

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

# 스튜디오드래곤

**BUY**(유지)

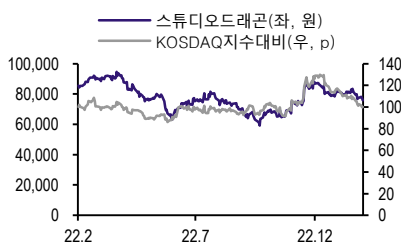
외형과 수익성 동반성장 기대

| 목표주가           | 100,000원(유지)        |
|----------------|---------------------|
| 현재주가(02/22)    | 75,800원             |
| 상승여력           | 31.9%               |
| 시가총액           | 22,784억원            |
| 발행주식수          | 30,058천주            |
| 52주 최고가 / 최저가  | 94,600 / 59,100원    |
| 3개월 일평균거래대금    | 165억원               |
| 외국인 지분율        | 10.9%               |
| 주요주주           |                     |
| CJENM (외 4인)   | 54.8%               |
| 네이버 (외 1인)     | 6.3%                |
| 김영규 (외 1인)     | 0.0%                |
| 주가수익률(%)       | 1개월 3개월 6개월 12개월    |
| 절대수익률          | -7.4 13.0 0.1 -12.2 |
| 상대수익률 (KOSDAQ) | -15.9 3.7 2.3 -1.8  |

(단위: 억원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 5,257 | 4,871 | 6,979 | 8,433 |
| 영업이익      | 491   | 526   | 652   | 886   |
| EBITDA    | 1,653 | 1,516 | 1,998 | 2,145 |
| 지배주주순이익   | 296   | 390   | 505   | 600   |
| EPS       | 987   | 1,301 | 1,684 | 1,998 |
| 순차입금      | -385  | -535  | 0     | -462  |
| PER       | 93.8  | 69.9  | 45.0  | 37.9  |
| PBR       | 4.6   | 4.0   | 3.1   | 2.9   |
| EV/EBITDA | 16.6  | 17.7  | 11.4  | 10.4  |
| 배당수익률     | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   |
| ROE       | 5.7   | 6.0   | 7.1   | 7.8   |
| 컨센서스 영업이익 | 491   | 526   | 698   | 930   |
| 컨센서스 EPS  | 987   | 1,301 | 2,134 | 2,495 |

**주가추이**



**공급조건 개선으로 외형과 수익성 동반성장 기대**

부진했던 지난 4분기 실적(매출 1,905억원 +28.8% YoY, 영업이익 12억원 -81.4% YoY)은 방영 종료 작품들에 대한 상각비 인식 이슈와 지난 3분기 인수한 길픽처스 PPA 상각비 부담 및 일부 인센티브 지급 등이 원인이었음. 올해부터는 구조적 경영 환경 변화에 따른 강력한 외형 성장과 그에 수반되는 이익 기반의 확대 기조가 더욱 강화되는 한 해가 될 것. 1) 그동안 입증되었던 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 3년 계약이 만료된 넷플릭스와의 재계약이 완료. 공급 조건과 기간 역시 이전 계약보다 훨씬 유리한 조건으로 체결, 2) 다른 글로벌 OTT들과도 유사한 형태의 공급 계약을 추진중인 상황으로 플랫폼 다변화를 통한 수익성 확대 기조 나타날 것

**23년 작품 35편, 동시방영 10편, 편당 제작규모 30%증가**

특히 23년에는 Premium IP를 활용한 작품의 대형화 기조에 주목. 1) 기존 텐트폴 수준을 넘어서는 초대형 IP를 활용한 <경성크리처>, <도적> 등의 대작 라인업이 규모의 경제를 통한 성장을 견인할 것. 2) 또한 일정 수준 이상의 흥행성이 검증된 작품들 - <스위트홈2>, <구미호던 1938>, <경이로운 소문2>, <아스달 연대기2> 등 - 의 시즌제 방영을 통해 안정적인 수익 창출에 기여할 것으로 전망. 3) 이미 납품 완료된 <Big Door Prize>의 공개는 1분기 말 이루어질 계획인데, 현지화를 통한 추가적인 작품 제공은 Fifth Season, 스카이댄스, UCP 등과의 협업을 통해 이루어질 예정. 4) 구작판매 위주로 진행되고 있으나 중국 OTT 진입 관련 이슈 또한 향후 상황변화를 예의 주시해야 할 것

