

# 스튜디오드래곤 (253450.KQ)

## 구작 판매와 국가별 판매의 콜라보

3분기 어닝 서프라이즈. 디즈니향 구작 판매가 주효. 다만 일부 작품의 국가별 별도 판매에 따른 판매처 다각화 또한 수익성 방어에 긍정적. 현지화 드라마 제작 또한 순항 중. 투자 의견 Buy 유지함

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

### 묵묵히 잘 해오고 있는 사업자

스튜디오드래곤에 대해 목표주가 74,000원 및 투자 의견 Buy 유지함. 전방산업 약화(캡티브 드라마 슬롯 축소, 디즈니+ 한국 오리지널팀 해체) 부담 속에서도, 외형 성장 및 수익성 방어를 위한 다양한 전략 펼치고 있음

1) 현지화 드라마 제작: 미국·일본 현지화 드라마를 직접 제작하여 거래 플랫폼을 확대 중. 애플TV向 'The Big Door Prize'가 그 예시. 국내 드라마 슬롯 축소로 인한 타격 불가피하나 해외 드라마 슬롯으로의 납품을 통해 완화시킬 수 있을 것

2) 디즈니와의 라이선스작 볼륨 계약: 디즈니의 경우 오리지널 시리즈 수급을 축소 중. 이에 동사 라이선스 작품 중심의 볼륨계약을 선제적으로 체결해둔 상황

3) 국가별 별도 판매: 드라마 글로벌 동시방영처를 OTT로 일원화하기보다 다각화하여 리콥율을 최적화하기 위한 움직임 관측됨. '소용없어 거짓말'이 그 예시. 단일 플랫폼에 대한 의존도 높아지는 것을 선제적으로 막아주는 효과는 덤

### 3Q23 Review: 외형은 구작 판매, 수익성은 국가별 별도 판매

3분기 연결 매출액 2,174억원(-5% y-y), 영업이익 219억원(+15% y-y)으로 어닝 서프라이즈. 디즈니향 구작 연간 방영권 판매가 서프라이즈에 주효. 구작의 경우 비용 처리가 완료된 만큼 마진이 높기 때문. '소용없어 거짓말'의 국가별 별도 판매 역시 긍정적. 글로벌OTT향 라이선스 판매 대비 높은 수익률 달성. 그 외 일회성으로는 미방영 작품 5편(스위트홈2, TBP2)의 매출 선반영이 있었음

스튜디오드래곤 3분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P					4Q23E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센 서스	
매출액	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	-5.0	33.0	163.3	180.8	231.8
영업이익	18.9	1.2	21.6	16.3	21.9	15.4	34.4	16.8	17.6	15.1
영업이익률	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1			10.3	9.8	6.5
세전이익	25.5	-17.0	22.1	15.8	25.1	-1.3	58.8	17.2	19.8	16.8
(지배)순이익	17.8	-8.5	18.4	10.2	18.2	1.9	78.3	14.1	13.6	13.8

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## Buy (유지)

목표주가 74,000원 (유지)  
현재가 (23/11/08) 57,300원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2,421.62 / 811.02
시가총액(보통주)	1,722.4십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('22/12/12)	88,900원
최저가('23/10/26)	46,100원
평균거래대금(60일)	5.6십억원
배당수익률(2023E)	0.00%
외국인지분율	8.4%

주요주주	
CJENM 외 3인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	11.3	-11.7	-17.3
상대수익률 (%p)	22.4	-8.3	-27.3

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	697.9	823.8	883.1	970.0
증감률	43.3	18.0	7.2	9.8
영업이익	65.2	74.8	88.9	100.4
증감률	24.0	14.7	18.9	12.9
영업이익률	9.3	9.1	10.1	10.4
(지배지분)순이익	50.6	60.5	67.1	72.6
EPS	1,684	2,012	2,234	2,416
증감률	29.4	19.5	11.0	8.1
PER	51.1	28.5	25.7	23.7
PBR	3.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	12.0	7.4	6.6	6.0
ROE	7.5	8.8	8.9	8.8
부채비율	65.1	61.9	50.8	43.2
순차입금	46.3	108.8	83.5	33.6

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 글로벌OTT와의 수출 계약 개시
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작비 및 마진 상승
- 중국 한한령 해제를 통한 중국 시장 수출 재개
- CJ ENM 보유 지분 매각을 통한 SI 확보 가속화

