DS INVESTMENT & SECURITIES

스튜디오드래곤
253450

수확의 시기가 온다

장지혜 미디어·음식료
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.02.14

매수(유지)

목표주가(하향)	60,000원
현재주가(02/13)	47,050원
상승여력	27.5%

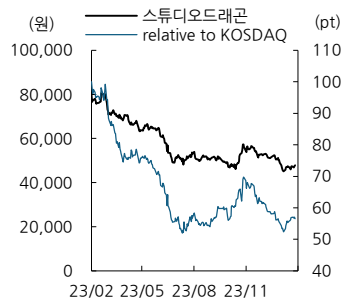
Stock Data

KOSDAQ	845.2pt
시가총액(보통주)	1,414십억원
발행주식수	30,058천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	75천주
60일 평균거래대금	3,824백만원
외국인 지분율	7.6%
52주 최고가	82,500원
52주 최저가	45,050원
주요주주	
CJENM(외 4인)	54.8%
네이버(외 1인)	6.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.1	-1.4
3M	-13.5	-22.6
6M	-11.2	-3.9

주가차트



[Update] 2023년 TV 편성 축소로 실적 부진하나 해외 판매 호조로 방어

스튜디오드래곤의 23년 실적은 연결 매출액 7,531억원(+8% YoY), 영업이익 559억원(-14% YoY, OPM 7.4%)을 기록했다. 방영 회차는 341회(TV 227회, OTT 114)로 전년비 -23% 감소했으나 글로벌 플랫폼 다각화와 판매 전략 고도화로 매출액은 성장했다. 다만 TV라인업 감소 및 시청 성과 부진으로 수익성은 하락이 불가피했다. 이에 따라 채널별 매출액은 편성 1,541억원(-20% YoY), 판매 5,889억원(+23% YoY)으로 판매 매출 비중이 19년 47%→21년 57%→23년 78%까지 확대됐다. 또한 해외 매출 비중은 21년 38%→23년 60%로 확대됐다. 특히 4분기는 구작 판매 감소와 〈아라문의 검〉 상각비와 세트장 철거 비용 등 부담이 증가하며 영업적자를 기록했다.

[Forecast] 2024년 넌캡티브 비중 확대 및 수익성 개선 본격화 전망

스튜디오드래곤의 24년 실적은 연결 매출액 6,999억원(-7% YoY), 영업이익 630억원(+13 YoY, OPM 9%)으로 전망한다. 라인업은 24편 이상(TV 13, OTT 11)으로 캡티브 드라마 슬랏 축소로 전년비 4편 감소가 예상된다. 다만 드라마 〈내 남편과 결혼해줘〉를 시작으로 TV시청 성과가 회복하고 있고 제작비 상승 및 글로벌 판매 다각화로 매출 감소를 방어할 것이다. 또한 24년은 수익성 개선과 넌캡티브 비중 확대의 원년이 될 것이다. 제작 단계부터 글로벌 시청자를 고려해 장르와 규모를 기획하고 방영 전 선제적 판매로 전 작품 판매 기간을 단축하며 볼륨딜 외 판매 방식 다각화로 수익성 개선이 기대된다.

[Valuation] 투자의견 매수, 목표주가 6만원으로 하향

스튜디오드래곤의 목표주가를 기존 10만원에서 6만원으로 -40% 하향한다. 목표주가 변경은 24년 실적에 EV/EBITDA 목표배수를 기존 11배에서 7배로 하향한데 기인한다. 목표주가는 내재 PER 36배로 다소 높은 수준이다. 그러나 스튜디오드래곤의 글로벌 OTT 대상 협상력이 갈수록 높아지고 있고 수익성 개선이 기대되며 순차입금 감소세를 감안해 목표주가 상승 가능성도 높다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	487	698	753	700	764
영업이익	53	65	56	63	71
영업이익률(%)	10.8	9.3	7.4	9.0	9.2
세전이익	52	59	37	61	69
지배주주지분순이익	39	51	30	49	55
EPS(원)	1,301	1,682	1,001	1,633	1,832
증감률(%)	31.8	29.3	-40.5	63.2	12.2
ROE(%)	6.0	7.5	4.2	6.2	6.5
PER(배)	69.9	51.1	47.0	28.8	25.7
PBR(배)	4.0	3.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	17.7	12.1	6.0	7.5	8.7

