

Company Analysis

스튜디오드래곤 041510

Apr 17, 2023

글로벌OTT의 무수한 악수 요청

Buy

신규

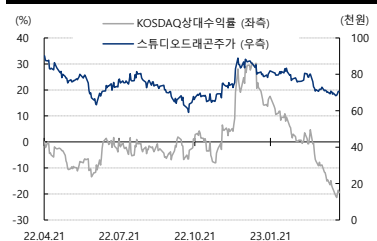
TP 108,000 원

신규

Company Data

현재가(04/14)	70,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	93,800 원
52 주 최저가(보통주)	59,100 원
KOSPI (04/14)	2,571.49p
KOSDAQ (04/14)	903.84p
자본금	150 억원
시가총액	21,221 억원
발행주식수(보통주)	3,006 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.5 만주
평균거래대금(60 일)	102 억원
외국인지분(보통주)	9.13%
주요주주	
CJENM 외 3인	54.79%
네이버	6.25%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	10.8	-23.4
상대주가	-19.1	-16.8	-21.4



엔터미디어 박성국

3771-9303, quuuuuk@iprovest.com

투자 의견 Buy, 목표주가 108,000원, 미디어 업종 최선호주 제시

투자 의견 Buy, 목표주가 108,000원으로 커버리지 개시하며, 콘텐츠 제작사 최선호주로 제시. 목표주가는 23년 EBITDA 2,812억원에 글로벌OTT 및 제작사 평균 EV/EBITDA 12.8배 적용. 1)제작비 일부를 판권으로 인식 후 상각해 비현금성 지출(무형자산상각비) 많고, 2)영업외손익으로 순이익 추정치의 신뢰가 떨어지는 특성 고려해 EV/EBITDA 사용.

글로벌OTT의 무수한 악수 요청

글로벌OTT 넷플릭스('19.11), 아마존프라임비디오('22.10), 디즈니플러스('23.4)와 차례로 드라마 공급계약 체결하며 캡티브 의존도(매출 비중 21년 44.7% → 22년 35.0%) 축소 및 판매채널 다변화 중. 23년 글로벌OTT에 동시방영 작품 10편(넷플릭스 4편, 디즈니플러스 4편, 아마존프라임 2편) 공급 예정이며, 넷플릭스와의 재계약으로 해당채널향 작품에 대해서는 상향된 리쿱을 적용되어 수익성 개선될 전망.

FY23 Preview: 더 많이 더 싸게

23년 매출 9,140억원(YoY +31.0%), 영업이익 975억원(YoY +49.5%) 전망. 23년 방영 예정 작품 35편(YoY +2편)으로 역대 최대. 이 중 회당 제작비 20억원 이상 텐트폴 작품 9편으로 추정. <스위트홈2>, <The Big Door Prize S2> 등 시즌제 작품 9편으로 전작대비 높은 프로젝트 마진 및 레퍼런스 확보예정. 라이브러리 확대에 분기 실적 변동성 축소되고, 제한적인 해외드라마 제작비 우려로 업종 내 가장 편안한 선택 될 것으로 예상.

1Q23 Preview: 컨센서스 부합 예상

1Q23 매출 1,854억원(YoY +53.1%), 영업이익 187억원(YoY +3.3%)으로 컨센서스 부합 전망. 방영회차 109회(YoY +25회)로 매출은 전년 대비 53.1% 증가하나, 1)딜리버리 시점에 제작비 전액 인식하는 OTT 작품이 36회(YoY +15회)로 증가했고, 2)<유미의 세포들>, <여신강림> 로컬판매 있던 1Q22 높은 기저로 영업이익 3.3% 증가에 그칠 예정.

Forecast earnings & Valuation

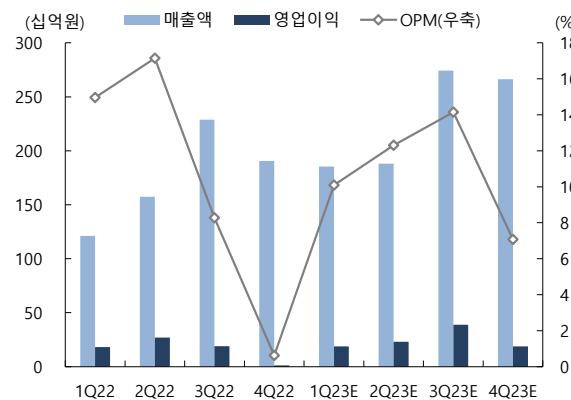
12 결산 (십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	487	698	914	1,109	1,238
YoY(%)	-7.3	43.3	31.0	21.3	11.7
영업이익(십억원)	53	65	97	123	139
OP 마진(%)	10.9	9.3	10.6	11.1	11.2
순이익(십억원)	39	51	68	89	103
EPS(원)	1,301	1,684	2,273	2,956	3,413
YoY(%)	24.6	29.4	35.0	30.0	15.4
PER(배)	69.9	51.1	31.1	23.9	20.7
PCR(배)	17.3	11.4	7.1	5.7	5.0
PBR(배)	4.0	3.9	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	17.6	12.1	7.6	5.9	5.1
ROE(%)	6.0	7.5	9.8	11.5	11.8

