



스튜디오드래곤 (253450)

BUY (유지)

바닥을 확인했다

목표주가(12M) 70,000원
현재주가(11.08) 57,300원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	811.02
52주 최고/최저(원)	88,900/46,100
시가총액(십억원)	1,722.4
시가총액비중(%)	0.43
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	109.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
외국인지분율(%)	8.41
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.79
네이버	6.25

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	755.7	824.9
영업이익(십억원)	71.4	86.4
순이익(십억원)	54.3	65.8
EPS(원)	1,788	2,172
BPS(원)	23,777	25,735

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	487.1	697.9	745.9	800.3
영업이익	52.6	65.2	76.2	85.7
세전이익	52.0	58.6	79.3	87.7
순이익	39.0	50.6	61.1	68.4
EPS	1,301	1,684	2,031	2,275
종가율	24.62	29.44	20.61	12.01
PER	69.95	51.07	28.21	25.19
PBR	3.99	3.91	2.39	2.18
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.16	6.96
ROE	6.04	7.52	8.83	9.05
BPS	22,785	21,982	24,013	26,288
DPS	0	0	0	0

현 주가에서는 CJ ENM이 조금 더 매력적

3분기 실적 서프라이즈로 인해 주가가 반등했는데, 높은 가격 매력과 CJ ENM의 실적 서프라이즈가 동반 되었기 때문이다. 다소 과도하게 하락했던 주가의 바닥을 확인했다는 점에서 긍정적이다. 현 주가(혹은 시가총액)를 기준으로 보면 스튜디오드래곤보다 할인 거래되고 있는 CJ ENM의 투자 매력도가 조금 더 높다고 판단한다. 내년에는 미국향 프로젝트 및 작가/배우 파업 종료에 따른 RS 도입 등이 동사의 밸류에이션을 회복할 수 있는 주요 모멘텀이기에 관련 뉴스를 지켜볼 필요가 있다.

3Q OP 219억원(+15% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 2,174억원(-5% YoY)/219억원(+15%)으로 컨센서스(176억원)을 크게 상회했다. 매출 역시 300억원 가까운 차이가 있었는데, 4분기 반영 예정이었던 텐트폴 <The Big Door Prize2>와 넷플릭스 오리지널 <스위트홈2> 합산 7회차가 3분기에 먼저 반영된 영향이다. 이를 감안하면 약 10~15억원 수준의 이익 증가 요인이 있었는데, 인건비가 전년 동기 대비 15억원 하락했다. CJ ENM과 비슷한 인센티브 감소 이슈로 추정된다. 그렇다 하더라도 재차 분기 영업이익 200억원대를 회복한 것이 매우 긍정적인데, 글로벌 OTT 뿐만 아니라 로컬 판매 확대 노력도 동반하고 있다. 4분기에는 넷플릭스 동시방영작 <무인도의 디바>, 디즈니 플러스 동시방영작 <마에스트라> 외에도 넷플릭스 오리지널 <경성크리처>, <스위트홈2>가 반영된다. 예상 편성 회차는 67편으로 영업이익은 165억원(+1,297%)을 전망한다.

내년에 기대할 2개의 모멘텀

3분기 누적으로 편성 매출은 전년 동기 대비 13% 감소했다. 수목 슬랏 축소에 더해 월화 슬랏은 티빙 오리지널과 연동되고 있다. 내년에는 이런 캡티브 편성 축소 영향이 온기로 반영될 것이다. 그럼에도 불구하고, ASP 상승 효과와 글로벌 OTT 오리지널 등 판매 확대로 올해도 증익이 예상된다. 이익 증가와 밸류에이션 축소라는 상반된 흐름 속에서 내년에는 2개의 모멘텀이 현실화 되는가가 중요할 것이다. 첫번째로는 글로벌 프로젝트이다. 동명 소설 원작인 <설계자들>의 경우 유니버설과 공동 제작을 준비하고 있었으나 미국 작가/배우들의 파업으로 인해 미뤄졌다가 다시 재개되고 있어 관련 성과를 기대해볼 수 있다. 두번째는 RS(revenue share)의 도입 여부이다. 최근, 넷플릭스는 컨퍼런스 콜을 통해 내년 콘텐츠 지출 가이드를 40억달러나 상향했는데, 배우들과의 파업을 조기 종료하기 위해 노력하고 있다. 성과에 따른 RS가 도입된다고 할 때 글로벌 성과가 좋은 스튜디오드래곤의 향후 추가적인 수익 모멘텀을 기대해 볼 수 있을 것이다.



