

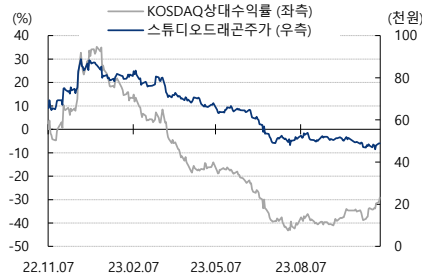
Buy
TP 75,000원

유지
 하향

스튜디오드래곤 (253450) : 편수는 감소 마진은 증가

Company Data	
현재가(10/31)	48,850 원
액면가(원)	500 원
52주 최고가(보통주)	88,900 원
52주 최저가(보통주)	46,100 원
KOSPI (10/31)	2,277.99p
KOSDAQ (10/31)	736.10p
자본금	150 억원
시가총액	14,684 억원
발행주식수(보통주)	3,006 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	9.3 만주
평균거래대금(60일)	45 억원
외국인지분(보통주)	7.61%
주요주주	CJENM 외 3인 54.8%

Price & Relative Performance



추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-26.1	-28.6
상대주가	8.4	-15.4	-32.5

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	487	-7.3	53	10.9	39	1,301	24.6	69.9	17.3	4.0	17.6	6.0
2022.12	698	43.3	65	9.3	51	1,684	29.4	51.1	11.4	3.9	12.1	7.5
2023.12E	789	13.1	74	9.4	55	1,822	8.2	26.8	5.5	2.1	5.6	8.0
2024.12E	808	2.4	84	10.4	64	2,118	16.2	23.1	5.5	1.9	5.4	8.5
2025.12E	908	12.4	110	12.1	83	2,746	29.6	17.8	4.6	1.7	4.4	10.1

▶ 편수는 감소해도 마진은 증가한다

- 판매 전략 고도화. 글로벌 OTT로 판매되지 않은 작품에 대해서도 로컬OTT향 나눠 팔기로 작품 수익성 제고. ex) <소짓말>
- 20~22년 무분별하게 난립했던 소형 제작사가 23년 TV광고 불황 겪으며 산업이 상위 사업자로 재편되는 과정에 있음.

▶ 3Q23 Preview: OP 174억원(YoY -8.2%)으로 컨센 부합 예상

- 매출액 2,014억원(YoY -12.0%), OP 174억원(YoY -8.2%)으로 컨센서스(177억원) 부합 전망.
- 예상 방영회차는 TV 50회(YoY -49회), OTT 61회(YoY -38회)로 tvN 수목 드라마 중단으로 전년 대비 큰 폭 감소하나, 회당 제작비 20억원 이상의 <경수문2>, <아스달2>, <도적>, <이두나> 반영으로 전년 대비 감익 폭 크지 않을 것으로 예상.

▶ FY24 Preview: TV 감소를 OTT로 방어

- 매출액 8,080억원(YoY +2.4%), OP 844억원(YoY +14.0%), OPM 10.4%(YoY+1.0%p) 전망.
- 보수적으로 tvN 수목 드라마 슬롯 복구되지 않는다고 가정. 다만 23년 계약되어 24년부터 방영되는 넷플릭스 오리지널 작품에 대해 상향된 리쿱을 적용 시작. 글로벌 OTT향 매출 증가로 수익성 개선될 것으로 예상.

▶ 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 75,000원으로 하향

- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 75,000원으로(-11.8%) 하향. 작품 가정 축소로 24년 OP 추정치를 -8.6% 하향한 데 기인.
- 밸류에이션 역사적 하단에서 1)드라마 슬롯 회복, 2)한한령 완화, 3)미국 TV시리즈 오더 수주 증가 상승 모멘텀이 될 수 있음.

스튜디오드래곤(253450)

