

스튜디오드래곤(253450)

매수(유지)

목표주가: 80,000원(하향)

2Q23 Preview: 어려운 업황, 분기 실적 바닥

2분기 실적 컨센서스 하회 전망

2분기 매출액은 1,412억원(-10.3% YoY, -33.1% QoQ), 영업이익은 135억원(-50.0% YoY, -37.6% QoQ)로 컨센서스 영업이익 176억원을 하회할 전망이다. 실적 반영 회차가 77회로 최근 4개 분기 모두 100회 이상 반영된 것을 감안하면 매우 적다. TvN 수목드라마 슬랏 공백이 생기면서 TV 방영작이 적었고, OTT 오리지널 역시 총 13회로 기존에 비해 매우 적었다. 전년 동기에 구작 판매가 일시 인식돼 기저가 매우 높은 상황에서 OTT 업황이 좋지 않아 구작 판매도 부진한 것으로 보인다.

희미하게 보이는 성장. 하반기 대작 다수

글로벌 OTT항 리쿱율이 개선되고 판매처가 다각화되면서 신작의 수익성이 좋아지고 있는 상황은 맞다. 다만 이익률 상승이 눈에 띄게 드러나지 않는 이유는 1) 채무 부담이 커진 OTT들이 소극적으로 구작을 구매하고 있고, 2) 작년 1, 2분기에 몰려 있던 구작 판매가 올해는 분기별로 나뉘지면서 분기별 비교가 어려워졌으며, 3) 동시방영이 아닌 OTT 오리지널은 개선된 리쿱율이 내년 실적에 반영되기 때문이다. 2분기를 저점으로 하반기부터는 실적이 개선되는 모습을 보일 것이다. 다수의 시즌제, 대작들이 방영 예정이며, 특히 4분기에는 미국 드라마인 빅도어프라이즈2 납품이 예상된다.

목표주가는 하향하지만 2분기 실적 이후 반등 타이밍을 노려야

목표주가를 80,000원으로 24% 하향 조정한다. 어려운 TV 광고 및 OTT 시장 환경을 고려해 적용 멀티플을 12MF EV/EBITDA 12.4배에서 9.4배로 낮췄고, 올해 영업이익 추정치를 13% 내렸다. 하지만 관련된 우려가 상반기 내내 주가에 반영된 상황이다. 멀티플은 역사적 저점까지 하락했고, 2분기 실적 이후 반등 타이밍을 노려볼 만하다. 하반기 작품 규모 확대에 따른 실적 개선과 내년 개선된 OTT 오리지널 리쿱을 반영으로 인한 이익률 상승, 미국/일본 드라마 제작 본격화라는 포인트가 주가에 반영될 차례다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	487	53	39	1,301	24.6	152	69.9	17.6	4.0	6.0	0.0
2022A	698	65	51	1,684	29.4	219	51.1	12.1	3.9	7.5	0.0
2023F	752	76	62	2,063	22.5	245	23.8	6.2	2.3	9.5	0.0
2024F	893	91	72	2,403	16.5	269	20.4	5.5	2.3	11.2	0.0
2025F	1,087	124	99	3,279	36.4	314	14.9	4.6	2.2	15.1	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

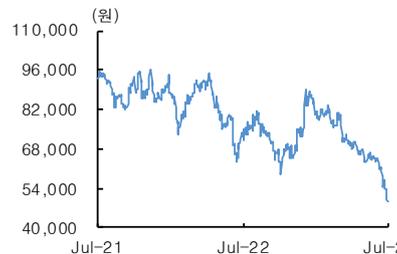
Stock Data

KOSPI(7/10)	2,521
주가(7/10)	49,000
시가총액(십억원)	1,473
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	88,900/49,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,522
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/8.3
주요주주(%)	CJ ENM 외 3 인 54.8
	네이버 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(23.2)	(38.6)	(33.4)
KOSDAQ 대비(%p)	(20.6)	(62.2)	(45.7)

