



BUY (유지)

목표주가(12M) 56,000원  
현재주가(5.09) 46,400원

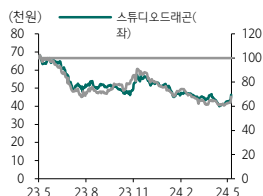
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	870.15
52주 최고/최저(원)	66,600/40,050
시가총액(십억원)	1,394.7
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	71.5
60일 평균 거래대금(십억원)	3.2
외국인지분율(%)	7.87
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.79
네이버	6.25

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	694.8	764.6
영업이익(십억원)	61.8	74.3
순이익(십억원)	46.9	57.0
EPS(원)	1,562	1,894
BPS(원)	25,240	27,224

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	697.9	753.1	691.8	736.5
영업이익	65.2	55.9	66.2	71.3
세전이익	58.6	37.2	63.0	66.8
순이익	50.6	30.1	49.2	52.1
EPS	1,684	1,001	1,635	1,733
증감율	29.44	(40.56)	63.34	5.99
PER	51.07	51.45	28.38	26.77
PBR	3.91	2.19	1.84	1.72
EV/EBITDA	12.08	6.48	5.37	5.03
ROE	7.52	4.40	6.71	6.65
BPS	21,982	23,546	25,182	26,915
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2024년 05월 10일 | 기업분석\_ Earnings Review

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 오랜만에 증명한 콘텐츠 경쟁력

#### 보수적 관점은 유지하나, 하반기부터 고민 필요

1분기 의미 있는 실적 서프라이즈를 기록했지만, 편성 제한에 따른 매출 역성장으로 보수적 관점은 유지한다. 다만, 하반기부터 드라마 제작 산업의 바닥을 고민하고 있다. 드라마 제작사들은 2021년 코로나의 수혜를 정점으로 편성이 하향되어 왔으며, 주가 역시 실적 및 디레이팅을 반영해 3년 간 꾸준히 하락했다. 여전히 밸류에이션이 매력적이지 않지만, 3년 간의 가격 조정을 거친 상황이기엔 기간 조정이 마무리 된다면 자그마한 이슈에도 긍정적으로 반영할 가능성이 높다. 하반기부터 내년까지 <오징어 게임2>, <지금 우리 학교는2>, 이민호/박보검 주연작 등을 포함 500~1,000억원 내외의 주요 텐트폴이 집중되어 있다. 여기에 더해 현재 노력 중인 미국형 TV 시리즈 편성까지 확정된다면 현 주가에서는 분명한 호재가 될 것이다. 조금만 더 지켜보자.

#### 1Q OP 215억원(-0%)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,921억원(-9% YoY)/215억원(-0%)으로 컨센서스(169억원)을 상회했다. 매출도 예상(컨센서스 1,563억원) 대비 상당히 좋았는데, 1) 6월 공개 예정인 넷플릭스 오리지널 <하이라키>가 선 반영 되었으며, 2) <내 남편과 결혼해줘>, <눈물의 여왕> 등의 흥행에 따른 인센티브가 긍정적이었다. 작년 연간으로 시청률 부진이 오랫동안 지속되었는데, 1분기에 강한 회복을 보여준 점은 상당히 긍정적이었다. 다만, 2분기에는 캡티브로는 <눈물의 여왕> 일부와 <졸업>, 그리고 <플레이어2> 등이, OTT로는 < 스위트홈 3>가 반영되면서 상장 이후 최저인 42회차 편성이 예상된다. 이를 반영한 영업이익은 100억원 내외로 추정된다. 참고로, <선재 업고 튀어>는 CJ ENM의 작품이다.

#### 캡티브를 벗어날 글로벌 성장이 필요하다

시청률을 회복하며 오랜만에 드래곤다운 모습을 보여줬지만, 캡티브향 편성 제한으로 연간 매출 역성장 흐름에는 변화가 없다. 결국 이를 개선하기 위해서는 캡티브를 벗어난 글로벌 편성 확대가 필요한데, 눈에 띄게 확인되는 부분은 없었다. 다만, 금번 실적 컨퍼런스에서 미국 메이저 플랫폼과 4개의 라인업을 논의 중이며, 이 중 1~2편은 연내 가시화되는 것을 목표로 하고 있다고 언급했다. 동사의 실적 뿐만 아니라 밸류에이션을 회복할 수 있는 중요한 모멘텀이 될 수 있기에 하반기에 기대해 볼 필요가 있겠다.

