

스튜디오드래곤 (253450)

1Q24E Preview: 컨센서스 부합 예상

2024년 4월 4일

미디어 / 광고 Analyst 최용현
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

투자의견 Buy,
목표주가 59,000원 → 52,000원 하향

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 Buy를 유지하지만, 목표주가를 52,000원으로 11.9% 하향 조정한다. 투자의견 조정은 24/25년 영업이익 추정치를 각각 26.6%/30.7% 하향 조정한데 기인하고, 영업이익 추정치는 컨센서스 대비 약 20% 낮은 수준이다. 실적 추정은 2024E 예상 방영 에피소드 수를 280화에서 264화로 변경하고, 24년 OTT로 판매되는 콘텐츠의 수익성이 23년과 유사할 것이라고 반영했다. 향후 주가 상승 요소는 ① 해외 향 작품 제작 발표 (미국/일본), ② 캡티브 채널의 드라마 방영 증가 (주 2편 → 3편) ③ 중국 판매 재개 여부다. 상반기까지는 실적 개선 가능성이 제한적이나, 작품이 늘어나는 하반기부터는 기대해 볼 만하다.

Valuation:
DCF→EV/EBITDA 변경
장기적으로 현금 창출 향상 기대

목표가 산정을 위한 Valuation 방법을 DCF에서 EV/EBITDA로 변경한다. 스튜디오드래곤은 ① 2023년 처음으로 잉여 현금을 창출 (23년 Free Cash Flow 420억원)하면서 EBITDA 숫자의 실적 가시성이 높아졌고, ② 콘텐츠를 자산화하는 특성 상 EBITDA가 현 시점을 가장 빠르게 반영한다고 판단했기 때문이다. 목표주가는 2024E EBITDA 2,430억원에 타깃 멀티플 6.4배를 적용했는데, 타깃 멀티플은 글로벌 PEER의 평균 수치다. 그럼에도 스튜디오드래곤은 계속해서 EBITDA와 FCF 간극을 좁혀야 한다. 이를 위해선 Capex 지출이 없는 매출 비중이 커져야 하는데 장기적으로 구작 판매 비중이 늘어나며 현금 창출 능력이 개선될 것이다.

1Q24E OP: 172억원
Vs. 컨센: 176억원

1Q24 영업이익은 172억원을 기록하며 컨센서에 부합할 것이라고 판단된다. 작품 방영 에피소드는 총 64화 (TV 54, OTT 10)로 전년 동기 (TV 73, OTT 39) 대비 48화 감소할 것이다. 편성 매출액은 TV 작품 수 감소 영향으로 전년 대비 10.1% 감소하고, 판매 매출액은 OTT 작품 수 감소 영향으로 35.3% 감소할 것이다. 다만 TV 에피소드는 수익성이 상대적으로 높은 Prebuy 형태 작품으로 구성되어 영업이익 감소폭 (-20.2% YoY, OPM 11.5%)은 매출액 감소폭 (-29.2% YoY)보다 작을 것이다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	52,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	15.2
현재가 (4/3, 원)	45,150
Consensus target price (원)	63,538
시가총액 (조원)	1.4

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	753	691	762	800
영업이익 (십억원)	56	53	64	77
지배주주순이익 (십억원)	30	36	50	64
EPS (원)	1,001	1,212	1,664	2,131
증감률 (%)	-40.6	21.1	37.3	28.1
P/E (x)	51.5	37.2	27.1	21.2
EV/EBITDA (x)	6.5	5.6	5.2	4.8
P/B (x)	2.2	1.8	1.7	1.6
ROE (%)	4.4	5.0	6.5	7.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

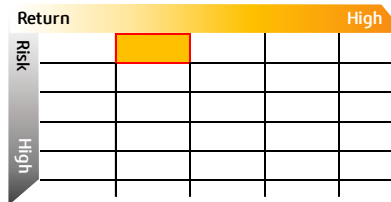
Trading Data

Free float (%)	45.2
거래대금 (3m, 십억원)	3.3
외국인 지분율 (%)	8.0
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

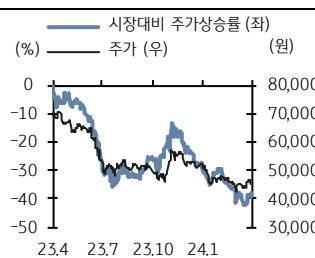
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	-13.8	-12.3	-34.8
시장대비 상대수익률	-2.0	-14.7	-16.6	-37.0

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario

Base-case Scenario (목표주가)

현재주가 (4/3)

