



스튜디오드래곤 (253450)

엄마가 많이 아파요

BUY (유지)

목표주가(12M) 81,000원(하향)

현재주가(5.04) 68,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	845.06
52주 최고/최저(원)	88,900/59,100
시가총액(십억원)	2,044.0
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	189.8
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0
외국인지분율(%)	8.82
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.79
네이버	6.25

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	828.5	951.5
영업이익(십억원)	88.3	108.0
순이익(십억원)	69.2	83.0
EPS(원)	2,282	2,724
BPS(원)	23,600	26,347

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	487.1	697.9	779.8	862.4
영업이익	52.6	65.2	80.2	91.9
세전이익	52.0	58.6	83.3	93.8
순이익	39.0	50.6	65.0	73.2
EPS	1,301	1,684	2,161	2,435
증감율	24.62	29.44	28.33	12.68
PER	69.95	51.07	31.47	27.93
PBR	3.99	3.91	2.82	2.56
EV/EBITDA	17.62	12.08	9.63	9.34
ROE	6.04	7.52	9.37	9.60
BPS	22,785	21,982	24,143	26,578
DPS	0	0	0	0

목표주가 하향

스튜디오드래곤의 EPS 하향을 반영해 2024년 EPS 기준 목표주가를 81,000원(-19%)으로 하향한다. 1분기 실적은 긍정적이었지만, 1) CJ ENM의 대규모 적자에 따른 캡티브향 편성 조절 시작 및 2) 넷플릭스의 한국 투자 발표 금액이 전년과 유사한 수준에서 향후 4년간 지속된다는 점에서 TV와 OTT향 제작비 조절에 따른 성장 동력 둔화에 대한 우려가 나타날 수 밖에 없다. 이를 이겨내려면 결국 글로벌 팬덤을 확대할 수 있는 2편 이상의 텐트폴 시즌제를 만들어 내는 것, 즉 IP의 힘 뿐이다. 이 외의 중요 변수는 중국 내 동시 방영 재개 정도이다.

1Q OP 216억원(+19% YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 2,111억원(+74% YoY)/216억원(+19%)으로 컨센서스(202억원)에 부합했다. 편성은 약 7편(109회)으로 <아일랜드>, <방과후 전쟁활동> 등 텐트폴 OTT 작품들의 영향으로 매출액은 예상치를 크게 상회했다. 영업이익률은 다소 부진했는데, 일본향 구작 판매가 상당히 좋았던 작년 1분기 대비 부진해 오리지널 등 1st window 매출 비중이 다소 높았기 때문이다. 2분기에는 <패밀리>의 디즈니플러스, <구미호연1938>의 아마존 동시 방영 등이 긍정적이지만, 5월부터 TVN 수목 슬랏이 드라마가 아닌 예능/티빙 편성으로 대체되면서 캡티브향 방영 편수가 줄어드는 영향이 있다.

TV광고와 OTT 모두 힘든 시기에 직면

2가지 우려가 있는데 첫 번째는 편성이다. Cost Plus 비즈니스모델에서 제작비를 꾸준히 투입해 줄 방송사를 모회사로 둔 제작사들의 가치는 캡티브향 편성에서 나온다. 다만, JTBC나 SBS도 TV광고의 어려움으로 제작비 효율화를 위해 드라마를 1주일에 6편이 아닌 2~4편으로 유동적으로 조절하고 있는데, tvN도 수목 슬랏을 예능/티빙 등으로 대체하기로 결정했다. CJ ENM이 1분기 대규모 적자까지 기록해 향후 캡티브 편성 및 리쿠폰에 대한 시장의 우려를 설득하기가 쉽지 않다. 2번째는 OTT들의 투자 속도 조절이다. 최근 넷플릭스는 한국에 향후 4년간 25억달러(약 3.3조원)를 투자하겠다고 밝혔는데 이는 작년과 유사한 수준이며, 연간 글로벌 투자 금액 170억달러 대비로는 4%에 불과하다. 디즈니도 디즈니플러스의 적자가 이어지면서 CEO를 교체한 후 인력 구조조정을 포함한 55억달러의 비용 감축을 예고했다. TV와 OTT 산업 모두 제작비 확대 여력이 매우 제한적인 상황이기 때문에 스튜디오드래곤이 향후 시장의 기대치를 뛰어 넘는 이익 성장이 쉽지 않아 보인다.



