

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

# 스튜디오드래곤

**BUY**(유지)

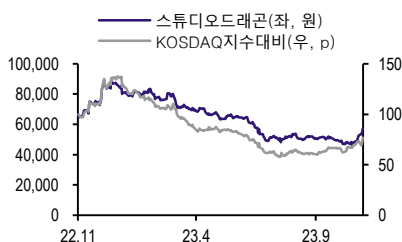
글로벌 레퍼런스 확대의 효과

<b>목표주가</b>	<b>85,000원(유지)</b>			
<b>현재주가(11/08)</b>	<b>57,300원</b>			
<b>상승여력</b>	<b>48.3%</b>			
시가총액	17,224억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	88,900 / 46,100원			
3개월 일평균거래대금	57억원			
외국인 지분율	8.2%			
주요주주				
CJ ENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
<b>주가수익률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률	15.5	11.3	-11.7	-17.3
상대수익률 (KOSDAQ)	16.2	20.4	-8.0	-31.0

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,871	6,979	8,121	8,747
영업이익	526	652	766	872
EBITDA	1,516	2,185	2,396	2,203
지배주주순이익	390	506	665	664
EPS	1,301	1,682	2,213	2,210
순차입금	-535	590	433	-143
PER	69.9	51.1	25.9	25.9
PBR	4.0	3.9	2.4	2.2
EV/EBITDA	17.7	12.1	7.4	7.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.0	7.5	9.6	8.7
컨텐츠 영업이익	526	652	709	857
컨텐츠 EPS	1,301	1,682	1,780	2,164

**주가추이**



**3분기 영업이익 219억원(+15.4% YoY), 예상치 상회**

스튜디오드래곤의 3분기 실적은 예상을 상회하는 모습. 3분기 매출액은 2,174억원(-5.0% YoY), 영업이익은 219억원(+15.4% YoY)을 기록하는 호 실적 시현. Captive 매체의 편성 축소와 비용 효율화 기조에 따른 우려에도 불구하고, 글로벌 OTT 동시 판매 호조 및 공급계약 개선 효과, 구작 판매 분 일부 계상, 일부 작품들의 매출 선반영 등의 영향으로 호실적을 보인 것. 글로벌 OTT향 대작 판매 호조에 힘입어 3분기 중 해외 매출 비중은 76.6%를 기록하며 역대 최고치를 경신. 판매 매출 역시 1,800억원을 기록하며 역대 최고 매출 기록을 경신. 건설중 자산 또한 <별들에게 물어봐>, <눈물의 여왕> 등 제작중인 텐트폴 작품의 영향으로 최고 수준인 2,268억원을 기록

**향후에도 글로벌 집중 전략 지속**

4분기 이후에도 글로벌 스튜디오로서의 레퍼런스를 확대시키기 위한 움직임은 지속될 것. 상대적으로 국내 Captive 및 매체 환경이 비우호적인 상황이 지속되고 있어, 동사의 이러한 글로벌 집중 전략은 매우 유효한 것으로 평가. 글로벌 OTT향 제공 작품 수와 규모의 확대, 공급 조건 개선, 시enze 도입 등의 영향으로 꾸준한 성장을 이끌어 낼 것으로 전망

3~4분기 주요 라인업은 <경이로운 소문2>, <아라문의 검>, <무인도의 디바>, <반짝이는 워터멜론>, <마에스트라> 등 Captive향 제공 및 동시방영 작품과 <도적: 칼의 소리>, <이두나>, <스위트홈2>, <경성 크리처> 등의 오리지널 작품으로 구성. 23년 연간 공급편수는 당초 계획이었던 35편 수준을 무난히 달성할 것으로 예상

**국내 No.1 스튜디오, 콘텐츠 경쟁력이 핵심**

최근 콘텐츠 공급과잉에 대한 우려와 OTT간 경쟁심화에 따른 수익성 부진으로 영상 콘텐츠를 둘러싼 환경적 요인이 녹록하지 않은 것이 사실. 그러나 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 글로벌 스튜디오로서의 가치를 스스로 입증해 나가고 있는 상황에 주목. 투자의견 BUY와 목표주가 85,000원 유지