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

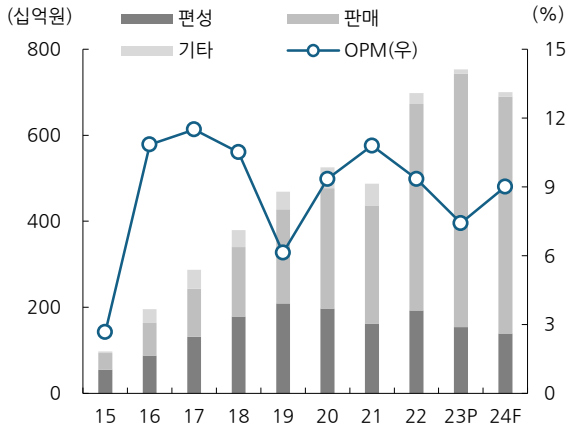
Company Analysis

표27 스튜디오드래곤 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023P	2024F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	149.3	182.1	191.4	177.1	487.1	697.9	753.1	699.9
YoY	*74.4%*	*3.8%*	*-5.0%*	*-15.4%*	*-29.3%*	*11.4%*	*-12.0%*	*9.9%*	*-7.3%*	*43.3%*	*7.9%*	*-7.1%*
(방영회차)	112	83	75	71					352	442	341	
TV	73	64	50	40					269	315	227	
OTT	39	19	25	31					83	127	114	
1. 편성	43.2	42.5	35.0	33.4	34.1	33.4	35.3	36.0	161.3	192.5	154.1	138.9
YoY	*21.9%*	*-3.1%*	*-41.0%*	*-38.1%*	*-21.1%*	*-21.3%*	*0.8%*	*8.0%*	*-18.1%*	*19.4%*	*-20.0%*	*-9.9%*
2. 판매	165.7	118.9	180.0	124.3	112.9	146.5	153.8	137.7	275.5	480.2	588.9	550.8
YoY	*113.1%*	*14.4%*	*8.6%*	*-6.4%*	*-31.9%*	*23.2%*	*-14.6%*	*10.7%*	*-1.5%*	*74.3%*	*22.6%*	*-6.5%*
3. 기타	2.3	2.1	2.3	3.4	2.3	2.1	2.3	3.4	50.3	25.2	10.1	10.1
YoY	*-71.0%*	*-78.4%*	*-38.3%*	*-7.8%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*2.9%*	*-49.9%*	*-59.7%*	*0.0%*
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	16.3	17.4	18.4	11.0	52.6	65.2	55.9	63.0
YoY	*19.3%*	*-39.8%*	*15.4%*	*적전*	*-24.8%*	*7.3%*	*-15.8%*	*흑전*	*7.0%*	*24.0%*	*-14.3%*	*12.8%*
영업이익률	*10.2%*	*9.9%*	*10.1%*	*-2.4%*	*10.9%*	*9.6%*	*9.6%*	*6.2%*	*10.8%*	*9.3%*	*7.4%*	*9.0%*
순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	13.4	13.6	17.3	4.8	39.0	50.6	30.1	49.1
YoY	*17.8%*	*-60.1%*	*1.9%*	*적지*	*-27.2%*	*33.4%*	*-4.7%*	*흑전*	*31.8%*	*29.5%*	*-40.5%*	*63.2%*
순이익률	*8.7%*	*6.2%*	*8.4%*	*-10.4%*	*9.0%*	*7.5%*	*9.0%*	*2.7%*	*8.0%*	*7.2%*	*4.0%*	*7.0%*

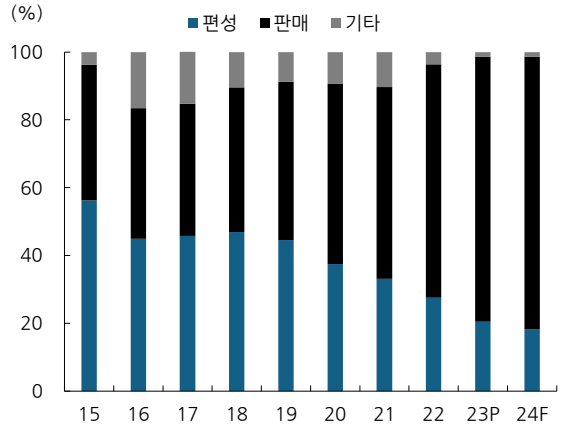
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림128 스튜디오드래곤 주요 사업부별 실적 추이 및 전망



