



스튜디오드래곤 (253450)

BUY (유지)

목표주가(12M) 70,000원
현재주가(8.10) 53,700원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	911.29
52주 최고/최저(원)	88,900/48,100
시가총액(십억원)	1,614.1
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	173.2
60일 평균 거래대금(십억원)	9.7
외국인지분율(%)	7.84
주요주주 지분율(%)	
CJENM 외 3인	54.79
네이버	6.25

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	774.2	868.3
영업이익(십억원)	73.9	89.8
순이익(십억원)	60.0	71.0
EPS(원)	2,008	2,361
BPS(원)	23,645	25,461

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	487.1	697.9	758.7	809.5
영업이익	52.6	65.2	75.8	87.6
세전이익	52.0	58.6	78.9	89.5
순이익	39.0	50.6	60.8	69.8
EPS	1,301	1,684	2,021	2,323
증감율	24.62	29.44	20.01	14.94
PER	69.95	51.07	26.57	23.12
PBR	3.99	3.91	2.24	2.04
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.44	7.16
ROE	6.04	7.52	8.79	9.23
BPS	22,785	21,982	24,003	26,326
DPS	0	0	0	0

편성 축소에도 선방한 실적

주가가 얼추 바닥은 확인한 것 같다

올해 TV와 OTT의 편성 축소에 따른 드라마 제작사의 실적 및 밸류에이션 하락 흐름이 이어지고 있는데, 스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙 모두 편성이 축소되면서 오히려 우리가 예전에 알던 콘텐츠 경쟁력이 회복하고 있는 것처럼 보이며, 편성 축소 대비로는 실적이 선방했다. 역설적으로 경쟁력이 떨어지는 혹은 적자 나는 드라마 편성이 꽤 많았던 것으로 추정된다. 밸류에이션도 충분히 하향된 만큼 CJ ENM의 상황이나 드라마 업황 자체가 어려운 건 사실이지만 추가적인 하락 가능성도 커 보이지 않는다. 가격보다는 어느 정도의 기간 조정이 필요해 보인다.

2Q OP 163억원(-40% YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,635억원(+4% YoY)/163억원(-40%)으로 컨센서스(135억원)을 상회했다. 편성은 약 5편으로 <구미호연1938>은 아마존프라임비디오에 판매됐으며, 넷플릭스 오리지널로는 <셀레브리티> 등이 있었다. 편성 축소에도 불구하고 ASP 상승과 인센티브 축소에 따른 판관비 감소로 이익은 예상보다 좋았다. 3분기에도 편성 축소 흐름은 이어지는데, <경이로운 소문2>, <아라문의 검> 등 시즌제 2편과 넷플릭스 오리지널 <이두나!>, <도적: 칼의 소리>, 그리고 <소용없어 거짓말> 등 5편 내외의 편성이 예상된다.

편성이 줄어서 오히려 기대하는 콘텐츠 경쟁력

모두의 우려대로 방송사와 OTT의 동반 편성 축소/유지 흐름으로 성장 잠재력이 축소되고 있으며, 스튜디오드래곤은 전년 대비 100회차 내외의 편성 축소가 예상된다. 이로 인해 동사의 주가도 실적과 밸류에이션이 연초 대비 동반 축소되면서 부진하다. 다만, 중장기적으로는 좋은 기회로 삼을 필요가 있다. 1년에 30편 가까이 드라마를 만들면 재미 없거나 수익성이 낮은 작품을 편성할 수 밖에 없고, 예능 등으로 대체 편성된 수목드라마 슬랏의 경우 평균 시청률 2~3% 수준까지 하락했다. 그러나 당장 2분기에서 확인했듯 작품 수가 줄어든 만큼 오히려 과거의 콘텐츠 경쟁력을 회복하고 있는 것처럼 보인다. 1년에 30~40개의 드라마를 만들 수 있는 캐파가 있는 것도 충분히 알지만, 그보다는 실적과 콘텐츠 경쟁력을 동시에 유지할 수 있는 적절한 편성 수준을 찾는 것도 고민해 볼 필요가 있다.



