

# 스튜디오드래곤

## 253450

Nov 13, 2023

Buy

유지

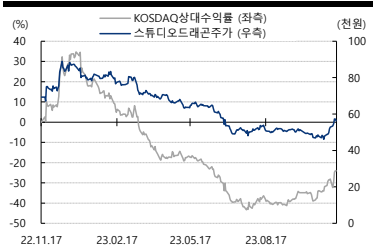
TP 75,000 원

유지

## Company Data

현재가(11/10)	56,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	88,900 원
52 주 최저가(보통주)	46,100 원
KOSPI (11/10)	2,409.66p
KOSDAQ (11/10)	789.31p
자본금	150 억원
시가총액	16,923 억원
발행주식수(보통주)	3,006 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.0 만주
평균거래대금(60 일)	73 억원
외국인지분(보통주)	8.39%
주요주주	
CJENM 외 3인	54.79%
네이버	6.25%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.6	-10.9	-12.8
상대주가	16.4	-6.4	-21.9



엔터/미디어 박성국

3771-9303, guuuuuk@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 곧 터널 밖

### 3Q23 Review: OP 219억원으로 컨센서스 상회

스튜디오드래곤 3Q23 매출 2,174억원(YoY -5.0%), OP 219억원(YoY +15.4%)으로 컨센서스(176억원) 상회. 호실적 주 요인은 1)디즈니플러스향 구작판매 (약 40~50억원와, 2)〈TBDP S2〉, 〈스위트홈 S2〉 일부 조기 딜리버리, 3)인센티브 조정에 따른 인건비 감소(YoY -29.9%) 때문.

3분기 방영회차는 총 75회차(YoY -85회) 반영. TV 방영회차 50회차(YoY -49회)로, 〈소짓말〉, 〈경소문2〉 등 반영됐으나, 수목 드라마 슬롯 부재로 감소. OTT 방영회차 25회차(YoY -36회)로 〈TBDP2〉, 〈스위트홈2〉의 일부 회차 조기인식 되었으나, 기타 OTT향 딜리버리 부재로 감소. 다만 큰 폭의 방영회차 감소에도 불구하고 역대 두 번째 높은 실적 달성했는데, 〈도적〉, 〈아스달2〉, 〈이두나〉 등 회당 제작비 20억원 넘는 텐트폴 작품이 대거 반영되었기 때문.

## 곧 있으면 터널 밖

전방산업 상황개선으로 드라마 제작산업이 보릿고개를 지났다고 판단. TV광고 여전히 어려우나(3Q: YoY -24%) 모기업인 CJ ENM 흑전했으며, 글로벌OTT는 광고형 요금제 도입으로 넷플릭스/디즈니플러스 모두 3분기 시장예상 상회하는 신규 구독자 확보, 작가조합(9/24)과 배우조합(11/8)의 파업 마무리로 해외 스튜디오와 협업하는 미국 드라마 기획개발도 정상화 예정. 쿠팡플레이와 디즈니플러스의 한국 오리지널 콘텐츠 수급도 지속. 모든 부문이 최악이었으나, 단기간 급격히 개선되는 중.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 75,000원 유지

투자 의견 Buy, 목표주가 75,000원 유지. 12MF EBITDA 2,467억원에 Target EV/EBITDA는 글로벌OTT/제작사 12MF EV/EBITDA 평균 30% 할인한 9.2배 적용. 늘 존재하는 한 명령 완화 기대감에 더해 1)드라마 슬롯 회복, 2)미국 TV시리즈 오더 수주, 3)기타OTT향 공급증가는 주가 상승 모멘텀 될 수 있음.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	487	698	789	790	900
YoY(%)	-7.3	43.3	13.0	0.1	13.9
영업이익(십억원)	53	65	74	87	115
OP 마진(%)	10.9	9.3	9.4	11.0	12.8
순이익(십억원)	39	51	58	66	86
EPS(원)	1,301	1,684	1,923	2,187	2,874
YoY(%)	24.6	29.4	14.2	13.7	31.4
PER(배)	69.9	51.1	29.3	25.7	19.6
PCR(배)	17.3	11.4	5.5	5.4	4.5
PBR(배)	4.0	3.9	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	17.6	12.1	6.6	6.3	5.0
ROE(%)	6.0	7.5	8.4	8.7	10.4

