2023. 4. 18

# 스튜디오드래곤 253450

## 드러난 숫자보다 좋은 제작 환경

▲ 통신/미디어/엔터
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

**Buy**

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12 개월)** | **100,000 원** |
| **현재주가 (4.17)** | **70,200 원** |
| **상승여력** | **42.5%** |
| KOSDAQ | 909.50pt |
| 시가총액 | 21,101억원 |
| 발행주식수 | 3,006만주 |
| 유동주식비율 | 45.21% |
| 외국인비중 | 9.09% |
| 52주 최고/최저가 | 93,800원/59,100원 |
| 평균거래대금 | 142.3억원 |
| **주요주주(%)** | |
| CJ ENM 외 3 인 | 54.79 |
| 네이버 | 6.25 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -2.0 | 8.8 | -25.2 |
| 상대주가 | -14.0 | -18.4 | -23.9 |

**주가그래프**

- ✓ 1Q23 연결 영업이익 207억원(+14.2% YoY)으로 시장 컨센서스(205억원) 부합 전망
- ✓ 오리지널 작품 증가로 외형 성장. 다만, 구작 판매 부진으로 수익률은 다소 저하
- ✓ 2023년 연결 매출액 7,563억원(+8.4% YoY), 영업이익 917억원(+40.7% YoY) 전망
- ✓ 〈스위트홈2〉, 〈경이로운 소문2〉 등 시즌제 라인업 확대에 따른 수익성 개선 기대
- ✓ 2023년에는 국내보다 해외 제작 협업을 통해 추가적인 외형 및 이익 성장 도모

### 1Q23 Preview: 무난한 1분기 실적

1Q23 연결 매출액은 1,845억원(+52.4% YoY), 영업이익 207억원(+14.2% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 205억원)에 부합할 전망이다. 1Q23 라인업은 총 109회차로 전년 대비 오리지널 콘텐츠 회차가 크게 증가(1Q22 23회 → 1Q23 36회)하며 외형 성장을 견인할 전망이다. 〈일타스캔들〉부터 넷플릭스와의 재계약 단가가 적용됨에 따라 작품별 마진 개선이 기대된다. 다만, 지난 1Q22에는 비용 인식이 완료된 〈유미의 세포들〉, 〈여신강림〉 등 구작 판매가 활발했던 반면, 상대적으로 저조한 구작 판매로 인해 1Q23 영업이익률은 다소 하락할 전망이다.

### 2023년 연결 영업이익 917억원(+40.7% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,563억원(+8.4% YoY), 917억원(+40.7% YoY)을 전망한다. 2023년 주요 콘텐츠 라인업으로는 〈방과후 전쟁활동〉, 〈경성크리처〉, 〈도적〉 등과 〈스위트홈2〉, 〈소년심판2〉, 〈경이로운 소문2〉 등 시즌제 드라마 라인업도 대기 중이다. 2023년 국내 콘텐츠 제작 편수는 35편으로 전년과 유사하나, 주요 국가에서 현지 제작을 통해 추가적인 외형 및 이익 성장을 도모할 전략이다.

### 글로벌 진출의 발판을 마련할 2023년

넷플릭스와의 재계약에 이어 글로벌 OTT와의 추가적인 장기 공급 계약을 통해 안정적인 실적 기반을 마련할 전망이다. 2022년 〈The Big Door Prize〉를 시작으로 2023년에는 해외 제작이 본격화됨에 따라 북미와 아시아 지역에서 협업이 활발하게 진행될 계획이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치를 변경해 기존 105,000원에서 100,000원으로 -4.8% 하향한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 487.1 | 52.6 | 39.1 | 1,301 | 24.6 | 22,785 | 69.9 | 4.0 | 17.6 | 6.0 | 29.3 |
| 2022 | 698.0 | 65.2 | 50.6 | 1,684 | 29.4 | 21,982 | 51.1 | 3.9 | 12.1 | 7.5 | 65.1 |
| 2023E | 756.3 | 91.8 | 69.0 | 2,294 | 36.2 | 24,276 | 30.6 | 2.9 | 9.9 | 9.9 | 59.2 |
| 2024E | 826.4 | 117.6 | 88.2 | 2,934 | 27.9 | 27,210 | 23.9 | 2.6 | 8.2 | 11.4 | 55.7 |
| 2025E | 870.7 | 125.6 | 94.8 | 3,154 | 7.5 | 30,364 | 22.3 | 2.3 | 7.3 | 11.0 | 51.5 |

