

스튜디오드래곤

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

2023년 8월 11일

[미디어/광고]

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

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

양보다는 질



매수
(유지)



현재주가 (8월 10일)
53,700 원



목표주가
75,000 원 (유지)



상승여력
39.7%

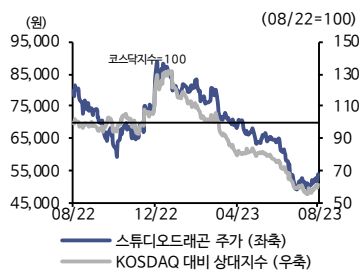
- ◆ 부진한 업황 속에서도 2Q23 기대치 상회
- ◆ 여전히 변함 없는 가장 큰 투자포인트인 높은 해외 성과에 기인
- ◆ 매크로 회복까지 걸리는 시간 동안 양보다는 질로 유연하게 대응 중



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	1,614.1 십억원
발행주식수	30.1 백만주
유동주식수	13.5 백만주 (45.1%)
52 주 최고가/최저가	88,900 원/48,100 원
일평균 거래량 (60 일)	173,190 주
일평균 거래액 (60 일)	9,663 백만원
외국인 지분율	7.84%
주요주주	
CJENM 외 3 인	54.79%
네이버	6.25%
절대수익률	
3 개월	-15.0%
6 개월	-34.0%
12 개월	-31.2%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-22.6%
6 개월	-44.1%
12 개월	-38.1%

주가



부진한 업황에도 선방한 2Q23

동사의 2Q23 실적은 매출액 1,635억, 영업이익 162억원으로 시장 기대치와 당사 추정치를 대폭 상회했다. 전년 대비 매출액은 +4% 증가한 반면, 이익은 크게 감익했지만, 2Q22 대규모 디즈니+향 구축 판매가 있었던 점을 고려하면 선방이다. 연내 서술하고 있는 매크로 부진 영향에 따른 국내 편성리쿠피율 축소 및 제작편수(Q) 감소(2Q22 109편 → 1Q23 112편 → 2Q23 77편)를 감안하면 더 야무져 보인다.

어둠 속에서도 빛나는 해외 성과

가장 큰 원인은 해외판매 성과다. 판매 매출액은 +14% 성장했으며 해외향 탑라인은 +25% 늘었다. 제작편수 감소에도 큰 폭의 ASP 상승이 분명했다. 작품별 성과로는 <구미호연1938>이 아마존프라임미디어에 판매됐는데, 19개국에서 1위를 차지했다. 넷플릭스 오리지널 <셀러브리티>도 비영어권 부문에서 높은 순위를 기록했다. 콘텐츠의 경쟁력은 더 견고해졌다. 비용단에서는 허리띠를 졸라매는 노력이 돋보였다. 콘텐츠의 질을 유지하기 위한 제작원가/자산상각은 소폭 늘었지만, 판관비는 전년 대비 8% 감소했다. 인건비, 마케팅, 기타 모두 줄었다.

변함 없는 가장 큰 투자포인트

동사를 포함한 미디어 회사들의 분위기 반전은 국내 광고 회복과 맞물릴 것이다. 변함 없는 투자포인트인 해외 성과는 업황 부진 속에서도 더욱 빛을 발하는데, 국내 광고시장 및 캡티브 현황이 예전 같지 않아서다. 사실 매크로 이슈는 어느 정도 시간이 필요한데, 최근 광고 관련 회사들의 뚜렷한 공통점은 세 가지다. 1) 실적은 광고에 가장 돈이 많았던 1Q23가 저점이었고, 2) 2Q23는 성수기 효과로 QoQ 반등이 뚜렷한 가운데, 3) 23년 상저'하고' 기조를 유지하나, 하반기 반등에 대한 시그널은 아직 모연하다는 점이다. 그래도 '바닥'은 확인했다.

매크로가 살아날 때까지 동사도 유연한 전략으로 대응 중이다. 제작편수 ⇒ 규모의 경제보다는 작품당 질에 초점을 두고 있다. 제작편수 축소 기조는 하반기에도 이어지겠지만, 그간 쌓아둔 필모그래피 및 재계약을 통한 협상력 기반으로 해외 OTT향 판매가를 최대화 시키고, 국내 채널에도 리쿠피율에 따라 판매하고 있다. 기존 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (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	792.8	77.6	66.0	2,195	24,177	24.5	6.8	2.2	9.5	(10.4)
2024F	846.9	88.6	75.4	2,508	26,684	21.4	6.6	2.0	9.9	(24.2)
2025F	946.4	108.6	91.5	3,044	29,728	17.6	5.9	1.8	10.8	(34.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 2Q23P Review