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	121	157	229	190	211	163	201	213	487	698	789	808
편성	35	44	59	54	43	42	44	38	161	193	167	170
판매	78	104	166	133	166	119	153	172	276	480	609	624
기타	8	10	4	4	2	2	4	4	50	25	13	14
매출원가	96	122	202	179	180	140	176	183	407	598	679	685
제작원가	45	72	140	104	108	79	107	122	227	362	415	442
무형자산상각비	25	30	43	51	46	41	52	46	89	150	186	175
지급수수료	16	11	13	17	21	14	12	11	41	57	58	46
매출총이익	26	35	27	12	31	24	26	30	80	100	110	123
GPM	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	12.8	14.0	16.4	14.3	14.0	15.2
영업이익	18	27	19	1	22	16	17	19	53	65	74	84
OPM	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	8.6	8.8	10.8	9.3	9.4	10.4
순이익	16	26	18	-8	18	12	13	13	39	51	56	64
NPM	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	7.3	6.3	5.9	8.0	7.2	7.0	8.0
매출액 YoY	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	-12.0	11.9	-7.3	43.3	13.1	2.4
편성 YoY	-19.1	55.4	64.0	1.5	21.9	-3.1	-26.0	-30.5	-18.1	19.4	-13.2	1.7
판매 YoY	23.0	66.0	72.4	69.7	78.5	72.7	76.0	80.6	56.6	68.8	77.2	77.3
기타 YoY	-21.5	-5.1	-74.8	-75.3	-71.0	-78.4	19.1	2.5	2.9	-49.9	-49.6	9.0
매출원가 YoY	2.3	42.5	111.9	34.3	88.7	14.3	-12.8	2.5	-9.7	46.8	13.5	0.9
제작원가 YoY	-13.5	64.7	200.1	23.6	140.2	9.6	-23.9	16.7	-12.8	59.5	14.9	6.5
무형자산상각비 YoY	4.0	24.7	117.2	141.5	85.4	39.1	20.4	-10.1	-21.3	67.8	24.5	-6.1
지급수수료 YoY	112.9	9.6	17.3	38.1	27.5	37.1	-10.8	-36.8	-13.8	39.7	1.3	-20.4
매출총이익 YoY	7.8	74.0	30.5	-20.7	20.8	-32.4	-6.0	155.5	6.7	25.4	10.4	11.2
영업이익 YoY	1.4	95.7	29.9	-81.4	19.3	-39.8	-8.2	1,492.1	6.8	24.0	13.5	14.0
순이익 YoY	0.4	170.2	20.5	적지	17.8	-53.6	-28.8	흑전	31.8	29.5	10.0	15.7

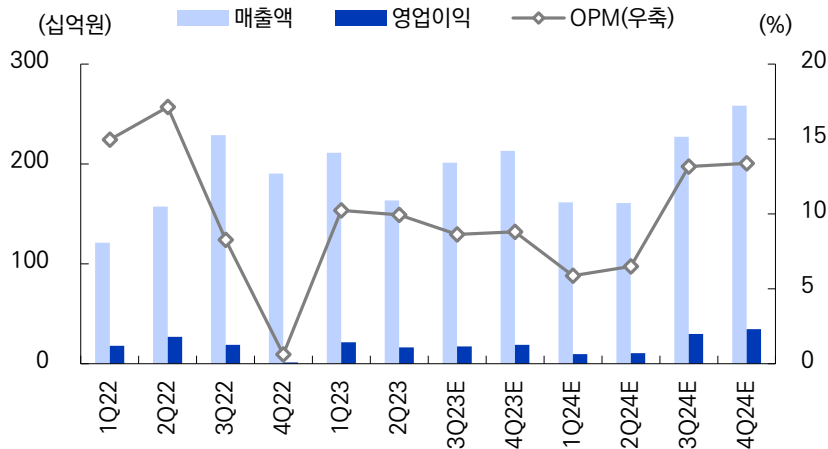
스튜디오드래곤(253450)

스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	단위	값	비고
(1) 12MF EBITDA	십억원	249.5	
(2) Target EV/EBITDA	배	9.0	넷플릭스, 아이치이, 디즈니+ 등 글로벌 OTT/제작사 평균 30% 할인
(3) 기업가치	십억원	2,253	= (1) * (2)
(4) 순차입금	십억원	0	
(5) 적정 시가총액	십억원	2,253	= (3) - (4)
(6) 총 주식수(천주)	천주	30,058	
(7) 적정 주가	원	74,952	= (5) / (6)
(8) 목표 주가	원	75,000	백단위 절사
(9) 현재 주가 (10/31)	원	48,850	
(10) 상승여력	%	53.5	= (7) / (8) - 1