표1 스튜디오드래곤 1Q23 Preview

| (십억원) | 1Q23E | 1Q22 | (% YoY) | 4Q22 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **184.5** | **121.1** | **52.4** | **190.5** | **-3.1** | **165.6** | **11.4** |
| 편성 | 48.9 | 35.4 | 38.1 | 54.0 | -9.4 | | |
| 판매 | 125.6 | 77.7 | 61.6 | 132.8 | -5.5 | | |
| 기타 | 10.0 | 8.0 | 25.6 | 3.7 | 173.1 | | |
| **영업이익** | **20.7** | **18.1** | **14.2** | **1.2** | **1,651.6** | **20.5** | **0.8** |
| **세전이익** | **18.0** | **20.1** | **-10.4** | **-17.0** | **흑전** | **22.3** | **-19.2** |
| **당기순이익** | **14.0** | **15.6** | **-9.9** | **-8.5** | **흑전** | **16.8** | **-16.4** |

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 수정전 | | 수정후 | | 변화율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액 | 794.6 | 935.5 | 756.3 | 826.4 | -4.8% | -11.7% |
| 영업이익 | 91.4 | 120.7 | 91.7 | 117.6 | 0.3% | -2.6% |
| 세전이익 | 93.0 | 121.0 | 88.4 | 113.1 | -4.9% | -6.6% |
| 당기순이익 | 72.5 | 94.4 | 69.0 | 88.2 | -4.9% | -6.6% |

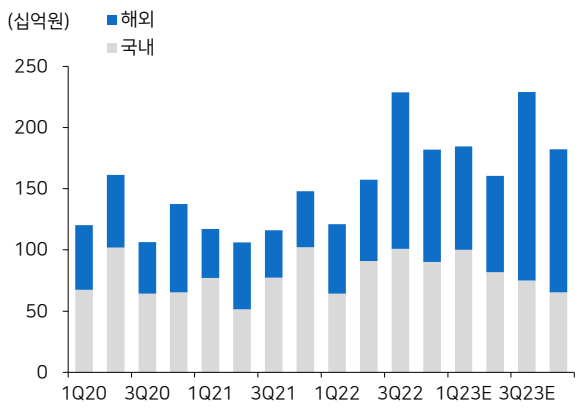
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 Valuation

| (십억원) | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| EBITDA | 214.0 | 12M Forward |
| Target EV/EBITDA(배) | 14.2 | 과거 3년 평균 |
| 영업가치 | 3,044.7 | |
| 순차입금 | 54.1 | 2022년 기준 |
| 적정기업가치 | 2,990.6 | |
| 발행주식수(천주) | 30,014 | |
| **적정주가(원)** | **100,000** | |

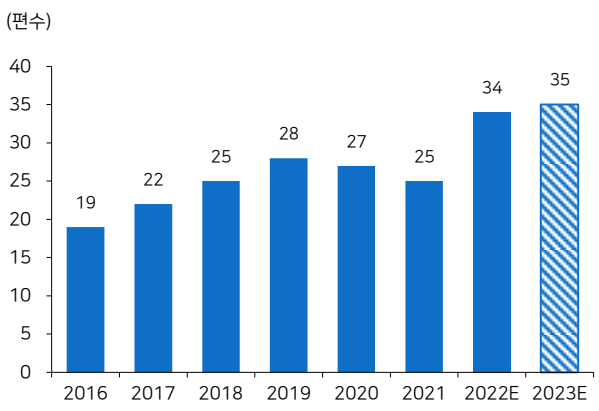
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