Bear-case Scenario

62,000원 (2024E EV/EBITDA 7.7배)

52,000원 (2024E EV/EBITDA 6.4배)

45,150원

42,000원 (2024E EV/EBITDA 5.2배)

Base-case Scenario: 향후 추가 동인

1) 2024년 TV 에피소드 174화

2) 2024년 OTT 에피소드 90화

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 2024년 TV 에피소드 200화 이상

2) 2024년 OTT 오리지널 에피소드 120화 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 2024년 TV 에피소드 160화 이하

2) 2024년 OTT 오리지널 에피소드 70화 이하

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	748.0	822.0	690.6	761.6	-7.7	-7.3
영업이익	72.0	93.0	52.9	64.5	-26.6	-30.7
지배주주순이익	52.0	70.0	36.4	50.0	-29.9	-28.6

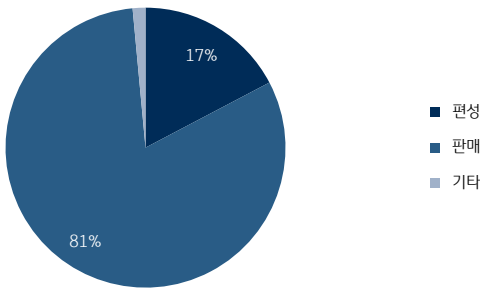
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	690.6	761.6	745.8	814.5	-7.4	-6.5
영업이익	52.9	64.5	69.7	83.1	-24.1	-22.4
지배주주순이익	36.4	50.0	51.9	61.3	-29.8	-18.4

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2024E, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
스튜디오드래곤	1.4	24.5	20.6	1.80	1.66	5.8	5.4	7.5	8.2	0.0	0.0
파라마운트 글로벌	12.3	12.3	10.1	0.39	0.38	7.9	7.5	3.0	3.3	1.5	1.5
워너브라더스 디스커버리	28.7	N/A	109.1	0.47	0.46	6.3	6.0	1.8	4.1	0.0	0.0
컴캐스트	221.9	9.8	9.1	1.88	1.70	6.6	6.5	19.4	19.6	3.0	3.2

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
EV/EBITDA Valuation
- 2) 목표주가 산정
EV/EBITDA 6.4배 * EBITDA 2,430억원
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
62,000원 ~ 42,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2024E EV/EBITDA 6.4배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	+1.1	+1.1
금리 1%p 상승 시	+0.5	4.9

표 1. 1Q24 실적 추정 및 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	1Q24E	4Q23	QoQ	1Q23	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	149.5	161.1	(7.2)	211.1	(29.2)	149.5	0.0	168.5	(11.3)
영업이익	17.2	(3.8)	흑전	21.6	(20.2)	17.2	0.5	17.6	(1.8)
OP/GP	11.5	(2.4)	13.9	10.2	1.3	11.5	0.1	10.4	1.1
지배주주순이익	14.6	(16.7)	흑전	18.4	(20.6)	14.5	0.5	15.0	(2.8)
NP/GP	9.8	(10.4)	20.1	22.0	(12.3)	9.7	0.0	8.9	0.9

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2024E					2025E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출총이익	690.6	748.0	(7.7)	745.8	(7.4)	761.6	822.0	(7.3)	814.5	(6.5)
영업이익	52.9	72.0	(26.6)	69.7	(24.1)	64.5	93.0	(30.7)	83.1	(22.4)
OP/GP	7.7	9.6	(2.0)	9.3	(1.7)	8.5	11.3	(2.9)	10.2	(1.7)
지배주주순이익	36.4	52.0	(29.9)	51.9	(29.8)	50.0	70.0	(28.6)	61.3	(18.4)
NP/GP	5.3	7.0	(1.7)	7.0	(1.7)	6.6	8.5	(1.9)	7.5	(1.0)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

