

통신/미디어
 황성진
 02)739-5937
 hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

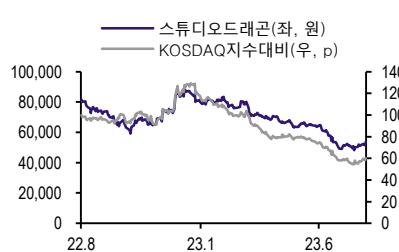
BUY(유지)

상대적 선방

목표주가	85,000원(하향)
현재주가(08/10)	53,700원
상승여력	58.3%
시가총액	16,141억원
발행주식수	30,058천주
52주 최고가 / 최저가	88,900 / 48,100원
3개월 일평균거래대금	94억원
외국인 지분율	7.9%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	54.8%
네이버 (외 1인)	6.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	9.6 -15.0 -34.0 -31.2
상대수익률 (KOSDAQ)	3.7 -24.9 -52.0 -42.3

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,871	6,979	8,325	9,933
영업이익	526	652	787	941
EBITDA	1,516	2,185	2,382	2,264
지배주주순이익	390	506	595	633
EPS	1,301	1,682	1,980	2,106
순차입금	-535	590	115	-362
PER	69.9	51.1	27.1	25.5
PBR	4.0	3.9	2.2	2.1
EV/EBITDA	17.7	12.1	6.8	7.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.0	7.5	8.6	8.4
컨센서스 영업이익	526	652	740	890
컨센서스 EPS	1,301	1,682	2,054	2,367

주가추이



2분기 낮아진 눈높이에 충분히 부합하는 실적

스튜디오드래곤의 2분기 실적은 우려보다는 선방한 실적을 시현. 2분기 매출액은 1,635억원(+3.8% YoY), 영업이익은 163억원(-39.8% YoY)을 기록. Captive 매체의 편성 축소와 비용 효율화 기조로 인한 수익성 저하가 우려되었던 상황이었으나, 글로벌 OTT와의 공급계약 개선 효과등의 영향으로 부정적 효과를 상당 부분 상쇄. 특히 작년 2분기는 디즈니향 구작 판매 등에 따른 Base-Effect가 작용했음 또한 감안해야 함

핵심은 플랫폼 다변화와 글로벌 스튜디오로의 도약

하반기에도 글로벌 스튜디오로서의 도약을 위한 움직임은 지속될 것. 이미 글로벌 OTT와의 공급계약이 유리한 조건으로 갱신되어, 동시방영 작품들은 23년부터 갱신된 조건이 적용중이며, 오리지널 작품은 24년부터 개선된 조건이 적용될 예정. Premium IP를 활용한 작품의 대형화 기조와 더불어 명품작들의 시즌제 도입으로 인해 규모의 경제를 통한 성장세 나타날 전망. 글로벌 프로젝트도 원활히 진행중인 상황. 미국 작가/배우들의 동시파업에도 불구하고 <Big Door Prize 2>의 공급이 연내 완료될 예정이며, <사랑의 불시착> 역시 원활한 개발 작업이 진행중. 장기적으로는 Fifth Season, 스카이댄스, UCP 등 다른 스튜디오들과의 협업을 통한 작품 공급 또한 이어질 예정이나, 단기적으로는 파업 종료 여부가 변수. 하반기 Captive의 비용 효율화 기조가 더욱 강화될 것으로 보이나, 플랫폼 다변화 및 조건 개선 효과와 글로벌 공급을 통해 극복할 수 있을 것으로 평가

3분기 주요 라인업은 동시방영 작품으로 <경이로운 소문2>, <아라문의 검>, 오리지널 작품으로 <이두나>, <도적:칼의 소리> 등이 포진중. 23년 예상 공급편수는 35편(Captive 편성 19편, OTT 오리지널 16편) 수준

No.1 스튜디오로서의 가치에 주목

광고판매 수준이 일부 인센티브로 작용하는 구조상, 하반기 광고시장 회복 여부도 일부 변수로 작용. 장기적 관점에서 글로벌 스튜디오로서의 경쟁력 강화 기조에 주목. 투자의견 BUY를 유지하나, 실적 추정 변경을 반영하여 목표주가를 85,000원으로 조정