이러한 전략적 방향성을 통해 23년에는 방영편수 35편 (Captive 편성 19편, OTT 오리지널 16편), 동시방영 10편 수준의 공급이 진행될 예정이며, 편당 제작비 역시 30% 가량 증가하여 작품의 대형화와 이에 따른 이익규모의 확대가 시현될 전망

**여전히 K-콘텐츠에 대한 수요는 뚜렷하다**

OTT간 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수요 증가, Mega IP를 활용한 작품의 대형화, 공급 플랫폼의 다변화와 리튬을 상승 기조 등을 통한 성과 기대. 투자 의견 BUY와 목표주가 100,000원 유지

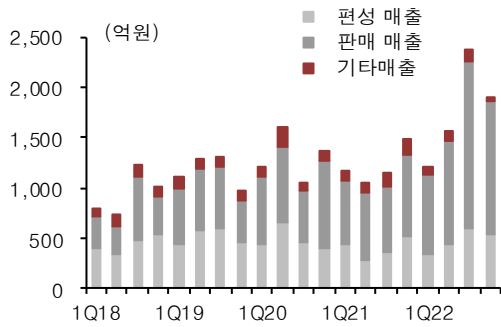
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

|       | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021  | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 1,211 | 1,575 | 2,289 | 1,905 | 1,363 | 1,932 | 2,601 | 2,536 | 4,871 | 6,979 | 8,433 |
| - 편성  | 354   | 438   | 594   | 540   | 367   | 541   | 729   | 664   | 1,613 | 1,925 | 2,301 |
| - 판매  | 777   | 1,039 | 1,658 | 1,328 | 913   | 1,308 | 1,792 | 1,801 | 2,755 | 4,802 | 5,813 |
| - 기타  | 80    | 98    | 119   | 37    | 83    | 84    | 81    | 71    | 503   | 333   | 319   |
| 영업이익  | 181   | 270   | 189   | 12    | 189   | 211   | 258   | 227   | 526   | 652   | 886   |
| 영업이익률 | 15.0% | 17.1% | 8.3%  | 0.6%  | 13.9% | 10.9% | 9.9%  | 9.0%  | 10.8% | 9.3%  | 10.5% |
| 세전이익  | 201   | 300   | 255   | -170  | 213   | 246   | 249   | 125   | 520   | 586   | 833   |
| 세전이익률 | 16.6% | 19.1% | 11.1% | -8.9% | 15.6% | 12.7% | 9.6%  | 4.9%  | 10.7% | 8.4%  | 9.9%  |
| 순이익   | 156   | 256   | 178   | -85   | 154   | 177   | 179   | 90    | 390   | 505   | 600   |
| 순이익률  | 12.9% | 16.2% | 7.8%  | -4.5% | 11.3% | 9.2%  | 6.9%  | 3.5%  | 8.0%  | 7.2%  | 7.1%  |

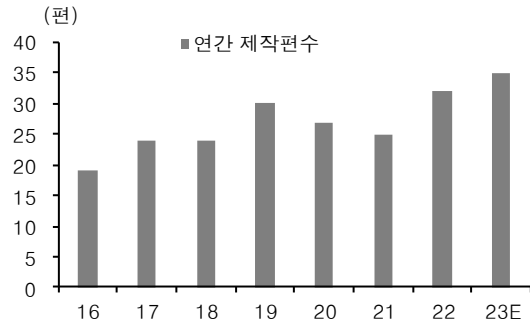
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



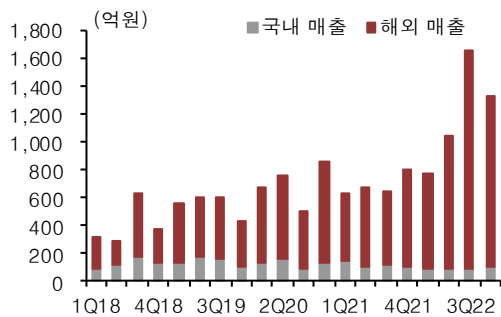
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 23년 제작편수 목표는 35편