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

도표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('24년)	73	십억원
주식 수	30,058	천주
EPS	2,435	원
목표 P/E	33	배
목표 주가	81,000	원
현재 주가	68,000	원
상승 여력	19	%

자료: 하나증권

도표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F
매출액	487	698	780	862	121	157	229	190	211	137	198	233
편성	161	193	165	158	35	44	59	54	43	38	36	47
판매	276	480	600	690	78	104	166	133	166	95	157	183
기타	50	25	14	14	8	10	4	4	2	4	4	3
매출총이익	80	100	119	135	26	35	27	12	31	28	31	30
GPM	16%	14%	15%	16%	21%	22%	12%	6%	15%	20%	16%	13%
영업이익	53	65	80	92	18	27	19	1	22	18	22	19
OPM	11%	9%	10%	11%	15%	17%	8%	1%	10%	13%	11%	8%
순이익	39	51	65	73	16	26	18	(8)	18	12	19	15

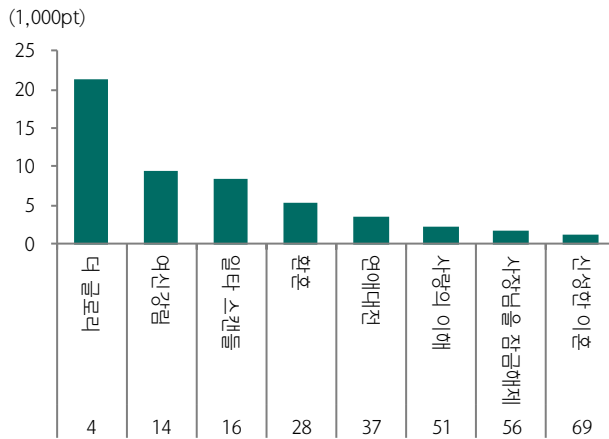
자료: 하나증권

도표 3. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	
tvN	월화	1Q23	미생: 그들이 있었다2 (12월) 청춘월담	고수, 허준호 박형식, 전소니	14 20	
		2Q23	패밀리 이로운 사기	장혁, 장나라 천우희, 김동욱	12 16	
	수목	1Q23	조선 정신과의사 유서풍2 성스러운 아이들	김민재, 김향기 김민규, 고보결	10 12	
		2Q23	스틸러	주원, 이주우	16	
	토일	1Q23	일타스캔들 판도라: 조작된 낙원	전도연, 정경호 이지아, 이상윤	16 16	
		2Q23	구미호뎐1938 이번생도 잘 부탁해	김소연, 이동욱 신혜선, 안보현	12 12	
		3Q23	경이로운 소문2 아스달 연대기2	조병규, 유준상, 김세정 이준기, 장동건, 신세경	12 12	
		4Q23	눈물의 여왕	김수현, 김지원	16	
	기타	넷플릭스	1Q23	더 글로리 pt.2	송혜교, 이도연	8
			2Q23	셀러브리티	이청아, 전효성	12
티빙		1Q23	아일랜드 pt.1 (12월) 아일랜드 pt.2 방과 후 전쟁활동 pt.1	김남길, 이다희, 차은우 김남길, 이다희, 차은우 김기해, 신현수	6 6 6	
		2Q23	방과 후 전쟁활동 pt.2	김기해, 신현수	4	
		쿠팡플레이	1Q23	미끼 pt.1 미끼 pt.2	장근석, 허성태 장근석, 허성태	6 6

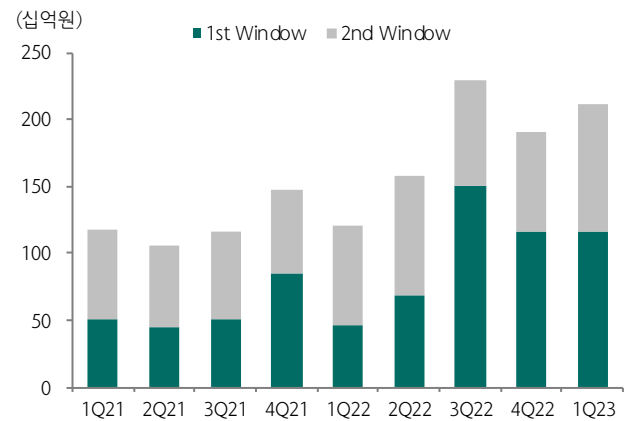
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 4. 2023년 넷플릭스 글로벌 Top 70 내 한국 드라마



