

# 스튜디오드래곤 (253450.KQ)

## 언젠가 빛을 보겠지

목표주가 74,000원으로 하향. 어려운 영업 환경을 고려 멀티플을 하향한 영향. 다만 동사는 이에 선제적으로 대비(거래 플랫폼 확대, 볼륨딜 확보) 완료한 가운데, 분기 실적도 안정적. 다운사이드 리스크 제한적

Analyst 이화정  
02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com  
RA 이승준  
02)2229-6943, seungjun@nhqv.com

### 여전히 할 일을 묵묵히 하고 있다

목표주가 74,000원(기존 77,000원)으로 4% 하향함. 실적 추정치 변경은 없으나, 업황 부진에 따른 글로벌 피어의 멀티플 하락(2023 EV/EBITDA 19배(7월) → 16배(10월))을 고려해 타깃 멀티플을 11배(기존 13배)로 하향한 영향

투자의견 Buy 유지. 녹록지 않은 영업 환경 이어진 탓에 동사 주가도 연중 하락 지속. 다만 동사는 영업 환경 악화에 대한 대비 마친 상황. 미국·일본 현지화 작품 직접 제작 방식으로 거래 플랫폼을 확대하고 있고, 오리지널 수급을 줄여갈 디즈니와는 TV-OTT 동시방영 작품 중심의 볼륨 계약 선제적으로 체결 완료. 현재 주가는 우려를 과도하게 반영한 만큼, 다운사이드 리스크 제한적인 구간

### 3Q23 Preview: 분기 실적 안정화 추세 재차 확인

3분기 연결 매출 1,633억원(-29% y-y) 및 영업이익 168억원(-11% y-y)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망

TV 편성: 방영 편수 62회로 전년동기(99회) 및 직전분기(68회) 대비 감소. 캡티브형 드라마 슬롯 감소 영향. 다만 TV-OTT 동시방영작 리튬율 상향 및 글로벌 판매처 믹스 효율화로 프로젝트당 마진 개선 효과 지속 중인 점은 긍정적

OTT 오리지널: 방영 편수 19회로 전년동기(34회) 및 직전분기(43회) 대비 대폭 감소. 다만 실적에 기여 가능한 수준의 유의미한 제작 규모의 작품 위주로 방영되었다는 점이 긍정적. 프로젝트당 마진 개선 효과는 내년부터 본격화될 것

### 스튜디오드래곤 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E					4Q23F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	228.9	190.5	211.1	163.5	163.3	-28.7	-0.1	164.8	182.3	193.7
영업이익	18.9	1.2	21.6	16.3	16.8	-11.2	3.5	15.9	17.8	17.4
영업이익률	8.3	0.6	10.2	9.9	10.3			9.6	9.8	9.0
세전이익	25.5	-17.0	22.1	15.8	17.2	-32.3	9.1	16.7	20.2	18.3
(지배)순이익	17.8	-8.5	18.4	10.2	14.1	-20.7	38.7	13.3	13.6	15.0

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 27페이지 참조

## Buy (유지)

목표주가 74,000원 (하향)

현재가 (23/10/30) 48,850원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2,310.55 / 757.12
시가총액(보통주)	1,468.4십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('22/12/12)	88,900원
최저가('23/10/26)	46,100원
평균거래대금(60일)	5.1십억원
배당수익률(2023E)	0.00%
외국인지분율	7.5%

주요주주	
CJENM 외 3인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.5	-26.1	-27.8
상대수익률 (%p)	17.7	-17.7	-34.5

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	697.9	731.6	894.0	968.0
증감률	43.3	4.8	22.2	8.3
영업이익	65.2	72.0	90.0	100.6
증감률	24.0	10.4	25.0	11.8
영업이익률	9.3	9.8	10.1	10.4
(지배지분)순이익	50.6	57.6	64.2	69.4
EPS	1,684	1,917	2,136	2,308
증감률	29.4	13.8	11.4	8.1
PER	51.1	25.5	22.9	21.2
PBR	3.9	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.0	7.4	6.4	6.0
ROE	7.5	8.4	8.6	8.5
부채비율	65.1	62.1	51.2	43.7
순차입금	46.3	119.3	82.1	30.7

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. 넷플릭스와 2020년부터 3년간 21편의 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 보유하고 있으며, 물리적 제작 역량은 연간 40편 수준. 스카이댄스와의 협업으로 할리우드 드라마도 제작 중. 2022년 매출 비중은 편성 27.6%, 판매 68.8%, 기타 3.6%. 풍부한 레퍼런스 및 양질의 인재풀로 차별화

