Company Report

스튜디오드래곤

253450

Feb 13, 2024

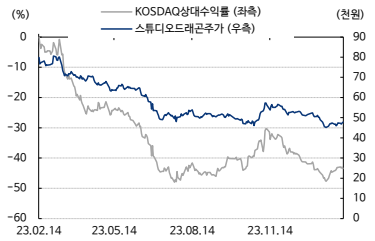
Buy 유지

TP 58,000 원 하향

Company Data

현재가(02/08)	47,800 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	83,400 원
52 주 최저가(보통주)	45,150 원
KOSPI (02/08)	2,620.32p
KOSDAQ (02/08)	826.58p
자본금	150 억원
시가총액	14,368 억원
발행주식수(보통주)	3,006 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	6.8 만주
평균거래대금(60 일)	32 억원
외국인지분(보통주)	7.64%
주요주주	
CJ ENM 외 3 인	54.79%
네이버	6.25%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-5.5	-7.2	-41.5
상대주가	0.5	0.2	-44.8

엔터/미디어 박성국

3771-9303, guuuuuk@iprovest.com

KYOBO 교보증권

당분간 전방 산업과 차별화

4Q23 Review: OP -38억원(적전)으로 컨센서스 하회

스튜디오드래곤 4Q23 매출 1,611억원(YoY -15.4%), OP -38억원(YoY 적전)으로 컨센서스(OP 61억원) 크게 하회. 컨센서스 하회 주요 원인은 1)〈경성크리처〉 제한된 손익 인식, 2)〈아라문의 검〉 세트장 철거 일회성 비용 50억원.

4분기 손익에 반영된 **방영회차 71회차**(YoY -30회, QoQ -4회). 〈아라문〉, 〈워터멜론〉, 〈무디바〉 등 TV 40회, 〈경성크리처1〉 (10회), 〈스위트홈2〉 (6회), 〈운수 오진 날〉 (10회), 〈BDP S2〉 (3회), 〈돌풍〉 (2회, 조기 딜리버리) OTT 31회 반영. 당초 〈경성크리처〉 회당 제작비 약 30억원으로 추정되어 손익기여 클 것으로 예상했으나, 제작 참여지분(약 1/3)에 해당하는 매출과 이익만 인식되어 이번 분기 실적 부진에 주로 기여.

당분간 전방 산업과 실적 차별화

당분간 전방 산업(CJ ENM, 글로벌 OTT)과의 실적 차별화 예상. 티빙과 넷플릭스·디즈니플러스 비롯한 글로벌 OTT는 1)광고형 요금제(AVOD), 2)무광고 요금제 가격 인상, 3)계정공유 단속으로 수익성 개선. 하지만 상위 사업자로 OTT 업계가 재편되면서 20~21년과 같은 콘텐츠 수급 출혈경쟁 지양되어 제작사로의 낙수효과는 제한적일 전망. ENM은 24년 콘텐츠 제작비 가이던스를 23년과 비슷한 수준인 약 8,500억원(F/S 제외)으로 제시했는데, 프로야구 중계권료(400억원)와 ENM studios의 작품 수 증가를 고려하면, 스튜디오드래곤의 24년 제작비는 소폭 감소할 것으로 예상.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 58,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 58,000원(-10.8%)으로 하향. 24년 추정 EBITDA에 Target EV/EBITDA 8.7배 적용. 목표주가 하향은 24년 작품 라인업 부진에 따른 추정 손익 하향에 따름. 1)수목 드라마 슬롯의 제한적 재개, 2)새로운 해외 TV시리즈 오더가 이익 추정치 상향 및 주가반등의 트리거 될 수 있음.