(십억원, %, %p)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	(22.6)	3.8	148.6	10.0
영업이익	27.0	18.9	1.2	21.6	16.2	(24.9)	(39.9)	13.5	20.2
영업이익률	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9			11.1	(1.2)

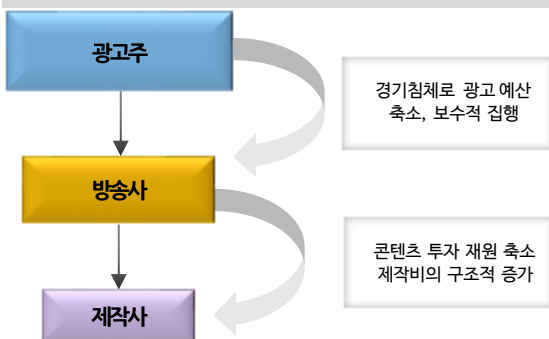
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5
(%YoY)	(2.7)	(34.3)	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5
(%YoY)	(3.2)	(56.9)	(20.8)	30.7	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(3.0)
(%sales)	37.4	26.6	31.2	36.0	29.2	27.8	25.9	28.3	20.4	26.0
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9
(%YoY)	(5.5)	(10.8)	27.7	(7.5)	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	14.4
(%sales)	54.0	63.7	55.9	54.0	64.2	66.0	72.4	69.7	78.5	72.7
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1
(%YoY)	24.0	(49.3)	54.0	39.3	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(78.5)
(%sales)	8.7	9.7	12.9	10.1	6.6	6.2	1.6	1.9	1.1	1.3
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6
(%YoY)	(9.9)	(38.6)	11.9	8.5	2.3	42.5	111.9	34.3	88.7	14.3
(%sales)	79.8	80.8	81.9	90.0	78.9	77.5	88.0	93.9	85.4	85.4
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9
(%YoY)	42.2	(6.7)	(1.3)	(1.3)	7.8	74.0	30.5	(20.7)	20.8	(32.4)
(%GPM)	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.2
(%YoY)	54.0	(18.4)	(8.7)	39.5	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(39.9)
(%OPM)	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9

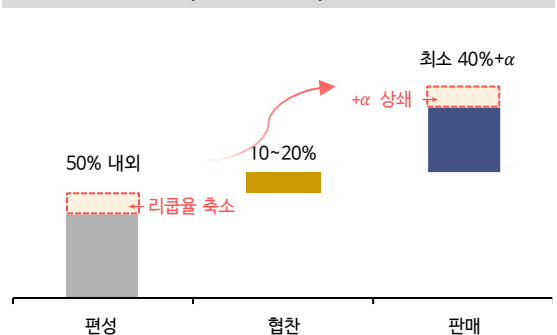
자료: 신한투자증권

콘텐츠 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠 수익구조(IP 동시방영)



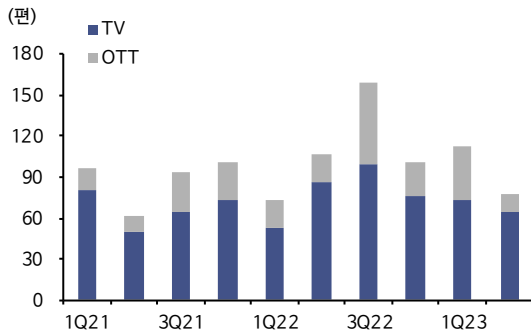
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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	792.8
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	13.6
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	172.3
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(10.5)
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	21.7
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	604.2
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	25.8
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	76.2
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	16.2
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(35.6)
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	2.0
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	77.6
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	19.0
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	9.8
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	65.9
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	30.4
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	8.3

