

1) 스튜디오드래곤: 3Q 예상 OP 174억원(-8% YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,853억원(-8% YoY)/174억원(-8%)으로 컨센서스 (181억원)에 부합할 것이다. 편성은 약 4편(68회)으로 TV 50회, OTT 18회 등이 반영되었으며, 작년 동기 158회차와 비교하면 절반 수준도 되지 않는다. 다만, <아라문의 검>, 넷플릭스 오리지널 <도적: 칼의 소리> 등의 텐트폴 등이 반영되었고, 미국 드라마 <The big door prize s2> 2회차 반영되면서 회차 감소만큼 실적이 부진 하진 않다. 4분기에는 넷플릭스 오리지널 <스위트홈2>, <경성크리처>, 그리고 <The big door prize s2> 8회차 등 약 76회차 반영이 예상된다.

편성이 가파르게 축소되고 있는 것도 사실이지만, 그에 반비례하여 상승해야 할 시청률은 오히려 더욱 부진하다. 올해 시청률 10%를 넘긴 작품이 불과 1편(일타강사 스캔들)으로 타 방송사들(5개 내외)와 비교하면 차이가 크다. 모회사의 제작비 효율화 기조 속에 텐트폴 작품들도 부재한 상황이다. 편성도 축소되는데 시청률도 하락하고 있어 굉장히 좋지 않은 사이클에 있다. 흥행하지 않는 드라마 제작사의 반동을 예상하기가 쉽지 않은 상황이며, 이를 반전시킬 이슈 역시 콘텐츠에 있다. 밸류에이션 매력에 있어 매수 의견을 유지하지만, 단기적으로는 기간 조정이 필요한 상황이다. 흥행을 제외한 중요 변수로는 미국 드라마 작가/배우들의 파업이 일부 합의가 되고 있는데, 언론에 따르면 합의문 중 조회수에 비례한 상여금 지급 이슈가 있다. 넷플릭스 시즌제 작품들이 늘어나고 있어 매우 중요한 상향 변수가 될 수 있다.

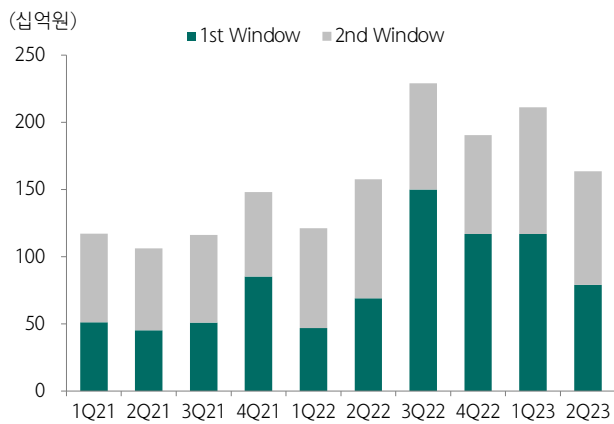
도표 6. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F
매출액	487	698	728	787	121	157	229	190	211	163	185	168
편성	161	193	143	144	35	44	59	54	43	42	34	24
판매	276	480	576	634	78	104	166	133	166	119	149	143
기타	50	25	9	8	8	10	4	4	2	2	2	2
매출총이익	80	100	110	122	26	35	27	12	31	24	26	29
GPM	16%	14%	15%	16%	21%	22%	12%	6%	15%	15%	14%	17%
영업이익	53	65	74	82	18	27	19	1	22	16	17	19
OPM	11%	9%	10%	10%	15%	17%	8%	1%	10%	10%	9%	11%
순이익	39	51	59	65	16	26	18	(8)	18	10	16	15

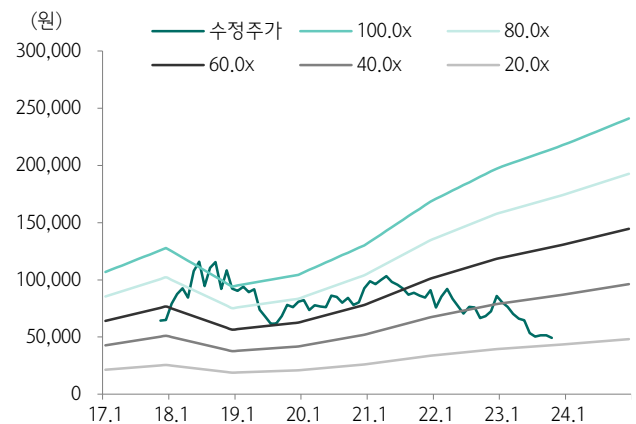
자료: 하나증권

도표 7. Window별 매출액 추이



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

도표 8. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 9. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	2Q23	청춘일담	박형식, 전소니	20
			패밀리	장혁, 장나라	12
			이로운 사기	천우희, 김동욱	16
		3Q23	소용없어 거짓말	김소현, 황민현	16
			반짝이는 워터멜론	려운, 설인하	16
	수목	2Q23	스틸러	주원, 이주우	16
	토일	2Q23	판도라: 조작된 낙원	이지아, 이상윤	16
			구미호뎐1938	김소연, 이동욱	12
			이번생도 잘 부탁해	신혜선, 안보현	12
		3Q23	경이로운 소문2	조병규, 유준상, 김세정	12
기타	넷플릭스	2Q23	아라문의 검	이준기, 장동건, 신세경	12
			무인도의 디바	박은빈, 채종협	12
		4Q23	마에스트라	이영애, 이무생	16
			셀러브리티	이청아, 전효성	12
	티빙	2Q23	도적: 칼의 소리	김남길, 서현	12
			이두나!	수지, 양세종	9
		4Q23	경성크리처1	박서준, 한소희	10
			스위트홈2	송강, 이진욱, 이시영	10
	디즈니+	2Q23	방과 후 전쟁활동 pt.2	김기해, 신현수	4
			운수 오진 날	유연석, 이성민	10
애플TV+	3Q23		형사록2	이성민, 경수진	8
			The Big Door Prize 2	Chris O'Dowd, Ally Maki	10

