

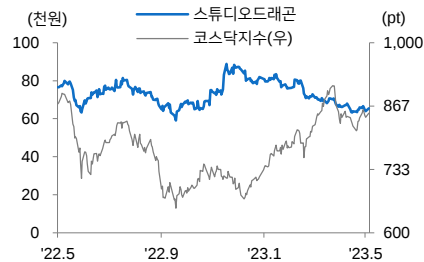
스튜디오드래곤 (253450) 느리지만 변하고 있다

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	100,000원
현재주가 (5.30)	65,400원
상승여력	52.9%
KOSDAQ	851.50pt
시가총액	19,658억원
발행주식수	3,006만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	8.25%
52주 최고/최저가	88,900원/59,100원
평균거래대금	126.1억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.79
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	-9.8	-15.6
상대주가	-2.1	-22.7	-12.2
주가그래프			



1Q23 Review: 기대감을 심어주기 충분한 1분기 실적

- 1Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,111억원(+74.4% YoY), 216억원(+19.4% YoY)으로 컨센서스 소폭 상회
- <일타스캔들>, <미끼> 등 방영회차는 112회로 전년 동기 대비 38회 증가하며 큰 폭의 외형 성장 기록
- 지난 1Q22 <유미의 세포들>, <여신강림> 구작 판매로 인한 기여 감소 시 프로젝트 마진은 전반적으로 개선

2023년 연결 영업이익 201억원(-25.5% YoY) 전망

- 2Q23 매출액과 영업이익은 각각 1,549억원(-1.7% YoY), 201억원(-25.5% YoY) 전망
- 2023년 주요 라인업은 <셀러브리티>, <별들에게 물어봐> 등으로 연간 방영편수는 35편으로 작년과 동일한 수준
- 편당 제작비가 약 30% 증가함에 따라 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 +17.0%, +36.8% 증가할 전망

넷플릭스, 디즈니플러스 외 글로벌 OTT와 협상 중

- 올해 방영되는 넷플릭스 오리지널 콘텐츠는 이전 계약 기준으로 사전 제작된 만큼 이익 기여가 즉각적으로 나타나진 않으나, 2H23 혹은 1H24부터 작품별 마진이 개선될 전망
- 글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠에 대한 관심이 여전한 만큼 추가적인 공급 계약에 대한 논의는 긍정적

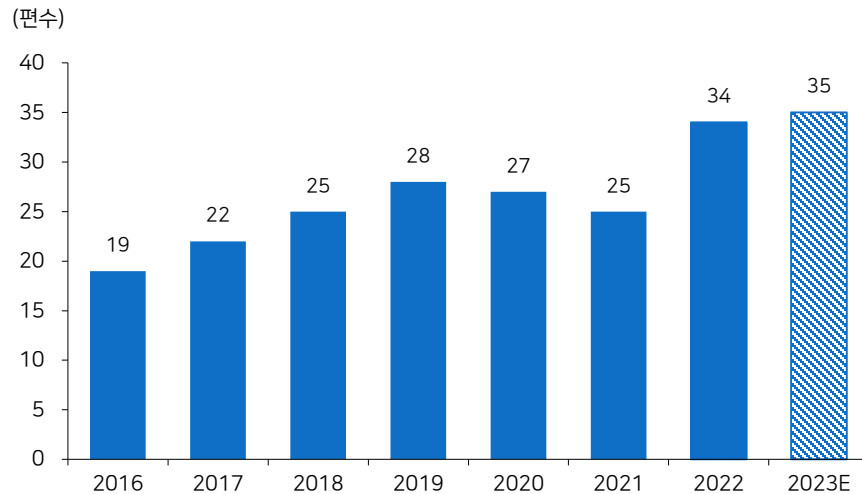
	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023E	816.7	89.2	70.6	2,348	39.4	24,329	27.9	2.7	8.7	10.1	54.7
2024E	858.7	110.5	85.3	2,839	20.9	27,168	23.0	2.4	7.2	11.0	47.3
2025E	903.8	118.6	91.8	3,053	7.5	30,221	21.4	2.2	6.3	10.6	41.6

