2024년 02월 08일 | 기업분석_Earnings Review

스튜디오드래곤 (253450)

현실이 되어 버린 감익

BUY (유지)

목표주가(12M)	56,000원(하향)
현재주가(2.07)	47,400원

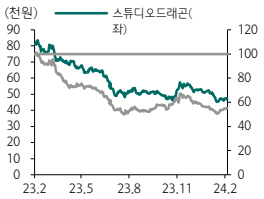
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	811.92
52주 최고/최저(원)	83,400/45,150
시가총액(십억원)	1,424.8
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	77.0
60일 평균 거래대금(십억원)	4.0
외국인지분율(%)	7.65
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.79
네이버	6.25

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	766.0	802.2
영업이익(십억원)	65.9	77.5
순이익(십억원)	51.2	59.4
EPS(원)	1,710	1,994
BPS(원)	23,443	24,926

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	487.1	697.9	753.1	759.9
영업이익	52.6	65.2	55.9	68.6
세전이익	52.0	58.6	37.2	65.4
순이익	39.0	50.6	30.1	51.0
EPS	1,301	1,684	1,001	1,698
증감율	24.62	29.44	(40.56)	69.63
PER	69.95	51.07	51.45	27.92
PBR	3.99	3.91	2.24	1.92
EV/EBITDA	17.62	12.08	8.16	7.91
ROE	6.04	7.52	4.45	7.13
BPS	22,785	21,982	22,982	24,681
DPS	0	0	0	0

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

하나증권 리서치센터

목표주가 하향

4분기 실적 부진에 더해 CJ ENM의 편성 효율화 기조 유지, 그리고 텐트폴 흥행작 부재 등 향후 성장 전망에 대한 둔화가 확연하게 나타나고 있다. EPS 하향 조정을 반영해 목표주가를 56,000원(-14%)으로 하향한다. 현재 주가는 모멘텀의 부재 속에 밸류에이션의 디레이팅보다 EPS의 하향 속도가 더 빨라 오히려 밸류에이션이 유지되고 있는 상황이다. 그렇기에 중장기적으로 콘텐츠 경쟁력을 통해 글로벌 텐트폴 시즌제 작품들의 확대가 나타나지 않는다면 추가적인 디레이팅이 나타날 수도 있다. 가격과 기간 모두 오랜 기간 조정을 거치고 있어 자그마한 흥행 모멘텀에도 반등할 수 있기에 투자 의견은 유지하겠지만 어려운 업황이 지속되고 있음을 명심할 필요가 있다. 단기적인 모멘텀으로는 3월 박지은 작가 및 김수현 주연의 텐트폴 <눈물의 여왕>이 방영을 준비하고 있다.

4Q OP -38억원(적전)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,611억원(-15% YoY)/-38억원(적전)으로 컨센서스(61억원)을 크게 하회했다. 1회성 비용이 많았는데, <아라문의 검>의 오산시 세트장 철거로 약 50억원, 자회사 화앤담 대표이사의 퇴직금 약 20억원 등 합산 70억원의 비용이 발생했다. 영업외적으로는 화앤담의 영업권 손상 차손 133억원 반영되었다. 편성은 71편으로 TV 40편, OTT 31편이며 <스위트홈2>, <경성크리쳐>, <무인도의 디바> 등이 반영되었다.

성장이 아닌 수익성을 얘기하다

CJ ENM의 제작비 효율화 기조로 인해 타이틀 기준으로 3편이 감소했으며 편성 매출로는20% 감소했다. 대작 판매와 신규 작품 기준으로 리쿱율 개선 혹은 ASP 상승으로 방어했지만 1회성 비용 70억원을 감안하더라도 결국 감익했다. 연간으로 CJ ENM의 콘텐츠 제작비 가이던스는 전년 수준으로 유지되었는데, 스튜디오드래곤 기준으로는 유사하거나 소폭 하회하는 수준으로 추정된다. 동사 역시 매출 성장보다는 다양한 전략을 통해 수익성 개선에 집중하고 있다. 다만, 이는 성장이 부재함을 역으로 제시하는 것이고, 수익성 개선은 콘텐츠 경쟁력이 선행되어야 하는데, 작년 대비 이를 반전시키는 것이 먼저 확인해야 될 부분이다.