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

도표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

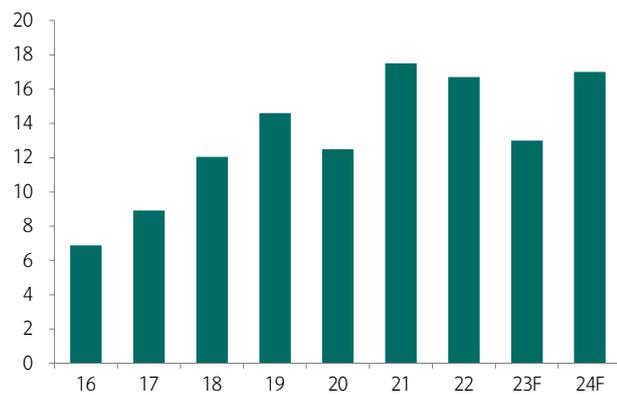
(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F
매출액	487	698	746	800	121	157	229	190	211	163	217	154
편성	161	193	146	142	35	44	59	54	43	42	35	26
판매	276	480	591	650	78	104	166	133	166	119	180	126
기타	50	25	9	8	8	10	4	4	2	2	2	2
매출총이익	80	100	110	123	26	35	27	12	31	24	29	26
GPM	16%	14%	15%	15%	21%	22%	12%	6%	15%	15%	13%	17%
영업이익	53	65	76	86	18	27	19	1	22	16	22	16
OPM	11%	9%	10%	11%	15%	17%	8%	1%	10%	10%	10%	11%
순이익	39	51	61	68	16	26	18	(8)	18	10	18	14

자료: 하나증권

도표 2. 넷플릭스 콘텐츠 지출 추이 및 가이드스

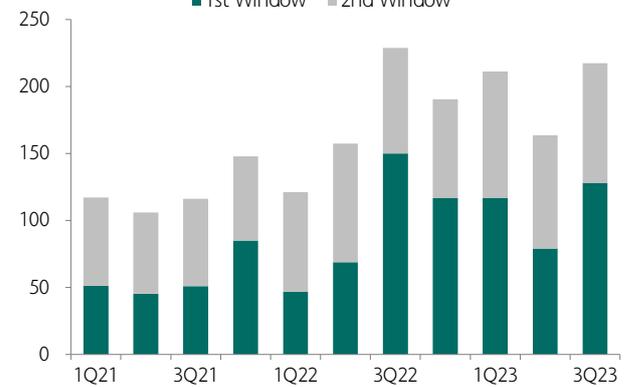
(십억달러)



자료: Netflix, 하나증권

도표 3. Window별 매출액 추이

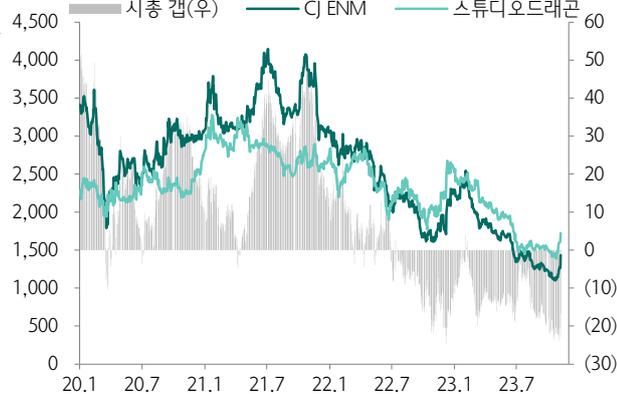
(십억원)