Downside Risk

- 주요 작가 및 연출의 경쟁사 이직
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국 한한령 지속으로 인한 수출 재개 지연
- CJ ENM 보유 지분의 F로의 매각

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Netflix	35.6	27.3	8.6	7.3	25.4	28.0
Walt Disney	23.1	17.8	1.6	1.5	5.4	8.2
CJ ENM	N/A	N/A	0.4	0.4	-6.9	-0.2
콘텐츠리중앙	N/A	N/A	2.1	2.0	-35.1	-1.4
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	28.5	25.7	23.7
PBR	4.0	3.9	2.4	2.2	2.0
PSR	5.6	3.7	2.1	2.0	1.8
ROE	6.0	7.5	8.8	8.9	8.8
ROIC	13.5	5.5	9.2	10.3	11.0

자료: NH투자증권 리서치본부

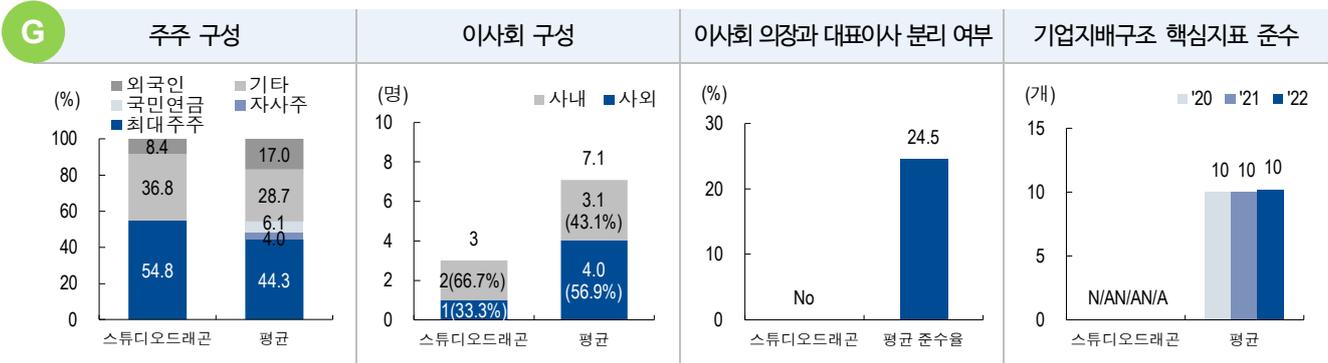
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

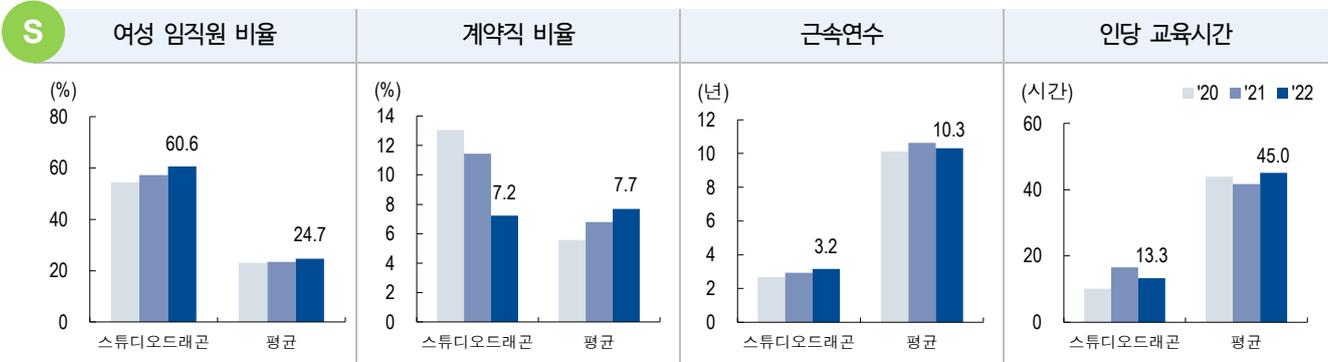
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	154	287	380	469	526	487	698
영업이익	-	-	17	33	40	29	49	53	65
영업이익률(%)	-	-	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3	10.8	9.3
세전이익	-	-	10	30	46	33	42	52	59
순이익	-	-	8	24	36	26	30	39	51
지배지분순이익	-	-	8	24	36	26	30	39	51
EBITDA	-	-	39	74	115	146	165	152	219
CAPEX	-	-	1	0	0	1	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
배당성장률(%)	-	-	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