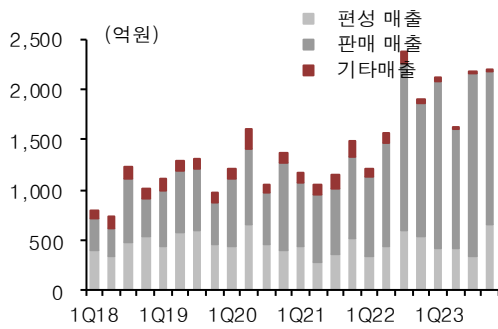
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,211	1,575	2,289	1,905	2,111	1,635	2,174	2,201	6,979	8,121	8,747
편성	354	438	594	540	432	425	350	664	1,925	1,870	2,313
판매	777	1,039	1,658	1,328	1,657	1,189	1,800	1,511	4,802	6,157	6,254
기타	80	98	119	37	23	21	23	26	333	93	181
영업이익	181	270	189	12	216	163	219	169	652	766	872
영업이익률	15.0%	17.1%	8.3%	0.6%	10.2%	9.9%	10.1%	7.7%	9.3%	9.4%	10.0%
세전이익	201	300	255	-170	221	158	251	112	586	742	923
세전이익률	16.6%	19.1%	11.1%	-8.9%	10.5%	9.7%	11.5%	5.1%	8.4%	9.1%	10.5%
순이익	156	256	178	-85	184	102	182	197	506	665	664
순이익률	12.9%	16.2%	7.8%	-4.5%	8.7%	6.2%	8.4%	9.0%	7.2%	8.2%	7.6%

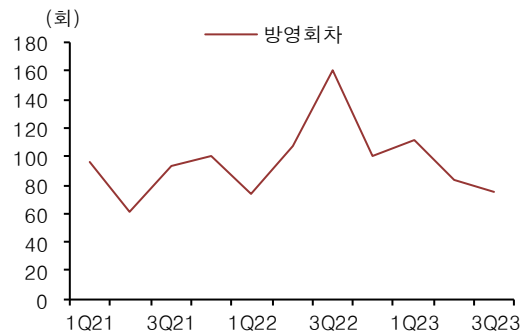
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



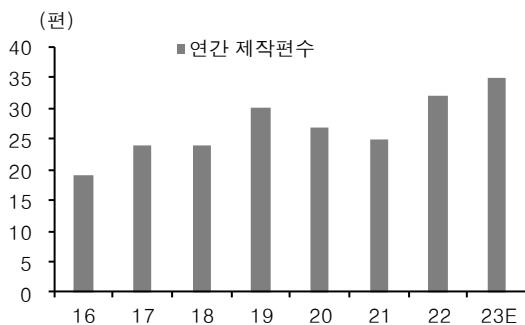
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 분기별 방영회차 추이



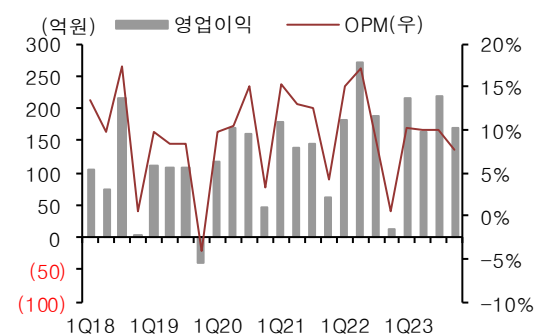
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 연간 제작편수