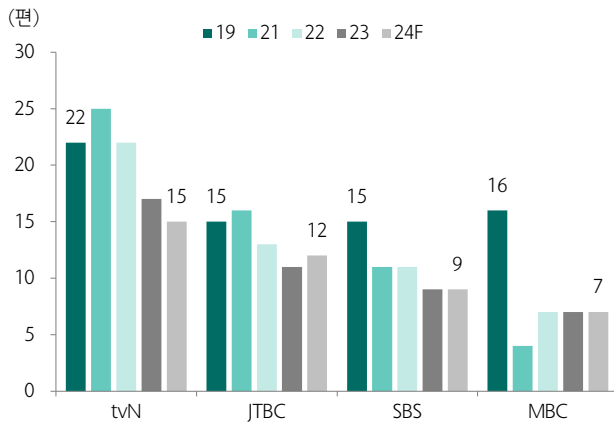
도표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	698	753	692	736	211	163	217	161	192	138	164	198
편성	193	154	123	128	43	42	35	33	47	23	26	26
판매	480	589	560	599	166	119	180	124	141	113	135	170
기타	25	10	10	10	2	2	2	3	3	2	2	2
매출총이익	100	88	101	109	31	24	29	4	29	19	25	29
GPM	14%	12%	15%	15%	15%	15%	13%	3%	15%	14%	15%	14%
영업이익	65	56	66	71	22	16	22	(4)	22	10	17	18
OPM	9%	7%	10%	10%	10%	10%	10%	-2%	11%	7%	10%	9%
순이익	51	30	49	52	18	10	18	(17)	20	8	14	7

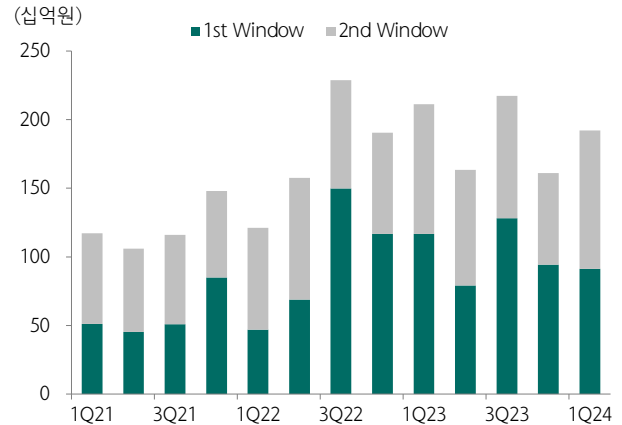
자료: 하나증권

도표 2. 주요 채널 연간 드라마 편성 수 추이



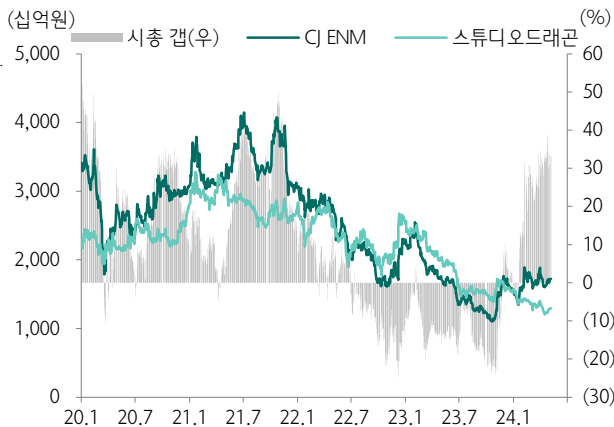
자료: 언론, 하나증권

도표 3. Window별 매출액 추이



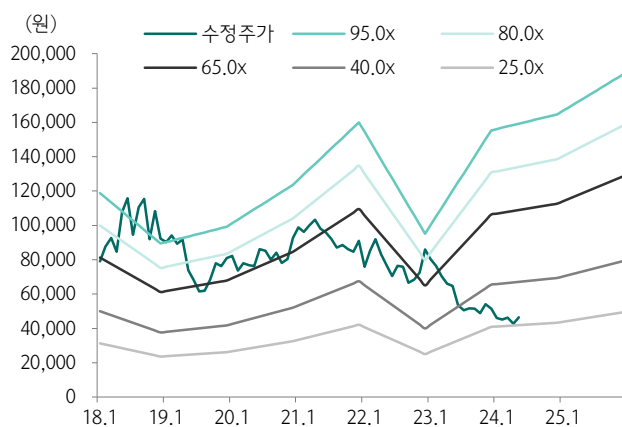
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등  
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 4. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: 하나증권