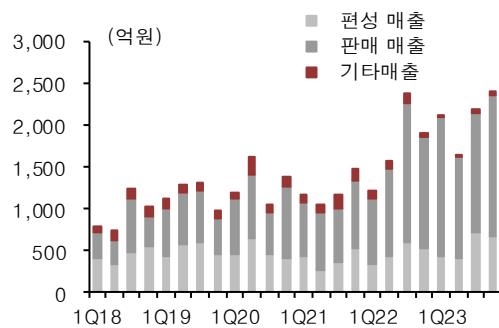
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,211	1,575	2,289	1,905	2,111	1,635	2,181	2,397	6,979	8,325	9,933
편성	354	438	594	540	432	425	729	664	1,925	2,249	2,639
판매	777	1,039	1,658	1,328	1,657	1,189	1,402	1,701	4,802	5,949	7,082
기타	80	98	119	37	23	21	50	33	333	127	212
영업이익	181	270	189	12	216	163	213	195	652	787	941
영업이익률	15.0%	17.1%	8.3%	0.6%	10.2%	9.9%	9.8%	8.1%	9.3%	9.5%	9.5%
세전이익	201	300	255	-170	221	158	283	18	586	680	879
세전이익률	16.6%	19.1%	11.1%	-8.9%	10.5%	9.7%	13.0%	0.8%	8.4%	8.2%	8.9%
순이익	156	256	178	-85	184	102	206	103	506	595	633
순이익률	12.9%	16.2%	7.8%	-4.5%	8.7%	6.2%	9.4%	4.3%	7.2%	7.1%	6.4%

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



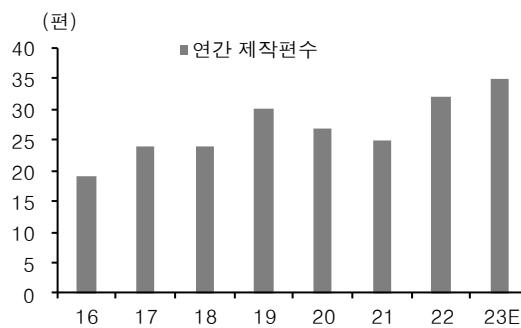
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 분기별 방영회차 추이



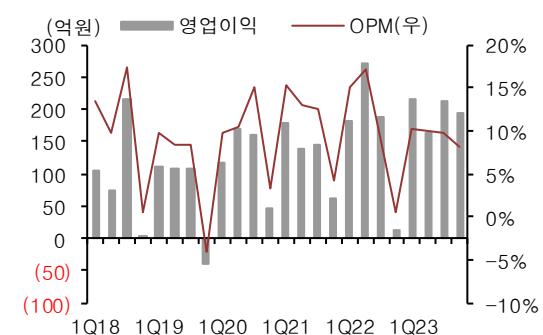
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 연간 제작편수



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 23년 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
미씽: 그들이 있었다 S2	반기리, 정소영	민영홍	고수, 허준호	TVN
조선정신과의사 유세풍 S2	최민호	박원국	김민재, 김향기	TVN, TVING
일타 스캔들	양희승, 여은호	유제원	전도연, 정경호	TVN, NETFLIX
미끼 Part1	김진욱	김홍선	장근석, 허성태	Coupang Play
아일랜드 Part2	오보현	박배종	김남길, 이다희	TVN, TVING
판도라 : 조작된 낙원	현지민	최영훈	이지아, 이상윤	TVN, TVING, Disney +
더 글로리 Part2	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	NETFLIX
스틸러: 일곱개의 조선통보	신경일	최준배	주원, 이주우	TVN, TVING
패밀리	정유선	장정도	장혁, 장나라	TVN, TVING, Disney +
구미호뎐 1938	한우리	강신효, 조남형	이동욱, 김소연	TVN, TVING, NETFLIX
청춘월담	정현정	이종재	박형식, 전소니	TVN, TVING
방과 후 전쟁활동	이남규	성용일	임세미, 신현수	TVING
셀러브리티	김이영	김철규	박규형, 강민혁	NETFLIX
이로운 사기	한우주	이수현	천우희, 김동욱	TVN, TVING
이번생도 잘 부탁해	최영림, 민예지	이나정	신혜선, 안보현	TVN, TVING, NETFLIX
경이로운 소문2: 카운터 편치	김새봄	유선동	조병규, 유준상	TVN, TVING, NETFLIX
형사록 시즌2	손정우, 황설현	한동화	이성민, 경수진	Disney +
이두나!	장유하	이정효	수지, 양세종	NETFLIX
도적: 칼의 소리	한정훈	황준혁, 한진선	김남길, 서현	NETFLIX
아라문의 검: 아스달 연대기2	김영현, 박상연	김광식	이준기, 장동건	TVN, Disney +
소용없어 거짓말	서정은	남성우, 노영섭	김소현, 황민현	TVN