주가추이



자료: FnGuide

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

<표 1> 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	141.2	164.2	235.7	487.1	697.9	752.3	892.8
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	35.7	30.6	37.0	161.3	192.5	146.5	154.8
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	102.5	130.8	195.7	275.5	480.2	594.7	725.6
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	3.0	2.8	3.0	50.3	25.2	11.1	12.4
영업비용	103.0	130.5	209.9	189.3	189.5	127.7	147.9	211.5	434.5	632.7	676.6	801.8
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	118.7	138.0	197.8	407.3	597.9	634.7	756.1
판매관리비	7.4	8.4	8.4	10.5	9.2	9.1	9.9	13.7	27.2	34.8	41.9	45.7
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	13.5	16.4	24.2	52.6	65.2	75.7	90.9
영업이익률	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.6	10.0	10.3	10.8	9.3	10.1	10.2
세전이익	20.1	30.0	25.5	(17.0)	22.1	14.0	16.9	24.8	52.0	58.6	77.8	92.4
법인세비용	4.5	4.5	7.6	(8.5)	3.7	3.2	3.8	5.6	13.0	8.1	16.2	20.8
당기순이익	15.6	25.6	17.8	(8.5)	18.4	10.9	13.1	19.3	39.0	50.6	61.6	71.6
당기순이익률	12.9	16.2	7.8	(4.4)	8.7	7.7	8.0	8.2	8.0	7.2	8.2	8.0
YoY growth rate												
매출액	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	(10.3)	(28.2)	23.7	(7.3)	43.3	7.8	18.7
편성	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(18.5)	(48.4)	(31.5)	(18.1)	19.4	(23.9)	5.7
판매	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	(1.3)	(21.1)	47.3	(1.5)	74.3	23.8	22.0
기타	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(69.4)	(26.4)	(17.4)	2.6	(49.9)	(55.9)	12.0
영업이익	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(50.0)	(13.4)	1,951.3	7.0	24.0	16.1	20.1
세전이익	(4.6)	113.7	37.9	적지	10.0	(53.2)	(33.7)	흑전	25.2	12.7	32.8	18.7
당기순이익	0.4	170.2	20.5	적지	17.8	(57.4)	(26.7)	흑전	31.8	29.5	21.8	16.2

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 2> 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	2,410.7	
2023F EBITDA	255.5	
목표 EV/EBITDA	9.4	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 20% 할인 적용
순차입금	20.3	
적정 시가총액	2,390.4	
총 주식수(천주)	30,014.2	
적정 주가	79,643	
목표주가	80,000	

자료: 한국투자증권

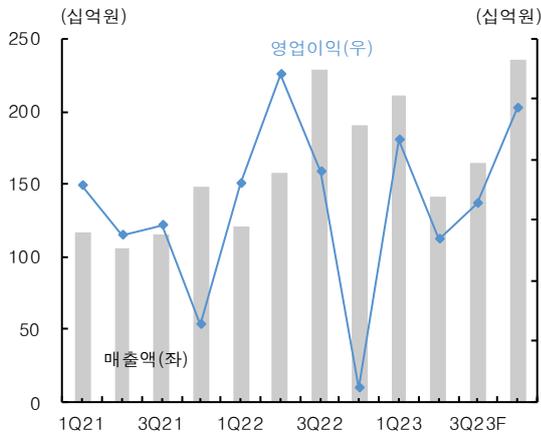
<표 3> 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	2Q23F	2023F	2024F	2Q23F	2023F	2024F	2Q23F	2023F	2024F
매출액	155.8	794.5	928.1	141.2	752.3	892.8	(9.4)	(5.3)	(3.8)
영업이익	21.8	87.0	119.5	13.5	75.7	90.9	(38.1)	(12.9)	(23.9)
세전이익	22.4	89.2	125.6	14.0	78.2	93.1	(37.3)	(12.3)	(25.9)
순이익	17.4	70.4	97.3	10.9	61.9	72.1	(37.3)	(12.1)	(25.9)