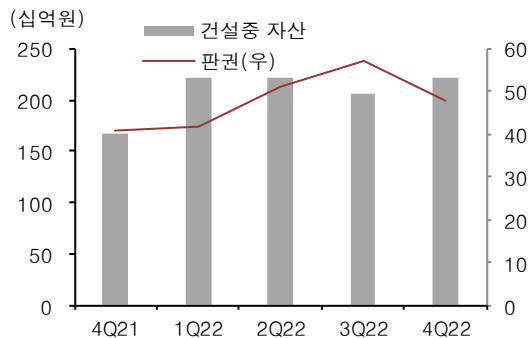
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 판매매출 : 구작판매, 플랫폼 다변화, 판매조건 개선



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 무형자산 : Mega IP 활용한 대작 중심 제작 CAPA 유지



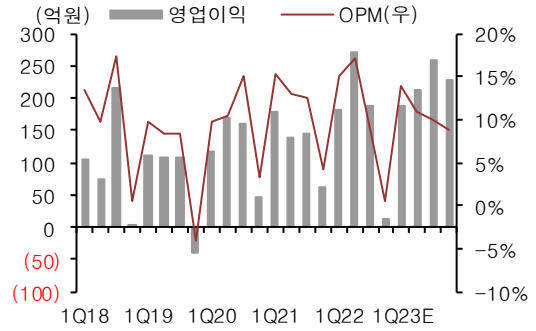
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 5 22년 인수한 길픽쳐스 작품들



자료: 길픽쳐스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 23년 수익성 개선 기대



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             | 김홍신      | 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                            | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>5,257</b> | <b>4,871</b> | <b>6,979</b> | <b>8,433</b> | <b>9,629</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 12.2         | (7.3)        | 43.3         | 20.8         | 14.2         |
| <b>영업이익</b>                    | <b>491</b>   | <b>526</b>   | <b>652</b>   | <b>886</b>   | <b>963</b>   |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 71.1         | 7.0          | 24.0         | 35.8         | 8.7          |
| EBITDA                         | 1,653        | 1,516        | 1,998        | 2,145        | 2,292        |
| 영업외손익                          | (76)         | (6)          | (66)         | (53)         | (52)         |
| 순이자수익                          | 16           | 8            | 5            | 22           | 23           |
| 외화관련손익                         | (54)         | 63           | (1)          | (4)          | (4)          |
| 지분법손익                          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 세전계속사업손익                       | 415          | 520          | 586          | 833          | 910          |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>296</b>   | <b>390</b>   | <b>505</b>   | <b>600</b>   | <b>656</b>   |
| 지배기업당기순이익                      | <b>296</b>   | <b>390</b>   | <b>505</b>   | <b>600</b>   | <b>656</b>   |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 12.1         | 31.8         | 29.4         | 18.7         | 9.3          |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |              |              |              |              |              |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 22.4         | 8.7          | 14.2         | 17.1         | 25.5         |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | 14.2         | 9.6          | 31.5         | 21.7         | 22.3         |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 30.6         | 9.6          | 11.1         | 9.1          | 14.8         |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 7.5          | 2.9          | 24.1         | 26.5         | 18.8         |
| 영업이익률(%)                       | 9.3          | 10.8         | 9.3          | 10.5         | 10.0         |
| EBITDA마진(%)                    | 31.4         | 31.1         | 28.6         | 25.4         | 23.8         |
| 순이익률 (%)                       | 5.6          | 8.0          | 7.2          | 7.1          | 6.8          |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>350</b>   | <b>395</b>   | <b>563</b>   | <b>638</b>   | <b>693</b>   |
| (+) Dep                        | 1,162        | 991          | 1,345        | 1,260        | 1,329        |
| (-) 운전자본투자                     | 491          | (613)        | 542          | 229          | 199          |
| (-) Capex                      | 72           | 23           | 46           | 40           | 46           |
| OpFCF                          | 950          | 1,975        | 1,320        | 1,628        | 1,777        |