Forecast earnings & Valuation

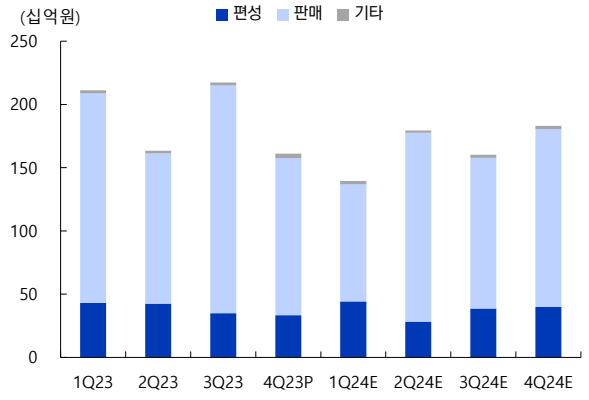
12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	487	698	753	662	748
YoY(%)	-7.3	43.3	7.9	-12.1	13.0
영업이익(십억원)	53	65	56	61	85
OP 마진(%)	10.9	9.3	7.4	9.2	11.4
순이익(십억원)	39	51	30	54	71
EPS(원)	1,301	1,684	996	1,813	2,351
YoY(%)	24.6	29.4	-40.9	81.9	29.7
PER(배)	69.9	51.1	51.7	26.4	20.3
PCR(배)	17.3	11.4	6.6	6.6	5.4
PBR(배)	4.0	3.9	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	17.6	12.1	6.8	6.5	5.2
ROE(%)	6.0	7.5	4.4	7.6	9.1

[도표 1] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023P	2024E
매출액	**211**	**163**	**217**	**161**	**140**	**179**	**160**	**183**	**487**	**698**	**753**	**662**
편성	43	42	35	33	44	28	39	40	161	193	154	151
판매	166	119	180	124	93	149	119	141	276	480	589	502
기타	2	2	2	3	3	2	2	2	50	25	10	9
매출원가	**180**	**140**	**189**	**157**	**119**	**163**	**132**	**159**	**407**	**598**	**665**	**574**
제작원가	108	79	122	91	58	111	84	98	227	362	400	350
무형자산상각비	46	41	46	40	42	37	31	43	89	150	174	153
지급수수료	21	14	16	10	12	9	11	11	41	57	61	43
매출총이익	**31**	**24**	**29**	**4**	**20**	**16**	**28**	**24**	**80**	**100**	**88**	**88**
GPM	*14.6*	*14.6*	*13.2*	*2.7*	*14.6*	*8.9*	*17.4*	*13.3*	*16.4*	*14.3*	*11.7*	*13.4*
영업이익	**22**	**16**	**22**	**-4**	**14**	**9**	**21**	**17**	**53**	**65**	**56**	**61**
OPM	*10.2*	*9.9*	*10.1*	*-2.4*	*9.8*	*5.0*	*13.3*	*9.1*	*10.8*	*9.3*	*7.4*	*9.1*
순이익	**18**	**10**	**18**	**-17**	**13**	**9**	**18**	**15**	**39**	**51**	**30**	**54**
NPM	*8.7*	*6.2*	*8.4*	*-10.4*	*9.0*	*5.0*	*11.4*	*8.1*	*8.0*	*7.2*	*4.0*	*8.2*
매출액 YoY	***74.4***	***3.8***	***-5.0***	***-15.4***	***-33.9***	***9.7***	***-26.3***	***13.7***	***-7.3***	***43.3***	***7.9***	***-12.1***
편성 YoY	*21.9*	*-3.1*	*-41.0*	*-38.1*	*2.7*	*-33.3*	*10.3*	*19.4*	*-18.1*	*19.4*	*-20.0*	*-1.9*
판매 YoY	*78.5*	*72.7*	*82.8*	*77.2*	*66.3*	*83.2*	*74.4*	*76.9*	*56.6*	*68.8*	*78.2*	*75.8*
기타 YoY	*-71.0*	*-78.4*	*-38.3*	*-7.8*	*18.4*	*-18.0*	*2.1*	*-27.9*	*2.9*	*-49.9*	*-59.7*	*-8.4*
매출원가 YoY	***88.7***	***14.3***	***-6.4***	***-12.3***	***-33.9***	***17.1***	***-29.8***	***1.3***	***-9.7***	***46.8***	***11.3***	***-13.7***
제작원가 YoY	*140.2*	*9.6*	*-13.2*	*-12.9*	*-46.0*	*40.1*	*-31.5*	*8.1*	*-12.8*	*59.5*	*10.5*	*-12.3*
무형자산상각비 YoY	*85.4*	*39.1*	*6.0*	*-22.2*	*-8.6*	*-11.0*	*-32.2*	*7.4*	*-21.3*	*67.8*	*16.1*	*-11.8*
지급수수료 YoY	*27.5*	*37.1*	*21.4*	*-43.8*	*-43.5*	*-35.2*	*-31.5*	*16.1*	*-13.8*	*39.7*	*6.6*	*-29.0*
매출총이익 YoY	***20.8***	***-32.4***	***5.2***	***-63.1***	***-34.0***	***-33.2***	***-3.4***	***463.4***	***6.7***	***25.4***	***-12.1***	***0.7***
영업이익 YoY	***19.3***	***-39.8***	***15.4***	***적전***	***-36.4***	***-45.2***	***-2.7***	***흑전***	***6.8***	***24.0***	***-14.3***	***8.4***
순이익 YoY	***17.8***	***-60.1***	***1.9***	***적지***	***-31.8***	***-12.4***	***0.2***	***흑전***	***31.8***	***29.5***	***-40.5***	***81.0***