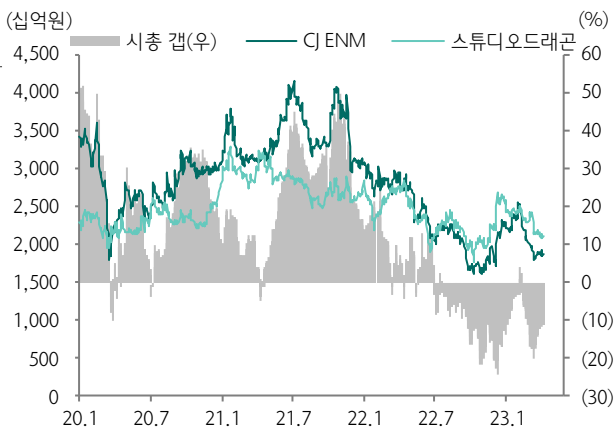
자료: FlixPatrol, 하나증권

도표 5. Window별 매출액 추이



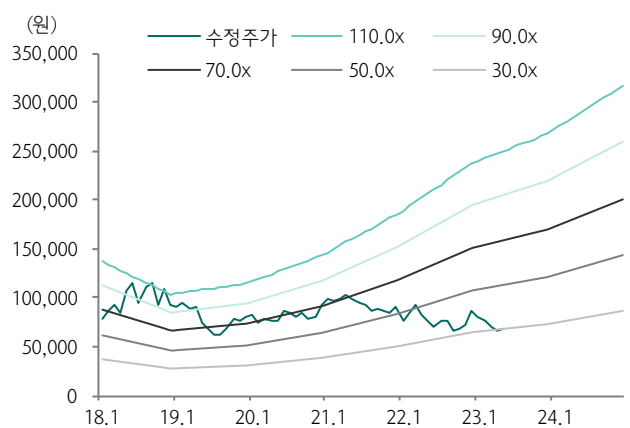
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 6. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 갭



자료: 하나증권

도표 7. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 8. 2023년 2분기 라인업

(단위: 십억원)



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
매출액	487.1	697.9	779.8	862.4	938.4	
매출원가	407.3	597.9	660.5	727.5	780.2	
매출총이익	79.8	100.0	119.3	134.9	158.2	
판매비	27.2	34.8	39.1	43.0	47.3	
영업이익	52.6	65.2	80.2	91.9	110.9	
금융손익	4.3	2.2	5.7	4.6	2.7	
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(4.8)	(8.9)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	
세전이익	52.0	58.6	83.3	93.8	111.0	
법인세	13.0	8.1	18.3	20.6	24.4	
계속사업이익	39.0	50.6	65.0	73.2	86.5	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	39.0	50.6	65.0	73.2	86.5	
지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	39.0	50.6	65.0	73.2	86.5	
지배주주지분포괄이익	74.2	(26.2)	65.0	73.2	86.5	
NOPAT	39.5	56.3	62.6	71.7	86.5	
EBITDA	151.6	218.5	215.6	215.4	226.5	
성장성(%)						
매출액증가율	(7.34)	43.28	11.74	10.59	8.81	
NOPAT증가율	12.86	42.53	11.19	14.54	20.64	
EBITDA증가율	(8.29)	44.13	(1.33)	(0.09)	5.15	
영업이익증가율	7.13	23.95	23.01	14.59	20.67	
(지배주주)순이익증가율	31.76	29.74	28.46	12.62	18.17	
EPS증가율	24.62	29.44	28.33	12.68	18.23	
수익성(%)						
매출총이익률	16.38	14.33	15.30	15.64	16.86	
EBITDA이익률	31.12	31.31	27.65	24.98	24.14	
영업이익률	10.80	9.34	10.28	10.66	11.82	
계속사업이익률	8.01	7.25	8.34	8.49	9.22	

투자지표					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	2,161	2,435	2,879
BPS	22,785	21,982	24,143	26,578	29,457
CFPS	5,254	7,544	7,401	7,272	7,505
EBITDAPS	5,054	7,279	7,172	7,165	7,535
SPS	16,233	23,250	25,942	28,691	31,220
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	69.95	51.07	31.47	27.93	23.62
PBR	3.99	3.91	2.82	2.56	2.31
PCFR	17.32	11.40	9.19	9.35	9.06
EV/EBITDA	17.62	12.08	9.63	9.34	8.58
PSR	5.61	3.70	2.62	2.37	2.18
재무비율(%)					
ROE	6.04	7.52	9.37	9.60	10.28
ROA	4.76	5.12	5.85	6.22	6.90
ROIC	14.92	15.67	15.48	19.47	25.22
부채비율	29.27	65.07	55.55	53.41	45.04
순부채비율	(8.61)	8.19	(5.23)	(12.72)	(19.27)
이자보상배율(배)					
	67.59	13.22	9.98	13.54	20.05