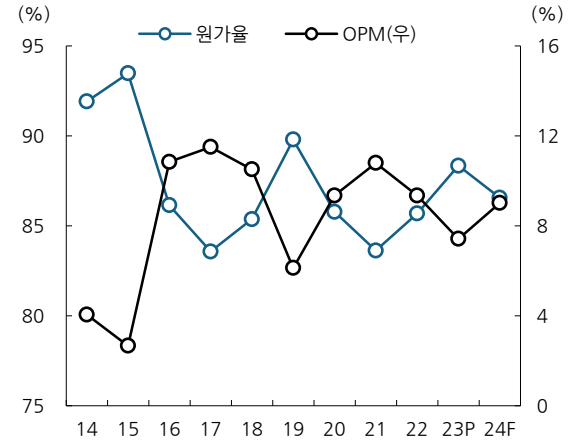
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림129 스튜디오드래곤 주요 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



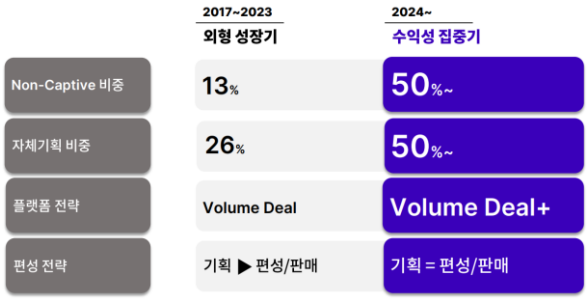
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림130 스튜디오드래곤 마진율 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림131 스튜디오드래곤 주요 전략



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림132 스튜디오드래곤 드라마 방영과 실적비교(분기)