[도표 1] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

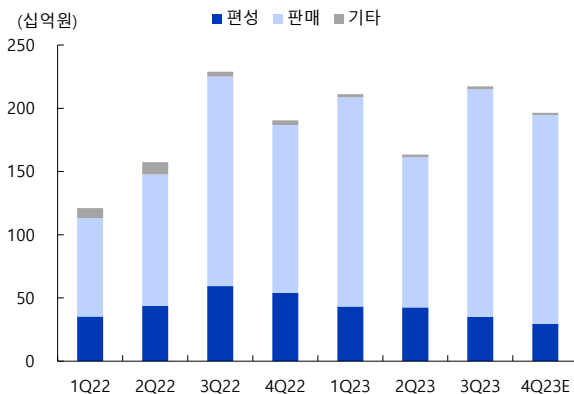
(단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>121</b>	<b>157</b>	<b>229</b>	<b>190</b>	<b>211</b>	<b>163</b>	<b>217</b>	<b>196</b>	<b>487</b>	<b>698</b>	<b>789</b>	<b>790</b>
편성	35	44	59	54	43	42	35	30	161	193	150	171
판매	78	104	166	133	166	119	180	165	276	480	630	608
기타	8	10	4	4	2	2	2	2	50	25	9	11
<b>매출원가</b>	<b>96</b>	<b>122</b>	<b>202</b>	<b>179</b>	<b>180</b>	<b>140</b>	<b>189</b>	<b>172</b>	<b>407</b>	<b>598</b>	<b>681</b>	<b>670</b>
제작원가	45	72	140	104	108	79	130	118	227	362	435	429
무형자산상각비	25	30	43	51	46	41	51	40	89	150	179	173
지급수수료	16	11	13	17	21	14	12	10	41	57	56	46
<b>매출총이익</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>108</b>	<b>119</b>
GPM	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	12.3	16.4	14.3	13.7	15.1
<b>영업이익</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>87</b>
OPM	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	7.2	10.8	9.3	9.4	11.1
<b>순이익</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>18</b>	<b>-8</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>66</b>
NPM	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	6.2	8.4	5.9	8.0	7.2	7.4	8.3
<b>매출액 YoY</b>	<b>3.4</b>	<b>48.5</b>	<b>97.2</b>	<b>28.8</b>	<b>74.4</b>	<b>3.8</b>	<b>-5.0</b>	<b>3.1</b>	<b>-7.3</b>	<b>43.3</b>	<b>13.0</b>	<b>0.1</b>
편성 YoY	-19.1	55.4	64.0	1.5	21.9	-3.1	-41.0	-45.2	-18.1	19.4	-22.0	14.0
판매 YoY	23.0	66.0	72.4	69.7	78.5	72.7	82.8	84.0	56.6	68.8	79.9	77.0
기타 YoY	-21.5	-5.1	-74.8	-75.3	-71.0	-78.4	-38.3	-51.3	2.9	-49.9	-66.1	24.2
<b>매출원가 YoY</b>	<b>2.3</b>	<b>42.5</b>	<b>111.9</b>	<b>34.3</b>	<b>88.7</b>	<b>14.3</b>	<b>-6.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-9.7</b>	<b>46.8</b>	<b>13.9</b>	<b>-1.6</b>
제작원가 YoY	-13.5	64.7	200.1	23.6	140.2	9.6	-7.2	13.4	-12.8	59.5	20.4	-1.5
무형자산상각비 YoY	4.0	24.7	117.2	141.5	85.4	39.1	17.9	-22.2	-21.3	67.8	19.6	-3.0
지급수수료 YoY	112.9	9.6	17.3	38.1	27.5	37.1	-12.1	-43.8	-13.8	39.7	-1.1	-18.1
<b>매출총이익 YoY</b>	<b>7.8</b>	<b>74.0</b>	<b>30.5</b>	<b>-20.7</b>	<b>20.8</b>	<b>-32.4</b>	<b>5.2</b>	<b>105.8</b>	<b>6.7</b>	<b>25.4</b>	<b>7.6</b>	<b>10.9</b>
<b>영업이익 YoY</b>	<b>1.4</b>	<b>95.7</b>	<b>29.9</b>	<b>-81.4</b>	<b>19.3</b>	<b>-39.8</b>	<b>15.4</b>	<b>1,103.2</b>	<b>6.8</b>	<b>24.0</b>	<b>13.3</b>	<b>18.4</b>
<b>순이익 YoY</b>	<b>0.4</b>	<b>170.2</b>	<b>20.5</b>	<b>적지</b>	<b>17.8</b>	<b>-60.1</b>	<b>1.9</b>	<b>흑전</b>	<b>31.8</b>	<b>29.5</b>	<b>15.5</b>	<b>12.5</b>