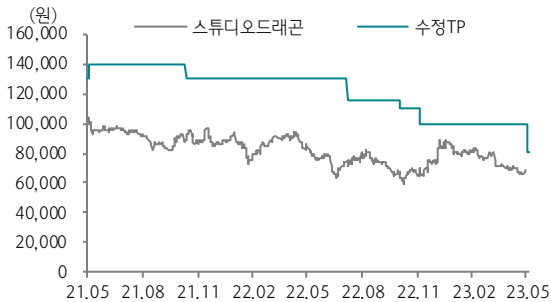
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	232.5	400.1	472.2	590.9	663.8
금융자산	70.0	128.6	171.0	235.1	254.5
현금성자산	64.6	123.7	166.2	230.2	249.6
매출채권	123.6	141.7	158.4	198.0	237.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	38.9	129.8	142.8	157.8	171.8
비유동자산	651.5	690.5	656.6	634.6	620.4
투자자산	240.8	150.1	151.6	153.1	154.4
금융자산	240.8	137.5	137.5	137.5	137.5
유형자산	7.7	10.9	8.7	7.1	6.1
무형자산	298.0	377.8	344.7	322.8	308.2
기타비유동자산	105.0	151.7	151.6	151.6	151.7
자산총계	884.0	1,090.7	1,128.8	1,225.6	1,284.3
유동부채	183.6	416.3	388.9	412.0	383.7
금융부채	4.0	173.4	123.8	124.2	74.6
매입채무	17.0	16.2	18.1	20.0	21.8
기타유동부채	162.6	226.7	247.0	267.8	287.3
비유동부채	16.5	13.7	14.2	14.7	15.2
금융부채	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타비유동부채	9.4	4.4	4.9	5.4	5.9
부채총계	200.2	429.9	403.1	426.7	398.8
지배주주지분	683.9	660.7	725.7	798.9	885.4
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	473.4	473.4	473.4	473.4
자본조정	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액	37.2	(39.8)	(39.8)	(39.8)	(39.8)
이익잉여금	161.7	212.6	277.5	350.7	437.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	725.7	798.9	885.4
순금융부채	(58.9)	54.1	(38.0)	(101.6)	(170.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(8.4)	(62.9)	212.1	204.1	207.3
당기순이익	39.0	50.6	65.0	73.2	86.5
조정	107.5	166.1	139.2	124.8	114.7
감가상각비	99.1	153.3	135.4	123.5	115.6
외환거래손익	(1.5)	4.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	9.9	8.9	3.8	1.3	(0.9)
영업활동 자산부채 변동	(154.9)	(279.6)	7.9	6.1	6.1
투자활동 현금흐름	26.5	(43.4)	(97.2)	(96.0)	(94.9)
투자자산감소(증가)	(60.7)	90.8	(1.5)	(1.5)	(1.4)
자본증가(감소)	(1.8)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	(130.3)	(95.7)	(94.5)	(93.5)
재무활동 현금흐름	(3.0)	165.3	(57.6)	(6.4)	(55.2)
금융부채증가(감소)	0.5	171.6	(49.6)	0.4	(49.6)
자본증가(감소)	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(9.3)	(8.0)	(6.8)	(5.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	15.2	59.1	43.2	64.0	19.4
Unlevered CFO	157.6	226.5	222.5	218.6	225.6
Free Cash Flow	(10.7)	(67.4)	212.1	204.1	207.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.5.8	BUY	81,000	-24.06%	-11.10%
22.11.9	BUY	100,000	-39.80%	-36.64%
22.10.6	BUY	110,000	-35.85%	-29.13%
22.7.11	BUY	115,000	-34.96%	-25.85%
21.10.15	BUY	130,000	-34.27%	-28.43%
21.5.7	BUY	140,000	-20.68%	-16.92%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 5월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 5월 8일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투 자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없 습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.05%	4.50%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 05월 05일