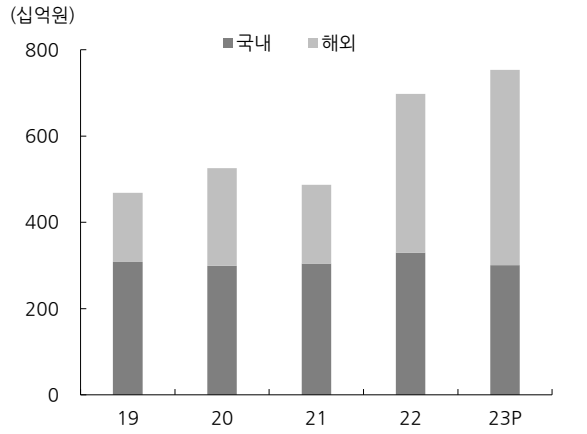
(십억원, %)	Sales	GP	OP	GPM	OPM	드라마(첫 회 방영시점)
1Q17	75.3	16.8	14.0	22.2	18.5	내성적인 보스, 내일 그대와, 그녀는 거짓말을 너무 사랑해, 보이스, 터널
2Q17	62.1	12.2	8.9	19.6	14.3	시카고 타자기, 써클: 이어진 두 세계, 비밀의 숲, 듀얼, 품위있는 그녀
3Q17	77.5	10.7	6.6	13.9	8.6	하백의 신부, 크리미널 마인드, 명불허전, 아르곤, 구해줘, 황금빛 내 인생
4Q17	71.9	7.4	3.5	10.4	4.8	이번 생은 처음이라, 부암동 복수자들, 변혁의 사랑, 블랙, 세상에서 가장 아름다운 이별, 브라보 마이 라이프, 화유기
1Q18	79.9	13.6	10.7	17.1	13.3	마더, 크로스, 라이브, 나의 아저씨, 나쁜 녀석들: 악의 도시, 작은 신의 아이들
2Q18	74.3	10.6	7.3	14.3	9.9	무법변호사, 어바웃타임, 김비서가 왜 그럴까, 미스트리스, 라이프 온 마스
3Q18	123.7	24.8	21.5	20.1	17.4	미스터 선샤인, 아는 와이프, 백일의 낭군님, 보이스2, 손: The Guest, 플레이어
4Q18	101.7	6.5	0.4	6.4	0.4	하늘에서 내리는 1억개의 별, 나인룸, 계룡선녀점, 남자친구, 신의 퀴즈: 리부트, 프리스트, 은주의 방, 알함브라 궁전의 추억
1Q19	111.8	15.0	11.0	13.4	9.9	왕이 된 남자, 로맨스는 별책부록, 진심이 닿다, 사이코메트리 그녀석, 자백, 빙의, 킬잇
2Q19	128.2	15.4	10.8	12.0	8.4	그녀의 사생활, 어비스, 아스달 연대기(part1), 검색어를 입력하세요 WWW, 구해줘2, 보이스3, 봄밤
3Q19	131.2	15.3	10.9	11.7	8.3	아스달 연대기(part2), 60일 지정생존자, 호텔 델루나, 위대한 쇼, 미스터 기간제, 청일전자 미쓰리, 왓쳐, 달리는 조사관, 의사요한, 좋아하면 울리는(Netflix), 날 녹여주오
4Q19	97.4	2.2	-4.0	2.2	-4.1	유령을 잡아라, 싸이코패스 다이어리, 사랑의 불시착, 블랙독
1Q20	120.3	16.7	11.6	13.8	9.7	머니게임, 방법, 하이바이 마마!, 메모리스트, 반의 반, 본 대로 말하라, 루갈 나홀로 그대(Netflix), 한 번 다녀왔습니다
2Q20	161.4	21.8	16.9	13.5	10.4	화양연화, 외출, 오! 마이 베이비, (아는건 별로 없지만) 가족입니다, 사이코지만 괜찮아, 더 킹: 영원의 군주
3Q20	106.3	21.3	16.0	20.0	15.1	악의 꽃, 비밀의 숲2, 청춘기록, 트레인, 미씽: 그들이 있었다
4Q20	137.7	15.0	4.6	10.9	3.3	구미호뎐, 스타트업, 낮과 밤, 경이로운 소문, 스위트홈(Netflix), 여신강림, 철인왕후
1Q21	117.1	23.7	17.9	20.2	15.3	루카: 더 비기닝, 빈센조, 나빌레라, 타임즈, 좋아하면 울리는2(Netflix), 당신의 운명을 쓰고 있습니다
2Q21	106.0	20.3	13.8	19.2	13.0	마인, 어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다, 보이스4, 간 떨어지는 동거
3Q21	116.1	21.0	14.6	18.1	12.6	악마판사, 너는 나의 봄, 더 로드: 1의 비극, 갯마을 차차차, 하이클래스, 홈타운, 마녀식당으로 오세요, 유미의 세포들 (티빙 + tvN) // 킹덤: 아신전 (Netflix)
4Q21	147.9	14.8	6.3	10.0	4.3	지리산, 불가살, 배드앤크레이지, 멜랑꼴리아, 어사와 조이, 해피니스
1Q22	121.1	25.5	18.1	21.1	15.0	고스트닥터, 스물다섯 스물하나, 소년심판(Netflix), 군검사 도베르만, 킬힐, 돼지의 왕(티빙), 우월한 하루
2Q22	157.5	35.4	27.0	22.5	17.1	우리들의 블루스, 별똥별, 살인자의 쇼핑목록, 드라마 스테이지, 이브, 링크: 먹고 사랑하라 죽이게, 환혼 1, 괴이(티빙), 유미의 세포들2(티빙)
3Q22	228.9	27.4	18.9	12.0	8.3	아다마스, 조선정신과의사 유세풍, 작은 아씨들, 멘탈코치 제갈길, 블라인드 빅마우스(MBC), 개미가 타고 있어요(티빙), 유니콘(쿠팡)
4Q22	190.5	11.7	1.2	6.1	0.6	슈룹, 연예인 매니저로 살아남기, 환혼2, 미씽2, 형사록(Disney+), 아무것도 하고 싶지 않아(ENA), 커넥트(Disney+), 더 패뷸러스(Netflix), 더 글로리 part1(Netflix), The Big Door Prize (Apple TV+), 아일랜드1(티빙)
1Q23	211.1	30.8	21.6	14.6	10.2	조선정신과의사 유세풍2, 일타스캔들, 청춘월담, 성스러운 아이돌, 판도라: 조작된 낙원, 미끼 part1(쿠팡), 아일랜드2(티빙), 더 글로리 part2(Netflix), 방과 후 전쟁활동(티빙)
2Q23	163.5	23.9	16.3	14.6	9.9	스틸러: 일곱개의 조선통보, 패밀리, 구미호뎐 1938, 이로운 사기, 이번 생도 잘 부탁해, 미끼 part2(쿠팡), 마당이 있는 집(ENA), 셀러브리티(Netflix/4Q22 Delivery),
3Q23	217.4	28.8	21.9	13.2	10.1	경이로운 소문2, 소용없어 거짓말, 아라문의 검: 아스달연대기2, 반짝이는 워터멜론, 형사록2(Disney+/1H23 Delivery), 도적: 칼의 소리(Netflix)
4Q23P	161.1	4.3	-3.8	2.7	-2.4	무인도의 디바, 마에스트라, 이두나!(Netflix/2~2Q23 Delivery), The Big Door Prize2 (Apple TV+/2H23 Delivery), 운수오진날(티빙), 스위트홈2(Netflix), 경성크리쳐(Netflix)
2024F	699.9	94.1	63.0	13.4	9.0	내 남편과 결혼해줘, 세작: 매혹된 자들, 웨딩 임파서블, 눈물의 여왕, 감사합니다, 엄마친구 아들, 정년이, O'PENing-그랜드 샤이닝 호텔(tvN+티빙), 플레이어2: 꾼들의 전쟁, 스터디 그룹(티빙), 좋거나 나쁜 동재(티빙), 하이라키(Netflix), 돌풍(Netflix), 스위트홈3(Netflix), 경성크리쳐2(Netflix),

