

스튜디오드래곤(253450)

매수(유지)

목표주가: 80,000원(유지)

3Q23 Preview: 좋아질 일만 남았다

3분기 영업이익 176억원으로 컨센서스 부합 전망

3분기 매출액은 1,853억원(-19% YoY, +13% QoQ), 영업이익은 176억원(-7% YoY, +8% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 178억원에 부합할 전망이다. 실적 반영 회차 수는 기존 100회 이상에서 지난 분기 83회, 이번 분기 68회(TV향 50회, OTT 오리지널 18회, 총 -92회 YoY)로 크게 줄었다. 하지만 제작 규모 확대로 회차 수 대비 매출액 감소가 제한적일 것으로 전망한다. *도적 칼의 소리, 이두나!, 아라문의 검, The Big Door Prize 2* 등의 대작들이 반영될 예정이다. 전분기와 마찬가지로 OTT 업황 부진으로 구작 판매가 부진하지만 그럼에도 동시방영 리콥을 개선으로 영업이익률이 상승해 영업이익은 전년 대비 소폭 감소에 그칠 것이다.

이제 적자 나는 작품은 없다. 서서히 드러날 수익성 개선

TV 광고 시장 위축으로 방송사 사정이 좋지 않다. 드라마 편성이 줄고 편성 리콥율도 이전보다 줄었다. 하지만 긍정적인 것은 1) 편성이 줄면서 TV향 드라마 중 동시방영 비율이 높아졌고, 2) 동시방영 판매가 되지 않은 작품은 여러 로컬 OTT로 판매되며 제작비를 회수, 판매가 잘 났을 경우 동시방영만큼의 수익성을 내기 시작했다. *소용없어 거짓말이나 반짝이는 워터멜론* 등이 그 예시인데, 라쿠텐 비키, 뷰, 아이치이, 유넥스트, 아마존 프라임비디오 등 여러 OTT에 판매됐다. 이전에는 동시방영 판매가 안돼 적자 나는 작품들이 흥행 드라마들의 성과를 가렸다면, 이제는 그러한 요소가 사라진 것이다.

편성 감소로 인한 외형 축소는 마무리. 목표주가 80,000원 유지

투자 의견 매수, 목표주가 80,000원(EV/EBITDA 9.4배)을 유지한다. 그간 TV 편성 감소와 구작 판매 부진으로 어려운 업황이었지만, 이제 이 두가지 요소로 인한 추가 마이너스 효과는 없을 것이다. 작품 당 수익성이 개선되는 상황에서 내년에는 넷플릭스 오리지널 리콥을 상승 효과가 더해질 것이고, 작품 수 감소는 제작 규모 확대로 커버할 수 있다. 1~2개의 미국 작품도 예상된다. 현재 밸류에이션은 밴드 하단이다. 다만 단기 모멘텀으로 작용할 만한 요소가 부족한 점은 아쉽다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

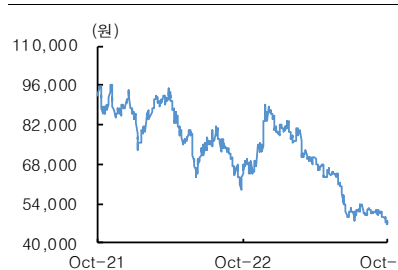
Stock Data

KOSPI(10/18)	2,463
주가(10/18)	47,500
시가총액(십억원)	1,428
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저(원)	88,900/46,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,120
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/7.1
주요주주(%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.3)	(32.7)	(28.1)
KOSDAQ 대비(%p)	0.9	(21.7)	(44.2)

주가추이



자료: FnGuide

	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	757	68	52	1,718	2.0	246	27.6	5.9	2.2	8.0	0.0
2024F	838	87	67	2,232	29.9	256	21.3	5.6	2.3	10.6	0.0
2025F	960	120	95	3,153	41.3	280	15.1	5.1	2.2	14.9	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