스튜디오드래곤 – 느리지만 변하고 있다

편당 제작비 증가에 따른 실적 성장 전망

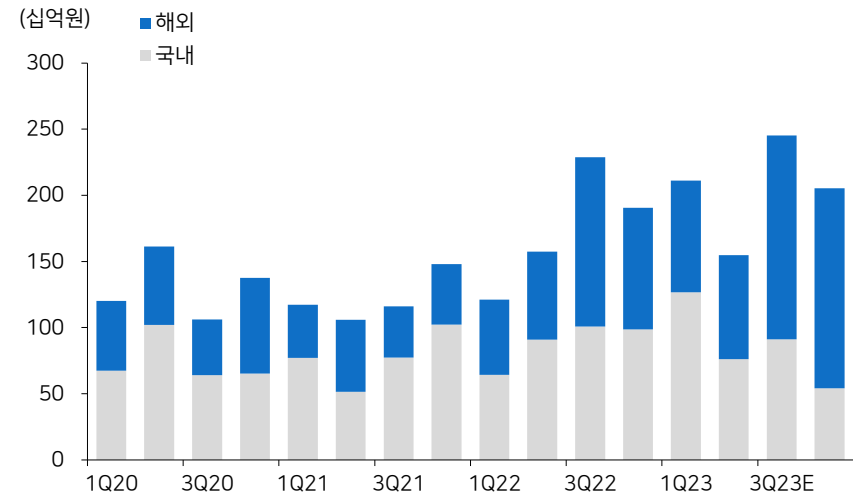
- 1Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,111억원(+74.4% YoY), 216억원(+19.4% YoY) 기록
- 2023년 주요 라인업은 <셀러브리티>, <경성크리처>, <별들에게 물어봐> 등으로 연간 방영편수는 35편으로 작년과 동일한 수준으로 예상
- 편당 제작비가 약 30% 증가함에 따라 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 +17.0%, +36.8% 증가할 전망

연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

국내/해외 매출액 추이 및 전망



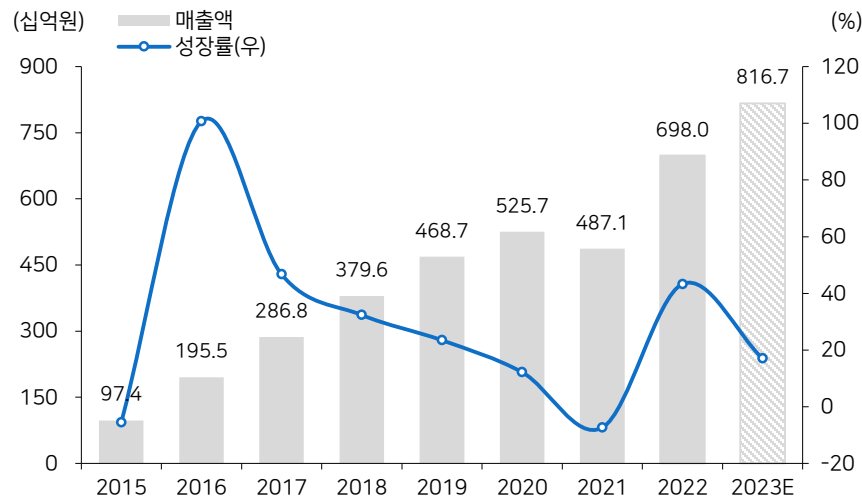
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 – 느리지만 변하고 있다