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림133 스튜디오드래곤의 24년 라인업 수 및 전략

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림134 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림135 목표주가 산출(1)

EV/EBITDA Valuation	(십억원, 배)
24 년 영업이익	63.0
24 년 EBITDA	259.4
EV/EBITDA	7.0
순차입금	11.3
목표기업가치	1,804.8
유통주식수(천주)	30,058.5
목표주가 (원)	**60,000**
현재주가 (원)	**47,050**
상승여력	**27.5%**

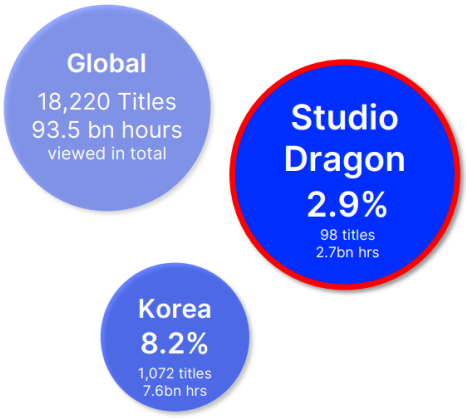
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2024.02.13 종가

그림136 목표주가 산출(2)

PER Valuation	
2024F EPS (원)	1,632.9
2023 EPS	1,000.8
2024F EPS	1,632.9
Target PER (배)	36.0
Historical PER(20~23)	53.9
Netflix 24F PER	50.0
목표주가 (원)	**60,000**
현재주가 (원)	**47,050**
상승여력	**27.5%**

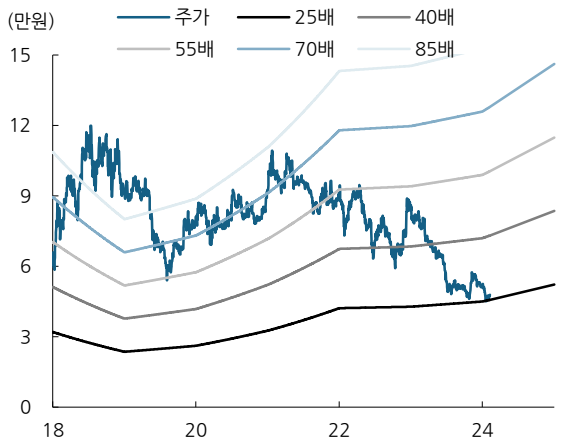
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2024.02.13 종가

그림137 넷플릭스의 23년 상반기 시청 시간 점유율



자료: Netflix, 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림138 스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[스튜디오드래곤 253450]