도표 5. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

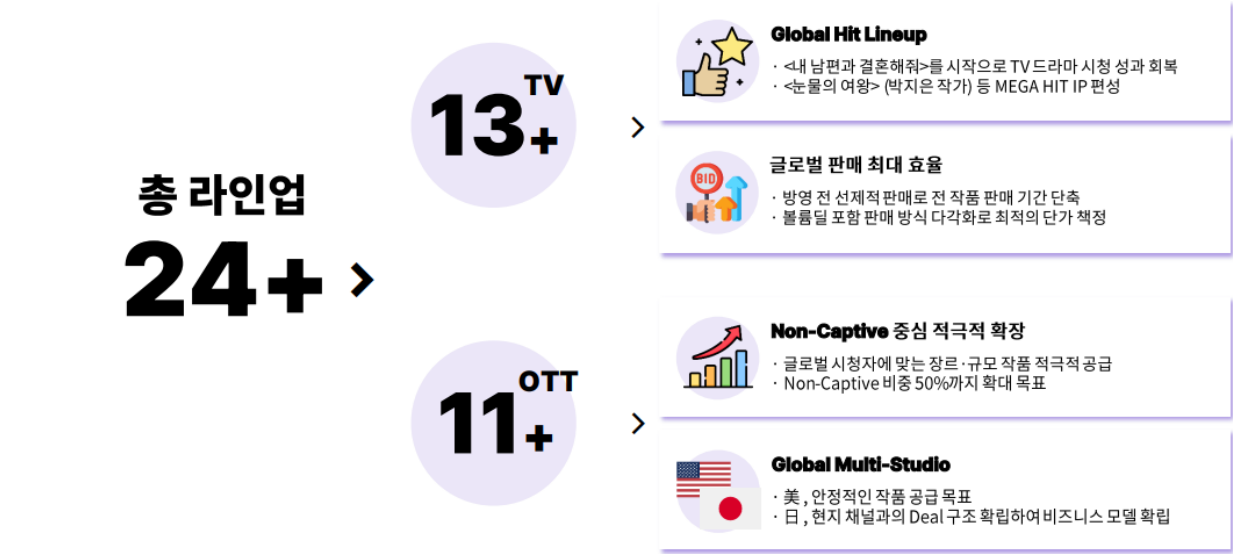
도표 6. 스튜디오드래곤 2024년 드라마 라인업(방영 기준)

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q24	내 남편과 결혼해줘 웨딩임파서블	박민영, 나인우 전종서, 문상민	16 12
		2Q24	플레이어2: 꾀들의 전쟁	송승헌, 오연서	12
		3Q24	감사합니다	신하균, 진구	12
		4Q24	가석방심사관 이한신 원경	고수, 권유리 차주경, 이현욱	12 13
	토일	1Q24	세작, 매혹된 자들 눈물의 여왕	조정석, 신세경 김수현, 김지원	16 16
		2Q24	졸업		16
		3Q24	엄마친구아들 정년이	정해인, 정소민 김태리, 신예은	16 16
		4Q24	사랑은 외나무다리에서	주지훈, 정유미	12
OTT	넷플릭스	2Q24	하이라키 스위트홈3	노정의, 이채민 송강, 이진욱	7 8
		3Q24	돌풍 경성크리처 2	설경구, 김희애 박서준, 한소희	12 7
		4Q24	트렁크	서현진, 공유	8
	티빙	2H24	스터디그룹 종거나 나쁜 동재	황민현, 한지은 이준혁, 박성웅	10 -

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 7. 2024년 총 라인업 24편 이상 목표

(단위: 십억원)



추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	697.9	753.1	691.8	736.5	773.2	
매출원가	597.9	665.3	591.3	627.8	650.8	
매출총이익	100.0	87.8	100.5	108.7	122.4	
판매비	34.8	32.0	34.3	37.4	40.7	
영업이익	65.2	55.9	66.2	71.3	81.7	
금융손익	2.2	(2.6)	(0.6)	(1.9)	(2.8)	
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(8.9)	(16.1)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	
세전이익	58.6	37.2	63.0	66.8	76.3	
법인세	8.1	7.1	13.9	14.7	16.8	
계속사업이익	50.6	30.1	49.2	52.1	59.5	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	50.6	30.1	49.2	52.1	59.5	
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	50.6	30.1	49.2	52.1	59.5	
지배주주지분포괄이익	(26.2)	46.9	49.2	52.1	59.5	
NOPAT	56.3	45.2	51.6	55.6	63.7	
EBITDA	218.5	242.0	258.9	268.0	280.8	
성장성(%)						
매출액증가율	43.28	7.91	(8.14)	6.46	4.98	
NOPAT증가율	42.53	(19.72)	14.16	7.75	14.57	
EBITDA증가율	44.13	10.76	6.98	3.51	4.78	
영업이익증가율	23.95	(14.26)	18.43	7.70	14.59	
(지배주주)순이익증가율	29.74	(40.51)	63.46	5.89	14.20	
EPS증가율	29.44	(40.56)	63.34	5.99	14.20	
수익성(%)						
매출총이익률	14.33	11.66	14.53	14.76	15.83	
EBITDA이익률	31.31	32.13	37.42	36.39	36.32	
영업이익률	9.34	7.42	9.57	9.68	10.57	
계속사업이익률	7.25	4.00	7.11	7.07	7.70	