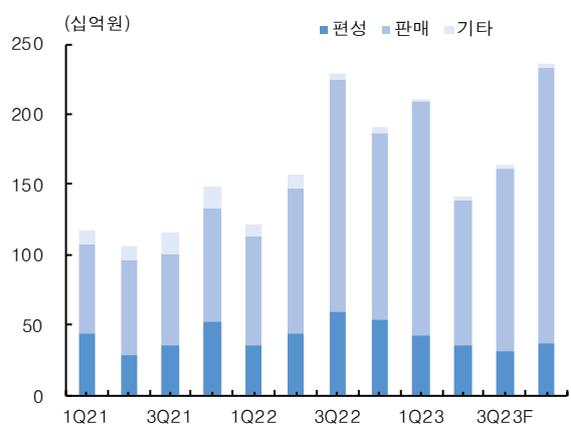
자료: 한국투자증권

[그림 1] 2분기 실적을 저점으로 하반기 개선 전망



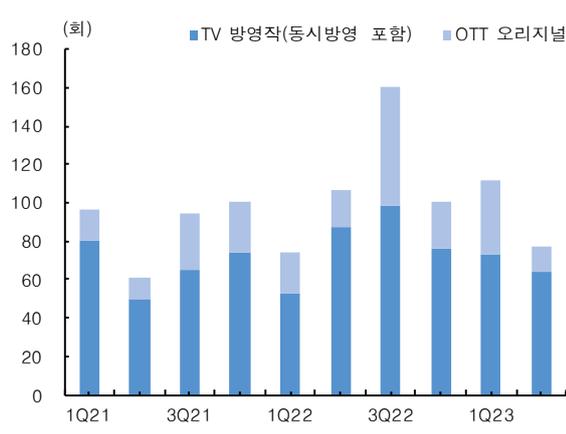
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 분기별 부문별 매출액 추이 및 전망



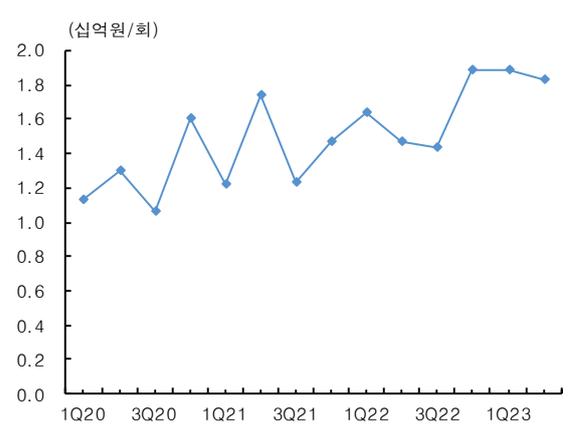
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 실적 반영 회차수 추이



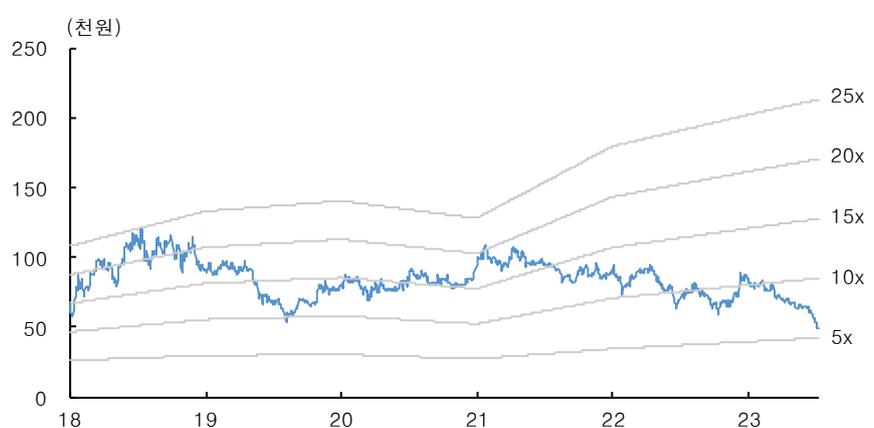
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 분기별 회차당 매출액 추이



주: 분기 매출액을 반영 회차수로 나눈 수치
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12MF EV/EBITDA band



자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 4〉 2023년 이후 라인업 - 하반기 대작 다수 방영 예정