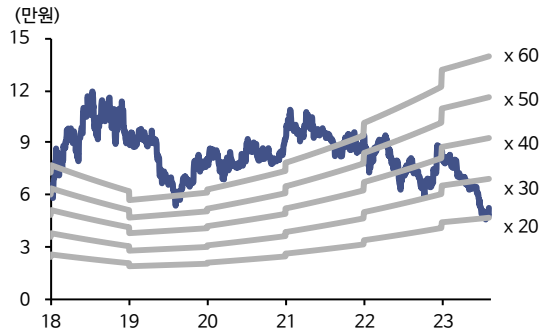
자료: 신한투자증권

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	1,161.1	1,235.0	1,333.4
유동자산	232.5	400.1	526.7	636.1	755.7
현금및현금성자산	64.6	123.7	223.6	312.7	394.9
매출채권	123.6	141.7	150.7	161.0	179.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	634.5	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	434.4	432.9	439.8
유동부채	183.6	416.3	420.2	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(경기금융부채 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	726.7	802.1	893.6
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	278.5	353.9	445.4
지배주주지분	683.9	660.7	726.7	802.1	893.6
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	(75.4)	(194.2)	(305.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(8.4)	(62.9)	224.4	209.3	199.5
당기순이익	39.0	50.6	66.0	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
외환환손실(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)	7.4	7.9	(1.1)
(법인세납부)	(11.1)	(9.8)	(18.6)	(21.3)	(25.8)
기타	20.3	18.8	22.0	21.0	22.0
투자활동으로인한현금흐름	26.5	(43.4)	(86.5)	(83.5)	(82.3)
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)	(1.7)	(0.9)	(1.7)
기타	0.8	(25.1)	5.2	7.4	9.4
FCF	150.9	159.2	205.1	184.1	185.0
재무활동으로인한현금흐름	(3.0)	165.3	(38.1)	(36.8)	(35.0)
차입금의증가(감소)	0.0	169.2	(29.5)	(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)	(8.6)	(7.1)	(5.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.3	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	15.5	59.1	99.9	89.1	82.1
기초현금	49.1	64.6	123.7	223.6	312.7
기말현금	64.6	123.7	223.6	312.7	394.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	792.8	846.9	946.4
증감률 (%)	(7.3)	43.3	13.6	6.8	11.8
매출원가	407.3	597.9	675.8	715.9	792.0
매출총이익	79.8	100.0	116.9	131.0	154.4
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	14.7	15.5	16.3
판매관리비	27.2	34.8	39.3	42.4	45.8
영업이익	52.6	65.2	77.6	88.6	108.6
증감률 (%)	7.0	24.0	19.0	14.1	22.6
영업이익률 (%)	10.8	9.3	9.8	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
중개 및 관계기업관련손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	52.0	58.6	84.6	96.6	117.3
법인세비용	13.0	8.1	18.6	21.3	25.8
계속사업이익	39.0	50.6	66.0	75.4	91.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	66.0	75.4	91.5
증감률 (%)	31.8	29.5	30.5	14.2	21.4
순이익률 (%)	8.0	7.2	8.3	8.9	9.7
(지배주주)당기순이익	39.0	50.6	66.0	75.4	91.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.2	(26.2)	66.0	75.4	91.5
(지배주주)총포괄이익	74.2	(26.2)	66.0	75.4	91.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	151.6	218.5	225.4	215.1	221.7
증감률 (%)	(8.3)	44.1	3.1	(4.6)	3.1
EBITDA 이익률 (%)	31.1	31.3	28.4	25.4	23.4

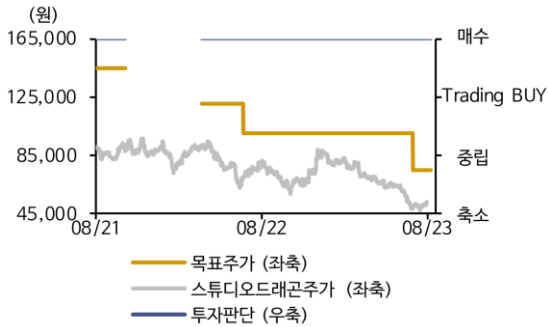
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,301	1,684	2,195	2,508	3,044
EPS (지배순이익, 원)	1,301	1,684	2,195	2,508	3,044
BPS (자본총계, 원)	22,785	21,982	24,177	26,684	29,728
BPS (지배지분, 원)	22,785	21,982	24,177	26,684	29,728
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	69.9	51.1	24.5	21.4	17.6
PER (지배순이익, 배)	69.9	51.1	24.5	21.4	17.6
PBR (자본총계, 배)	4.0	3.9	2.2	2.0	1.8
PBR (지배지분, 배)	4.0	3.9	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	17.6	12.1	6.8	6.6	5.9
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	28.4	25.4	23.4
영업이익률 (%)	10.8	9.3	9.8	10.5	11.5
순이익률 (%)	8.0	7.2	8.3	8.9	9.7
ROA (%)	4.8	5.1	5.9	6.3	7.1
ROE (지배순이익, %)	6.0	7.5	9.5	9.9	10.8
ROIC (%)	20.1	7.3	15.7	20.6	27.5
안정성					
부채비율 (%)	29.3	65.1	59.8	54.0	49.2
순차입금비율 (%)	(8.6)	8.2	(10.4)	(24.2)	(34.2)
현금비율 (%)	35.2	29.7	53.2	76.4	95.3
이자보상배율 (배)	67.6	13.2	9.1	12.6	19.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(49.8)	120.8	31.4	37.5	38.3
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	86.3	69.4	67.3	67.2	65.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

스튜디오드래곤(253450)



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

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 08월 09일 기준)

매수 (매수)	94.29%	Trading BUY (중립)	3.67%	중립 (중립)	2.04%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------