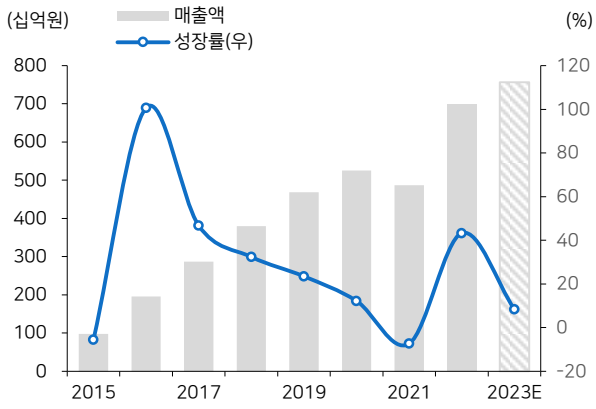

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 연간 방영편수 추이 및 전망



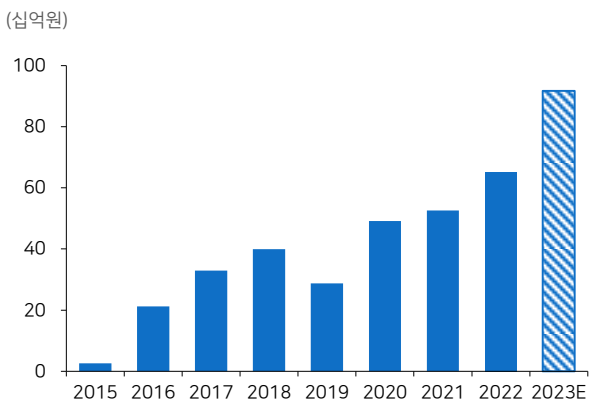

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망




자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망




자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표4 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022 | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **121.1** | **157.5** | **228.9** | **190.5** | **184.5** | **160.5** | **229.1** | **182.1** | **487.1** | **698.0** | **756.3** |
| % YoY | 3.4% | 48.6% | 97.2% | 28.8% | 52.4% | 1.9% | 0.1% | -4.4% | -7.3% | 43.3% | 8.4% |
| 편성 | 35.4 | 43.8 | 59.4 | 54.0 | 48.9 | 41.5 | 46.6 | 39.5 | 161.3 | 192.5 | 176.5 |
| 판매 | 77.7 | 103.9 | 165.8 | 132.8 | 125.6 | 110.0 | 172.8 | 133.9 | 275.5 | 480.2 | 542.3 |
| 기타 | 8.0 | 9.8 | 3.8 | 3.7 | 10.0 | 9.0 | 9.7 | 8.7 | 50.3 | 25.2 | 37.5 |
| **매출원가** | **95.6** | **122.1** | **201.5** | **178.8** | **155.7** | **129.3** | **190.1** | **151.7** | **407.3** | **598.0** | **626.8** |
| % YoY | 2.4% | 42.5% | 111.9% | 34.3% | 62.9% | 5.9% | -5.7% | -15.1% | -9.7% | 46.8% | 4.8% |
| 제작원가 | 45.0 | 72.2 | 140.5 | 103.9 | 103.9 | 89.3 | 124.5 | 88.5 | 226.7 | 361.6 | 406.2 |
| 무형자산상각비 | 25.1 | 29.8 | 43.5 | 51.5 | 28.3 | 24.5 | 33.3 | 34.4 | 95.2 | 149.9 | 120.5 |
| 기타 | 25.5 | 20.1 | 17.5 | 23.4 | 23.5 | 15.5 | 32.3 | 28.8 | 84.9 | 86.5 | 100.1 |
| **매출총이익** | **25.5** | **35.4** | **27.4** | **11.7** | **28.8** | **31.2** | **39.0** | **30.4** | **79.8** | **100.0** | **129.5** |
| % YoY | 7.6% | 74.0% | 30.5% | -20.7% | 12.9% | -11.8% | 42.6% | 159.6% | 6.6% | 25.3% | 29.5% |
| GPM(%) | 21.1% | 22.5% | 12.0% | 6.1% | 15.6% | 19.5% | 17.0% | 16.7% | 16.4% | 14.3% | 17.1% |
| **판관비** | **7.4** | **8.4** | **8.4** | **10.5** | **8.1** | **9.1** | **9.1** | **11.4** | **27.2** | **34.8** | **37.7** |
| % YoY | 27.6% | 28.3% | 31.7% | 25.1% | 9.9% | 7.9% | 8.3% | 8.1% | 6.0% | 27.9% | 8.5% |
| 인건비 | 4.3 | 4.3 | 5.1 | 6.5 | 4.8 | 4.8 | 5.6 | 7.2 | 14.6 | 20.2 | 22.4 |
| 유무형자산상각비 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 2.3 | 2.2 | 1.8 |
| 지급수수료 | 1.4 | 2.0 | 1.8 | 2.1 | 1.5 | 2.1 | 2.0 | 2.2 | 6.0 | 7.3 | 7.8 |
| 광고선전비 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 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** | **1.2** | **20.7** | **22.2** | **29.9** | **19.0** | **52.6** | **65.2** | **91.8** |
| % YoY | 1.1% | 95.7% | 29.9% | -81.4% | 14.2% | -17.9% | 57.9% | 1512.1% | 7.0% | 24.0% | 40.7% |
| 영업이익률(%) | 14.9% | 17.1% | 8.3% | 0.6% | 11.2% | 13.8% | 13.1% | 10.4% | 10.8% | 9.3% | 12.1% |
| 법인세차감전순이익 | 20.1 | 30.0 | 25.5 | -17.0 | 18.0 | 23.6 | 32.2 | 14.5 | 52.0 | 58.6 | 88.4 |
| 법인세비용 | 4.5 | 4.5 | 7.6 | -8.5 | 4.0 | 5.2 | 7.1 | 3.2 | 13.0 | 8.1 | 19.4 |
| **당기순이익** | **15.6** | **25.6** | **17.8** | **-8.5** | **14.0** | **18.4** | **25.1** | **11.3** | **39.0** | **50.6** | **69.0** |
| 당기순이익률(%) | 12.9% | 16.3% | 7.8% | -4.4% | 7.6% | 11.5% | 11.0% | 6.2% | 8.0% | 7.2% | 9.1% |

