
단기금융부채	173	175	175	175
기타유동부채	159	231	219	246
비유동부채	14	16	15	16
장기금융부채	9	9	9	9
기타비유동부채	5	7	6	7
부채총계	430	543	525	568
지배주주지분	661	675	740	854
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	213	270	334	449
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	661	675	740	854

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-63	190	130	126
당기순이익	51	57	64	115
비현금수익비용가감	176	159	81	42
유형자산감가상각비	3	2	1	1
무형자산상각비	150	140	73	39
기타	23	17	7	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-280	-11	2	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-35	-64	10	-24
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	7	-1	3
법인세납부	-10	-15	-17	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-43	18	31	44
유형자산처분(취득)	-4	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-36	18	31	44
재무활동으로 인한 현금흐름	165	-18	-20	-19
장단기금융부채의 증가(감소)	172	2	0	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-20	-20	-20
현금의 증가	59	141	142	148
기초현금	65	124	265	407
기말현금	124	265	407	555

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	51.1	36.5	32.4	18.2
P/CF (x)	11.4	9.7	14.4	13.3
P/B (x)	3.9	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	12.1	8.9	10.5	11.0
EPS (원)	1,684	1,902	2,145	3,811
CFPS (원)	7,544	7,191	4,834	5,205
BPS (원)	21,982	22,458	24,603	28,414
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	43.3	25.1	12.5	12.5
EBITDA증가율 (%)	44.1	3.3	-21.4	-12.5
조정영업이익증가율 (%)	24.0	28.2	22.6	12.9
EPS증가율 (%)	29.4	12.9	12.8	77.7
매출채권 회전율 (회)	5.3	5.0	4.9	5.3
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	36.1	37.6	36.3	39.4
ROA (%)	5.1	5.0	5.2	8.5
ROE (%)	7.5	8.6	9.1	14.4
ROIC (%)	12.1	13.9	21.9	30.0
부채비율 (%)	65.1	80.5	71.0	66.5
유동비율 (%)	96.1	125.9	154.3	177.8
순차입금/자기자본 (%)	8.9	-12.7	-30.8	-44.0
조정영업이익/금융비용 (x)	13.2	4.2	5.1	5.8

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터