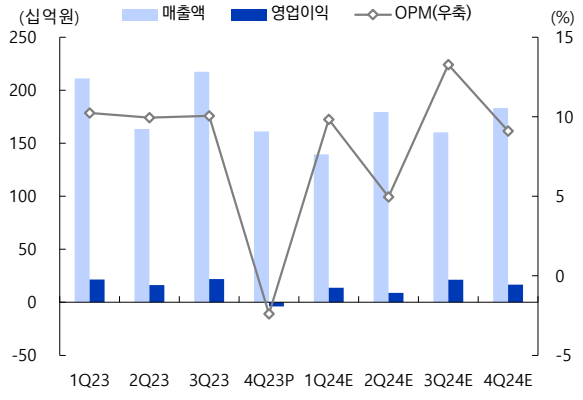
주: 4Q23P 매출원가 구성항목은 교보증권 추정
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 스튜디오드래곤 부문별 매출 추이 및 전망



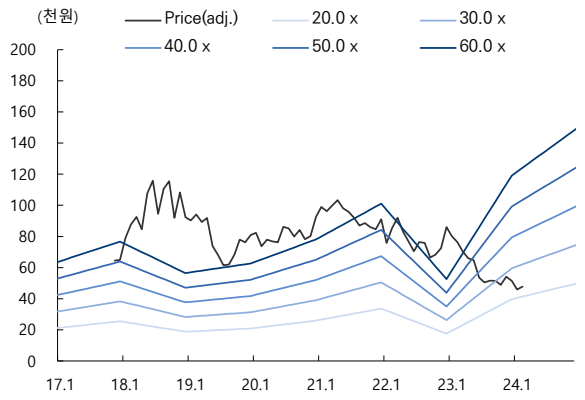
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	단위	값	비고
(1) 24E EBITDA	십억원	215.4	
(2) Target EV/EBITDA	배	8.7	넷플릭스, 아이치이, 디즈니 등 글로벌 OTT/제작사 평균 30% 할인
(3) 기업가치	십억원	1,820	= (1) * (2)
(4) 순차입금	십억원	50	
(5) 적정 시가총액	십억원	1,770	= (3) - (4)
(6) 총 주식수(천주)	천주	30,058	
(7) 적정 주가	원	58,869	= (5) / (6)
(8) 목표 주가	**원**	**58,000**	**백단위 절사**
(9) 현재 주가 (2/8)	원	47,800	
(10) 상승여력	**%**	**21.3**	**= (7) / (8) - 1**