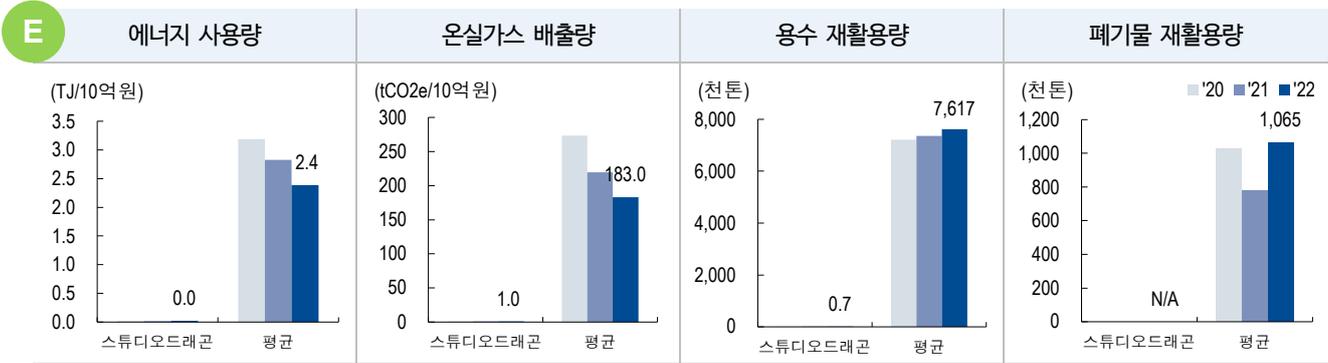
ESG Index & Event



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 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 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 30억 규모 제3자배정 유상증자 진행하여 동맹 공고화	

자료: 언론보도, 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	697.9	823.8	883.1	970.0
	- 수정 전	-	731.6	894.0	968.0
	- 변동률	-	12.6	-1.2	0.2
영업이익	- 수정 후	65.2	74.8	88.9	100.4
	- 수정 전	-	72.0	90.0	100.6
	- 변동률	-	3.9	-1.2	-0.2
영업이익률(수정 후)		9.3	9.1	10.1	10.3
EBITDA		218.5	246.7	272.3	291.3
(지배지분)순이익		50.6	60.5	67.1	72.6
EPS	- 수정 후	1,684	2,012	2,234	2,416
	- 수정 전	-	1,917	2,136	2,308
	- 변동률	-	5.0	4.6	4.7
PER		51.1	28.5	25.7	23.7
PBR		3.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA		12.0	7.4	6.6	6.0
ROE		7.5	8.8	8.9	8.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2020	2021	2022	2023E
<b>매출액</b>	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	231.8	525.7	487.1	697.9	823.8
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	39.2	197.0	161.3	192.5	159.9
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	190.4	279.7	275.5	480.2	655.0
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	2.1	49.0	50.3	25.2	8.9
<b>매출액 y-y</b>	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	-5.0	21.7	12.2	-7.3	43.3	18.0
<b>매출원가</b>	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	206.6	451.0	407.3	597.9	715.1
제작비	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	121.9	149.6	260.0	226.7	361.6	458.5
무형자산상각비	24.1	23.8	26.0	21.3	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	46.2	36.0	113.3	95.2	149.9	170.1
지급수수료 외	17.3	18.2	22.3	27.6	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	20.5	21.1	77.6	85.4	86.4	86.6
<b>매출총이익</b>	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	25.1	74.8	79.8	100.0	108.7
<b>매출총이익률</b>	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	10.8	14.2	16.4	14.3	13.2
<b>영업이익</b>	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.3	21.9	15.1	49.1	52.6	65.2	74.8
<b>영업이익률</b>	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	6.5	9.3	10.8	9.3	9.1
<b>영업이익 y-y</b>	54.6	-18.6	-8.7	37.6	1.4	95.7	29.9	-81.4	19.3	-39.8	15.4	1,181.5	71.0	7.1	24.0	14.7
<b>(지배)순이익</b>	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	10.2	18.2	13.8	29.6	39.0	50.6	60.5
<b>(지배)순이익률</b>	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	6.2	8.4	5.9	5.6	8.0	7.2	7.3