Share price drivers/Earnings Momentum

- 넷플릭스 외 글로벌 OTT와의 수출 계약 개시
- 글로벌 OTT 오리지널 시리즈 제작비 및 마진 상승
- 중국 한한령 해제를 통한 중국 시장 수출 재개
- CJ ENM 보유 지분 매각 통한 SI(전략적 투자자) 확보 가속화

Downside Risk

- 주요 작가 및 연출의 경쟁사 이직
- 글로벌 OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국 한한령 지속으로 인한 수출 재개 지연
- CJ ENM 보유 지분의 FI(재무적 투자자)로의 매각

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Netflix	32.6	24.9	7.8	6.6	25.4	28.0
Walt Disney	21.8	16.6	1.5	1.4	5.3	8.3
CJ ENM	N/A	N/A	0.3	0.3	-6.8	-0.2
콘텐츠트라이앙	N/A	81.5	1.6	1.5	-29.6	0.1
에이스토리	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	69.9	51.1	25.5	22.9	21.2
PBR	4.0	3.9	2.0	1.9	1.7
PSR	5.6	3.7	2.0	1.6	1.5
ROE	6.0	7.5	8.4	8.6	8.5
ROIC	13.5	5.5	9.1	10.4	11.2

자료: NH투자증권 리서치본부

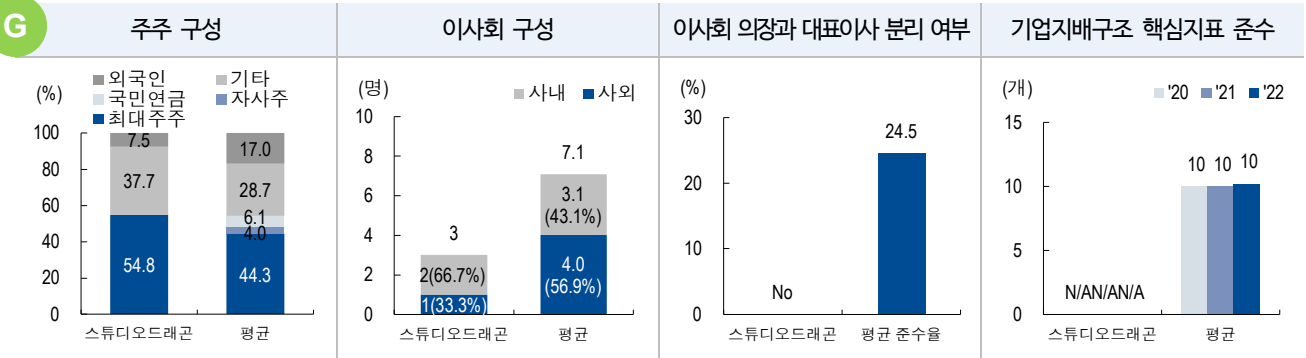
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

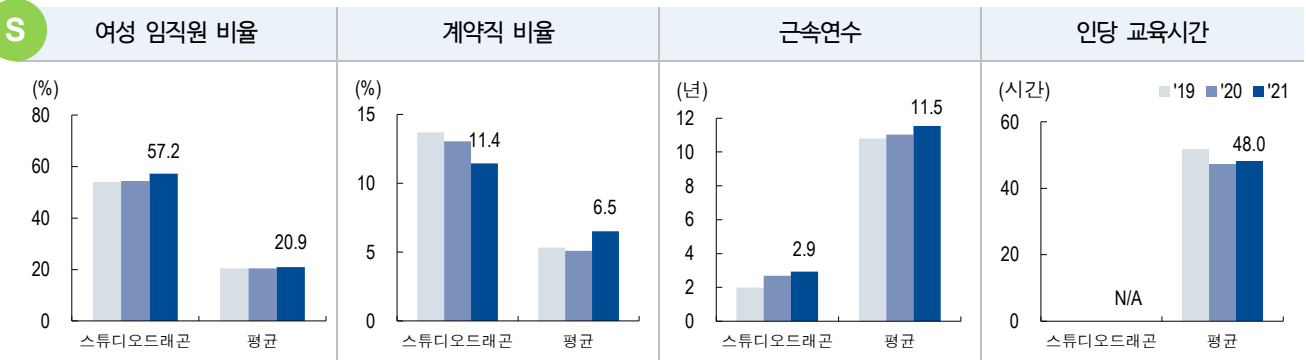
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	154	287	380	469	526	487	698
영업이익	-	-	17	33	40	29	49	53	65
영업이익률(%)	-	-	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3	10.8	9.3
세전이익	-	-	10	30	46	33	42	52	59
순이익	-	-	8	24	36	26	30	39	51
지배지분순이익	-	-	8	24	36	26	30	39	51
EBITDA	-	-	39	74	115	146	165	152	219
CAPEX	-	-	1	0	0	1	7	2	5
Free Cash Flow	-	-	-13	-7	-29	-13	-2	-11	-67
EPS(원)	-	-	569	1,050	1,278	941	1,044	1,301	1,684
BPS(원)	-	-	6,176	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982
DPS(원)	-	-	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	-	-	16	-183	-155	-101	-49	-65	46
ROE(%)	-	-	6.0	9.5	9.3	6.4	5.7	6.0	7.5
ROIC(%)	-	-	N/A	14.2	11.5	6.1	10.2	13.5	5.5
배당성향(%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	-	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-	-	12.1	-49.6	-38.7	-23.6	-8.1	-9.4	7.0