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 23년 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
일타 스캔들	양희승, 여은호	유제원	전도연, 정경호	TVN, NETFLIX
판도라 : 조작된 낙원	현지민 (김순옥 크리에이터)	최영훈	이지아, 이상윤	TVN
더 글로리 S2	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	NETFLIX
The Big Door Prize	Skydance 공동제작	Anu Valia	Chris O'Dowd	Apple TV+
아일랜드 Part12	오보현	박배종	김남길, 이다희	Amazon, TVING
미끼 Part 1,2	김진욱	김홍선	장근석, 허성태	Coupang Play
도적	한정훈	황준혁, 한진선	김남길, 서현	NETFLIX
별들에게 물어봐	서숙향	박신우	이민호, 공효진	TVN
방과 후 전쟁활동	이남규	성용일	임세미, 신현수	TVING
구미호던 1938	한우리	강신호, 조남형	이동욱, 김소연	TVN
이로운 사기	한우주	이수현	천우희, 김동욱	TVN, TVING
이번생도 잘 부탁해	최영림, 민예지	이나정	신혜선, 안보현	TVN, TVING, NETFLIX
마당이 있는 집	변지안	정지현	김태희, 임지연	TVING, NETFLIX
경이로운 소문2	김새봄	유선동	조병규, 유준상	TVN, TVING, NETFLIX
소용없어 거짓말	서정은	남성우	황민현, 김소현	TVN, TVING
아라문의 검: 아스달 연대기2	김영현, 박상연	김광식	이준기, 장동건	TVN, TVING, NETFLIX
반짝이는 워터멜론	진수완	손정현	최현욱, 려운	TVN, TVING
이두나!	장유하	이정효	수지, 양세종	NETFLIX
무인도의 디바	박혜련	오충환	박은빈, 김효진	TVN, TVING, NETFLIX
마에스트라	최이윤, 홍정희	김정권	이영애, 이무생	TVN, TVING
The Big Door Prize 2	David West Read	Anu valia	Chris O'Dowd	Apple TV+
스위트홈2	홍소리, 이진욱	이응복, 장영우	송강, 이진욱	NETFLIX
경성크리처	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>4,871</b>	<b>6,979</b>	<b>8,121</b>	<b>8,747</b>	<b>9,243</b>
증가율 (Y-Y,%)	(7.3)	43.3	16.4	7.7	5.7
<b>영업이익</b>	<b>526</b>	<b>652</b>	<b>766</b>	<b>872</b>	<b>956</b>
증가율 (Y-Y,%)	7.0	24.0	17.5	13.8	9.5
EBITDA	1,516	2,185	2,396	2,203	2,353
영업외손익	(6)	(66)	(24)	50	52
순이자수익	8	(19)	24	49	51
외화관련손익	63	79	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	1	7	10	10
세전계속사업손익	520	586	742	923	1,008
<b>당기순이익</b>	<b>390</b>	<b>506</b>	<b>665</b>	<b>664</b>	<b>726</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>390</b>	<b>506</b>	<b>665</b>	<b>664</b>	<b>726</b>
증가율 (Y-Y,%)	31.8	29.5	31.5	(0.1)	9.2
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	8.7	14.2	15.6	21.5	9.8
영업이익증가율(3Yr)	9.6	31.5	16.0	18.4	13.6
EBITDA증가율(3Yr)	9.6	14.5	13.2	13.3	2.5
순이익증가율(3Yr)	2.9	24.2	31.0	19.4	12.8
영업이익률(%)	10.8	9.3	9.4	10.0	10.3
EBITDA마진(%)	31.1	31.3	29.5	25.2	25.5
순이익률 (%)	8.0	7.2	8.2	7.6	7.9
<b>NOPLAT</b>	<b>395</b>	<b>563</b>	<b>686</b>	<b>628</b>	<b>688</b>
(+) Dep	991	1,533	1,630	1,331	1,398
(-) 운전자본투자	(613)	454	328	211	80
(-) Capex	23	45	37	57	60
OpFCF	1,975	1,597	1,951	1,692	1,946