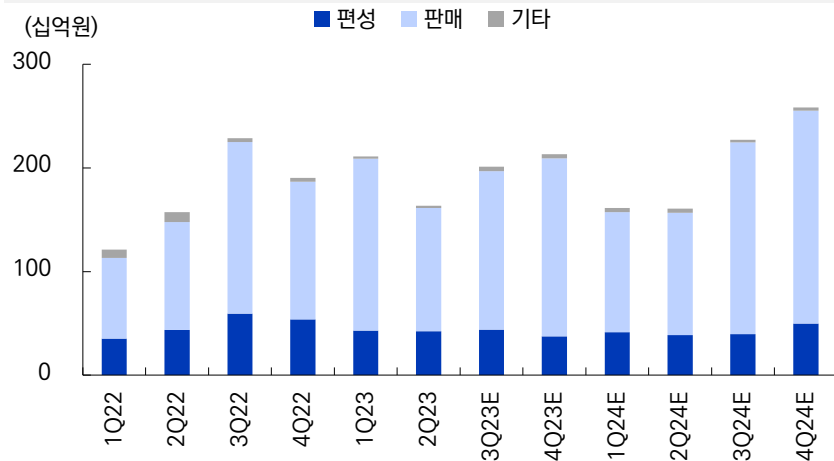
자료: 교보증권 리서치센터

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

스튜디오드래곤 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450.KQ 재무제표)

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	789	808	908
매출원가	407	598	679	685	757
매출총이익	80	100	110	123	152
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	14.0	15.2	16.7
판매비와관리비	27	35	36	38	42
영업이익	53	65	74	84	110
영업이익률 (%)	10.8	9.3	9.4	10.4	12.1
EBITDA	152	219	262	261	313
EBITDA Margin (%)	31.1	31.3	33.3	32.3	34.4
영업외손익	-1	-7	-3	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	21	15	4	4
금융비용	-10	-19	-15	-4	-4
기타	-5	-9	-4	0	0
법인세비용차감전순손익	52	59	71	85	110
법인세비용	13	8	16	21	28
계속사업순손익	39	51	55	64	83
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	55	64	83
당기순이익률 (%)	8.0	7.2	6.9	7.9	9.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	39	51	55	64	83
지배순이익률 (%)	8.0	7.2	6.9	7.9	9.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-77	3	3	3
포괄순이익	74	-26	58	67	86
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	74	-26	58	67	86

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	-20	-11	21
당기순이익	39	51	55	64	83
비현금항목의 가감	119	176	213	206	239
감가상각비	4	3	2	2	1
외환손익	-1	4	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	169	211	204	238
자산부채의 증감	-155	-280	-272	-259	-274
기타현금흐름	-11	-10	-16	-20	-27
투자활동 현금흐름	27	-43	-40	-41	-42
투자자산	28	-12	-13	-13	-13
유형자산	-2	-5	-1	-2	-3
기타	1	-27	-27	-27	-27
재무활동 현금흐름	-3	165	-7	-27	-27
단기차입금	0	170	0	-20	-20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-3	-7	-7	-7	-7
현금의 증감	16	59	56	23	25
기초 현금	49	65	124	180	203
기말 현금	65	124	180	203	228
NOPLAT	39	56	57	63	82
FCF	-19	-75	-28	-22	8

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	233	400	475	502	547
현금및현금성자산	65	124	180	203	228
매출채권 및 기타채권	124	142	160	164	184
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	135	135	135	135
비유동자산	652	691	672	689	708
유형자산	8	11	10	10	12
관계기업투자금	0	13	25	38	51
기타금융자산	241	137	137	137	137
기타비유동자산	403	529	500	503	508
자산총계	884	1,091	1,147	1,191	1,255
유동부채	184	416	418	398	380
매입채무 및 기타채무	78	87	89	90	92
차입금	0	170	170	150	130
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	106	159	159	158	158
비유동부채	17	14	14	14	14
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	14	14	14	14
부채총계	200	430	432	412	394
지배지분	684	661	716	779	862
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	267	331	414
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	716	779	862
총차입금	7	179	179	159	139

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,301	1,684	1,822	2,118	2,746
PER	69.9	51.1	26.8	23.1	17.8
BPS	22,785	21,982	23,804	25,922	28,667
PBR	4.0	3.9	2.1	1.9	1.7
EBITDAPS	5,054	7,279	8,733	8,679	10,411
EV/EBITDA	17.6	12.1	5.6	5.4	4.4
SPS	16,233	23,250	26,256	26,880	30,222
PSR	5.6	3.7	1.9	1.8	1.6
CFPS	-624	-2,483	-930	-720	280
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-7.3	43.3	13.1	2.4	12.4
영업이익 증가율	7.0	24.0	13.5	14.0	29.8
순이익 증가율	31.8	29.5	8.3	16.2	29.6
수익성					
ROIC	15.1	15.9	14.0	15.9	20.0
ROA	4.8	5.1	4.9	5.4	6.7
ROE	6.0	7.5	8.0	8.5	10.1
안정성					
부채비율	29.3	65.1	60.3	52.8	45.7
순차입금비율	0.8	16.4	15.6	13.4	11.1
이자보상배율	67.6	13.2	0.0	0.0	0.0