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

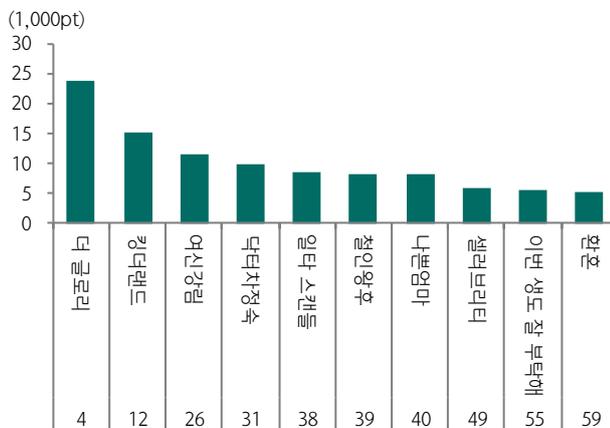
도표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F
매출액	487	698	759	809	121	157	229	190	211	163	195	189
편성	161	193	152	144	35	44	59	54	43	42	35	32
판매	276	480	596	655	78	104	166	133	166	119	157	153
기타	50	25	11	11	8	10	4	4	2	2	3	4
매출총이익	80	100	113	128	26	35	27	12	31	24	26	32
GPM	16%	14%	15%	16%	21%	22%	12%	6%	15%	15%	13%	17%
영업이익	53	65	76	88	18	27	19	1	22	16	17	21
OPM	11%	9%	10%	11%	15%	17%	8%	1%	10%	10%	9%	11%
순이익	39	51	61	70	16	26	18	(8)	18	10	15	17

자료: 하나증권

도표 2. 2023년 넷플릭스 글로벌 Top 60 내 한국 드라마



자료: FlixPatrol, 하나증권

도표 3. Window별 매출액 추이



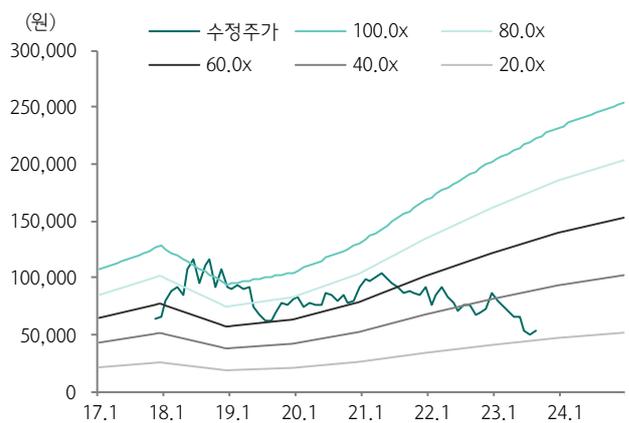
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 4. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 갭



자료: 하나증권

도표 5. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 6. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	
tvN	월화	2Q23	청춘일담(~4/11)	박형식, 전소니	20	
			패밀리	장혁, 장나라	12	
			이로운 사기	천우희, 김동욱	16	
		3Q23		소용없어 거짓말	김소연, 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, 이상운	16
				구미호연1938	김소연, 이동욱	12
이번생도 잘 부탁해				신혜선, 안보현	12	
	3Q23		경이로운 소문2	조병규, 유준상, 김세정	12	
			아라문의 검	이준기, 장동건, 신세경	12	
			4Q23		무인도의 디바	박은빈, 채종협
마에스트라	이영애, 이무생	12				
기타	넷플릭스		2Q23	셀러브리티	이청아, 전효성	12
			3Q23	도적: 칼의 소리	김남길, 서현	12
			4Q23	이두나! 스위트홈2 경성크리처1	수지, 양세종 송강, 이진욱, 이시영 박서준, 한소희	9 10 10
	티빙	2Q23	방과 후 전쟁활동 pt.2	김기해, 신현수	4	
	디즈니+	2Q23	형사록2	이성민, 경수진	8	

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 7. 2023년 3분기 라인업

(단위: 십억원)