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 (253450)

## Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **487.1** | **698.0** | **756.3** | **826.4** | **870.7** |
| 매출액증가율 (%) | -7.3 | 43.3 | 8.4 | 9.3 | 5.4 |
| 매출원가 | 407.4 | 597.9 | 626.8 | 668.5 | 702.5 |
| 매출총이익 | 79.8 | 100.0 | 129.5 | 157.9 | 168.2 |
| 판매관리비 | 27.2 | 34.8 | 37.7 | 40.3 | 42.6 |
| **영업이익** | **52.6** | **65.2** | **91.8** | **117.6** | **125.6** |
| 영업이익률 | 10.8 | 9.3 | 12.1 | 14.2 | 14.4 |
| 금융손익 | 4.3 | 2.2 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -4.8 | -8.9 | -6.7 | -7.8 | -7.3 |
| 세전계속사업이익 | 52.0 | 58.6 | 88.4 | 113.1 | 121.5 |
| 법인세비용 | 13.0 | 8.1 | 19.5 | 24.9 | 26.7 |
| **당기순이익** | **39.1** | **50.6** | **69.0** | **88.2** | **94.8** |
| 지배주주지분 순이익 | 39.1 | 50.6 | 69.0 | 88.2 | 94.8 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **-8.4** | **-62.9** | **175.3** | **219.0** | **235.2** |
| 당기순이익(손실) | 39.1 | 50.6 | 69.0 | 88.2 | 94.8 |
| 유형자산상각비 | 3.8 | 3.3 | 1.8 | 1.3 | 1.0 |
| 무형자산상각비 | 95.3 | 150.0 | 120.5 | 130.1 | 140.5 |
| 운전자본의 증감 | -155.0 | -279.6 | -21.0 | -4.2 | -2.7 |
| **투자활동 현금흐름** | **26.5** | **-43.4** | **-121.8** | **-125.5** | **-132.9** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -2.3 | -4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -60.7 | 90.8 | -1.1 | -1.3 | -0.8 |
| **재무활동 현금흐름** | **-3.0** | **165.3** | **-9.0** | **-9.0** | **-9.1** |
| 차입금의 증감 | 0.5 | 171.6 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 자본의 증가 | 0.4 | 3.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 15.5 | 59.1 | 44.5 | 84.5 | 93.1 |
| 기초현금 | 49.1 | 64.6 | 123.7 | 168.2 | 252.7 |
| 기말현금 | 64.6 | 123.7 | 168.2 | 252.7 | 345.8 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 232.5 | 400.1 | 467.3 | 579.1 | 689.5 |
| 현금및현금성자산 | 64.6 | 123.7 | 168.2 | 252.7 | 345.8 |
| 매출채권 | 123.6 | 141.7 | 153.6 | 167.8 | 176.8 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 651.5 | 690.5 | 694.3 | 694.2 | 693.4 |
| 유형자산 | 7.7 | 10.9 | 9.2 | 7.9 | 6.9 |
| 무형자산 | 298.0 | 377.8 | 382.4 | 382.2 | 381.7 |
| 투자자산 | 240.8 | 150.1 | 151.2 | 152.4 | 153.2 |
| **자산총계** | **884.0** | **1,090.7** | **1,161.6** | **1,273.3** | **1,382.9** |
| 유동부채 | 183.6 | 416.3 | 417.9 | 440.9 | 455.4 |
| 매입채무 | 17.0 | 16.2 | 17.5 | 19.2 | 20.2 |
| 단기차입금 | 0.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 | 170.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 16.5 | 13.7 | 14.0 | 14.5 | 14.8 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **200.2** | **429.9** | **431.9** | **455.4** | **470.2** |
| 자본금 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 자본잉여금 | 470.4 | 473.4 | 473.4 | 473.4 | 473.4 |
| 기타포괄이익누계액 | 37.2 | -39.8 | -39.8 | -39.8 | -39.8 |
| 이익잉여금 | 161.7 | 212.6 | 281.5 | 369.7 | 464.5 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **683.9** | **660.7** | **729.7** | **817.9** | **912.7** |

## Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 16,233 | 23,250 | 25,159 | 27,494 | 28,967 |
| EPS(지배주주) | 1,301 | 1,684 | 2,294 | 2,934 | 3,154 |
| CFPS | 5,254 | 7,544 | 7,176 | 8,253 | 8,801 |
| EBITDAPS | 5,054 | 7,279 | 7,120 | 8,284 | 8,888 |
| BPS | 22,785 | 21,982 | 24,276 | 27,210 | 30,364 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 69.9 | 51.1 | 30.6 | 23.9 | 22.3 |
| PCR | 17.3 | 11.4 | 9.8 | 8.5 | 8.0 |
| PSR | 5.6 | 3.7 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| PBR | 4.0 | 3.9 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| EBITDA | 151.7 | 218.5 | 214.0 | 249.0 | 267.1 |
| EV/EBITDA | 17.6 | 12.1 | 9.9 | 8.2 | 7.3 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.0 | 7.5 | 9.9 | 11.4 | 11.0 |
| EBITDA 이익률 | 31.1 | 31.3 | 28.3 | 30.1 | 30.7 |
| 부채비율 | 29.3 | 65.1 | 59.2 | 55.7 | 51.5 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.7 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| 이자보상배율(x) | 67.6 | 13.2 | 9.9 | 12.6 | 13.5 |
| 매출채권회전율(x) | 4.2 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 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<br>직전 1개월간<br>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<br>시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

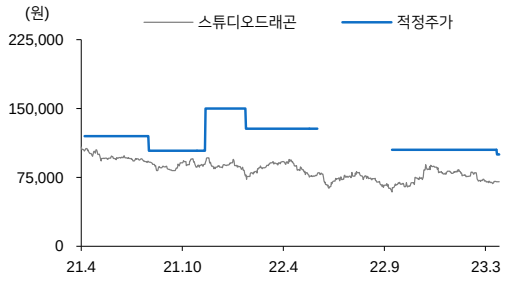
### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 85.3% |
| 중립 | 14.7% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 3월 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 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021.04.14 | 산업브리프 | Hold | 120,000 | 이효진 | -19.3 | -11.3 |
| 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 | -41.2 | -30.5 |
| 2022.10.13 | 산업분석 | Buy | 105,000 | 정지수 | -28.3 | -15.3 |
| 2023.04.18 | 기업브리프 | Buy | 100,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이