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

도표 4. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이

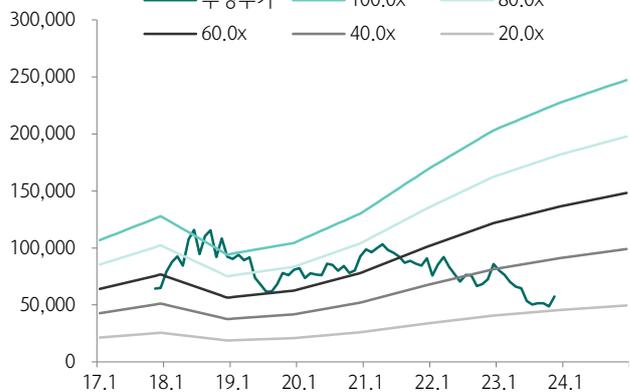
(십억원)



자료: 하나증권

도표 5. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트

(원)



자료: 하나증권

도표 6. 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
	수목	2Q23	소용없어 거짓말	김소현, 황민현	16
			반짝이는 워터멜론(~11/14)	려운, 설인하	16
	토일	2Q23	스틸러	주원, 이주우	16
			판도라: 조작된 낙원	이지아, 이상윤	16
			구미호뎐1938	김소연, 이동욱	12
		3Q23	이번생도 잘 부탁해	신혜선, 안보현	12
			경이로운 소문2	조병규, 유준상, 김세정	12
4Q23	3Q23	아라문의 검	이준기, 장동건, 신세경	12	
		무인도의 디바	박은빈, 채종엽	12	
기타	넷플릭스	2Q23	셀러브리티	이청아, 전효성	12
			도적: 칼의 소리	김남길, 서현	12
		4Q23	이두나!	수지, 양세종	9
	티빙	2Q23	스위트홈2	송강, 이진욱, 이시영	10
			경성크리처1	박서준, 한소희	10
	디즈니+	2Q23	방과 후 전쟁활동 pt.2	김기해, 신현수	4
			운수 오진 날	유연석, 이성민	10
	애플TV+	2Q23	형사록2	이성민, 경수진	8
	애플TV+	3Q23	The Big Door Prize 2	Chris O'Dowd, Ally Maki	10

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 7. 2023년 4분기 라인업

(단위: 십억원)



무인도의 디바

tvN, Netflix 동시방영
12부작
10/21~11/26

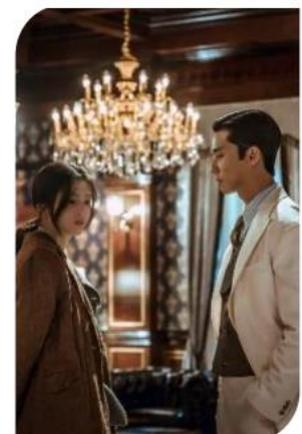
스위트홈2

Netflix
8부작
12/1



경성크리처

Netflix
10부작
4Q23 공개



반짝이는 워터멜론

tvN
16부작
10/2~11/21



마에스트라

tvN, Disney+ 동시방영
12부작
12/2~

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	745.9	800.3	858.6
매출원가	407.3	597.9	636.0	677.5	722.6
매출총이익	79.8	100.0	109.9	122.8	136.0
판매비	27.2	34.8	33.7	37.1	40.8
영업이익	52.6	65.2	76.2	85.7	95.2
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	79.3	87.7	95.3
법인세	13.0	8.1	18.2	19.3	21.0
계속사업이익	39.0	50.6	61.1	68.4	74.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	61.1	68.4	74.3
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	39.0	50.6	61.1	68.4	74.3
지배주주지분포괄이익	74.2	(26.2)	61.1	68.4	74.3
NOPAT	39.5	56.3	58.7	66.9	74.3
EBITDA	151.6	218.5	211.6	209.2	210.8
성장성(%)					
매출액증가율	(7.34)	43.28	6.88	7.29	7.28
NOPAT증가율	12.86	42.53	4.26	13.97	11.06
EBITDA증가율	(8.29)	44.13	(3.16)	(1.13)	0.76
영업이익증가율	7.13	23.95	16.87	12.47	11.09
(지배주주)순이익증가율	31.76	29.74	20.75	11.95	8.63
EPS증가율	24.62	29.44	20.61	12.01	8.70
수익성(%)					
매출총이익률	16.38	14.33	14.73	15.34	15.84
EBITDA이익률	31.12	31.31	28.37	26.14	24.55
영업이익률	10.80	9.34	10.22	10.71	11.09
계속사업이익률	8.01	7.25	8.19	8.55	8.65