[도표 47] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	121	157	229	190	185	188	274	266	487	698	914	1,109
편성	35	44	59	54	48	55	64	46	161	193	213	267
판매	78	104	166	133	129	123	198	211	276	480	661	794
기타	8	10	4	4	8	10	12	9	50	25	39	48
매출원가	96	122	202	179	159	155	226	235	407	598	775	940
제작원가	44	72	140	105	97	90	150	160	227	362	497	606
무형자산상각비	24	30	43	53	39	41	50	52	89	150	182	230
지급수수료	10	11	13	24	11	12	14	11	41	57	49	113
매출총이익	26	35	27	12	26	33	49	31	80	100	139	168
GPM	21.1	22.5	12.0	6.1	14.1	17.5	17.8	11.7	16.4	14.3	15.2	15.2
영업이익	18	27	19	1	19	23	38	18	53	65	97	123
OPM	15.0	17.1	8.3	0.6	10.1	12.3	13.9	6.8	10.8	9.3	10.9	11.1
매출액 YoY	3.4	48.5	97.2	28.8	53.1	19.4	19.8	39.8	-7.3	43.3	31.0	21.3
편성 YoY	-19.1	55.4	64.0	1.5	34.6	26.2	7.9	-14.4	-18.1	19.4	10.7	25.0
판매 YoY	23.0	66.0	72.4	69.7	69.8	65.3	72.2	79.3	56.6	68.8	72.4	71.6
기타 YoY	-21.5	-5.1	-74.8	-75.3	5.5	1.7	225.7	139.2	2.9	-49.9	56.5	22.4
매출원가 YoY	2.3	42.5	111.9	34.3	66.7	27.1	11.9	31.6	-9.7	46.8	29.6	21.3
제작원가 YoY	-16.0	64.7	200.1	25.2	122.5	25.4	6.6	51.9	-12.8	59.5	37.5	21.8
무형자산상각비 YoY	-1.2	24.7	117.2	147.4	63.6	36.5	15.3	-1.2	-21.3	67.8	21.4	26.8
지급수수료 YoY	25.4	9.6	17.3	92.6	17.6	18.0	4.9	-53.3	-13.8	39.7	-14.7	132.9
매출총이익 YoY	7.8	74.0	30.5	-20.7	2.3	-7.0	78.1	165.3	6.7	25.4	38.8	21.2
영업이익 YoY	1.4	95.7	29.9	-81.4	3.3	-14.3	105.0	1,495.6	6.8	24.0	52.5	23.4

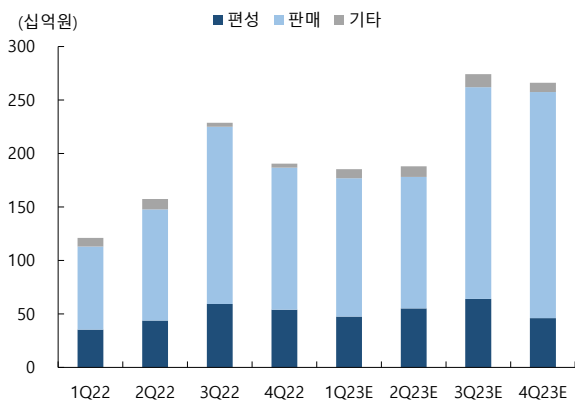
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 48] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 49] 스튜디오드래곤 부문별 매출 추이 및 전망



