



스튜디오드래곤

| Bloomberg Code (253450 KS) | Reuters Code (253450.KQ)

2023년 7월 11일

[미디어/광고]

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

조영권 연구원
☎ 02-3772-1539
✉ yk.cho@shinhan.com

변함 없는 가장 큰 투자포인트



매수
(유지)



현재주가 (7월 10일)
49,000 원



목표주가
75,000 원 (하향)



상승여력
53.1%

- ◆ 해외에서 돈을 '더' 벌어도, 국내에서 '덜' 버는 것이 문제
- ◆ 가장 큰 투자포인트인 해외 성과는 여전히 견고
- ◆ 미디어 회복은 국내 광고 반등과 맞물릴 것



시가총액	1,472.9십억원
발행주식수	30.1백만주
유동주식수	13.5백만주(45.1%)
52주 최고가/최저가	88,900 원/49,000 원
일평균 거래량 (60 일)	174,970 주
일평균 거래액 (60 일)	10,817백만원
외국인 지분율	8.32%
주요주주	
CJENM 외 3인	54.79%
네이버	6.25%
절대수익률	
3개월	-28.2%
6개월	-38.6%
12개월	-33.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-25.9%
6개월	-50.3%
12개월	-40.7%

주가



담다운 관점, 국내 광고 부진이 문제

1등 드라마 제작사인 동사의 주가가 처참하다. 그룹사 유동성 리스크도 있었지만, 사실 근본적인 문제는 따로 있다. 작년 말 23F 연간전망에서 계속 다뤘던 담다운 문제다. 경기 둔화 ⇒ 광고 위축 ⇒ 방송사 수익 감소 ⇒ 콘텐츠 투자 재원 축소로 이어지는 밸류체인 때문이다.

하나의 드라마 IP를 개발하면, 제작비의 50% 내외를 국내 방송사로부터 편성수익으로 인식하고, 10~20%를 PPL/협찬으로 인식, 나머지 모든 레버리지 및 플러스 알파를 해외판권으로 인식한다. 즉, 제작비는 바로 줄이기가 쉽지 않은 가운데, 제작비의 절반이나 의존했던 국내 방송 편성 수익이 계속 줄어들고 있는 것이다.

지난 2월, 광고 부진으로 드라마 슬랏을 줄일 것이라 예상했던 캡티브 CJENM이 드라마 슬랏을 유지하며 콘텐츠의 '양'은 지켰지만, '질'적인 수익 측면에서는 예상보다 더 부진한 듯 보인다. 상기 요인이 더욱 심하게 반영되는 2Q23 실적은 매출액 1,420억, 영업이익 140억원이 예상된다. 제작편수는 총 77편(TV향 64편, OTT향 13편) 전년대비로 크게 감소하기도 했다. 각각 전년대비 10%, 48% 크게 역행하는 수치다. 가뜰이나 2Q22 디즈니+향 구축 판매가 많았던 역기저 부담도 크다.

해외 성과는 여전히 고무적

그럼에도 가장 큰 투자포인트는 더 강화됐다. 해외를 포함한 판권 매출액은 2Q23에도 약 천억원의 성과가 이어질 것이다. 넷플릭스뿐 아니라 디즈니+, 동남아 OTT, 아마존 등 플랫폼을 다각화하며 레퍼런스를 쌓아가고 있으며, IP 동시방영 및 오리지널 콘텐츠의 해외판권 리쿱비율은 기존 대비 상향 조정되고 있기 때문이다. 해외에서 '더' 버는 수익을 국내에서 '덜' 벌며 갠아먹고 있는 것인 안타까울 뿐이다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.5만원 이하 제시

즉, 처참한 미디어 업종의 분위기 반전은 국내 광고 회복과 맞물릴 것인데... 1Q23가 바닥일 것으로 추정될 뿐, 아주 뚜렷한 광고 반등의 시그널은 아직 포착되지 않았다. 이를 반영한 실적 부진 및 멀티플 하향을 반영해 동사의 목표주가를 75,000원으로 낮추나, 가장 큰 투자포인트인 해외성과는 여전히 견고하다는 점에서 매수 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	487.1	52.6	39.0	1,301	22,785	69.9	17.6	4.0	6.0	(8.6)
2022	697.9	65.2	50.6	1,684	21,982	51.1	12.1	3.9	7.5	8.2
2023F	790.1	74.9	63.9	2,125	24,107	23.1	6.3	2.0	9.2	(10.1)
2024F	846.9	88.6	75.3	2,508	26,614	19.5	6.0	1.8	9.9	(24.0)
2025F	946.4	108.6	91.5	3,044	29,658	16.1	5.3	1.7	10.8	(34.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 2Q23 Preview