**재무상태표**

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,325	4,001	5,240	5,864	6,270
현금성자산	646	1,237	1,585	1,767	1,958
매출채권	1,236	1,417	2,300	2,686	2,845
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,515	6,905	7,095	6,976	7,399
투자자산	3,458	3,018	3,806	3,960	4,121
유형자산	77	109	123	130	138
무형자산	2,980	3,778	3,167	2,885	3,140
<b>자산총계</b>	<b>8,840</b>	<b>10,907</b>	<b>12,336</b>	<b>12,840</b>	<b>13,669</b>
유동부채	1,836	4,163	4,902	4,755	4,873
매입채무	777	870	1,153	1,346	1,426
유동성이자부채	40	1,734	1,910	1,533	1,514
비유동부채	165	137	161	147	134
비유동이자부채	71	93	108	92	76
<b>부채총계</b>	<b>2,002</b>	<b>4,299</b>	<b>5,063</b>	<b>4,902</b>	<b>5,006</b>
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,704	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	1,617	2,126	2,791	3,455	4,181
자본조정	367	(402)	(402)	(402)	(402)
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>6,839</b>	<b>6,607</b>	<b>7,273</b>	<b>7,937</b>	<b>8,663</b>
투자자본	3,895	5,696	6,137	6,162	6,596
순차입금	(535)	590	433	(143)	(368)
ROA	4.8	5.1	5.7	5.3	5.5
ROE	6.0	7.5	9.6	8.7	8.7
ROIC	10.1	11.7	11.6	10.2	10.8

**주요투자지표**

(단위:억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,301	1,682	2,213	2,210	2,414
BPS	22,785	21,982	24,196	26,406	28,821
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	69.9	51.1	25.9	25.9	23.7
PBR	4.0	3.9	2.4	2.2	2.0
EV/ EBITDA	17.7	12.1	7.4	7.8	7.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	17.3	11.4	7.3	8.7	8.1
PSR	5.6	3.7	2.1	2.0	1.9
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	29.3	65.1	69.6	61.8	57.8
Net debt/Equity	n/a	8.9	6.0	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	27.0	18.1	n/a	n/a
유동비율	126.6	96.1	106.9	123.3	128.7
이자보상배율	n/a	35.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.7	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	48.7	57.2	53.2	51.8	52.0
현금+투자자산(%)	51.3	42.8	46.8	48.2	48.0
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	1.6	21.7	21.7	17.0	15.5
자기자본(%)	98.4	78.3	78.3	83.0	84.5

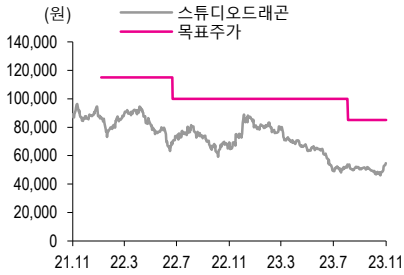
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업현금</b>	<b>(84)</b>	<b>(629)</b>	<b>683</b>	<b>1,777</b>	<b>2,036</b>
당기순이익	390	506	665	664	726
자산상각비	991	1,533	1,630	1,331	1,398
운전자본증감	(1,549)	(2,796)	(1,551)	(211)	(80)
매출채권감소(증가)	22	(352)	(851)	(386)	(159)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	187	117	284	194	79
<b>투자현금</b>	<b>265</b>	<b>(434)</b>	<b>(577)</b>	<b>(1,205)</b>	<b>(1,815)</b>
단기투자자산감소	280	11	(37)	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	(127)	(26)	(54)	(56)
설비투자	(23)	(45)	(37)	(57)	(60)
유무형자산감소	(3)	(19)	(398)	(1,000)	(1,600)
<b>재무현금</b>	<b>(30)</b>	<b>1,653</b>	<b>138</b>	<b>(393)</b>	<b>(35)</b>
차입금증가	(19)	1,675	172	(393)	(35)
자본증가	3	30	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	155	591	259	179	187
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>1,576</b>	<b>2,265</b>	<b>2,371</b>	<b>1,988</b>	<b>2,116</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(613)	454	328	211	80
(-) 설비투자	23	45	37	57	60
(+) 자산매각	(3)	(19)	(398)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	2,163	1,747	1,607	720	376
(-) 기타투자	0	127	26	54	56
잉여현금	2,163	1,620	1,581	666	320

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2022-01-14	Buy	115,000	(28.0)	(17.7)
2022-06-29	Buy	100,000	(29.9)	(11.1)
2023-08-11	Buy	85,000	(40.8)	(35.7)
2023-11-09	Buy	85,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 09월 30일 기준)

Buy (99.1%)	Hold (0.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)  
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286