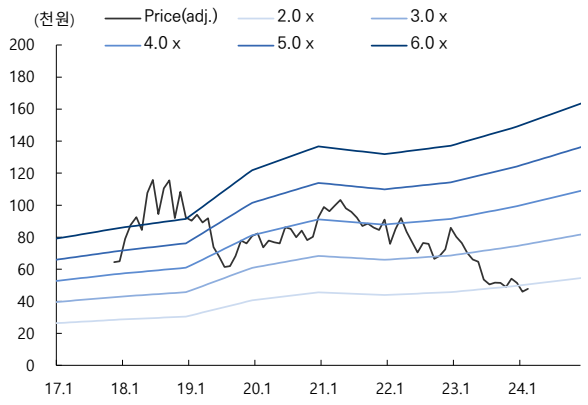
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 스튜디오드래곤 12MF P/E Band Chart



주: 당사 추정치 EPS 기준
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 스튜디오드래곤 12MF P/B Band Chart



주: 당사 추정치 BPS 기준
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 스튜디오드래곤 콘텐츠 라인업

연도	편성	작품명	공개월	부수	연출	극본	요일	최고 시청률	비고
2023	tvN	환혼: 빛과 그림자	'22.12~'23.1	10	박준화	홍정은 홍미란	토일	9.7%	넷플릭스 동시방영
		미씽: 그들이 있었다 2	'22.12~'23.1	14	민연홍	반기리 정소영	월화	5.9%	
		조선정신과의사 유세풍 2	'23.1~2	10	박원국	박슬기 최민호	수목	3.7%	
		일타스캔들	'23.1~3	16	유제원	양희승	토일	17.0%	넷플릭스 동시방영
		청춘월담	'23.2~4	20	이종재	장현정	월화	4.9%	
		성스러운아이들	'23.2~3	12	박소연	이천금	수목	3.1%	
		판도라 조작된 낙원	'23.3~4	16	최영훈	현지민	토일	5.7%	디즈니+ 동시방영
		패밀리	'23.4~5	12	장정도	정유선	월화	4.9%	디즈니+ 동시방영
		스틸러	'23.4~5	12	최준배	신경일	수목	4.7%	
		구미호뎐 1938	'23.5~6	12	강신효 조남형	한우리	토일	8.0%	아마존 동시방영
		이로운 사기	'23.5~7	16	이수현	한우주	월화	4.6%	
		이번 생도 잘 부탁해	'23.6~7	12	이나정	최영림	토일	5.7%	넷플릭스 동시방영
		소용없어 거짓말	'23.7~9	16	남성우	서정은	월화	3.4%	
		경이로운 소문 2	'23.7~9	-	유선동	김새봄	토일	6.1%	넷플릭스 동시방영
		아라문의 검	'23.9~10	12	김광식	김영현 박상연	토일	5.0%	디즈니+ 동시방영
		반짝이는 워터멜론	'23.9~11	16	손정현	진수완	월화	4.7%	넷플릭스 동시방영
		무인도의 디바	'23.10~11	12	오충환	박혜련, 은열	토일	9.0%	넷플릭스 동시방영
		마에스트라	'23.12~'24.1	12	김정권	최이윤 홍정희	토일	6.0%	디즈니+ 동시방영
	티빙	아일랜드 Part1	'22.12~'23.1	6	배종	오보현			아마존 판매
		아일랜드 Part2	'23.2~3	6	배종	오보현			아마존 판매
		방과 후 전쟁활동 Part1	'23.3	6	성용일	이남규			
		방과 후 전쟁활동 Part2	'23.4	4	성용일	이남규			
		운수 오진 날	'23.11	10	필감성	김민성 송하나			Paramount+ 판매
	쿠팡플레이	미끼 Part1	'23.1~2	6	김홍선	김진욱			1Q23 인식
		미끼 Part2	'23.4	6	김홍선	김진욱			1Q23 인식
	넷플릭스	더 글로리 Part2	'23.3	8	김은숙	안길호			
		셀러브리티	'23.6	12	김이영	김철규			4Q22 인식
		도적: 칼의 소리	'23.9	9	황준혁 박현석	한정훈			
		이두나!	'23.11	9	장유하	이정효			
		경성크리쳐 1	'23.12	10	강은경	정동윤			4Q23 인식
		스위트홈 2	'23.12	10	이응복 박소현				
	애플 TV+	The Big Door Prize 1	'23.3~	10					2H22 딜리버리
	디즈니+	형사록 2	'23.7	8	한동화	임창세			1H23 딜리버리
	지니 TV	마당이 있는 집	'23.6~7	8	정지현	지아니			
2024	tvN	내 남편과 결혼해줘	'24.1~2	16	박원국	신유담	월화	11.8%	아마존 동시방영
		세작, 매혹된 자들	'24.1~3	16	조남국	김선덕	토일	6.0%	넷플릭스 동시방영
		웨딩 임파서블	'24.2~4	12	권영일	박슬기 최민호	월화		
		눈물의 여왕	'24.3	16	장영우 김희원	박지은	토일		넷플릭스 동시방영
		감사합니다	'24(E)		권영일	최민호	월화		
		플레이어 2: 꾼들의 전쟁	'24(E)		고재현	신재형	토일		
		엄마친구아들	'24(E)		유제원	신하은			
		원경	'24(E)		김상호	이영미			
		가석방 심사관 이한신	'24(E)	12	윤상호	박치형			
		정년이	'24.10		정지인	최효비	토일		
		졸업	'24(E)		안판석				