**재무상태표**

(단위:억원)

| 결산기         | 2020         | 2021         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|-------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산        | 2,283        | 2,325        | 4,756         | 5,439         | 5,878         |
| 현금성자산       | 491          | 646          | 1,889         | 2,068         | 2,032         |
| 매출채권        | 1,067        | 1,236        | 1,330         | 1,770         | 2,180         |
| 재고자산        | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 비유동자산       | 5,290        | 6,515        | 6,969         | 6,879         | 7,330         |
| 투자자산        | 2,909        | 3,458        | 3,180         | 3,309         | 3,444         |
| 유형자산        | 76           | 77           | 100           | 89            | 87            |
| 무형자산        | 2,304        | 2,980        | 3,689         | 3,480         | 3,799         |
| <b>자산총계</b> | <b>7,573</b> | <b>8,840</b> | <b>11,725</b> | <b>12,318</b> | <b>13,208</b> |
| 유동부채        | 1,321        | 1,836        | 4,259         | 4,280         | 4,543         |
| 매입채무        | 568          | 777          | 721           | 960           | 1,182         |
| 유동성이자부채     | 24           | 40           | 1,816         | 1,563         | 1,550         |
| 비유동부채       | 158          | 165          | 121           | 93            | 65            |
| 비유동이자부채     | 82           | 71           | 73            | 43            | 13            |
| <b>부채총계</b> | <b>1,480</b> | <b>2,002</b> | <b>4,381</b>  | <b>4,373</b>  | <b>4,608</b>  |
| 자본금         | 150          | 150          | 150           | 150           | 150           |
| 자본잉여금       | 4,700        | 4,704        | 4,704         | 4,704         | 4,704         |
| 이익잉여금       | 1,229        | 1,617        | 2,123         | 2,723         | 3,378         |
| 자본조정        | 14           | 367          | 368           | 368           | 368           |
| 자기주식        | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>자본총계</b> | <b>6,093</b> | <b>6,839</b> | <b>7,345</b>  | <b>7,944</b>  | <b>8,600</b>  |
| 투하자본        | 3,908        | 3,895        | 5,693         | 5,763         | 6,341         |
| 순차입금        | (385)        | (535)        | 0             | (462)         | (469)         |
| ROA(%)      | 4.4          | 4.8          | 4.9           | 5.0           | 5.1           |
| ROE(%)      | 5.7          | 6.0          | 7.1           | 7.8           | 7.9           |
| ROIC(%)     | 9.8          | 10.1         | 11.7          | 11.1          | 11.5          |

**주요투자지표**

(단위:억원, 원)

| 결산기                       | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data (원)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS                       | 987    | 1,301  | 1,684  | 1,998  | 2,184  |
| BPS                       | 20,309 | 22,785 | 24,470 | 26,469 | 28,653 |
| DPS                       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Multiples (배)</b>      |        |        |        |        |        |
| PER                       | 93.8   | 69.9   | 45.0   | 37.9   | 34.7   |
| PBR                       | 4.6    | 4.0    | 3.1    | 2.9    | 2.6    |
| EV/ EBITDA                | 16.6   | 17.7   | 11.4   | 10.4   | 9.7    |
| 배당수익율(%)                  | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| PCR                       | 16.9   | 17.3   | 8.7    | 12.2   | 11.5   |
| PSR                       | 5.3    | 5.6    | 3.3    | 2.7    | 2.4    |
| <b>재무건전성 (%)</b>          |        |        |        |        |        |
| 부채비율                      | 24.3   | 29.3   | 59.6   | 55.0   | 53.6   |
| Net debt/Equity           | n/a    | n/a    | 0.0    | n/a    | n/a    |
| Net debt/EBITDA           | n/a    | n/a    | 0.0    | n/a    | n/a    |
| 유동비율                      | 172.8  | 126.6  | 111.7  | 127.1  | 129.4  |
| 이자보상배율                    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 이자비용/매출액                  | 0.1    | 0.2    | n/a    | n/a    | n/a    |
| <b>자산구조 (%)</b>           |        |        |        |        |        |
| 투하자본                      | 53.5   | 48.7   | 52.9   | 51.7   | 53.7   |
| 현금+투자자산                   | 46.5   | 51.3   | 47.1   | 48.3   | 46.3   |
| <b>자본구조 (%)</b>           |        |        |        |        |        |
| 차입금                       | 1.7    | 1.6    | 20.5   | 16.8   | 15.4   |
| 자기자본                      | 98.3   | 98.4   | 79.5   | 83.2   | 84.6   |