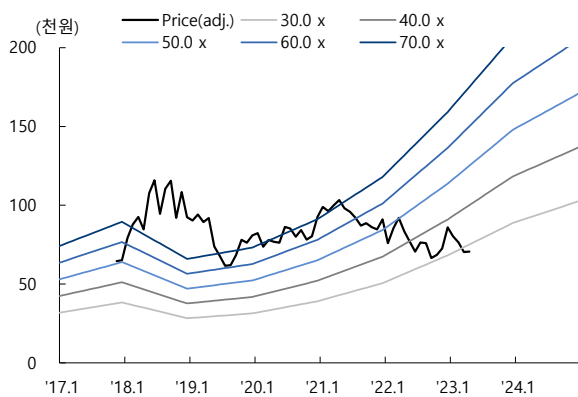
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 50] 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	단위	값	비고
(1) 23E EBITDA	십억원	281.2	
(2) Target EV/EBITDA	배	12.8	넷플릭스, 아이치이, 폭스 등 글로벌 OTT/제작사 평균
(3) 기업가치	십억원	3,426	= (1) * (2)
(4) 순차입금	십억원	174	
(5) 적정 시가총액	십억원	3,251	= (3) - (4)
(6) 총 주식수(천주)	천주	30,058	
(7) 적정 주가	원	108,160	= (5) / (6)
(8) 목표 주가	원	108,000	
(9) 현재 주가 (4/14)	원	70,600	
(10) 상승여력	%	53.0	= (7) / (8) - 1

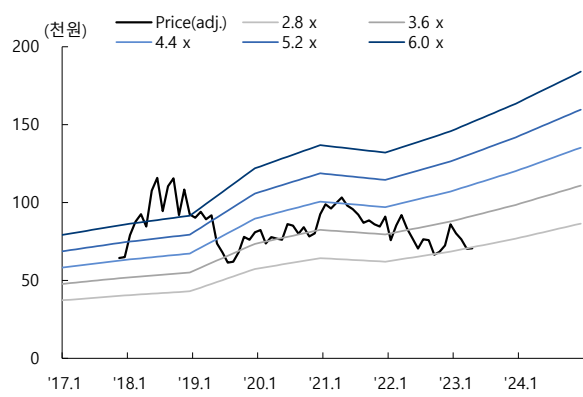
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 51] 스튜디오드래곤 12MF P/E Band Chart



주: 당사 추정치 EPS 기준
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 52] 스튜디오드래곤 12MF P/B Band Chart



주: 당사 추정치 BPS 기준
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 53] 스튜디오드래곤 방영예정 드라마 라인업

연도	편성	작품명	공개월	부수	연출	극본	요일	최고 시청률	비고
2023	tvN	환혼: 빛과 그림자	'22.12~'23.1	10	박준화	홍정은 홍미란	토일	9.7%	넷플릭스 동시방영
		미생: 그들이 있었다 2	'22.12~'23.1	14	민연홍	반기리 정소영	월화	5.9%	
		조선정신과의사 유세풍 2	'23.1~2	10	박원국	박슬기 최민호	수목	3.7%	
		일타스캔들	'23.1~3	16	유재원	양희승	토일	17.0%	넷플릭스 동시방영
		청춘월담	'23.2~4	20	이중재	장현정	월화	4.9%	
		성스러운아이들	'23.2~3	12	박소연	이천금	수목	3.1%	
		판도라 조작된 낙원	'23.3~4	16	최영훈	현지민	토일	5.7%	디즈니+ 동시방영
		패밀리	'23.4~5	12	장정도	정유선	월화		디즈니+ 동시방영
		스틸러	'23.4~5	12	최준배	신경일	수목		
		구미호연 2	'23.5~6	12	강신호 조남형	한우리	토일		
		이로운 사기	'23.5~7	16	이수현	한우주	월화		
		소용없어 거짓말	'23.6~	16	남성우	서정은	수목		
		이번 생도 잘 부탁해	'23.6~	12	이나정	최영림	토일		
		경이로운 소문 2	'23.7~	-	유선동	김새봄	토일		
		아라문의 검: 아스달 연대기	'23.9~	12	김광식	김영현 박상연	토일		넷플릭스 동시방영(E)
		눈물의 여왕	'23.12~	-	장영우	박지은	토일		
	티빙	아일랜드 Part1	'22.12~'23.1	6	배종	오보현			해외판권 AMZ 판매
		아일랜드 Part2	'23.2~3	6	배종	오보현			해외판권 AMZ 판매
		방과 후 전쟁활동 Part1	'23.3	6	성용일	이남규			
		방과 후 전쟁활동 Part2	'23.4	4	성용일	이남규			
	쿠팡	미끼 Part1	'23.1~2	6	김홍선	김진욱			
		미끼 Part1	'23.4	6	김홍선	김진욱			
	넷플릭스	더 글로리 Part2	'23.3	8	김은숙	안길호			4Q22 딜리버리
		셀러브리티	2Q23	12	김이영	김철규			
		도적: 칼의 소리	3Q23		한정훈	황준혁			
		경성크리쳐 1	4Q23	10	강은경	정동윤			
		이두나!	4Q23	9	장유하	이정호			
		스위트홈 2	4Q23			이응복			
	애플 TV+	The Big Door Prize 1	'23.3~	10	Anu Valia	David West Read			2H22 딜리버리
		The Big Door Prize 2	'24(E)						
	디즈니+	형사록 2	'23.7~	8	한동화	임창세			
미정	미정	별들에게 물어봐	4Q23(E)		박신우	서숙향			
		자백의 대가	-		심나연	권종관			
		무인도의 디바	-		오충환	박혜련			
		하이라키	-						
		설계자들	-						
	넷플릭스	경성크리쳐 2	'24(E)						
		스위트홈 3	'24(E)						
		돌풍	'24(E)						