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

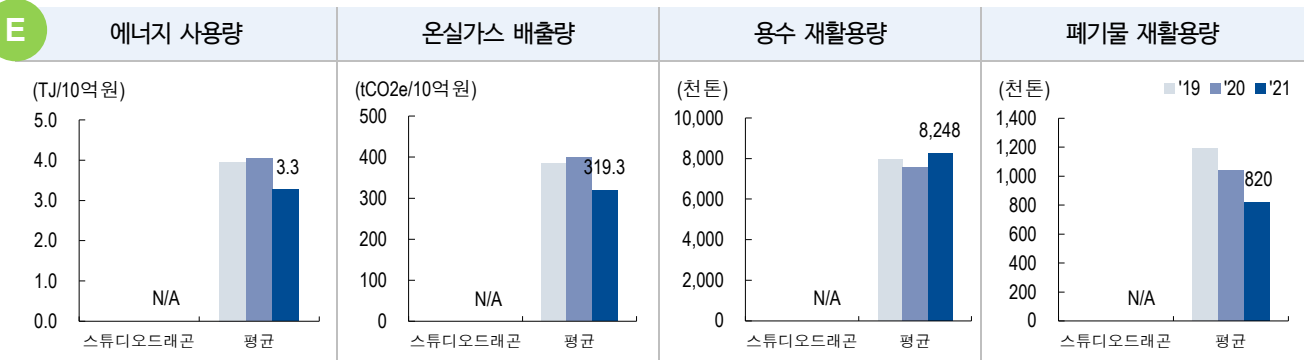
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 스튜디오드래곤, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2021.11	- 경상북도 문경시 폐기물 적치장에 오픈 세트장 건립해 추후 관광자원으로의 활용을 도모
	2018.9	- '주 68시간 제작 가이드라인' 발표하며 하도급 사업자와 계약 시 턴키 계약이 아닌 스태프 개별 계약을 원칙화
S	2022.4	- '소년심판', '우리들의 블루스' 등 다양한 사회 문제를 심도 있게 다룬 작품 방영
	2023.3	- 2022년 신설한 안전관리팀에서 안전한 드라마 제작 현장을 위한 안전관리 캠페인을 진행
G	2020.3	- 순이익 흑자에도 불구하고 무배당 유지 중. 주주가치 제고 관련 개선 여지가 있음
	2022.11	- 킬픽쳐스(100% 자회사) 박민엽 대표이사를 대상으로 30억원 규모 제3자배정 유상증자 진행하여 동맹 공고화

자료: 언론보도, 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

	2023E	Multiple	(x)	Value	Note
EBITDA	213.7	EV/EBITDA	11.0	2,351.1	Global Peer 2023E EV/EBITDA 대비 30% 할인
순차입금				119.3	
<b>총 기업가치</b>				<b>2,231.8</b>	
주당 가치				74,249	
<b>목표주가</b>				<b>74,000</b>	Upside 51.5%
총 주식수				30,058,498	