변경전: 1월 10일

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
TV 에피소드	73	64	50	40	54	34	30	56	315	227	174	180
OTT 에피소드	39	19	25	31	10	15	26	39	127	114	90	102
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	149.5	140.7	173.6	226.7	697.9	753.1	690.6	761.6
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	38.8	25.5	23.2	44.4	192.5	154.1	131.9	144.4
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	107.2	111.7	146.8	178.7	480.2	588.9	544.4	601.8
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7	25.2	10.1	14.3	15.4
YoY %	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-29.2	-13.9	-20.1	40.7	43.3	7.9	-8.3	10.3
편성	21.9	-3.1	-41.0	-38.1	-10.1	-39.9	-33.8	33.0	19.4	-20.0	-14.4	9.5
판매	113.1	14.4	8.6	-6.4	-35.3	-6.1	-18.5	43.7	74.3	22.6	-7.6	10.5
기타	-71.0	-78.4	-38.3	-7.8	49.8	67.0	54.8	8.2	-49.9	-59.7	40.6	8.2
QoQ %	10.8	-22.6	33.0	-25.9	-7.2	-5.8	23.4	30.6				
편성	-20.0	-1.7	-17.5	-4.8	16.2	-34.2	-9.1	91.2				
판매	24.7	-28.2	51.4	-30.9	-13.8	4.1	31.5	21.7				
기타	-37.2	-8.5	10.0	45.9	2.0	2.0	2.0	2.0				
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	17.2	14.0	21.4	0.2	65.2	55.9	52.9	64.5
(YoY %)	19.3	-39.8	15.4	적전	-20.2	-13.7	-2.3	흑전	24.0	-14.3	-5.4	21.9
(QoQ %)	1732.1	-24.8	34.4	적전	흑전	-18.6	52.2	-99.0				
영업이익률 (%)	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.5	10.0	12.3	0.1	9.3	7.4	7.7	8.5
지배주주순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	14.6	10.9	20.3	-9.4	50.6	30.1	36.4	50.0
(YoY %)	17.8	-60.1	1.9	적지	-20.6	7.1	11.7	적지	29.5	-40.5	21.1	37.2
(QoQ %)	흑전	-44.6	78.3	적전	흑전	-25.3	85.9	적전				
순이익률 (%)	8.7	6.2	8.4	-10.4	9.8	7.8	11.7	-4.1	7.2	4.0	5.3	6.6

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	6.4x	4.6x	5.1x	5.5x	3.8x	2.1x	2.0x	1.7x
매출액	380	469	526	487	698	753	691	762
YoY %	32.4	23.5	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(8.3)	10.3
EV / EBITDA	21.1x	14.9x	16.2x	17.6x	12.1x	6.5x	5.6x	5.2x
EBITDA	115	146	165	152	219	242	243	250
YoY %	55.1	26.4	13.6	(8.3)	44.1	10.7	0.4	2.9
EV / FCF	-	-	-	-	-	37.2x	63.0x	24.5x
FCF	(29)	(13)	(3)	(11)	(69)	42	22	54
YoY %	294.0	(55.7)	(75.9)	249.7	531.6	(160.7)	(48.6)	147.7
P/E	72.3x	85.9x	88.7x	69.9x	51.1x	51.5x	37.2x	27.1x
EPS	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001	1,212	1,664
YoY %	21.7	(26.3)	10.9	24.6	29.4	(40.6)	21.1	37.2
P/B	6.46x	5.31x	4.56x	3.99x	3.91x	2.19x	1.82x	1.71x
BPS	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546	24,759	26,423
YoY %	8.9	6.5	33.2	12.2	(3.5)	7.1	5.1	6.7
기준주가	92,400	80,900	92,600	91,000	86,000	51,500	45,150	45,150
기준주식수	28,038	28,068	28,369	30,008	30,020	30,058	30,058	30,058
기준시가총액	2,592	2,273	2,778	2,731	2,585	1,548	1,357	1,357

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 5. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	수치	Note
24E EBITDA	243.0	
Multiple (X)	6.4	글로벌 Peer 평균 (파라마운트/워너브라더스/컴캐스트)
Enterprise Value	1,555.4	
(+)비연결 관계기업투자	12.3	2023말 기준
(-)순차입금	2.9	2024E
(-)비지배주주지분	0.0	2024E
Equity Value	1,564.8	
(÷) 주식수	30,058	
목표주가	52,000	
현재주가	45,150	기준일: 4월 3일
Upside	15.2	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	698	753	691	762	800
매출원가	598	665	525	574	595
매출총이익	100	88	166	187	205
판매비와관리비	35	32	113	123	127
영업이익	65	56	53	64	77
EBITDA	219	242	243	250	262
영업외손익	-7	-19	-9	-5	-1
이자수익	2	5	5	5	6
이자비용	5	9	9	9	9
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-15	-5	-1	2
세전이익	59	37	44	60	76
법인세비용	8	7	8	10	12
당기순이익	51	30	36	50	64
지배주주순이익	51	30	36	50	64
수정순이익	51	30	36	50	64