**아라문의 검
아스달연대기2**
tvN, Disney+ 동시방영
12부작
9/9-10/15



아라문의 검



**경이로운 소문2
카운터펀치**
tvN, Netflix 동시방영
12부작
7/29-9/3



**경이로운 소문2
카운터펀치**



이두나!
Netflix
9부작
2Q23-3Q23 Delivery



도적: 칼의 소리
Netflix
9부작
3Q23 Delivery



소용없어 거짓말
tvN
16부작
7/31-9/19

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	758.7	809.5	868.5
매출원가	407.3	597.9	646.1	681.4	725.9
매출총이익	79.8	100.0	112.6	128.1	142.6
판매비	27.2	34.8	36.8	40.5	44.5
영업이익	52.6	65.2	75.8	87.6	98.1
금융손익	4.3	2.2	5.7	4.6	2.7
중속/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	89.5	98.2
법인세	13.0	8.1	18.1	19.7	21.6
계속사업이익	39.0	50.6	60.8	69.8	76.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	60.8	69.8	76.6
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	39.0	50.6	60.8	69.8	76.6
지배주주지분포괄이익	74.2	(26.2)	60.8	69.8	76.6
NOPAT	39.5	56.3	58.4	68.3	76.5
EBITDA	151.6	218.5	211.2	211.1	213.7
성장성(%)					
매출액증가율	(7.34)	43.28	8.71	6.70	7.29
NOPAT증가율	12.86	42.53	3.73	16.95	12.01
EBITDA증가율	(8.29)	44.13	(3.34)	(0.05)	1.23
영업이익증가율	7.13	23.95	16.26	15.57	11.99
(지배주주)순이익증가율	31.76	29.74	20.16	14.80	9.74
EPS증가율	24.62	29.44	20.01	14.94	9.69
수익성(%)					
매출총이익률	16.38	14.33	14.84	15.82	16.42
EBITDA이익률	31.12	31.31	27.84	26.08	24.61
영업이익률	10.80	9.34	9.99	10.82	11.30
계속사업이익률	8.01	7.25	8.01	8.62	8.82

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	2,021	2,323	2,548
BPS	22,785	21,982	24,003	26,326	28,874
CFPS	5,254	7,544	7,257	7,134	7,090
EBITDAPS	5,054	7,279	7,026	7,022	7,110
SPS	16,233	23,250	25,241	26,930	28,895
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	69.95	51.07	26.57	23.12	21.08
PBR	3.99	3.91	2.24	2.04	1.86
PCFR	17.32	11.40	7.40	7.53	7.57
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.44	7.16	6.80
PSR	5.61	3.70	2.13	1.99	1.86
재무비율(%)					
ROE	6.04	7.52	8.79	9.23	9.23
ROA	4.76	5.12	5.50	6.01	6.24
ROIC	14.92	15.67	14.37	18.31	21.95
부채비율	29.27	65.07	55.17	52.30	44.01
순부채비율	(8.61)	8.19	(4.63)	(11.80)	(17.58)
이자보상배율(배)	67.59	13.22	9.44	12.92	17.79

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	232.5	400.1	463.3	571.5	630.7
금융자산	70.0	128.6	166.4	226.6	236.1
현금성자산	64.6	123.7	161.5	221.7	231.2
매출채권	123.6	141.7	154.1	192.6	231.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	38.9	129.8	142.8	152.3	163.5
비유동자산	651.5	690.5	656.3	633.7	619.2
투자자산	240.8	150.1	151.2	152.1	153.2
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	151.7	151.7	151.7
자산총계	884.0	1,090.7	1,119.5	1,205.2	1,249.8
유동부채	183.6	416.3	384.0	399.5	367.2
금융부채	4.0	173.4	123.7	123.9	74.2
매입채무	17.0	16.2	17.6	18.8	20.1
기타유동부채	162.6	226.7	242.7	256.8	272.9
비유동부채	16.5	13.7	14.1	14.4	14.7
금융부채	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타비유동부채	9.4	4.4	4.8	5.1	5.4
부채총계	200.2	429.9	398.0	413.9	381.9
지배주주지분	683.9	660.7	721.5	791.3	867.9
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	273.3	343.2	419.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	721.5	791.3	867.9
순금융부채	(58.9)	54.1	(33.4)	(93.4)	(152.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(8.4)	(62.9)	203.4	199.6	196.8
당기순이익	39.0	50.6	60.8	69.8	76.6
조정	107.5	166.1	139.2	124.9	114.9
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	1.4	(0.7)
영업활동 자산부채 변동	(154.9)	(279.6)	3.4	4.9	5.3
투자활동 현금흐름	26.5	(43.4)	(96.9)	(95.6)	(94.9)
투자자산감소(증가)	(60.7)	90.8	(1.1)	(0.9)	(1.1)
자본증가(감소)	(1.8)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	(130.3)	(95.8)	(94.7)	(93.8)
재무활동 현금흐름	(3.0)	165.3	(57.7)	(6.5)	(55.2)
금융부채증가(감소)	0.5	171.6	(49.7)	0.2	(49.7)
자본증가(감소)	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(9.3)	(8.0)	(6.7)	(5.5)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	15.2	59.1	38.6	60.1	9.6
Unlevered CFO	157.6	226.5	218.1	214.4	213.1
Free Cash Flow	(10.7)	(67.4)	203.4	199.6	196.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.10	BUY	70,000		
23.5.8	BUY	81,000	-24.54%	-17.78%
22.11.9	BUY	100,000	-24.06%	-11.10%
22.10.6	BUY	110,000	-39.80%	-36.64%
22.7.11	BUY	115,000	-35.85%	-29.13%
21.10.15	BUY	130,000	-34.96%	-25.85%
21.5.7	BUY	140,000	-34.27%	-28.43%

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 8월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 8월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 08월 08일