하반기부터 개선된 계약
기준으로 작품별 마진 개선

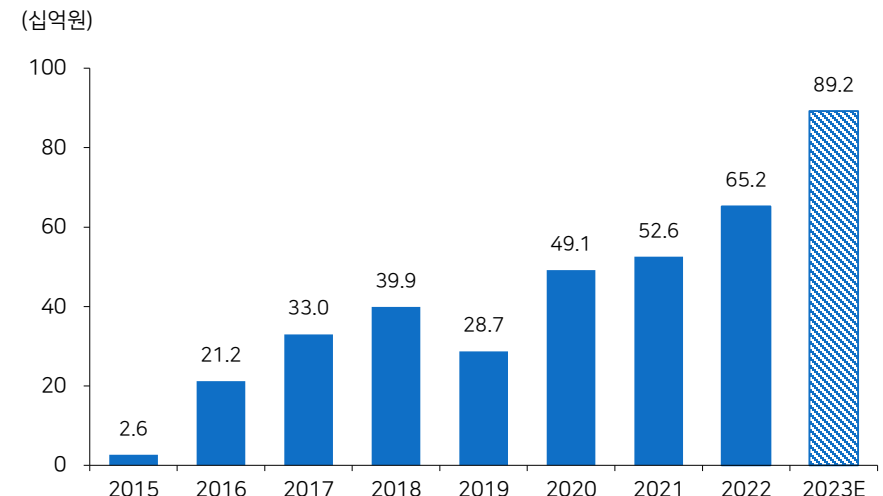
- 2Q23 매출액과 영업이익은 각각 1,549억원(-1.7% YoY), 201억원(-25.5% YoY)을 전망
- 2Q23에는 <구미호던 1938> 외에는 눈에 띄는 기대작이 없어 외형 성장 기대감은 낮으나, OTT 오리지널이 부재한 만큼 수익 개선 가능성은 높음
- 올해 방영되는 넷플릭스 오리지널 콘텐츠는 이전 계약 기준으로 사전 제작된 만큼 이익 기여가 즉각적으로 나타나진 않으나, 2H23 혹은 1H24부터 작품별 마진이 개선될 전망