편성	타이틀	방송 시작일	방송 종료일	회차	주연	동시방영
tvN(토일)	환혼: 빛과 그림자	22/12/10	1/8	10	이재욱, 고윤정	Netflix
tvN(월화)	미생: 그들이 있었다 2	22/12/19	1/31	14	고수, 허준호	
Tving, Amazon	아일랜드 파트 1	22/12/30	1/13	6	김남길, 이다희, 차은우	
tvN(수목)	조선정신과의사 유세풍 2	1/11	2/9	10	김민재, 김향기	
tvN(토일)	일타스캔들	1/14	3/5	16	전도연, 정경호	Netflix
Coupang	미끼	1/27	2/10	12	장근석, 허성태	
tvN(월화)	청춘월담	2/6	4/11	20	박형식, 전소니	
tvN(수목)	성스러운 아이들	2/15	3/23	12	김민규, 고보결	
Tving, Amazon	아일랜드 파트 2	2/24		6	김남길, 이다희, 차은우	
Netflix	더글로리 파트 2	3/10		8	송혜교, 이도현	
tvN(토일)	판도라: 조작된 낙원	3/11	4/30	16	이지아, 이상윤	Disney+
Tving	방과후전쟁활동 파트 1	3/31		6	신현수, 이순원	
AppleTV	The Big Door Prize1	3/31	5/17	10	Chris O'Dowd	
Disney+	형사록 2	7/5		8	이성민, 경수진	
tvN(수목)	스틸러: 일곱 개의 조선통보	4/12	5/18	12	주원, 이주우	
tvN(월화)	패밀리	4/17	5/23	12	장혁, 장나라	Disney+
Tving	방과후전쟁활동 파트 2	4/21		4	신현수, 이순원	
tvN(토일)	구미호던 1938	5/6	6/11	12	이동욱, 김소현	Amazon
tvN(월화)	이로운 사기	5/29	7/18	16	천우희, 김동욱	
tvN(토일)	이번 생도 잘 부탁해	6/17	7/23	12	신혜선, 안보현	Netflix
ENA	마당이 있는 집	6/19	7/11	8	김태희, 임지연	
Netflix	셀러브리티	6/30		12	이청아, 박규영	
tvN(월화)	소용없어 거짓말	7/31	9/19	16	김소현, 황민현	
tvN(토일)	경이로운 소문 2: 카운터 펀치	7/29	9/3	12	진선규, 강기영, 김희여라	Netflix
tvN(토일)	아라문의 검: 아스달 연대기	9/9	10/15	12	이준기, 장동건, 신세경	Disney+
tvN(월화)	반짝이는 워터멜론	9/25	11/14	16	려운, 설민아	
tvN(토일)	무인도의 디바	10/21	11/26	12	박은빈, 채종협	
tvN(월화)	웨딩 임파서블	11 월		12	전종서, 문상민	
Netflix	도적: 칼의 소리	3 분기			김남길, 서현	
Netflix	경성크리처 1	4 분기		10	박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈 2	4 분기			송강, 이진욱	
Netflix	이두나!	4 분기		9	수지, 양세종	
tvN(토일)	눈물의 여왕	12 월		16	김수현, 김지원	Netflix
AppleTV	The Big Door Prize2	1H24				
tvN	마에스트라	2024			이영애, 이무생	
tvN	별들에게 물어봐	TBD			공효진, 이민호	
Tving	스터디그룹	2024				
Netflix	경성크리처 2	2024			박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈 3	2024			송강, 이진욱	
Netflix	하이라키	2024			노정의, 이채민	
Netflix	돌풍	2024			설경구, 김희애	
TBD	Mastermind	TBD				
TBD	설계자들	TBD				