투자지표						
		2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)						
EPS		1,684	1,001	1,635	1,733	1,979
BPS		21,982	23,546	25,182	26,915	28,894
CFPS		7,544	8,185	8,587	8,793	9,127
EBITDAPS		7,279	8,050	8,612	8,915	9,341
SPS		23,250	25,056	23,016	24,502	25,723
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		51.07	51.45	28.38	26.77	23.45
PBR		3.91	2.19	1.84	1.72	1.61
PCFR		11.40	6.29	5.40	5.28	5.08
EV/EBITDA		12.08	6.48	5.37	5.03	4.62
PSR		3.70	2.06	2.02	1.89	1.80
재무비율(%)						
ROE		7.52	4.40	6.71	6.65	7.09
ROA		5.12	2.76	4.42	4.57	5.04
ROIC		15.67	11.06	13.04	13.84	15.83
부채비율		65.07	54.32	49.67	41.70	40.00
순부채비율		8.19	2.87	(1.54)	(6.72)	(12.25)
이자보상배율(배)		13.22	6.38	7.58	9.47	12.90

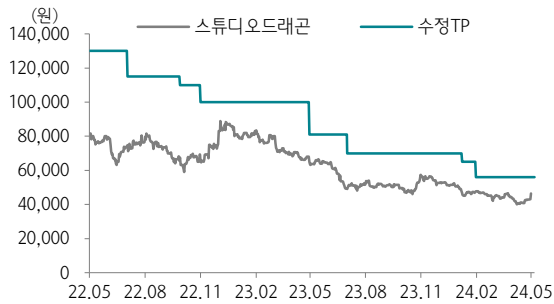
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	400.1	404.5	436.1	442.3	507.3	
금융자산	128.6	161.4	193.2	186.0	238.1	
현금성자산	123.7	158.4	190.2	183.0	235.1	
매출채권	141.7	149.1	156.5	164.4	172.5	
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동자산	129.8	94.0	86.4	91.9	96.7	
비유동자산	690.5	687.7	696.7	704.0	708.7	
투자자산	150.1	175.0	173.7	174.7	175.4	
금융자산	137.5	162.7	162.4	162.6	162.8	
유형자산	10.9	12.4	12.4	12.4	12.3	
무형자산	377.8	358.9	369.2	375.6	379.5	
기타비유동자산	151.7	141.4	141.4	141.3	141.5	
자산총계	1,090.7	1,092.2	1,132.8	1,146.4	1,215.9	
유동부채	416.3	368.0	360.0	321.0	330.7	
금융부채	173.4	172.0	171.9	122.0	122.1	
매입채무	16.2	11.1	10.2	10.9	11.4	
기타유동부채	226.7	184.9	177.9	188.1	197.2	
비유동부채	13.7	16.5	15.9	16.3	16.7	
금융부채	9.3	9.7	9.7	9.7	9.7	
기타비유동부채	4.4	6.8	6.2	6.6	7.0	
부채총계	429.9	384.5	375.9	337.3	347.4	
지배주주지분	660.7	707.8	756.9	809.0	868.5	
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4	
자본조정	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	
기타포괄이익누계액	(39.8)	(22.3)	(22.3)	(22.3)	(22.3)	
이익잉여금	212.6	242.0	291.2	343.3	402.8	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	660.7	707.8	756.9	809.0	868.5	
순금융부채	54.1	20.3	(11.7)	(54.4)	(106.4)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(62.9)	44.7	244.4	254.7	262.4
당기순이익	50.6	30.1	49.2	52.1	59.5
조정	166.1	193.6	195.0	197.6	198.1
감가상각비	153.3	186.1	192.7	196.7	199.1
외환거래손익	4.0	1.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	8.9	5.9	2.3	0.9	(1.0)
영업활동 자산부채 변동	(279.6)	(179.0)	0.2	5.0	4.8
투자활동 현금흐름	(43.4)	(0.7)	(195.4)	(197.3)	(196.4)
투자자산감소(증가)	90.7	(25.3)	1.3	(0.9)	(0.8)
자본증가(감소)	(3.9)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	(130.2)	27.5	(193.7)	(193.4)	(192.6)
재무활동 현금흐름	165.3	(9.7)	(8.9)	(57.4)	(6.2)
금융부채증가(감소)	171.6	(1.0)	(0.2)	(49.9)	0.1
자본증가(감소)	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.3)	(8.7)	(8.7)	(7.5)	(6.3)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	59.1	34.3	32.9	(7.1)	52.1
Unlevered CFO	226.5	246.0	258.1	264.3	274.3
Free Cash Flow	(67.4)	41.9	241.4	251.7	259.4

## 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 5월 10일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 신뢰 할 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 07일