주: 전국 시청률 기준

자료: 닐슨, 스튜디오드래곤, 교보증권 리서치센터 예상

[스튜디오드래곤 253450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	914	1,109	1,238
매출원가	407	598	775	940	1,049
매출총이익	80	100	139	168	189
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	15.2	15.2	15.3
판매비와관리비	27	35	41	45	50
영업이익	53	65	97	123	139
영업이익률 (%)	10.8	9.3	10.7	11.1	11.3
EBITDA	152	219	281	354	399
EBITDA Margin (%)	31.1	31.3	30.8	32.0	32.2
영업외손익	-1	-7	-6	-4	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	21	17	15	14
금융비용	-10	-19	-24	-20	-17
기타	-5	-9	0	0	0
법인세비용차감전순이익	52	59	91	118	137
법인세비용	13	8	23	30	34
계속사업순이익	39	51	68	89	103
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	68	89	103
당기순이익률 (%)	8.0	7.2	7.5	8.0	8.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	39	51	68	89	103
지배순이익률 (%)	8.0	7.2	7.5	8.0	8.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-77	3	3	3
포괄순이익	74	-26	71	92	106
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	74	-26	71	92	106

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	-34	38	92
당기순이익	39	51	68	89	103
비현금항목의 가감	119	176	225	278	309
감가상각비	4	3	2	2	1
외환손익	-1	4	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	169	223	276	308
자산부채의 증감	-155	-280	-295	-291	-279
기타현금흐름	-11	-10	-32	-37	-40
투자활동 현금흐름	27	-43	-40	-41	-42
투자자산	28	-12	-13	-13	-13
유형자산	-2	-5	-1	-2	-3
기타	1	-27	-27	-27	-27
재무활동 현금흐름	-3	165	-7	-7	-7
단기차입금	0	170	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-3	-7	-7	-7	-7
현금의 증감	16	59	43	36	60
기초 현금	49	65	124	166	203
기말 현금	65	124	166	203	263
NOPLAT	39	56	73	92	105
FCF	-19	-75	-39	31	82

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	233	400	487	563	649
현금및현금성자산	65	124	166	203	263
매출채권 및 기타채권	124	142	186	225	251
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	135	135	135	135
비유동자산	652	691	677	694	713
유형자산	8	11	10	10	12
관계기업투자금	0	13	25	38	51
기타금융자산	241	137	137	137	137
기타비유동자산	403	529	504	508	512
자산총계	884	1,091	1,164	1,256	1,362
유동부채	184	416	421	425	428
매입채무 및 기타채무	78	87	92	97	100
차입금	0	170	170	170	170
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	106	159	159	158	158
비유동부채	17	14	14	14	14
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	14	14	14	14
부채총계	200	430	434	439	441
자본총계	684	661	729	818	921
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	281	370	472
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	729	818	921
총차입금	7	179	179	179	179

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,301	1,684	2,273	2,956	3,413
PER	69.9	51.1	31.1	23.9	20.7
BPS	22,785	21,982	24,255	27,211	30,624
PBR	4.0	3.9	2.9	2.6	2.3
EBITDAPS	5,054	7,279	9,357	11,789	13,286
EV/EBITDA	17.6	12.1	7.6	5.9	5.1
SPS	16,233	23,250	30,408	36,879	41,197
PSR	5.6	3.7	2.3	1.9	1.7
CFPS	-624	-2,483	-1,299	1,019	2,732
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-7.3	43.3	31.0	21.3	11.7
영업이익 증가율	7.0	24.0	49.5	25.9	13.5
순이익 증가율	31.8	29.5	35.1	30.0	15.4
수익성					
ROIC	15.1	15.9	17.4	20.9	22.2
ROA	4.8	5.1	6.1	7.3	7.8
ROE	6.0	7.5	9.8	11.5	11.8
안정성					
부채비율	29.3	65.1	59.6	53.6	47.9
순차입금비용	0.8	16.4	15.4	14.3	13.2
이자보상배율	67.6	13.2	4.9	7.8	11.0