주: 편성이 tvN이 아닌 경우 오리지널. 추후 변동될 수 있음
 자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	752	893	1,087
매출원가	407	598	635	756	910
매출총이익	80	100	118	137	178
판매관리비	27	35	42	46	53
영업이익	53	65	76	91	124
영업이익률(%)	10.8	9.3	10.1	10.2	11.4
EBITDA	152	219	245	269	314
EBITDA Margin(%)	31.1	31.3	32.5	30.1	28.9
영업외수익	(1)	(6)	2	2	3
금융수익	14	21	23	22	22
금융비용	10	19	18	18	16
기타영업외손익	(5)	(9)	(2)	(2)	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	52	59	78	93	127
법인세비용	13	8	16	21	29
연결당기순이익	39	51	62	72	99
지배주주지분순이익	39	51	62	72	99
지배주주순이익률(%)	8.0	7.2	8.2	8.1	9.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(7.3)	43.3	7.8	18.7	21.8
영업이익 증가율	7.0	24.0	16.1	20.1	36.8
지배주주순이익 증가율	31.8	29.5	22.6	16.5	36.4
EPS 증가율	24.6	29.4	22.5	16.5	36.4
EBITDA 증가율	(8.3)	44.1	12.0	9.8	16.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(8)	(63)	269	379	383
당기순이익	39	51	62	72	99
유형자산감가상각비	4	3	4	4	5
무형자산상각비	95	150	165	174	185
자산부채변동	(155)	(280)	38	128	94
기타	9	13	0	1	0
투자활동현금흐름	27	(43)	(249)	(354)	(348)
유형자산투자	(2)	(5)	(5)	(6)	(6)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	28	(12)	(73)	(86)	(89)
무형자산순증	(1)	(3)	(164)	(244)	(228)
기타	2	(24)	(8)	(19)	(26)
재무활동현금흐름	(3)	165	(11)	(1)	(1)
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	(2)	168	(11)	(1)	(1)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	(6)	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	16	59	10	25	35
FCF	91	28	257	284	308

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

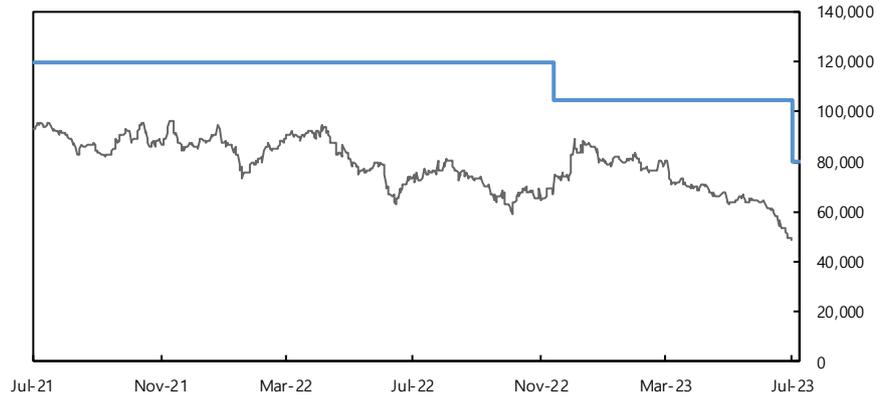
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	884	1,091	1,140	1,289	1,445
유동자산	233	400	442	480	537
현금성자산	65	124	133	158	193
매출채권및기타채권	124	142	153	181	185
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	652	691	698	809	908
투자자산	241	150	147	156	169
유형자산	8	11	12	12	13
무형자산	298	378	376	446	489
부채총계	200	430	494	647	782
유동부채	184	416	480	632	766
매입채무및기타채무	78	87	94	111	136
단기차입금및단기사채	0	170	160	160	160
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	17	14	14	15	16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	7	9	9	9	9
자본총계	684	661	646	641	663
지배주주지분	684	661	646	641	663
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	162	213	275	347	445
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(59)	54	34	7	(29)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	2,063	2,403	3,279
BPS	22,785	21,982	21,491	21,341	22,066
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	4.8	5.1	5.6	5.9	7.2
ROE	6.0	7.5	9.5	11.2	15.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	29.3	65.1	76.5	100.9	117.9
차입금/자본총계비율(%)	1.6	27.6	26.6	26.7	25.8
이자보상배율(x)	67.6	13.2	4.1	5.1	7.6
순차입금/EBITDA(x)	-0.4	0.2	0.1	0.0	-0.1
Valuation(x)					
PER	69.9	51.1	23.8	20.4	14.9
최고	86.9	56.7	43.1	37.0	27.1
최저	62.6	35.1	23.5	20.2	14.8
PBR	4.0	3.9	2.3	2.3	2.2
최고	5.0	4.3	4.1	4.2	4.0
최저	3.6	2.7	2.3	2.3	2.2
PSR	5.6	3.7	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.6	12.1	6.2	5.5	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2021.01.13	매수	120,000원	-21.8	-9.0
	2022.01.13	1년경과		-35.6	-21.2
	2022.11.23	매수	105,000원	-31.1	-15.3
	2023.07.10	매수	80,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 7월 11일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.