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	2,031	2,275	2,473
BPS	22,785	21,982	24,013	26,288	28,761
CFPS	5,254	7,544	7,269	7,073	6,996
EBITDAPS	5,054	7,279	7,039	6,960	7,014
SPS	16,233	23,250	24,816	26,623	28,565
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	69.95	51.07	28.21	25.19	23.17
PBR	3.99	3.91	2.39	2.18	1.99
PCFR	17.32	11.40	7.88	8.10	8.19
EV/EBITDA	17.62	12.08	7.16	6.96	6.63
PSR	5.61	3.70	2.31	2.15	2.01
재무비율(%)					
ROE	6.04	7.52	8.83	9.05	8.98
ROA	4.76	5.12	5.53	5.90	6.08
ROIC	14.92	15.67	14.40	17.79	21.13
부채비율	29.27	65.07	54.72	52.10	43.90
순부채비율	(8.61)	8.19	(4.64)	(11.72)	(17.35)
이자보상배율(배)	67.59	13.22	9.48	12.65	17.27

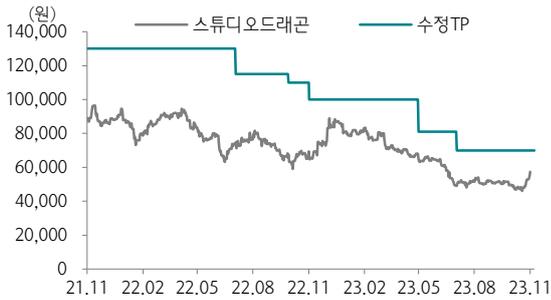
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	232.5	400.1	460.7	568.3	625.1
금융자산	70.0	128.6	166.4	225.8	233.4
현금성자산	64.6	123.7	161.5	220.9	228.6
매출채권	123.6	141.7	151.5	189.4	227.2
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	38.9	129.8	142.8	153.1	164.5
비유동자산	651.5	690.5	656.0	633.5	619.0
투자자산	240.8	150.1	151.0	151.9	153.0
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	151.7	151.7
자산총계	884.0	1,090.7	1,116.7	1,201.8	1,244.0
유동부채	183.6	416.3	381.0	397.3	364.8
금융부채	4.0	173.4	123.6	123.9	74.2
매입채무	17.0	16.2	17.3	18.6	19.9
기타유동부채	162.6	226.7	240.1	254.8	270.7
비유동부채	16.5	13.7	14.0	14.3	14.7
금융부채	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타비유동부채	9.4	4.4	4.7	5.0	5.4
부채총계	200.2	429.9	394.9	411.7	379.5
지배주주지분	683.9	660.7	721.8	790.2	864.5
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	273.6	342.0	416.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	721.8	790.2	864.5
순금융부채	(58.9)	54.1	(33.5)	(92.6)	(150.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(8.4)	(62.9)	201.0	198.1	194.4
당기순이익	39.0	50.6	61.1	68.4	74.3
조정	107.5	166.1	139.2	124.9	115.0
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	(0.6)
영업활동 자산부채 변동	(154.9)	(279.6)	0.7	4.8	5.1
투자활동 현금흐름	26.5	(43.4)	(96.7)	(95.6)	(94.9)
투자자산감소(증가)	(60.7)	90.8	(0.9)	(1.0)	(1.1)
자본증가(감소)	(1.8)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	(130.3)	(95.8)	(94.6)	(93.8)
재무활동 현금흐름	(3.0)	165.3	(57.8)	(6.5)	(55.2)
금융부채증가(감소)	0.5	171.6	(49.8)	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	38.6	59.4	7.6
Unlevered CFO	157.6	226.5	218.5	212.6	210.3
Free Cash Flow	(10.7)	(67.4)	201.0	198.1	194.4

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%

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 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 11월 9일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 06일