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	697.9	731.6	894.0	968.0
	- 수정 전	-	724.9	843.4	925.0
	- 변동률	-	0.9	6.0	4.6
영업이익	- 수정 후	65.2	72.0	90.0	100.6
	- 수정 전	-	71.5	88.0	98.5
	- 변동률	-	0.7	2.3	2.1
영업이익률(수정 후)		9.3	9.8	10.1	10.4
EBITDA		218.5	213.7	242.5	248.3
(지배지분)순이익		50.6	57.6	64.2	69.4
EPS	- 수정 후	1,684	1,917	2,136	2,308
	- 수정 전	-	1,970	2,118	2,324
	- 변동률	-	-2.7	0.8	-0.7
PER		51.1	25.5	22.9	21.2
PBR		3.9	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA		12.0	7.4	6.4	6.0
ROE		7.5	8.4	8.6	8.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23F	2020	2021	2022	2023E
<b>매출액</b>	<b>117.1</b>	<b>106.0</b>	<b>116.1</b>	<b>147.9</b>	<b>121.1</b>	<b>157.5</b>	<b>228.9</b>	<b>190.5</b>	<b>211.1</b>	<b>163.5</b>	<b>163.3</b>	<b>193.7</b>	<b>525.7</b>	<b>487.1</b>	<b>697.9</b>	<b>731.6</b>
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	40.1	40.9	197.0	161.3	192.5	166.6
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	121.6	152.1	279.7	275.5	480.2	558.2
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	1.6	0.8	49.0	50.3	25.2	6.8
<i>매출액 y-y</i>	<i>-2.7</i>	<i>-34.3</i>	<i>9.2</i>	<i>7.4</i>	<i>3.4</i>	<i>48.5</i>	<i>97.2</i>	<i>28.8</i>	<i>74.4</i>	<i>3.8</i>	<i>-28.7</i>	<i>1.7</i>	<i>12.2</i>	<i>-7.3</i>	<i>43.3</i>	<i>4.8</i>
<b>매출원가</b>	<b>93.4</b>	<b>85.7</b>	<b>95.1</b>	<b>133.1</b>	<b>95.6</b>	<b>122.1</b>	<b>201.5</b>	<b>178.8</b>	<b>180.3</b>	<b>139.6</b>	<b>137.6</b>	<b>164.8</b>	<b>451.0</b>	<b>407.3</b>	<b>597.9</b>	<b>622.3</b>
제작비	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	84.2	113.5	260.0	226.7	361.6	384.7
무형자산상각비	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	28.0	24.1	113.3	95.2	149.9	140.0
지급수수료 외	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	25.4	27.2	77.6	85.4	86.4	97.6
<b>매출총이익</b>	<b>23.7</b>	<b>20.3</b>	<b>21.0</b>	<b>14.8</b>	<b>25.5</b>	<b>35.4</b>	<b>27.4</b>	<b>11.7</b>	<b>30.8</b>	<b>23.9</b>	<b>25.7</b>	<b>28.9</b>	<b>74.8</b>	<b>79.8</b>	<b>100.0</b>	<b>109.4</b>
<i>매출총이익률</i>	<i>20.2</i>	<i>19.2</i>	<i>18.1</i>	<i>10.0</i>	<i>21.1</i>	<i>22.5</i>	<i>12.0</i>	<i>6.1</i>	<i>14.6</i>	<i>14.6</i>	<i>15.7</i>	<i>14.9</i>	<i>14.2</i>	<i>16.4</i>	<i>14.3</i>	<i>14.9</i>
<b>영업이익</b>	<b>17.9</b>	<b>13.8</b>	<b>14.6</b>	<b>6.3</b>	<b>18.1</b>	<b>27.0</b>	<b>18.9</b>	<b>1.2</b>	<b>21.6</b>	<b>16.3</b>	<b>16.8</b>	<b>17.4</b>	<b>49.1</b>	<b>52.6</b>	<b>65.2</b>	<b>72.0</b>
<i>영업이익률</i>	<i>15.3</i>	<i>13.0</i>	<i>12.6</i>	<i>4.3</i>	<i>15.0</i>	<i>17.1</i>	<i>8.3</i>	<i>0.6</i>	<i>10.2</i>	<i>9.9</i>	<i>10.3</i>	<i>9.0</i>	<i>9.3</i>	<i>10.8</i>	<i>9.3</i>	<i>9.8</i>
<i>영업이익 y-y</i>	<i>54.6</i>	<i>-18.6</i>	<i>-8.7</i>	<i>37.6</i>	<i>1.4</i>	<i>95.7</i>	<i>29.9</i>	<i>-81.4</i>	<i>19.3</i>	<i>-40.0</i>	<i>-11.2</i>	<i>1,371.2</i>	<i>71.0</i>	<i>7.1</i>	<i>24.0</i>	<i>10.4</i>
<b>(지배)순이익</b>	<b>15.6</b>	<b>9.5</b>	<b>14.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>15.6</b>	<b>25.6</b>	<b>17.8</b>	<b>-8.5</b>	<b>18.4</b>	<b>10.2</b>	<b>14.1</b>	<b>15.0</b>	<b>29.6</b>	<b>39.0</b>	<b>50.6</b>	<b>57.6</b>
<i>(지배)순이익률</i>	<i>13.3</i>	<i>8.9</i>	<i>12.8</i>	<i>-0.5</i>	<i>12.9</i>	<i>16.2</i>	<i>7.8</i>	<i>-4.4</i>	<i>8.7</i>	<i>6.2</i>	<i>8.7</i>	<i>7.7</i>	<i>5.6</i>	<i>8.0</i>	<i>7.2</i>	<i>7.9</i>