넷플릭스	하이라키	2Q24	7	배현진	주혜미			
	스위트홈 3	2Q24		이응복 박소현				
	돌풍	3Q24	12	김용완	박경수			
	경성크리처 2	3Q24		장동윤	강은경			
	트렁크	4Q24	8	김규태	박은영			
	탄금	'24(E)	12	김홍선	김진아			
티빙	좋거나 나쁜 동재	'24(E)		박건호	황하정 김상원			Paramount+ 판매
	스터디 그룹	2H24	10	이장훈	엄선호			
애플 TV+	The Big Door Prize 2	'24(E)						2H23 딜리버리

주: 전국 시청률 기준
자료: 닐슨, 스튜디오드래곤, 교보증권 리서치센터 예상

[스튜디오드래곤 253450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	753	662	748
매출원가	407	598	665	574	633
매출총이익	80	100	88	88	115
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	11.7	13.4	15.4
판매비와관리비	27	35	32	28	31
영업이익	53	65	56	61	85
영업이익률 (%)	10.8	9.3	7.4	9.1	11.3
EBITDA	152	219	232	215	265
EBITDA Margin (%)	31.1	31.3	30.8	32.5	35.4
영업외손익	-1	-7	-19	12	10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	21	15	12	10
금융비용	-10	-19	-18	0	0
기타	-5	-9	-16	0	0
법인세비용차감전순손익	52	59	37	73	94
법인세비용	13	8	7	18	24
계속사업순손익	39	51	30	54	71
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	30	54	71
당기순이익률 (%)	8.0	7.2	4.0	8.2	9.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	39	51	30	54	71
지배순이익률 (%)	8.0	7.2	4.0	8.2	9.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-77	3	3	3
포괄순이익	74	-26	33	57	74
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	74	-26	33	57	74

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

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	233	400	437	452	485
현금및현금성자산	65	124	149	183	198
매출채권 및 기타채권	124	142	153	135	152
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	135	135	135	135
비유동자산	652	691	685	702	721
유형자산	8	11	10	10	12
관계기업투자금	0	13	25	38	51
기타금융자산	241	137	137	137	137
기타비유동자산	403	529	512	516	520
자산총계	884	1,091	1,121	1,153	1,206
유동부채	184	416	417	395	376
매입채무 및 기타채무	78	87	88	86	88
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	431	408	390
지배지분	684	661	691	745	816
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	243	297	368
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	691	745	816
총차입금	7	179	179	159	139

