

1) 스튜디오드래곤: 2Q 예상 OP 138억원(-49% YoY)

2분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,434억원(-9% YoY)/138억원(-49%)으로 컨센서스(189억원)을 하회할 것이다. 편성은 약 5편(77회)으로 TV 64회, OTT 13회가 반영되었다. 편성은 지난 2년 내 최저 수준으로 넷플릭스향 오리지널 등 주요 OTT 편성이 하반기에 집중되어 있으며, TVN이 수목 드라마 슬랏을 예능 등의 편성으로 대체하면서 TV 편성도 감소한 영향이다. 편성이 줄면서 이익도 부진할 수 밖에 없으며, 작년 동기와 비교하면 디즈니플러스향 구작 관련 매출이 올해부터 분기별로 안분되어 반영된다. 주요 작품으로는 <구미호연 1938>, <판도라>, <패밀리> 등의 작품들이 반영되었다.

동사의 실적 및 주가 부진은 모회사인 CJ ENM의 제작비 효율화 기조와 OTT의 성장성 축소이다. CJ ENM이 부진한 실적으로 티빙을 포함한 콘텐츠 제작비 효율화를 노력하면서 수목 슬랏을 예능으로 편성하는 등 TV향 편성이 감소하기 시작했으며, OTT 역시 넷플릭스가 전년과 비슷한 수준인 향후 4년간 약 3.3조원 투자를 결정했기 때문이다. TV와 OTT향 편성 성장 잠재력이 크게 낮아지면서 실적 및 밸류에이션(기존 35배 → 30배)을 하향 조정해 목표주가를 70,000원(-14%)으로 하향한다.

도표 6. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('24년)	70	십억원
주식 수	30,058	천주
EPS	2,338	원
목표 P/E	30	배
목표 주가	70,000	원
현재 주가	49,200	원
상승 여력	42	%

자료: 하나증권

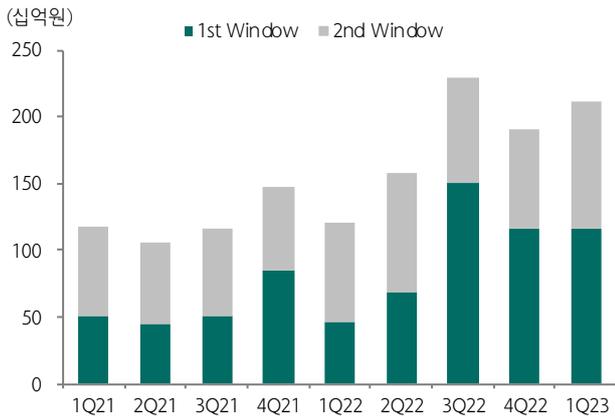
도표 7. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
매출액	487	698	758	845	121	157	229	190	211	143	193	210
편성	161	193	148	146	35	44	59	54	43	40	32	33
판매	276	480	596	685	78	104	166	133	166	99	157	174
기타	50	25	14	14	8	10	4	4	2	4	4	3
매출총이익	80	100	115	131	26	35	27	12	31	23	28	33
GPM	16%	14%	15%	16%	21%	22%	12%	6%	15%	16%	14%	16%
영업이익	53	65	76	88	18	27	19	1	22	14	19	22
OPM	11%	9%	10%	10%	15%	17%	8%	1%	10%	10%	10%	10%
순이익	39	51	62	70	16	26	18	(8)	18	9	17	18

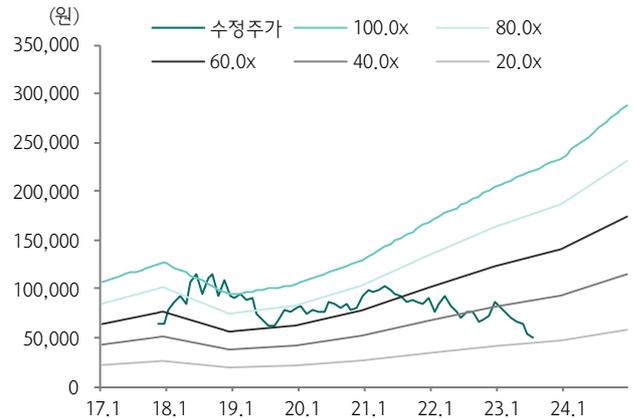
자료: 하나증권

도표 8. Window별 매출액 추이



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

도표 9. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 10. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	2Q23	청춘월담(~4/11)	박형식, 전소니	20
			패밀리	장혁, 장나라	12
			이로운 사기	천우희, 김동욱	16
	토일	3Q23	소용없어 거짓말	김소현, 황민현	16
			반짝이는 워터멜론	려운, 설인하	16
			웨딩 임파서블	전종서, 문상민	12
	수목	2Q23	스틸러	주원, 이주우	16
	토일	2Q23	판도라: 조작된 낙원(~4/30)	이지아, 이상윤	16
			구미호연1938	김소연, 이동욱	12
			이번생도 잘 부탁해	신혜선, 안보현	12
경이로운 소문2			조병규, 유준상, 김세정	12	
3Q23	아라문의 검	이준기, 장동건, 신세경	12		
		4Q23	무인도의 디바	박은빈, 채종협	12
4Q23	눈물의 여왕	김수현, 김지원	16		
		넷플릭스	2Q23	셀러브리티	이청아, 전효성
3Q23	도적: 칼의 소리		김남길, 서현	12	
4Q23	스위트홈2		송강, 이진욱, 이시영	10	
4Q23	경성크리처1	박서준, 한소희	10		
		이두나!	수지, 양세종	9	
티빙	2Q23	방과 후 전쟁활동 pt.2	김기해, 신현수	4	
디즈니+	2Q23	형사록2	이성민, 경수진	8	