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표(스튜디오드래곤)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	728.3	786.7	843.9
매출원가	407.3	597.9	618.0	664.7	707.0
매출총이익	79.8	100.0	110.3	122.0	136.9
판매비	27.2	34.8	36.4	40.1	44.1
영업이익	52.6	65.2	73.9	82.0	92.8
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	77.0	83.9	92.9
법인세	13.0	8.1	17.7	18.5	20.4
계속사업이익	39.0	50.6	59.3	65.5	72.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	59.3	65.5	72.4
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	39.0	50.6	59.3	65.5	72.4
지배주주지분포괄이익	74.2	(26.2)	59.3	65.5	72.4
NOPAT	39.5	56.3	56.9	63.9	72.4
EBITDA	151.6	218.5	209.3	205.4	208.4
성장성(%)					
매출액증가율	(7.34)	43.28	4.36	8.02	7.27
NOPAT증가율	12.86	42.53	1.07	12.30	13.30
EBITDA증가율	(8.29)	44.13	(4.21)	(1.86)	1.46
영업이익증가율	7.13	23.95	13.34	10.96	13.17
(지배주주)순이익증가율	31.76	29.74	17.19	10.46	10.53
EPS증가율	24.62	29.44	17.16	10.34	10.70
수익성(%)					
매출총이익률	16.38	14.33	15.14	15.51	16.22
EBITDA이익률	31.12	31.31	28.74	26.11	24.69
영업이익률	10.80	9.34	10.15	10.42	11.00
계속사업이익률	8.01	7.25	8.14	8.33	8.58

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	1,973	2,177	2,410
BPS	22,785	21,982	23,955	26,132	28,542
CFPS	5,254	7,544	7,195	6,950	6,918
EBITDAPS	5,054	7,279	6,963	6,835	6,933
SPS	16,233	23,250	24,231	26,171	28,074
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	69.95	51.07	24.96	22.62	20.44
PBR	3.99	3.91	2.06	1.88	1.73
PCFR	17.32	11.40	6.85	7.09	7.12
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.25	7.10	6.74
PSR	5.61	3.70	2.03	1.88	1.75
재무비율(%)					
ROE	6.04	7.52	8.59	8.69	8.81
ROA	4.76	5.12	5.39	5.68	5.97
ROIC	14.92	15.67	13.90	16.85	20.36
부채비율	29.27	65.07	54.26	51.99	43.82
순부채비율	(8.61)	8.19	(4.37)	(11.25)	(16.84)
이자보상배율(배)	67.59	13.22	9.20	12.11	16.84

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	232.5	400.1	455.0	560.6	615.2
금융자산	70.0	128.6	164.3	221.5	227.8
현금성자산	64.6	123.7	159.4	216.6	223.0
매출채권	123.6	141.7	147.9	184.9	221.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	38.9	129.8	142.8	154.2	165.5
비유동자산	651.5	690.5	655.7	633.3	618.7
투자자산	240.8	150.1	150.6	151.7	152.7
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	1,110.7	1,193.9	1,233.9
유동부채	183.6	416.3	376.8	394.1	361.4
금융부채	4.0	173.4	123.5	123.8	74.1
매입채무	17.0	16.2	16.9	18.2	19.6
기타유동부채	162.6	226.7	236.4	252.1	267.7
비유동부채	16.5	13.7	13.9	14.2	14.6
금융부채	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타비유동부채	9.4	4.4	4.6	4.9	5.3
부채총계	200.2	429.9	390.7	408.4	376.0
지배주주지분	683.9	660.7	720.0	785.5	857.9
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	271.9	337.3	409.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	720.0	785.5	857.9
순금융부채	(58.9)	54.1	(31.5)	(88.4)	(144.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(8.4)	(62.9)	195.5	195.1	192.3
당기순이익	39.0	50.6	59.3	65.5	72.4
조정	107.5	166.1	139.3	125.0	115.1
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	1.5	(0.5)
영업활동 자산부채변동	(154.9)	(279.6)	(3.1)	4.6	4.8
투자활동 현금흐름	26.5	(43.4)	(96.4)	(95.8)	(95.0)
투자자산감소(증가)	(60.7)	90.8	(0.6)	(1.1)	(1.0)
자본증가(감소)	(1.8)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	(130.3)	(95.8)	(94.7)	(94.0)
재무활동 현금흐름	(3.0)	165.3	(57.9)	(6.5)	(55.2)
금융부채증가(감소)	0.5	171.6	(49.9)	0.3	(49.7)
자본증가(감소)	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(9.3)	(8.0)	(6.8)	(5.5)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	15.2	59.1	36.4	57.2	6.4
Unlevered CFO	157.6	226.5	216.3	208.9	208.0
Free Cash Flow	(10.7)	(67.4)	195.5	195.1	192.3