(십억원, %, %p)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	157.5	228.9	190.5	211.1	142.0	(32.7)	(9.8)	162.5	(12.6)
영업이익	27.0	18.9	1.2	21.6	14.0	(35.3)	(48.2)	17.6	(20.6)
영업이익률	17.1	8.3	0.6	10.2	9.8			10.8	(1.0)

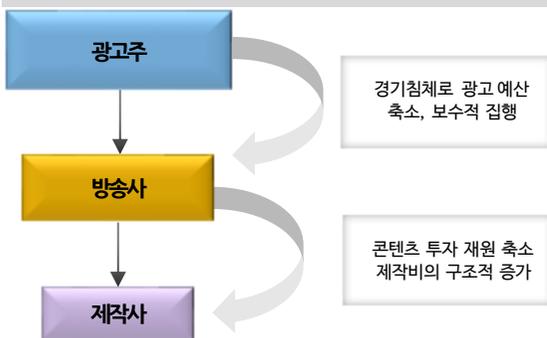
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	142.0
(%YoY)	(2.7)	(34.3)	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	(9.8)
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	38.2
(%YoY)	(3.2)	(56.9)	(20.8)	30.7	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(12.8)
(%sales)	37.4	26.6	31.2	36.0	29.2	27.8	25.9	28.3	20.4	26.9
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	100.9
(%YoY)	(5.5)	(10.8)	27.7	(7.5)	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	(2.9)
(%sales)	54.0	63.7	55.9	54.0	64.2	66.0	72.4	69.7	78.5	71.0
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	3.0
(%YoY)	24.0	(49.3)	54.0	39.3	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(69.5)
(%sales)	8.7	9.7	12.9	10.1	6.6	6.2	1.6	1.9	1.1	2.1
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	119.4
(%YoY)	(9.9)	(38.6)	11.9	8.5	2.3	42.5	111.9	34.3	88.7	(2.2)
(%sales)	79.8	80.8	81.9	90.0	78.9	77.5	88.0	93.9	85.4	84.0
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	22.7
(%YoY)	42.2	(6.7)	(1.3)	(1.3)	7.8	74.0	30.5	(20.7)	20.8	(35.9)
(%GPM)	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	16.0
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	14.0
(%YoY)	54.0	(18.4)	(8.7)	39.5	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(48.2)
(%OPM)	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.8

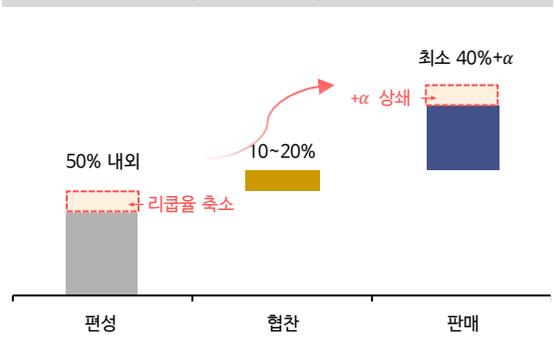
자료: 신한투자증권

콘텐츠 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠 수익구조(IP 동시방영)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	790.1
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	13.2
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	179.0
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	3.8
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	21.1
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	651.4
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	8.3
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	76.9
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	16.5
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	1.5
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.9
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	88.6
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	18.2
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	10.5
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	75.3
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	18.0
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	8.9