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표(스튜디오드래곤)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	757.9	844.9	919.9
매출원가	407.3	597.9	643.0	713.7	761.2
매출총이익	79.8	100.0	114.9	131.2	158.7
판매비	27.2	34.8	39.1	43.0	47.3
영업이익	52.6	65.2	75.8	88.1	111.4
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	78.9	90.1	111.4
법인세	13.0	8.1	17.4	19.8	24.5
계속사업이익	39.0	50.6	61.5	70.3	86.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	61.5	70.3	86.9
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	39.0	50.6	61.5	70.3	86.9
지배주주지분포괄이익	74.2	(26.2)	61.5	70.3	86.9
NOPAT	39.5	56.3	59.1	68.7	86.9
EBITDA	151.6	218.5	211.2	211.6	227.0
성장성(%)					
매출액증가율	(7.34)	43.28	8.60	11.48	8.88
NOPAT증가율	12.86	42.53	4.97	16.24	26.49
EBITDA증가율	(8.29)	44.13	(3.34)	0.19	7.28
영업이익증가율	7.13	23.95	16.26	16.23	26.45
(지배주주)순이익증가율	31.76	29.74	21.54	14.31	23.61
EPS증가율	24.62	29.44	21.56	14.22	23.70
수익성(%)					
매출총이익률	16.38	14.33	15.16	15.53	17.25
EBITDA이익률	31.12	31.31	27.87	25.04	24.68
영업이익률	10.80	9.34	10.00	10.43	12.11
계속사업이익률	8.01	7.25	8.11	8.32	9.45

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	2,047	2,338	2,892
BPS	22,785	21,982	24,029	26,366	29,258
CFPS	5,254	7,544	7,256	7,152	7,526
EBITDAPS	5,054	7,279	7,026	7,040	7,551
SPS	16,233	23,250	25,214	28,108	30,605
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	69.95	51.07	24.04	21.04	17.01
PBR	3.99	3.91	2.05	1.87	1.68
PCFR	17.32	11.40	6.78	6.88	6.54
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.44	7.13	6.34
PSR	5.61	3.70	1.95	1.75	1.61
재무비율(%)					
ROE	6.04	7.52	8.90	9.28	10.40
ROA	4.76	5.12	5.57	6.02	6.99
ROIC	14.92	15.67	14.55	18.44	24.96
부채비율	29.27	65.07	55.08	53.30	44.84
순부채비율	(8.61)	8.19	(4.73)	(12.07)	(18.85)
이자보상비율(배)	67.59	13.22	9.43	13.00	20.15

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	232.5	400.1	463.9	580.7	653.7
금융자산	70.0	128.6	167.2	229.1	249.5
현금성자산	64.6	123.7	162.3	224.2	244.6
매출채권	123.6	141.7	153.9	192.4	230.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	38.9	129.8	142.8	159.2	173.3
비유동자산	651.5	690.5	656.2	634.3	620.1
투자자산	240.8	150.1	151.2	152.8	154.1
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	1,120.1	1,215.0	1,273.8
유동부채	183.6	416.3	383.8	407.9	379.3
금융부채	4.0	173.4	123.7	124.1	74.5
매입채무	17.0	16.2	17.6	19.6	21.3
기타유동부채	162.6	226.7	242.5	264.2	283.5
비유동부채	16.5	13.7	14.0	14.6	15.1
금융부채	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타비유동부채	9.4	4.4	4.7	5.3	5.8
부채총계	200.2	429.9	397.8	422.5	394.4
지배주주지분	683.9	660.7	722.3	792.5	879.5
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	274.1	344.4	431.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	722.3	792.5	879.5
순금융부채	(58.9)	54.1	(34.2)	(95.7)	(165.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(8.4)	(62.9)	204.0	200.9	207.4
당기순이익	39.0	50.6	61.5	70.3	86.9
조정	107.5	166.1	139.3	124.8	114.8
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	3.9	1.3	(0.8)
영업활동 자산부채변동	(154.9)	(279.6)	3.2	5.8	5.7
투자활동 현금흐름	26.5	(43.4)	(96.9)	(96.2)	(95.0)
투자자산감소(증가)	(60.7)	90.8	(1.1)	(1.6)	(1.4)
자본증가(감소)	(1.8)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	(130.3)	(95.8)	(94.6)	(93.6)
재무활동 현금흐름	(3.0)	165.3	(57.7)	(6.4)	(55.2)
금융부채증가(감소)	0.5	171.6	(49.7)	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	39.3	61.9	20.5
Unlevered CFO	157.6	226.5	218.1	215.0	226.2
Free Cash Flow	(10.7)	(67.4)	204.0	200.9	207.4