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	697.9	731.6	894.0	968.0
증감률 (%)	43.3	4.8	22.2	8.3
매출원가	597.9	622.3	763.6	824.2
매출총이익	100.0	109.4	130.4	143.9
Gross 마진 (%)	14.3	15.0	14.6	14.9
판매비와 일반관리비	34.8	37.4	40.4	43.3
영업이익	65.2	72.0	90.0	100.6
증감률 (%)	24.0	10.4	25.0	11.8
OP 마진 (%)	9.3	9.8	10.1	10.4
EBITDA	218.5	213.7	242.5	248.3
영업외손익	-6.6	1.3	-3.7	-6.9
금융수익(비용)	2.2	1.4	-5.7	-8.9
기타영업외손익	-8.9	-0.1	2.0	2.0
종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	58.6	73.3	86.3	93.7
법인세비용	8.1	15.7	22.1	24.4
계속사업이익	50.6	57.6	64.2	69.4
당기순이익	50.6	57.6	64.2	69.4
증감률 (%)	29.7	13.8	11.5	8.1
Net 마진 (%)	7.3	7.9	7.2	7.2
지배주주지분 순이익	50.6	57.6	64.2	69.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-76.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-26.2	57.6	64.2	69.4

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(배)	51.1	25.5	22.9	21.2
PBR(배)	3.9	2.0	1.9	1.7
PCR(배)	11.4	6.6	6.0	6.0
PSR(배)	3.7	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	12.0	7.4	6.4	6.0
EV/EBIT(배)	40.3	22.1	17.2	14.9
EPS(배)	1,684	1,917	2,136	2,308
BPS(배)	21,982	23,899	26,035	28,342
SPS(배)	23,250	24,340	29,741	32,205
자기자본이익률(ROE, %)	7.5	8.4	8.6	8.5
총자산이익률(ROA, %)	5.1	5.1	5.5	5.8
투자자본이익률(ROIC, %)	5.5	9.1	10.4	11.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	7.0	16.6	10.5	3.6
총부채/자기자본(%)	65.1	62.1	51.2	43.7
이자발생부채	170.0	170.0	150.0	130.0
유동비율(%)	96.1	87.0	104.6	124.4
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	86,000	48,850	48,850	48,850
시가총액(십억원)	2,585	1,468	1,468	1,468

Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	123.7	50.7	67.9	99.3
매출채권	141.7	163.0	174.4	183.1
유동자산	400.1	375.4	404.0	444.1
유형자산	10.9	13.2	14.2	14.3
투자자산	150.1	191.7	191.7	191.7
비유동자산	690.5	789.1	779.3	780.2
자산총계	1,091	1,165	1,183	1,224
단기성부채	173.4	174.1	153.8	135.4
매입채무	16.2	8.1	8.1	8.4
유동부채	416.3	431.5	386.3	357.0
장기성부채	9.3	11.7	11.7	11.7
장기충당부채	1.5	0.8	0.7	1.0
비유동부채	13.7	14.6	14.4	15.3
부채총계	429.9	446.1	400.7	372.3
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4
이익잉여금	212.6	270.2	334.4	403.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	718.4	782.6	851.9

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	-62.9	171.3	187.2	203.6
당기순이익	50.6	57.6	64.2	69.4
+ 유/무형자산상각비	153.3	141.8	152.5	147.7
+ 종속, 관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	4.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	226.5	222.0	245.8	246.8
- 운전자본의증가(감소)	-279.6	-35.1	-36.5	-18.8
투자활동 현금흐름	-43.4	-237.5	-140.4	-145.8
+ 유형자산 감소	0.6	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-4.5	-5.0	-4.0	-3.0
+ 투자자산의매각(취득)	90.7	-41.6	0.0	0.0
Free Cash Flow	-67.4	166.3	183.2	200.6
Net Cash Flow	-106.3	-66.2	46.8	57.8
재무활동현금흐름	165.3	-6.8	-29.6	-26.5
자기자본 증가	3.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	162.3	-6.8	-29.6	-26.5
현금의증가	59.1	-73.0	17.2	31.4
기말현금 및 현금성자산	123.7	50.7	67.9	99.3
기말 순부채(순현금)	46.3	119.3	82.1	30.7