<표 1> 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	185.3	197.0	200.9	209.8	200.4	226.6	487.1	697.9	756.9	837.7
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	38.4	28.8	32.3	36.9	36.0	38.4	161.3	192.5	152.8	143.5
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	144.6	166.1	166.4	170.7	162.2	185.9	275.5	480.2	595.2	685.3
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2	2.3	50.3	25.2	8.8	8.9
영업비용	103.0	130.5	209.9	189.3	189.5	147.2	167.7	184.4	182.2	187.0	178.2	203.0	434.5	632.7	688.8	750.4
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	159.1	173.9	172.7	177.9	169.0	191.6	407.3	597.9	652.8	711.2
판매관리비	7.4	8.4	8.4	10.5	9.2	7.7	8.6	10.5	9.5	9.2	9.2	11.4	27.2	34.8	36.0	39.2
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.3	17.6	12.6	18.7	22.8	22.2	23.6	52.6	65.2	68.1	87.3
영업이익률	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	9.5	6.4	9.3	10.9	11.1	10.4	10.8	9.3	9.0	10.4
세전이익	20.1	30.0	25.5	(17.0)	22.1	15.8	17.3	12.3	18.5	22.6	22.0	23.4	52.0	58.6	67.5	86.4
법인세비용	4.5	4.5	7.6	(8.5)	3.7	5.6	3.9	2.8	4.2	5.1	4.9	5.3	13.0	8.1	16.0	19.4
당기순이익	15.6	25.6	17.8	(8.5)	18.4	10.2	13.4	9.5	14.3	17.5	17.0	18.1	39.0	50.6	51.6	67.0
당기순이익률	12.9	16.2	7.8	(4.4)	8.7	6.2	7.2	4.8	7.1	8.3	8.5	8.0	8.0	7.2	6.8	8.0
YoY growth rate																
매출액	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	(19.1)	3.4	(4.9)	28.3	8.2	15.0	(7.3)	43.3	8.4	10.7
편성	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(3.1)	(35.3)	(46.6)	(25.3)	(13.2)	(6.3)	33.3	(18.1)	19.4	(20.6)	(6.1)
판매	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	14.4	(12.8)	25.0	0.5	43.6	12.2	11.9	(1.5)	74.3	23.9	15.1
기타	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(78.4)	(39.0)	(42.9)	(6.0)	7.3	(3.5)	8.0	2.6	(49.9)	(64.9)	1.2
영업이익	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(39.8)	(7.0)	969.9	(13.6)	40.2	26.2	87.1	7.0	24.0	4.4	28.2
세전이익	(4.6)	113.7	37.9	적지	10.0	(47.3)	(31.9)	NM	(16.4)	42.9	27.0	89.9	25.2	12.7	15.2	28.0
당기순이익	0.4	170.2	20.5	적지	17.8	(60.1)	(24.7)	NM	(22.2)	71.8	27.0	89.9	31.8	29.5	2.0	29.9

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

<표 2> 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	2,386.3	
12MF EBITDA	252.9	
목표 EV/EBITDA	9.4	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 20% 할인 적용
순차입금	19.8	
적정 시가총액	2,366.5	
총 주식수(천주)	30,014.2	
적정 주가	78,846	
목표주가	80,000	

자료: 한국투자증권

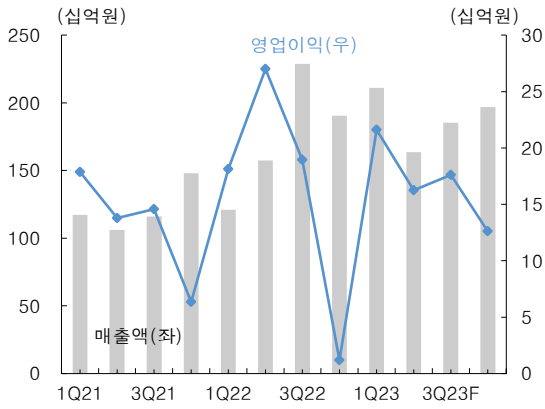
<표 3> 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	3Q23F	2023F	2024F	3Q23F	2023F	2024F	3Q23F	2023F	2024F
매출액	186.1	763.7	894.9	185.3	756.9	837.7	(0.4)	(0.9)	(6.4)
영업이익	19.1	72.7	92.1	17.6	68.1	87.3	(7.6)	(6.3)	(5.3)
순이익	14.6	55.1	70.4	13.4	51.6	67.0	(7.7)	(6.4)	(4.9)