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	697.9	823.8	883.1	970.0
증감률 (%)	43.3	18.0	7.2	9.8
매출원가	597.9	715.1	757.6	830.4
매출총이익	100.0	108.7	125.5	139.6
Gross 마진 (%)	14.3	13.2	14.2	14.4
판매비와 일반관리비	34.8	33.9	36.6	39.3
영업이익	65.2	74.8	88.9	100.4
증감률 (%)	24.0	14.7	18.9	12.9
OP 마진 (%)	9.3	9.1	10.1	10.4
EBITDA	218.5	246.7	272.3	291.3
영업외손익	-6.6	4.9	1.3	-2.2
금융수익(비용)	2.2	6.0	-0.7	-4.2
기타영업외손익	-8.9	-1.1	2.0	2.0
종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	58.6	79.7	90.2	98.1
법인세비용	8.1	19.2	23.0	25.5
계속사업이익	50.6	60.5	67.1	72.6
당기순이익	50.6	60.5	67.1	72.6
증감률 (%)	29.7	19.6	10.9	8.2
Net 마진 (%)	7.3	7.3	7.6	7.5
지배주주지분 순이익	50.6	60.5	67.1	72.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-76.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-26.2	60.5	67.1	72.6

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(배)	51.1	28.5	25.7	23.7
PBR(배)	3.9	2.4	2.2	2.0
PCR(배)	11.4	6.7	6.1	5.9
PSR(배)	3.7	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	12.0	7.4	6.6	6.0
EV/EBIT(배)	40.3	24.5	20.3	17.5
EPS(배)	1,684	2,012	2,234	2,416
BPS(배)	21,982	23,993	26,227	28,643
SPS(배)	23,250	27,407	29,379	32,270
자기자본이익률(ROE, %)	7.5	8.8	8.9	8.8
총자산이익률(ROA, %)	5.1	5.4	5.7	6.0
투자자본이익률(ROIC, %)	5.5	9.2	10.3	11.0
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	15.1	10.6	3.9
총부채/자기자본(%)	65.1	61.9	50.8	43.2
이자발생부채	170.0	170.0	150.0	130.0
유동비율(%)	96.1	89.4	104.2	123.6
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	86,000	57,300	57,300	57,300
시가총액(십억원)	2,585	1,722	1,722	1,722

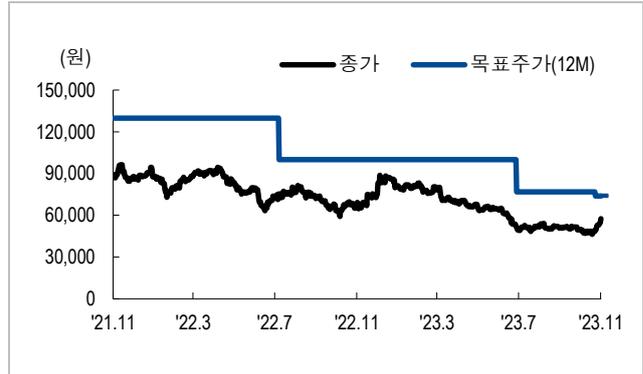
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	123.7	61.2	66.5	96.4
매출채권	141.7	163.0	174.4	183.1
유동자산	400.1	385.8	402.6	441.1
유형자산	10.9	13.2	14.2	14.3
투자자산	150.1	191.7	191.7	191.7
비유동자산	690.5	781.5	786.5	792.1
자산총계	1,091	1,167	1,189	1,233
단기성부채	173.4	174.1	153.8	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	273.0	340.2	412.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	721.2	788.3	861.0

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	-62.9	204.1	220.9	250.2
당기순이익	50.6	60.5	67.1	72.6
+ 유/무형자산상각비	153.3	171.8	183.4	190.9
+ 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	258.4	280.5	294.4
- 운전자본의증가(감소)	-279.6	-35.1	-36.5	-18.8
투자활동 현금흐름	-43.4	-259.8	-186.0	-193.8
+ 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	199.1	216.9	247.2
Net Cash Flow	-106.3	-55.7	34.9	56.3
재무활동 현금흐름	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	-62.5	5.4	29.8
기말현금 및 현금성자산	123.7	61.2	66.5	96.4
기말 순부채(순현금)	46.3	108.8	83.5	33.6

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.10.31	Buy	74,000원(12개월)	-	-
2023.07.05	Buy	77,000원(12개월)	-34.5%	-30.0%
2022.07.14	Buy	100,000원(12개월)	-27.8%	-11.1%
2022.02.04		1년경과	-37.0%	-27.2%
2021.02.05	Buy	130,000원(12개월)	-28.8%	-16.9%

스튜디오드래곤 (253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 11월 3일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.