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,871	6,979	8,325	9,933	10,595
증가율 (Y-Y, %)	(7.3)	43.3	19.3	19.3	6.7
영업이익	526	652	787	941	1,031
증가율 (Y-Y, %)	7.0	24.0	20.6	19.6	9.6
EBITDA	1,516	2,185	2,382	2,264	2,426
영업외손익	(6)	(66)	(107)	(62)	(61)
순이자수익	8	(19)	32	44	46
외화관련손익	63	79	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	1	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	520	586	680	879	970
당기순이익	390	506	595	633	699
자비기업당기순이익	390	506	595	633	699
증가율 (Y-Y, %)	31.8	29.5	17.7	6.4	10.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.7	14.2	16.6	26.8	14.9
영업이익증가율(3Yr)	9.6	31.5	17.0	21.4	16.5
EBITDA증가율(3Yr)	9.6	14.5	12.9	14.3	3.6
순이익증가율(3Yr)	2.9	24.2	26.2	17.5	11.4
영업이익률(%)	10.8	9.3	9.5	9.5	9.7
EBITDA마진(%)	31.1	31.3	28.6	22.8	22.9
순이익률 (%)	8.0	7.2	7.1	6.4	6.6
NOPLAT	395	563	688	677	742
(+) Dep	991	1,533	1,595	1,324	1,395
(-) 운전자본투자	(613)	454	101	268	67
(-) Capex	23	45	40	65	69
OpFCF	1,975	1,597	2,142	1,668	2,002

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,325	4,001	5,211	5,878	6,237
현금성자산	646	1,237	2,061	2,140	2,307
매출채권	1,236	1,417	1,753	2,284	2,418
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,515	6,905	6,916	6,806	7,233
투자자산	3,458	3,018	3,653	3,801	3,955
유형자산	77	109	114	131	146
무형자산	2,980	3,778	3,149	2,874	3,132
자산총계	8,840	10,907	12,127	12,683	13,471
유동부채	1,836	4,163	4,783	4,725	4,832
매입채무	777	870	936	1,219	1,291
유동성자부채	40	1,734	2,069	1,692	1,673
비유동부채	165	137	142	123	105
비유동자부채	71	93	106	86	66
부채총계	2,002	4,299	4,925	4,848	4,937
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,704	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	1,617	2,126	2,721	3,354	4,052
자본조정	367	(402)	(402)	(402)	(402)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,839	6,607	7,203	7,836	8,534
투하자본	3,895	5,696	5,644	5,732	6,154
순차입금	(535)	590	115	(362)	(568)
ROA	4.8	5.1	5.2	5.1	5.3
ROE	6.0	7.5	8.6	8.4	8.5
ROIC	10.1	11.7	12.1	11.9	12.5

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	1,301	1,682	1,980	2,106	2,324
BPS	22,785	21,982	23,962	26,068	28,392
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	69.9	51.1	27.1	25.5	23.1
PBR	4.0	3.9	2.2	2.1	1.9
EV/ EBITDA	17.7	12.1	6.8	7.0	6.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	17.3	11.4	7.6	8.2	7.7
PSR	5.6	3.7	1.9	1.6	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	29.3	65.1	68.4	61.9	57.8
Net debt/Equity	n/a	8.9	1.6	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	27.0	4.8	n/a	n/a
유동비율	126.6	96.1	109.0	124.4	129.1
이자보상배율	n/a	35.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.7	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	48.7	57.2	49.7	49.1	49.6
현금+투자자산(%)	51.3	42.8	50.3	50.9	50.4
자본구조					
차입금(%)	1.6	21.7	23.2	18.5	16.9
자기자본(%)	98.4	78.3	76.8	81.5	83.1

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	(84)	(629)	1,201	1,691	2,030
당기순이익	390	506	595	633	699
자산상각비	991	1,533	1,595	1,324	1,395
운전자본증감	(1,549)	(2,796)	(867)	(268)	(67)
매출채권증가(감소)	22	(352)	(326)	(531)	(134)
재고자산증가(감소)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	187	117	72	283	72
투자현금	265	(434)	(757)	(1,216)	(1,827)
단기투자자산감소	280	11	(3)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	(127)	(50)	(69)	(72)
설비투자	(23)	(45)	(40)	(65)	(69)
유무형자산감소	(3)	(19)	(600)	(1,000)	(1,600)
재무현금	(30)	1,653	303	(398)	(39)
차입금증가	(19)	1,675	318	(398)	(39)
자본증가	3	30	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	155	591	760	77	164
총현금흐름(Gross CF)	1,576	2,265	2,123	1,959	2,096
(-) 운전자본증가(감소)	(613)	454	101	268	67
(-) 설비투자	23	45	40	65	69
(+) 자산매각	(3)	(19)	(600)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	2,163	1,747	1,381	626	361
(-) 기타투자	0	127	50	69	72
잉여현금	2,163	1,620	1,331	557	289

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경

최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	단당자변경			
2021-09-07	Buv	115,000	(25.8)	(16.2)
2022-06-29	Buv	100,000	(27.6)	(11.1)
2023-08-11	Buv	85,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~ 15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률을 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	--	----	--

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 06월 30일 기준)

Buy (99.1%)	Hold (0.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소** (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호** 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스** 영업부 대표 02) 739-6286