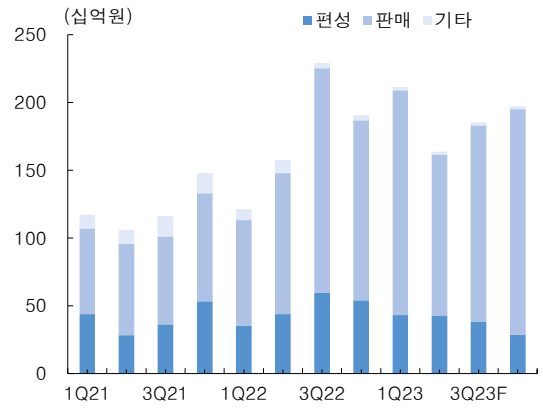
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기 실적 추이 및 전망



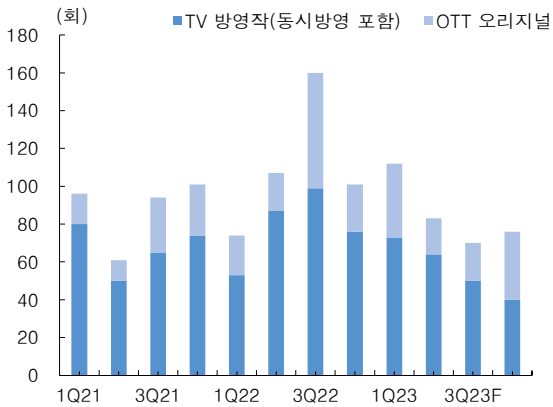
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 추이 및 전망



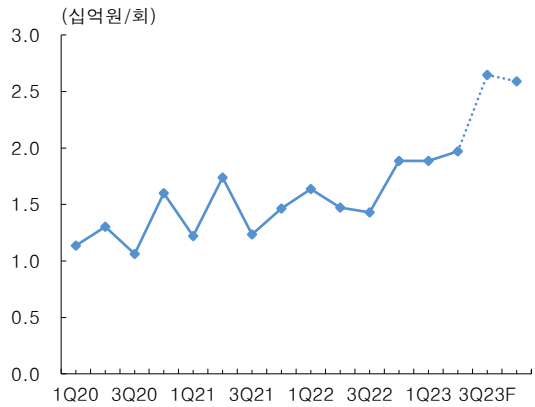
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 실적 반영 회차수 추이 및 전망



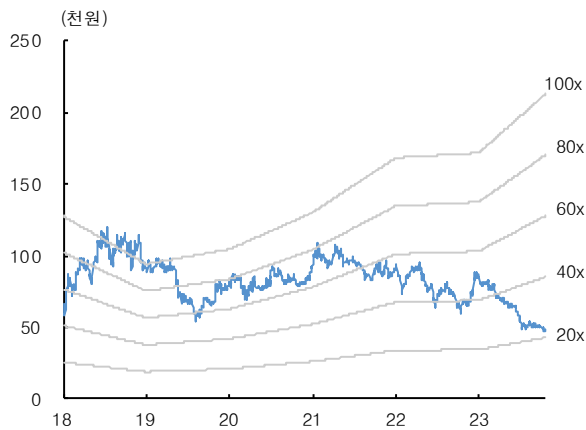
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 분기별 회차당 매출액 추이 및 전망