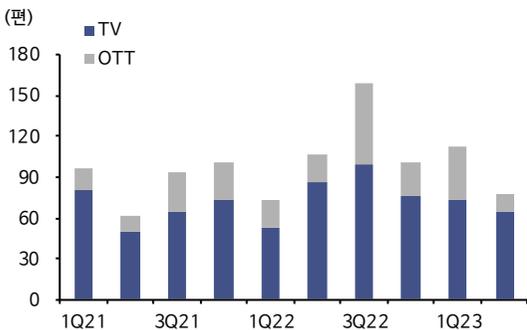
자료: 신한투자증권

스튜디오드래곤 목표주가 변경

(십억원, 배, 원)	2019	2020	2021	2022	2023
순이익	26.4	29.7	39.0	50.6	75.3
적용 PER	30	국내 광고 부진 및 캡티브 리스크로 적용 PER40배 → 30배 하향, 그러나 이를 제외 시 가장 큰 투자포인트인 해외향 성장은 여전히 견고하다는 점에서 1등 사업자에 PER30배 적용			
목표 시가총액	2,260.0				
최종 선정 목표주가	75,000				
현재주가	49,000				
상승여력(%)	53.1				

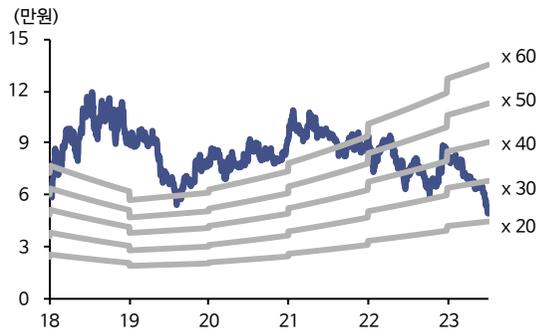
자료: 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작편수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 PER BAND CHART



자료: QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	884.0	1,090.7	1,158.1	1,232.9	1,331.3
유동자산	232.5	400.1	523.6	634.0	753.6
현금및현금성자산	64.6	123.7	221.6	310.6	392.8
매출채권	123.6	141.7	150.2	161.0	179.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	634.4	599.0	577.7
유형자산	7.7	10.9	12.0	12.5	12.7
무형자산	298.0	377.8	319.1	282.0	258.7
투자자산	240.8	150.1	151.8	152.8	154.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	200.2	429.9	433.5	432.9	439.8
유동부채	183.6	416.3	419.2	409.3	414.5
단기차입금	0.0	170.0	140.0	110.0	80.0
매입채무	17.0	16.2	18.8	20.1	22.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.5	13.7	14.3	23.7	25.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	724.6	800.0	891.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타자본	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액	37.2	(39.8)	(39.8)	(39.8)	(39.8)
이익잉여금	161.7	212.6	276.4	351.8	443.3
지배주주지분	683.9	660.7	724.6	800.0	891.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	11.1	182.7	153.1	123.4	93.9
*순차입금(순현금)	(58.9)	54.1	(73.3)	(192.1)	(303.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(8.4)	(62.9)	222.4	209.3	199.5
당기순이익	39.0	50.6	63.9	75.4	91.5
유형자산상각비	3.8	3.3	9.0	9.5	9.8
무형자산상각비	95.3	150.0	138.8	117.0	103.3
외환환산손실(이익)	(1.5)	4.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.7	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전자본변동	(154.9)	(279.6)	7.5	7.8	(1.1)
(법인세납부)	(11.1)	(9.8)	(18.0)	(21.3)	(25.8)
기타	20.3	18.8	21.4	21.1	22.0
투자활동으로인한현금흐름	26.5	(43.4)	(86.4)	(83.6)	(82.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.3)	(4.5)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
유형자산의감소	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.8)	(2.5)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
투자자산의감소(증가)	28.3	(11.9)	(1.6)	(1.0)	(1.7)
기타	0.8	(25.1)	5.2	7.4	9.3
FCF	150.9	159.2	203.1	184.0	185.0
재무활동으로인한현금흐름	(3.0)	165.3	(38.1)	(36.8)	(35.0)
차입금의증가(감소)	0.0	169.2	(29.6)	(29.7)	(29.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.0)	(3.9)	(8.5)	(7.1)	(5.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환원변동효과	0.3	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	15.5	59.1	97.9	89.0	82.1
기초현금	49.1	64.6	123.7	221.6	310.6
기말현금	64.6	123.7	221.6	310.6	392.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