도표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('25년)	56	십억원
주식 수	30,058	천주
EPS	1,865	원
목표 P/E	30	배
목표 주가	56,000	원
현재 주가	47,400	원
상승 여력	18	%

자료: 하나증권

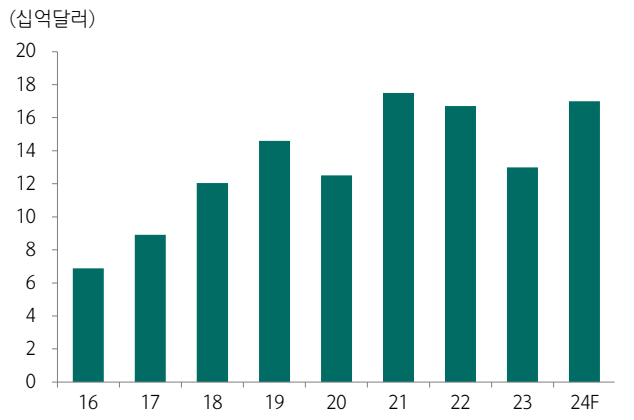
도표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23P	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	698	753	760	799	211	163	217	161	152	160	251	197
편성	193	154	138	134	43	42	35	33	34	33	33	38
판매	480	589	613	655	166	119	180	124	116	125	216	156
기타	25	10	10	10	2	2	2	3	2	2	2	3
매출총이익	100	88	103	114	31	24	29	4	25	26	33	19
GPM	14%	12%	14%	14%	15%	15%	13%	3%	16%	16%	13%	10%
영업이익	65	56	69	76	22	16	22	-4	15	18	25	10
OPM	9%	7%	9%	10%	10%	10%	10%	-2%	10%	11%	10%	5%
순이익	51	30	51	56	18	10	18	(17)	13	14	21	3

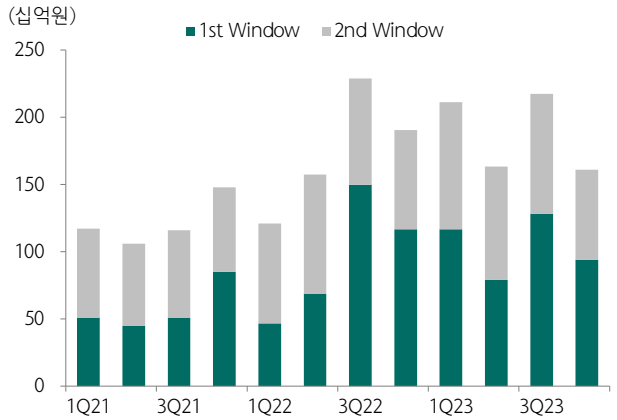
자료: 하나증권

도표 3. 넷플릭스 콘텐츠 지출 추이 및 가이던스



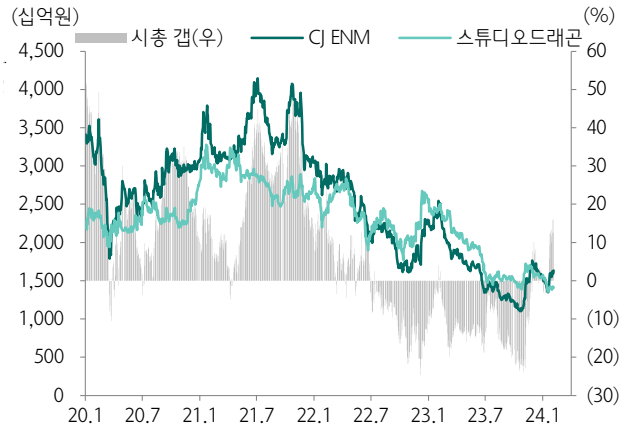
자료: Netflix, 하나증권

도표 4. Window별 매출액 추이



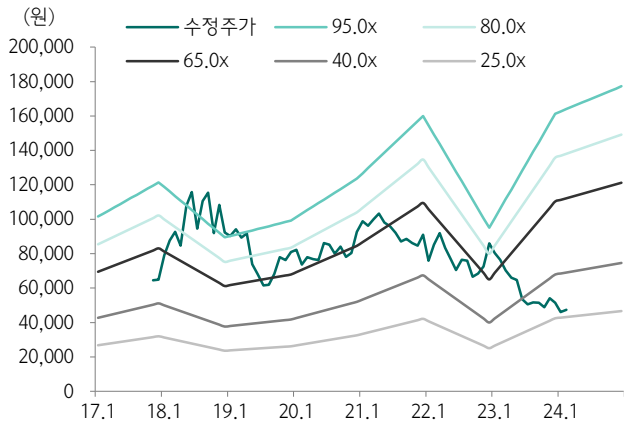
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 5. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: 하나증권

