

스튜디오드래곤: 방영횟수와 순매출 인식의 어닝쇼크

스튜디오드래곤의 4Q23 매출액은 1,775억(-7% YoY), 영업이익은 55억원(+367% YoY)으로 이미 낮아진 기대치 대비로도 소폭 하회할 것으로 보인다. 이번 실적 부진의 이유는 늘 4분기에 되풀이되는 대규모 자산상각 때문은 아니다.

① 방영 횟수가 크게 줄었다. <무인도의 디바>, <스위트홈>, <경성크리처>, <반짝이는 워터멜론>, <마에스트라> 등 인기 작품들이 방영되긴 했지만, 횟수로는 TV 40회 + OTT 29회 = 총 69회로 전년 동기 대비 -32%나 감소했다.

② 그 중에서도 전세계 넷플릭스 최고 순위 3위까지 기록했던 <경성크리처>는 글엔그림미디어, 카카오엔터테인먼트의 공동 제작으로 제작 참여에 따른 순매출액으로만 정산받았다. 보통은 스튜디오드래곤이 중심이 되어 모든 수익을 정산한 후, 공동제작사에게 배분해주는 형태라면 이번에는 달랐다. 즉, 매출액이 덜 잡혔다.

광고 경기 위축 ⇒ 방송사 실적 악화 ⇒ 국내 편성 리튬비율도 계속 낮아지는 상태에서 <경성크리처>의 순매출 인식에 따라 매출이 생각보다 덜 반영돼 이익 레버리지가 제한적이었다. 계절성으로 보면 4분기가 이익 기여도 높은 해외판권 판매의 가장 비수기 시즌인 것도 아쉬웠다. 상각비 부담으로는 10/22까지 방영됐던 <아라문의 검(아스달 연대기2)> 정도만 있었다.

1Q24부터는 좋아질 수 있을까? 그렇다. 결국 4Q23는 매출액이 덜 나온 이슈였는데, ① 보통 연말보다는 연초에 해외 판권 판매가 원활한데다, ② 올해부터는 넷플릭스와의 재계약에 따라 동시방영 작품뿐만 아니라 오리지널 작품에 대해서도 리튬비율이 상승하며 ③ 동사가 제작한 드라마의 시청률이 1Q23을 기점으로 개선되고 있기 때문에 시청률에 따른 인센티브도 다시 기대해볼 수 있어서다.

스튜디오드래곤에 대한 목표주가를 66,000원으로 조정한다. 실적 추정치 하향(2024F 순이익 추정치 기존 대비 27% 하향)을 반영했다. 투자 의견은 매수 의견을 유지한다. 4Q23 실적 부진 이후, 2024년에는 호전될 만한 요소들이 많고, 주가는 2023년 내내 언급한 업황 부진을 온전히 기반영한 상태이기 때문이다.

스튜디오드래곤 4Q23 Preview									
(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	QoQ	YoY	컨센서스	괴리
매출액	190.5	211.1	163.5	217.4	177.5	(18.4)	(6.8)	173.6	2.2
영업손익	1.2	21.6	16.2	21.9	5.5	(74.8)	367.4	6.2	(11.1)
지배순손익	(8.5)	18.4	10.2	18.2	6.1	(66.2)	흑전	6.2	(1.0)
OPM	0.6	10.2	9.9	10.1	3.1			3.6	(0.5)
NPM	(4.4)	8.7	6.2	8.4	3.5			3.6	(0.1)

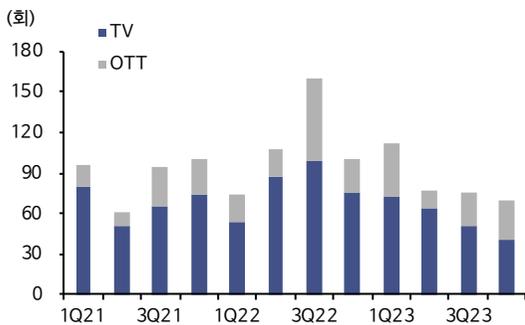
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이