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	-51	-22	-12
당기순이익	39	51	30	54	71
비현금항목의 가감	119	176	191	169	202
감가상각비	4	3	2	2	1
외환손익	-1	4	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	169	189	167	201
자산부채의 증감	-155	-280	-266	-240	-272
기타현금흐름	-11	-10	-6	-5	-13
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	25	33	16
기초 현금	49	65	124	149	183
기말 현금	65	124	149	183	198
NOPLAT	39	56	45	45	63
FCF	-19	-75	-46	-41	-31

자료: 스튜디오드래곤, 교보증권 리서치센터

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

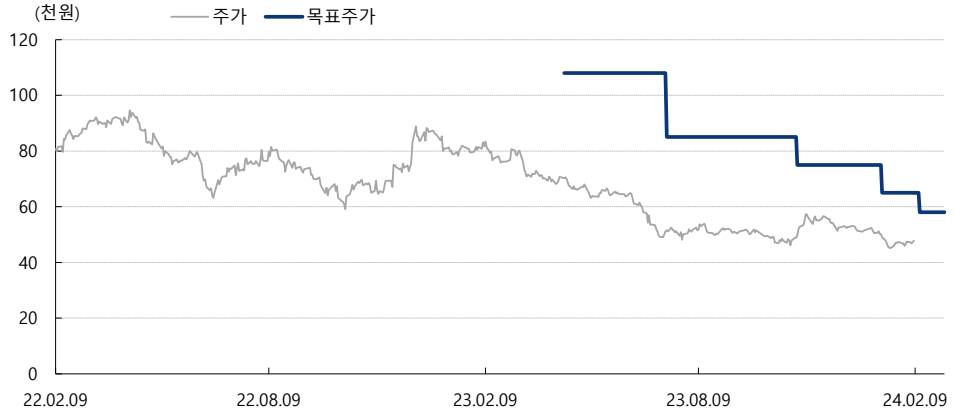
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,301	1,684	996	1,813	2,351
PER	69.9	51.1	51.7	26.4	20.3
BPS	22,785	21,982	22,978	24,790	27,141
PBR	4.0	3.9	2.2	1.9	1.8
EBITDAPS	5,054	7,279	7,712	7,165	8,814
EV/EBITDA	17.6	12.1	6.8	6.5	5.2
SPS	16,233	23,250	25,056	22,033	24,901
PSR	5.6	3.7	2.1	2.2	1.9
CFPS	-624	-2,483	-1,526	-1,380	-1,023
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-7.3	43.3	7.9	-12.1	13.0
영업이익 증가율	7.0	24.0	-14.3	8.4	39.6
순이익 증가율	31.8	29.5	-40.8	81.9	29.7
수익성					
ROIC	15.1	15.9	11.0	11.5	16.0
ROA	4.8	5.1	2.7	4.8	6.0
ROE	6.0	7.5	4.4	7.6	9.1
안정성					
부채비율	29.3	65.1	62.4	54.8	47.8
순차입금비율	0.8	16.4	16.0	13.8	11.6
이자보상배율	67.6	13.2	0.0	0.0	0.0

스튜디오드래곤 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2023-04-17	Buy	108,000	(37.38)	(34.63)					
2023-05-08	Buy	108,000	(42.63)	(34.63)					
2023-07-13	Buy	85,000	(39.80)	(36.82)					
2023-08-11	Buy	85,000	(40.69)	(36.59)					
2023-11-01	Buy	75,000	(26.91)	(23.60)					
2023-11-13	Buy	75,000	(28.83)	(23.60)					
2024-01-12	Buy	65,000							
2024-02-13	Buy	58,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

· 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
· 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
· 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2%	3.6%	2.2%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하