도표 6. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 7. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	4Q23	반짝이는 워터멜론	려운, 설인하	16
		1Q24	내 남편과 결혼해줘	박민영, 나인우	16
			웨딩임파서블	전종서, 문상민	12
		미정	선재 업고 튀어	김혜윤, 변우석	16
			감사합니다	신하균, 진구	16
	토일	4Q23	무인도의 디바	박은빈, 채종협	12
			마에스트라	이영애, 이무생	16
		1Q24	세작, 매혹된 자들	조정석, 신세경	16
			눈물의 여왕	김수현, 김지원	16
		미정	정년이	김태리, 신예은	16
			플레이어2: 꾼들의 전쟁	송승헌, 오연서	16
OTT	넷플릭스	4Q23	스위트홈2	송강, 이진욱	10
			경성크리처1	박서준, 한소희	10
		2Q24	스위트홈3	송강, 이진욱	10
			하이라키	노정의, 이채민	7
	티빙	4Q23	운수 오진 날	유연석, 이성민	10
	애플TV+	4Q23	The Big Door Prize 2	Chris O'Dowd, Ally Maki	10

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 8. 2024년 1분기 라인업

(단위: 십억원)

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 9. 2024년 총 라인업 24편 이상 목표 (단위: 십억원)

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 10. 2024년 사업 전략 (단위: 십억원)

	2017~2023 외형 성장기	2024~ 수익성 집중기
Non-Captive 비중	13%	50%~
자체기획 비중	26%	50%~
플랫폼 전략	Volume Deal	Volume Deal+
편성 전략	기획 ▶ 편성/판매	기획 = 편성/판매

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**487.1**	**697.9**	**753.1**	**759.9**	**799.4**
매출원가	407.3	597.9	665.3	656.9	685.6
매출총이익	79.8	100.0	87.8	103.0	113.8
판관비	27.2	34.8	32.0	34.3	37.4
영업이익	**52.6**	**65.2**	**55.9**	**68.6**	**76.4**
금융손익	4.3	2.2	(2.6)	(0.6)	(1.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.8)	(8.9)	(16.0)	(2.6)	(2.6)
세전이익	**52.0**	**58.6**	**37.2**	**65.4**	**71.9**
법인세	13.0	8.1	7.1	14.4	15.8
계속사업이익	39.0	50.6	30.1	51.0	56.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**39.0**	**50.6**	**30.1**	**51.0**	**56.1**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**39.0**	**50.6**	**30.1**	**51.0**	**56.1**
지배주주지분포괄이익	74.2	(26.2)	30.1	51.0	56.1
NOPAT	39.5	56.3	45.2	53.5	59.6
EBITDA	151.6	218.5	191.3	192.1	192.0
성장성(%)					
매출액증가율	(7.34)	43.28	7.91	0.90	5.20
NOPAT증가율	12.86	42.53	(19.72)	18.36	11.40
EBITDA증가율	(8.29)	44.13	(12.45)	0.42	(0.05)
영업이익증가율	7.13	23.95	(14.26)	22.72	11.37
(지배주주)순익증가율	31.76	29.74	(40.51)	69.44	10.00
EPS증가율	24.62	29.44	(40.56)	69.63	9.84
수익성(%)					
매출총이익률	16.38	14.33	11.66	13.55	14.24
EBITDA이익률	31.12	31.31	25.40	25.28	24.02
영업이익률	10.80	9.34	7.42	9.03	9.56
계속사업이익률	8.01	7.25	4.00	6.71	7.02