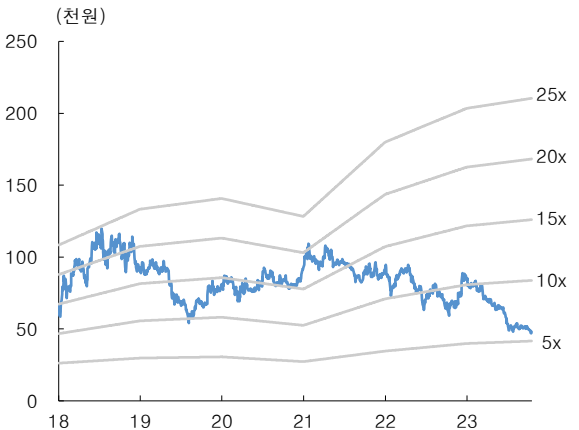
주: 분기 매출액을 반영 회차수로 나눈 수치
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12MF PER band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 6] 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	아일랜드 (티빙)	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	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
AppleTV	The Big Door Prize	3/29		10	Chris O'Dowd	
Tving	방과후전쟁활동 파트 1	3/31		6	신현수, 임세미, 최문희	
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, 임세미, 최문희	
tvN(토일)	구미호던 1938	5/6	6/11	12	이동욱, 김소연	Amazon
tvN(월화)	이로운 사기	5/29	7/18	16	천우희, 김동욱, 윤박	
tvN(토일)	이번 생도 잘 부탁해	6/17	7/23	12	신혜선, 안보현	Netflix
ENA	마당이 있는 집	6/19	7/11	8	김태희, 임지안	
Netflix	셀러브리티	6/30		12	박규영, 이청아	
Disney	형사록 2	7/5		8	이성민, 경수진	
tvN(토일)	경이로운 소문 2: 카운터 펀치	7/29	9/3	12	조병규, 유준상, 김세정	Netflix
tvN(월화)	소용없어 거짓말	7/31	9/19	16	황민현, 김소현	
tvN(토일)	아라문의 검	9/9	10/22	12	이준기, 장동건, 신세경	Disney
Netflix	도적: 칼의 소리	9/22		9	김남길, 서현	
tvN(월화)	반짝이는 워터멜론	9/25	11/14	16	려운, 설인아	
Netflix	이두나!	10/20		9	수지, 양세종	
tvN(토일)	무인도의 디바	10/28	12/3	12	박은빈, 채종협	Netflix
Tving, tvN(월화)	운수 오진 날	11/20	12/19	10	이성민, 유연석, 이정은	
tvN(토일)	마에스트라	12/9	1/28	12	이영애, 이무생	Disney
Netflix	경성크리처 1	12 월		10	박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈 2	12 월		10	송강, 이진욱, 이시영	
AppleTV	The Big Door Prize 2	2024		10	Chris O'Dowd	
tvN(월화)	웨딩 임파서블	2024		12	전종서, 문상민	
tvN(토일)	눈물의 여왕	2024		16	김수현, 김지원	Netflix
TBD	별들에게 물어봐	2024		16	이민호, 공효진	
Tving	스터디그룹	2024		10	황민현, 한지은	
Netflix	하이라키	2024		TBD	노정의, 이채민	
Netflix	경성크리처 2	2024		TBD	박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈 3	2024		TBD	송강, 이진욱, 이시영	
Netflix	돌풍	2024		TBD	설경구, 김희애	
Tving	총거나 나쁜 동재	2024		TBD	이준혁	