주: 3Q23 매출원가 세부항목은 당사 추정치

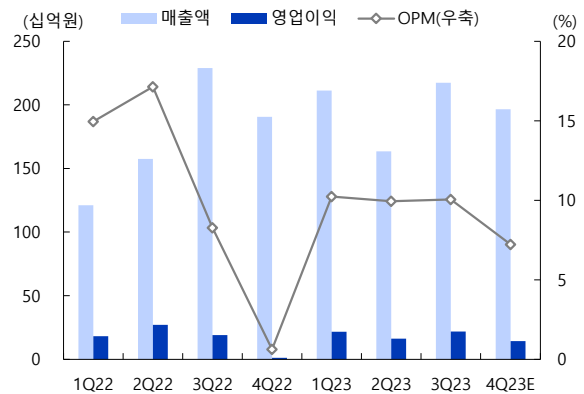
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 스튜디오드래곤 부문별 매출 추이 및 전망



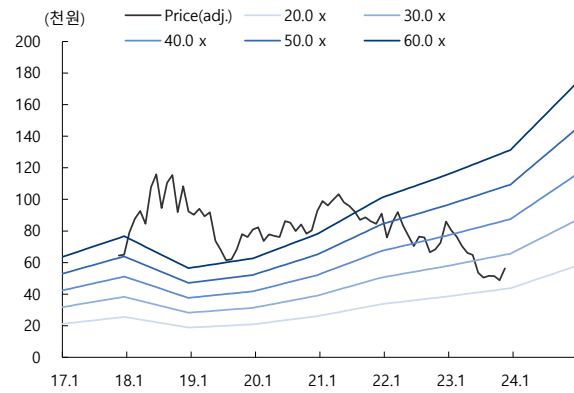
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	단위	값	비고
(1) 12MF EBITDA	십억원	246.7	
(2) Target EV/EBITDA	배	9.2	넷플릭스, 아이치이, 디즈니 등 글로벌 OTT/제작사 평균 30% 할인
(3) 기업가치	십억원	2,262	= (1) * (2)
(4) 순차입금	십억원	0	
(5) 적정 시가총액	십억원	2,262	= (3) - (4)
(6) 총 주식수(천주)	천주	30,058	
(7) 적정 주가	원	75,266	= (5) / (6)
<b>(8) 목표 주가</b>	<b>원</b>	<b>75,000</b>	<b>백단위 절사</b>
(9) 현재 주가 (11/10)	원	56,300	
<b>(10) 상승여력</b>	<b>%</b>	<b>33.2</b>	<b>= (7) / (8) - 1</b>

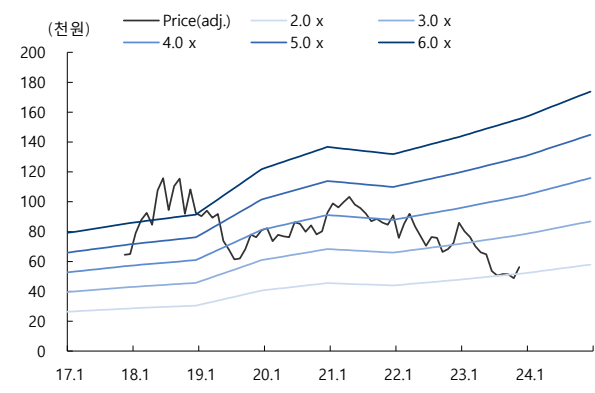
자료: 교보증권 리서치센터

[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 방영예정 드라마 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
		미생: 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	강신호 조남형	한우리	토일	8.0%	AMZ 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	8.0%	넷플릭스 동시방영
		마에스트라	'23.12~'24.1	12	김정권	최이윤 홍정희	토일		디즈니+ 동시방영
	티빙	아일랜드 Part1	'22.12~'23.1	6	배종	오보현			
		아일랜드 Part2	'23.2~3	6	배종	오보현			
		방과 후 전쟁활동 Part1	'23.3	6	성용일	이남규			
		방과 후 전쟁활동 Part2	'23.4	4	성용일	이남규			
		윤수 오진 날	'23.11	10	필감성	김민성 송하나			tvN 선공개
	쿠팡	미끼 Part1	'23.1~2	6	김홍선	김진욱			1Q23 딜리버리
		미끼 Part2	'23.4	6	김홍선	김진욱			1Q23 딜리버리
	넷플릭스	더 글로리 Part2	'23.3	8	김은숙	안길호			
		셀러브리티	'23.6	12	김이영	김철규			4Q22 딜리버리
		도적: 칼의 소리	'23.9	9	황준혁 박현석	한정훈			
		이두나!	'23.11	9	장유하	이정호			
		경성크리쳐 1	'23.12	10	강은경	정동윤			
		스위트홈 2	'23.12	10	이응복 박소현				3Q23 딜리버리
	애플 TV+	The Big Door Prize 1	'23.3~	10	Anu Valia	David West			2H22 딜리버리
	디즈니+	형사록 2	'23.7	8	한동화	임창세			1H23 딜리버리
	지니 TV	마당이 있는 집	'23.6~7	8					
2024	tvN	내 남편과 결혼해줘	'24.1~2	6	박원국	신유담	월화		
		세작, 매혹된 자들	'24.1		조남국	김선덕	토일		
		웨딩 임파서블	'24(E)	12	권영일	박슬기 최민호	월화		
		눈물의 여왕	'24.3	16	장영우 김희원	박지은	토일		넷플릭스 동시방영
		별들에게 물어봐	'24(E)		박신우	서숙향			
	넷플릭스	경성크리쳐 2	'24(E)		장동윤	강은경			
		스위트홈 3	'24(E)						
		하이라키	'24(E)	7	배현진	주혜미			
		탄금	'24(E)	12	김홍선	김진아			
		트렁크	'24(E)	8	김규태	박은영			
	티빙	종거나 나쁜 동재	'24(E)		박건호	황하정 김상원			
		스터디 그룹	2H24	10	이장훈	엄선호			
	애플 TV+	The Big Door Prize 2	'24(E)						2H23 딜리버리
	TBA	The Plotters	-						유니버설과 협업