재무상태표 (십억원)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	233	400	466	616	730
현금 및 현금성자산	65	124	232	365	462
매출채권 및 기타채권	124	142	139	153	166
재고자산	0	0	0	0	0
기타	44	135	95	99	103
비유동자산	652	691	706	618	572
관계기업투자등	241	150	169	175	183
유형자산	8	11	12	11	10
무형자산	298	378	350	249	189
자산총계	884	1,091	1,172	1,234	1,302
유동부채	184	416	376	388	401
매입채무 및 기타채무	78	87	71	78	85
단기금융부채	4	173	172	172	172
기타유동부채	102	156	132	138	143
비유동부채	17	14	28	29	29
장기금융부채	7	9	9	9	9
기타비유동부채	9	4	19	19	20
부채총계	200	430	404	417	430
지배주주지분	684	661	768	817	872
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	243	292	347
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	768	817	872

손익계산서 (십억원)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	487	698	753	700	764
매출원가	407	598	665	606	660
매출총이익	80	100	88	94	104
판매비 및 관리비	27	35	32	31	34
영업이익	53	65	56	63	71
(EBITDA)	152	219	227	165	131
금융손익	7	6	1	2	3
이자비용	1	5	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	-13	-19	-4	-4
세전계속사업이익	52	59	37	61	69
계속사업법인세비용	13	8	7	12	14
계속사업이익	39	51	30	49	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	30	49	55
지배주주	39	51	30	49	55
총포괄이익	74	51	30	49	55
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	11.7	13.4	13.7
영업이익률 (%)	10.8	9.3	7.4	9.0	9.2
EBITDA마진률 (%)	31.1	31.3	30.1	23.6	17.2
당기순이익률 (%)	8.0	7.2	4.0	7.0	7.2
ROA (%)	4.8	5.1	2.7	4.1	4.3
ROE (%)	6.0	7.5	4.2	6.2	6.5
ROIC (%)	10.1	11.7	8.1	10.0	13.0

현금흐름표 (십억원)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	141	147	112
당기순이익(손실)	39	51	30	49	55
비현금수익비용가감	119	176	77	103	61
유형자산감가상각비	4	3	3	1	1
무형자산상각비	95	150	169	101	60
기타현금수익비용	20	18	-95	1	1
영업활동 자산부채변동	-155	-280	34	-5	-5
매출채권 감소(증가)	2	-35	20	-14	-13
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	19	12	-29	7	7
기타자산, 부채변동	-176	-256	43	2	2
투자활동 현금	27	-43	-32	-14	-15
유형자산처분(취득)	-2	-4	-3	0	0
무형자산 감소(증가)	-1	-3	0	0	0
투자자산 감소(증가)	28	-12	-6	-7	-7
기타투자활동	1	-25	-24	-7	-7
재무활동 현금	-3	165	-1	0	0
차입금의 증가(감소)	-2	168	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-5	0	0	0
현금의 증가	16	59	108	133	97
기초현금	49	65	124	232	365
기말현금	65	124	232	365	462
NOPLAT	39	56	45	50	56
FCF	29	-96	109	133	97

주요투자지표 (원, 배)

	2021	2022	2023P	2024F	2025F
투자지표 (x)					
P/E	69.9	51.1	47.0	28.8	25.7
P/B	4.0	3.9	1.8	1.7	1.6
P/S	5.6	3.7	1.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	17.7	12.1	6.0	7.5	8.7
P/CF	17.3	11.4	13.2	9.3	12.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-7.3	43.3	7.9	-7.1	9.1
영업이익	7.0	24.0	-14.3	12.8	11.9
세전이익	25.2	12.7	-36.5	64.9	12.2
당기순이익	31.8	29.5	-40.5	63.2	12.2
EPS	31.8	29.3	-40.5	63.2	12.2
안정성 (%)					
부채비율	29.3	65.1	52.6	51.0	49.3
유동비율	126.6	96.1	123.9	158.6	182.3
순차입금/자기자본(x)	-7.8	8.9	-6.6	-22.4	-32.1
영업이익/금융비용(x)	67.6	13.2	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	11	183	182	182	182
순차입금 (십억원)	-54	59	-50	-183	-280
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,682	1,001	1,633	1,832
BPS	22,785	21,982	25,547	27,180	29,012
SPS	16,229	23,220	25,056	23,283	25,413
CFPS	5,252	7,534	3,565	5,056	3,875
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준