스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	154.9	245.3	205.3	487.1	698.0	816.7
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	28.8%	74.4%	-1.7%	7.2%	7.8%	-7.3%	43.3%	17.0%
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	38.0	58.7	30.8	161.3	192.5	170.7
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	108.3	175.2	167.0	275.5	480.2	616.2
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	8.5	11.4	7.5	50.3	25.2	29.8
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	125.7	204.2	178.4	407.3	598.0	688.6
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	34.3%	88.6%	2.9%	1.3%	-0.2%	-9.7%	46.8%	15.1%
제작원가	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	85.9	138.3	111.7	226.7	361.6	444.0
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	24.5	33.3	32.9	95.2	149.9	137.2
기타	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	15.3	32.6	33.8	84.9	86.5	107.4
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	29.2	41.1	26.9	79.8	100.0	128.1
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	-20.7%	20.9%	-17.4%	50.1%	130.0%	6.6%	25.3%	28.1%
GPM(%)	21.1%	22.5%	12.0%	6.1%	14.6%	18.9%	16.8%	13.1%	16.4%	14.3%	15.7%
판관비	7.4	8.4	8.4	10.5	9.2	9.1	9.2	11.4	27.2	34.8	38.9
% YoY	27.6%	28.3%	31.7%	25.1%	24.7%	8.3%	8.6%	8.3%	6.0%	27.9%	11.9%
인건비	4.3	4.3	5.1	6.5	5.1	4.8	5.6	7.2	14.6	20.2	22.7
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	2.3	2.2	1.9
지급수수료	1.4	2.0	1.8	2.1	2.3	2.1	2.0	2.2	6.0	7.3	8.6
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	5.4
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	20.1	31.9	15.5	52.6	65.2	89.2
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	-81.4%	19.4%	-25.5%	68.7%	1215.7%	7.0%	24.0%	36.8%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	0.6%	10.2%	13.0%	13.0%	7.6%	10.8%	9.3%	10.9%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	-17.0	22.1	21.6	34.3	11.0	52.0	58.6	89.0
법인세비용	4.5	4.5	7.6	-8.5	3.7	4.7	7.5	2.4	13.0	8.1	18.4
당기순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	16.8	26.7	8.6	39.0	50.6	70.6
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	-4.4%	8.7%	10.9%	10.9%	4.2%	8.0%	7.2%	8.6%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	487.1	698.0	816.7	858.7	903.8
매출액증가율 (%)	-7.3	43.3	17.0	5.2	5.3
매출원가	407.4	597.9	688.6	706.6	741.1
매출총이익	79.8	100.0	128.1	152.2	162.7
판매관리비	27.2	34.8	38.9	41.7	44.2
영업이익	52.6	65.2	89.2	110.5	118.6
영업이익률	10.8	9.3	10.9	12.9	13.1
금융손익	4.3	2.2	7.3	7.1	7.0
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.8	-8.9	-7.5	-8.2	-7.9
세전계속사업이익	52.0	58.6	89.0	109.4	117.7
법인세비용	13.0	8.1	18.4	24.1	25.9
당기순이익	39.1	50.6	70.6	85.3	91.8
지배주주지분 순이익	39.1	50.6	70.6	85.3	91.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	232.5	400.1	451.4	540.5	644.1
현금및현금성자산	64.6	123.7	128.8	201.5	287.6
매출채권	123.6	141.7	165.9	174.4	183.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	679.9	662.0	642.5
유형자산	7.7	10.9	10.3	9.8	9.5
무형자산	298.0	377.8	365.7	347.6	327.6
투자자산	240.8	150.1	152.2	153.0	153.8
자산총계	884.0	1,090.7	1,131.3	1,202.6	1,286.7
유동부채	183.6	416.3	385.6	371.3	363.3
매입채무	17.0	16.2	18.9	19.9	21.0
단기차입금	0.0	170.0	136.0	108.8	87.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.5	13.7	14.4	14.7	15.0
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	400.0	385.9	378.3
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	283.1	368.5	460.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	731.3	816.6	908.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.4	-62.9	171.8	234.2	249.0
당기순이익(손실)	39.1	50.6	70.6	85.3	91.8
유형자산상각비	3.8	3.3	2.1	2.0	1.9
무형자산상각비	95.3	150.0	137.2	148.1	160.0
운전자본의 증감	-155.0	-279.6	-42.7	-3.5	-3.7
투자활동 현금흐름	26.5	-43.4	-124.8	-127.5	-135.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.3	-4.5	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의 감소(증가)	-60.7	90.8	-2.2	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	-3.0	165.3	-41.9	-33.9	-27.2
차입금의 증감	0.5	171.6	-33.4	-27.0	-21.5
자본의 증가	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.5	59.1	5.1	72.7	86.1
기초현금	49.1	64.6	123.7	128.8	201.5
기말현금	64.6	123.7	128.8	201.5	287.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,233	23,250	27,169	28,569	30,070
EPS(지배주주)	1,301	1,684	2,348	2,839	3,053
CFPS	5,254	7,544	7,749	8,706	9,268
EBITDAPS	5,054	7,279	7,602	8,669	9,329
BPS	22,785	21,982	24,329	27,168	30,221
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.9	51.1	27.9	23.0	21.4
PCR	17.3	11.4	8.4	7.5	7.1
PSR	5.6	3.7	2.4	2.3	2.2
PBR	4.0	3.9	2.7	2.4	2.2
EBITDA	151.7	218.5	228.5	260.6	280.4
EV/EBITDA	17.6	12.1	8.7	7.2	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.5	10.1	11.0	10.6
EBITDA 이익률	31.1	31.3	28.0	30.3	31.0
부채비율	29.3	65.1	54.7	47.3	41.6
금융비용부담률	0.2	0.7	1.0	0.8	0.6
이자보상배율(x)	67.6	13.2	10.6	16.0	20.9
매출채권회전율(x)	4.2	5.3	5.3	5.0	5.1
재고자산회전율(x)					