주: 전국 시청률 기준

자료: 닐슨, 언론기사 종합, 교보증권 리서치센터

[스튜디오드래곤 253450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	789	790	900
매출원가	407	598	681	670	750
매출총이익	80	100	108	119	150
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	13.7	15.1	16.7
판매비와관리비	27	35	34	32	35
영업이익	53	65	74	87	115
영업이익률 (%)	10.8	9.3	9.4	11.1	12.8
EBITDA	152	219	255	262	320
EBITDA Margin (%)	31.1	31.3	32.3	33.2	35.6
영업외손익	-1	-7	4	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	21	21	4	4
금융비용	-10	-19	-13	-4	-4
기타	-5	-9	-3	0	0
법인세비용차감전순이익	52	59	78	88	115
법인세비용	13	8	21	22	29
계속사업순이익	39	51	58	66	86
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	58	66	86
당기순이익률 (%)	8.0	7.2	7.3	8.3	9.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	39	51	58	66	86
지배순이익률 (%)	8.0	7.2	7.3	8.3	9.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-77	3	3	3
포괄순이익	74	-26	61	69	89
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	74	-26	61	69	89

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	-25	-7	24
당기순이익	39	51	58	66	86
비현금항목의 가감	119	176	210	205	242
감가상각비	4	3	2	2	1
외환손익	-1	4	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	116	169	207	203	241
자산부채의 증감	-155	-280	-272	-256	-276
기타현금흐름	-11	-10	-20	-21	-28
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	52	28	27
기초 현금	49	65	124	176	204
기말 현금	65	124	176	204	231
NOPLAT	39	56	55	66	86
FCF	-19	-75	-38	-18	12

자료: 스튜디오드래곤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	233	400	471	499	549
현금및현금성자산	65	124	176	204	231
매출채권 및 기타채권	124	142	160	160	183
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	135	135	135	135
비유동자산	652	691	679	696	715
유형자산	8	11	10	10	12
관계기업투자금	0	13	25	38	51
기타금융자산	241	137	137	137	137
기타비유동자산	403	529	507	511	515
자산총계	884	1,091	1,150	1,195	1,264
유동부채	184	416	418	397	380
매입채무 및 기타채무	78	87	89	89	92
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	432	411	393
지배지분	684	661	719	784	871
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	270	336	422
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	719	784	871
총차입금	7	179	179	159	139

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,301	1,684	1,923	2,187	2,874
PER	69.9	51.1	29.3	25.7	19.6
BPS	22,785	21,982	23,904	26,091	28,965
PBR	4.0	3.9	2.4	2.2	1.9
EBITDAPS	5,054	7,279	8,484	8,732	10,643
EV/EBITDA	17.6	12.1	6.6	6.3	5.0
SPS	16,233	23,250	26,233	26,271	29,928
PSR	5.6	3.7	2.1	2.1	1.9
CFPS	-624	-2,483	-1,254	-588	411
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	13.0	0.1	13.9
영업이익 증가율	7.0	24.0	13.3	18.4	31.5
순이익 증가율	31.8	29.5	14.3	13.7	31.4
수익성					
ROIC	15.1	15.9	13.3	16.2	20.8
ROA	4.8	5.1	5.2	5.6	7.0
ROE	6.0	7.5	8.4	8.7	10.4
안정성					
부채비율	29.3	65.1	60.1	52.4	45.2
순차입금비율	0.8	16.4	15.6	13.3	11.0
이자보상배율	67.6	13.2	0.0	0.0	0.0

스튜디오드래곤 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	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							
2023-11-13	Buy	75,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## Compliance Notice

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 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\_2023.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.2	2.9	2.9	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