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**232.5**	**400.1**	**431.4**	**511.0**	**545.2**
금융자산	70.0	128.6	135.6	175.7	164.2
현금성자산	64.6	123.7	130.7	170.8	159.3
매출채권	123.6	141.7	153.0	191.2	229.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	38.9	129.8	142.8	144.1	151.6
비유동자산	**651.5**	**690.5**	**656.1**	**632.8**	**617.9**
투자자산	240.8	150.1	151.1	151.2	151.9
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**	**1,087.5**	**1,143.7**	**1,163.1**
유동부채	**183.6**	**416.3**	**382.7**	**387.8**	**350.9**
금융부채	4.0	173.4	123.7	123.7	73.9
매입채무	17.0	16.2	17.5	17.6	18.5
기타유동부채	162.6	226.7	241.5	246.5	258.5
비유동부채	**16.5**	**13.7**	**14.0**	**14.1**	**14.3**
금융부채	7.1	9.3	9.3	9.3	9.3
기타비유동부채	9.4	4.4	4.7	4.8	5.0
부채총계	**200.2**	**429.9**	**396.7**	**401.9**	**365.2**
지배주주지분	**683.9**	**660.7**	**690.8**	**741.9**	**797.9**
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	242.6	293.7	349.8
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**683.9**	**660.7**	**690.8**	**741.9**	**797.9**
순금융부채	(58.9)	54.1	(2.7)	(42.7)	(81.1)

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,301	1,684	1,001	1,698	1,865
BPS	22,785	21,982	22,982	24,681	26,546
CFPS	5,254	7,544	5,882	6,365	6,263
EBITDAPS	5,054	7,279	6,363	6,392	6,386
SPS	16,233	23,250	25,056	25,279	26,595
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	69.95	51.07	51.45	27.92	25.42
PBR	3.99	3.91	2.24	1.92	1.79
PCFR	17.32	11.40	8.76	7.45	7.57
EV/EBITDA	17.62	12.08	8.16	7.91	7.72
PSR	5.61	3.70	2.06	1.88	1.78
재무비율(%)					
ROE	6.04	7.52	4.45	7.13	7.28
ROA	4.76	5.12	2.76	4.58	4.86
ROIC	14.92	15.67	11.10	14.29	16.97
부채비율	29.27	65.07	57.42	54.17	45.77
순부채비율	(8.61)	8.19	(0.39)	(5.76)	(10.16)
이자보상배율(배)	67.59	13.22	6.95	10.14	13.88

자료: 하나증권

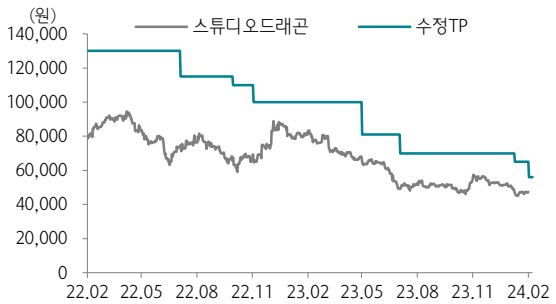
현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**(8.4)**	**(62.9)**	**171.9**	**180.6**	**177.1**
당기순이익	39.0	50.6	30.1	51.0	56.1
조정	107.5	166.1	139.6	125.9	116.3
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	4.2	2.4	0.7
영업활동 자산부채 변동	(154.9)	(279.6)	2.2	3.7	4.7
투자활동 현금흐름	**26.5**	**(43.4)**	**(97.2)**	**(95.7)**	**(96.0)**
투자자산감소(증가)	(60.7)	90.8	(1.0)	(0.1)	(0.7)
자본증가(감소)	(1.8)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	(130.3)	(96.2)	(95.6)	(95.3)
재무활동 현금흐름	**(3.0)**	**165.3**	**(57.8)**	**(6.7)**	**(55.3)**
금융부채증가(감소)	0.5	171.6	(49.7)	0.0	(49.8)
자본증가(감소)	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(9.3)	(8.1)	(6.7)	(5.5)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**15.2**	**59.1**	**7.7**	**40.1**	**(11.5)**
Unlevered CFO	157.6	226.5	176.8	191.3	188.3
Free Cash Flow	(10.7)	(67.4)	171.9	180.6	177.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.8	BUY	56,000		
24.1.16	BUY	65,000	-28.34%	-27.00%
23.7.10	BUY	70,000	-26.41%	-18.14%
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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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	93.52%	6.02%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 05일