(십억원)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
매출액	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	177.5
(%YoY)	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(6.8)
편성	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	32.8
(%YoY)	(20.8)	30.7	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(39.2)
(%sales)	31.2	36.0	29.2	27.8	25.9	28.3	20.4	26.0	16.1	18.5
판매	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	141.3
(%YoY)	27.7	(7.5)	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	14.4	8.6	6.4
(%sales)	55.9	54.0	64.2	66.0	72.4	69.7	78.5	72.7	82.8	79.6
기타	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4
(%YoY)	54.0	39.3	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(8.6)
(%sales)	12.9	10.1	6.6	6.2	1.6	1.9	1.1	1.3	1.1	1.9
매출원가	95.1	133.1	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	164.8
(%YoY)	11.9	8.5	2.3	42.5	111.9	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(7.8)
(%sales)	81.9	90.0	78.9	77.5	88.0	93.9	85.4	85.4	86.8	92.8
매출총이익	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	12.7
(%YoY)	(1.3)	(1.3)	7.8	74.0	30.5	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	8.6
(%GPM)	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	7.2
영업이익	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.2	21.9	5.5
(%YoY)	(8.7)	39.5	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	367.4
(%OPM)	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	3.1
순손익(지배)	14.8	(0.8)	15.6	25.6	17.8	(8.5)	18.4	10.2	18.2	6.1
(%YoY)	40.3	적지	0.4	170.2	20.5	적지	17.8	(60.2)	1.9	흑전
(%OPM)	12.8	(0.5)	12.9	16.2	7.8	(4.4)	8.7	6.2	8.4	3.5

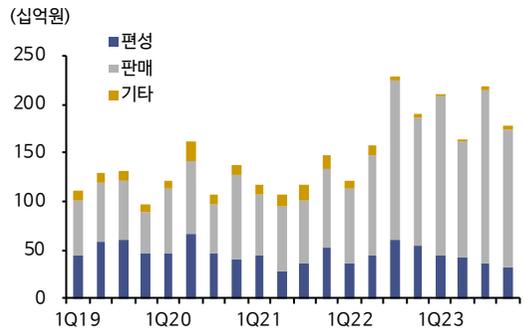
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기별 방영 횟수 추이

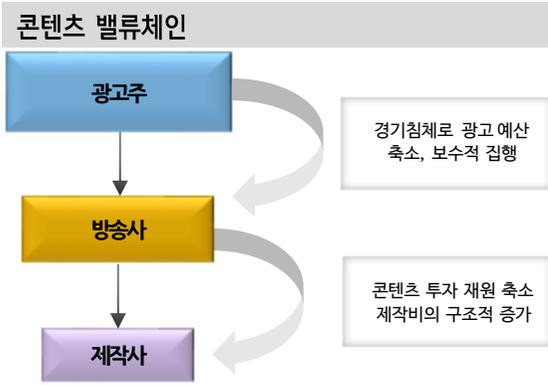


자료: 회사 자료, 신한투자증권

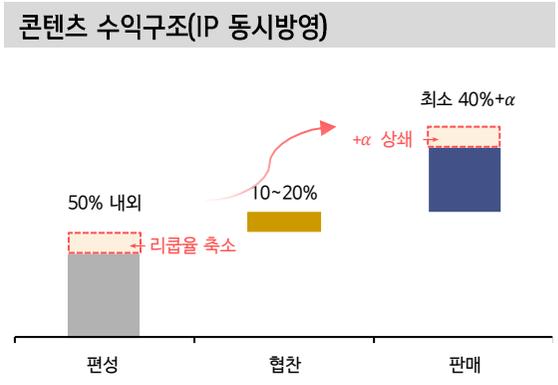
스튜디오드래곤 사업부문별 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	769.5	865.1
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	10.3	12.4
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	153.5	171.1
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.3)	11.4
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	19.9	19.8
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	605.9	682.8
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	26.2	12.7
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.7	78.9
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	11.3
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.9)	11.4
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	1.3
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	65.2	80.9
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(0.0)	24.1
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	8.5	9.4
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	52.9	66.4
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	4.6	25.5
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	6.9	7.7

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 목표주가 하향

(십억원, 배, 원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이익	26.4	29.7	39.0	50.6	52.9	66.4
적용 PER	30.0	기존 적용 배수 유지				
목표 시가총액	1,991.4	2024F 추정치 x PER 30.0배				
최종 선정 목표주가	66,000					
현재주가	47,100					
상승여력(%)	40.1					

자료: 신한투자증권