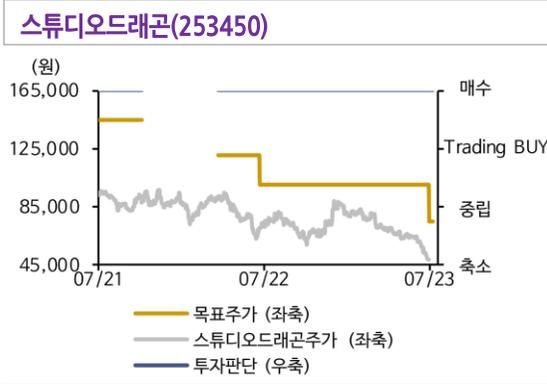
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	790.1	846.9	946.4
증감률 (%)	(7.3)	43.3	13.2	7.2	11.8
매출원가	407.3	597.9	675.8	715.9	792.0
매출총이익	79.8	100.0	114.2	131.0	154.4
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	14.5	15.5	16.3
판매관리비	27.2	34.8	39.3	42.4	45.8
영업이익	52.6	65.2	74.9	88.6	108.6
증감률 (%)	7.0	24.0	14.9	18.2	22.6
영업이익률 (%)	10.8	9.3	9.5	10.5	11.5
영업외손익	(0.6)	(6.6)	7.0	8.1	8.7
금융손익	4.3	2.2	6.9	7.5	8.2
기타영업외손익	(4.8)	(8.9)	0.0	0.5	0.5
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	52.0	58.6	81.9	96.6	117.3
법인세비용	13.0	8.1	18.0	21.3	25.8
계속사업이익	39.0	50.6	63.9	75.4	91.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	63.9	75.3	91.5
증감률 (%)	31.8	29.5	26.3	18.0	21.4
순이익률 (%)	8.0	7.2	8.1	8.9	9.7
(지배주주)당기순이익	39.0	50.6	63.9	75.3	91.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.2	(26.2)	63.9	75.3	91.5
(지배주주)총포괄이익	74.2	(26.2)	63.9	75.3	91.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	151.6	218.5	222.7	215.1	221.7
증감률 (%)	(8.3)	44.1	1.9	(3.4)	3.1
EBITDA 이익률 (%)	31.1	31.3	28.2	25.4	23.4

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,301	1,684	2,125	2,508	3,044
EPS (지배순이익, 원)	1,301	1,684	2,125	2,508	3,044
BPS (자본총계, 원)	22,785	21,982	24,107	26,614	29,658
BPS (지배지분, 원)	22,785	21,982	24,107	26,614	29,658
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	69.9	51.1	23.1	19.5	16.1
PER (지배순이익, 배)	69.9	51.1	23.1	19.5	16.1
PBR (자본총계, 배)	4.0	3.9	2.0	1.8	1.7
PBR (지배지분, 배)	4.0	3.9	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	17.6	12.1	6.3	6.0	5.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.1	31.3	28.2	25.4	23.4
영업이익률 (%)	10.8	9.3	9.5	10.5	11.5
순이익률 (%)	8.0	7.2	8.1	8.9	9.7
ROA (%)	4.8	5.1	5.7	6.3	7.1
ROE (지배순이익, %)	6.0	7.5	9.2	9.9	10.8
ROIC (%)	20.1	7.3	15.2	20.6	27.5
안정성					
부채비율 (%)	29.3	65.1	59.8	54.1	49.3
순차입금비율 (%)	(8.6)	8.2	(10.1)	(24.0)	(34.1)
현금비율 (%)	35.2	29.7	52.9	75.9	94.8
이자보상배율 (배)	67.6	13.2	8.8	12.6	19.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(49.8)	120.8	31.3	37.5	38.3
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	86.3	69.4	67.4	67.1	65.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 05월 07일	매수	144,000	(36.1)	(30.4)
2021년 10월 14일		커버리지제외	-	-
2022년 03월 31일	매수	120,000	(33.1)	(21.2)
2022년 07월 01일	매수	100,000	(26.7)	(11.1)
2023년 01월 02일		6개월경과	(28.6)	(14.7)
2023년 07월 03일		6개월경과	(49.2)	(46.6)
2023년 07월 11일	매수	75,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 지인해, 조영권)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 07월 07일 기준)

매수 (매수)	95.42%	Trading BUY (중립)	2.82%	중립 (중립)	1.76%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------