성장성 및 수익성 비율 (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	43.3	7.9	-8.3	10.3	5.0
영업이익 성장률	24.0	-14.3	-5.4	21.9	19.9
EBITDA 성장률	44.1	10.7	0.4	2.9	4.9
지배기업순이익 성장률	29.5	-40.5	21.1	37.2	28.1
매출총이익률	14.3	11.7	24.0	24.6	25.6
영업이익률	9.3	7.4	7.7	8.5	9.7
EBITDA이익률	31.3	32.1	35.2	32.8	32.8
세전이익률	8.4	4.9	6.4	7.8	9.6
지배기업순이익률	7.3	4.0	5.3	6.6	8.0

현금흐름표 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-63	45	202	234	242
당기순이익	51	30	36	50	64
유무형자산상각비	153	186	190	186	185
기타비현금손익 조정	23	30	8	10	12
운전자본증감	-280	-179	-25	-2	-7
매출채권감소 (증가)	-35	15	-26	-2	-8
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	12	-18	1	0	1
기타운전자본증감	-256	-175	0	0	0
기타영업현금흐름	-10	-22	-8	-10	-12
투자활동 현금흐름	-43	-1	-185	-185	-182
유형자산투자감소 (증가)	-4	-3	-3	-3	-3
무형자산투자감소 (증가)	-3	0	-177	-177	-179
투자자산감소 (증가)	-12	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-25	2	-4	-4	0
재무활동 현금흐름	165	-9	0	0	0
금융부채 증감	168	-1	0	0	0
자본의 증감	3	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-5	-8	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	59	35	17	49	60
기말현금	124	158	176	225	285
잉여현금흐름 (FCF)	-69	42	22	54	60
순현금흐름	-114	32	15	49	60
순현금 (순차입금)	-51	-18	-3	46	106

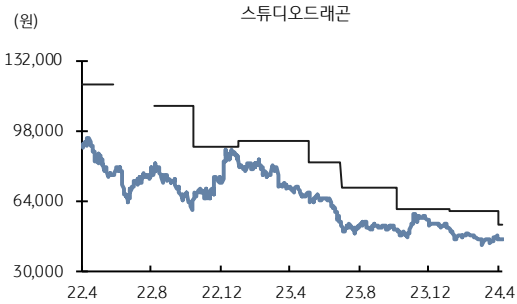
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,091	1,092	1,130	1,180	1,244
유동자산	400	405	448	499	566
현금 및 현금성자산	124	158	176	225	285
단기금융자산	5	3	3	3	3
매출채권	142	149	175	177	185
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	130	94	94	94	94
비유동자산	691	688	682	681	678
투자자산	150	175	175	175	175
유형자산	11	12	12	12	12
무형자산	378	359	349	344	341
기타비유동자산	152	141	146	150	150
부채총계	430	384	385	386	386
유동부채	416	368	369	369	370
매입채무	16	11	12	12	13
단기금융부채	170	170	172	172	172
기타유동부채	230	187	185	185	185
비유동부채	14	16	16	16	17
장기금융부채	9	10	10	10	10
기타비유동부채	4	7	7	7	7
자본총계	661	708	744	794	858
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-40	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	213	242	278	328	393
지배자본 계	661	708	744	794	858
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	51.1	51.5	37.2	27.1	21.2
P/B	3.9	2.2	1.8	1.7	1.6
P/S	3.7	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.6	5.2	4.8
EV/EBIT	40.4	28.0	25.7	20.3	16.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,684	1,001	1,212	1,664	2,131
BVPS	21,982	23,546	24,759	26,423	28,554
SPS (주당매출액)	23,250	25,056	22,974	25,339	26,606
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	7.5	4.4	5.0	6.5	7.8
ROA	5.1	2.8	3.3	4.3	5.3
ROIC	7.3	4.5	5.0	6.2	7.2
안정성지표					
부채비율	65.1	54.3	51.8	48.5	45.0
순차입비율	7.7	2.6	0.4	순현금	순현금
유동비율	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5
이자보상배율 (배)	13.2	6.4	6.0	7.3	8.8
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.3	5.2	4.3	4.3	4.4
매입채무회전율	42.1	55.2	59.6	62.9	64.2
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
22-04-01	Buy	이동륜	120,000	-34.58	
22-08-05	담당자변경	최용현		-	
22-08-08	Buy	최용현	110,000	-35.02	-25.91
22-10-17	Buy	최용현	90,000	-17.07	-1.22
23-01-04	Buy	최용현	93,000	-19.32	-10.32
23-05-08	Buy	최용현	82,000	-23.81	-18.78
23-07-03	Buy	최용현	70,000	-27.11	-23.00
23-10-10	Buy	최용현	60,000	-13.15	-4.50
24-01-10	Buy	최용현	59,000	-22.16	-14.92
24-04-04	Buy	최용현	52,000		

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.