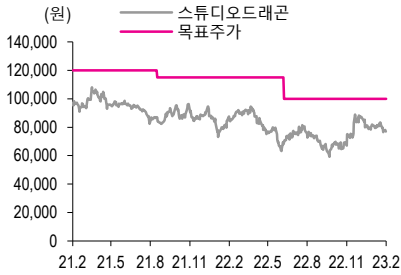
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:억원)

| 결산기                    | 52           | (84)         | 236          | 1,632          | 1,787          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>영업현금</b>            | 296          | 390          | 505          | 600            | 656            |
| 당기순이익                  | 1,162        | 991          | 1,345        | 1,260          | 1,329          |
| 자산상각비                  | (1,441)      | (1,549)      | (2,283)      | (229)          | (199)          |
| 운전자본증감                 | (314)        | 22           | (26)         | (441)          | (410)          |
| 매출채권감소(증가)             | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| 재고자산감소(증가)             | (115)        | 187          | (32)         | 239            | 222            |
| 매입채무증가(감소)             | <b>(163)</b> | <b>265</b>   | <b>(704)</b> | <b>(1,169)</b> | <b>(1,780)</b> |
| <b>투자현금</b>            | (487)        | 280          | (14)         | 0              | 0              |
| 단기투자자산감소               | 1,357        | 0            | (143)        | (67)           | (70)           |
| 장기투자증권감소               | (72)         | (23)         | (46)         | (40)           | (46)           |
| 설비투자                   | (12)         | (3)          | (219)        | (1,000)        | (1,600)        |
| 유무형자산감소                | <b>0</b>     | <b>(30)</b>  | <b>1,647</b> | <b>(283)</b>   | <b>(43)</b>    |
| <b>재무현금</b>            | (14)         | (19)         | 1,672        | (283)          | (43)           |
| 차입금증가                  | 8            | 3            | 0            | 0              | 0              |
| 자본증가                   | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| 배당금                    | (107)        | 155          | 1,243        | 180            | (36)           |
| 현금 증감                  | <b>1,646</b> | <b>1,576</b> | <b>2,611</b> | <b>1,862</b>   | <b>1,987</b>   |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | 491          | (613)        | 542          | 229            | 199            |
| (-) 운전자본증가(감소)         | 72           | 23           | 46           | 40             | 46             |
| (-) 설비투자               | (12)         | (3)          | (219)        | (1,000)        | (1,600)        |
| (+) 자산매각               | 1,072        | 2,163        | 1,804        | 592            | 141            |
| Free Cash Flow         | (1,357)      | 0            | 143          | 67             | 70             |
| (-) 기타투자               | 2,429        | 2,163        | 1,661        | 525            | 72             |
| 잉여현금                   | <b>52</b>    | <b>(84)</b>  | <b>236</b>   | <b>1,632</b>   | <b>1,787</b>   |

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

| 날짜         | 투자이건  | 적정가격(₩) | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|------------|-------|---------|-------------|-----------------|
| 2021-02-22 | Buy   | 120,000 | (20.3)      | (10.0)          |
| 2021-09-07 | 담당자변경 |         |             |                 |
| 2021-09-07 | Buy   | 115,000 | (25.8)      | (16.2)          |
| 2022-06-29 | Buy   | 100,000 | (25.2)      | (11.1)          |
| 2023-02-23 | Buy   | 100,000 |             |                 |

투자이건(향후 12개월 기준)

| 기업 | Buy(매수): 15% 이상<br>Hold(중립): -15% ~15%<br>Sell(매도): -15% 이하 | 산업 | OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상<br>NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상<br>UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |
|----|---|----|---|
|    |   | 산업 |   |

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 12월 31일 기준)

|             |             |             |
|-------------|-------------|-------------|
| Buy (96.2%) | Hold (3.8%) | 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, 대여, 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