주: 회색 음영은 오리지널, 예정적 정보는 변동될 수 있음
 자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	757	838	960
매출원가	407	598	653	711	796
매출총이익	80	100	104	126	164
판매관리비	27	35	36	39	43
영업이익	53	65	68	87	120
영업이익률(%)	10.8	9.3	9.0	10.4	12.5
EBITDA	152	219	246	256	280
EBITDA Margin(%)	31.1	31.3	32.5	30.5	29.2
영업외수익	(1)	(6)	0	0	2
금융수익	14	21	17	16	18
금융비용	10	19	16	15	14
기타영업외손익	(5)	(9)	(2)	(2)	(2)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	52	59	68	87	122
법인세비용	13	8	16	19	28
연결당기순이익	39	51	52	67	95
지배주주지분순이익	39	51	52	67	95
지배주주순이익률(%)	8.0	7.2	6.8	8.0	9.9
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(7.3)	43.3	8.4	10.7	14.5
영업이익 증가율	7.0	24.0	4.4	28.2	37.7
지배주주순이익 증가율	31.8	29.5	2.1	29.9	41.3
EPS 증가율	24.6	29.4	2.0	29.9	41.3
EBITDA 증가율	(8.3)	44.1	12.6	4.0	9.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(8)	(63)	282	311	290
당기순이익	39	51	52	67	95
유형자산감가상각비	4	3	4	4	5
무형자산상각비	95	150	174	164	155
자산부채변동	(155)	(280)	53	75	35
기타	9	13	(1)	1	0
투자활동현금흐름	27	(43)	(261)	(296)	(268)
유형자산투자	(2)	(5)	(5)	(6)	(6)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	28	(12)	(74)	(76)	(79)
무형자산순증	(1)	(3)	(175)	(205)	(168)
기타	2	(24)	(8)	(10)	(16)
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	14	22
FCF	91	28	270	256	255

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

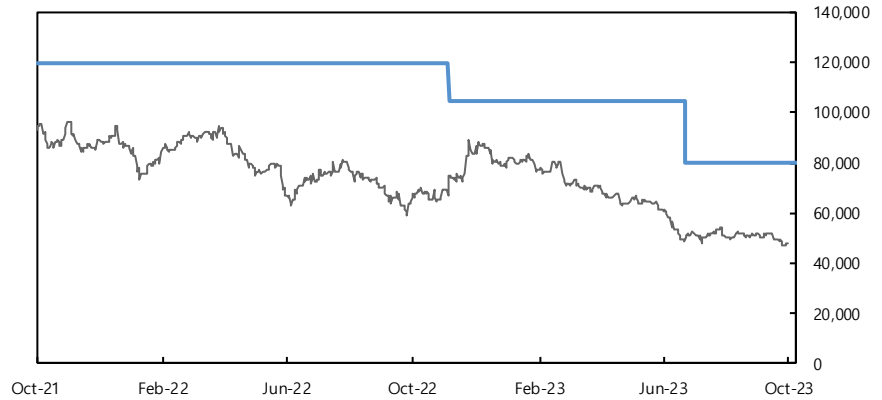
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	884	1,091	1,147	1,210	1,277
유동자산	233	400	445	450	474
현금성자산	65	124	134	148	170
매출채권및기타채권	124	142	154	170	163
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	652	691	702	760	802
투자자산	241	150	148	147	149
유형자산	8	11	12	12	13
무형자산	298	378	378	419	432
부채총계	200	430	511	584	633
유동부채	184	416	497	570	617
매입채무및기타채무	78	87	94	104	120
단기차입금및단기사채	0	170	160	160	160
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	17	14	14	15	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	7	9	9	9	9
자본총계	684	661	636	626	644
지배주주지분	684	661	636	626	644
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	162	213	264	331	426
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(59)	54	33	17	(6)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	1,718	2,232	3,153
BPS	22,785	21,982	21,146	20,825	21,424
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	4.8	5.1	4.6	5.7	7.6
ROE	6.0	7.5	8.0	10.6	14.9
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	80.4	93.3	98.2
차입금/자본총계비율(%)	1.6	27.6	27.1	27.4	26.6
이자보상배율(x)	67.6	13.2	4.3	5.8	8.4
순차입금/EBITDA(x)	-0.4	0.2	0.1	0.1	0.0
Valuation(x)					
PER	69.9	51.1	27.6	21.3	15.1
최고	86.9	56.7	51.8	39.9	28.2
최저	62.6	35.1	26.9	20.7	14.7
PBR	4.0	3.9	2.2	2.3	2.2
최고	5.0	4.3	4.2	4.3	4.2
최저	3.6	2.7	2.2	2.2	2.2
PSR	5.6	3.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.6	12.1	5.9	5.6	5.1

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	-31.3	-15.3
	2023.07.11	매수	80,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 10월 19일 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.1%	12.9%	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 높이 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 종목들은 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.