



BUY (유지)

스튜디오드래곤 (253450)

업황은 바닥이 맞다

목표주가(12M) 52,000원
현재주가(11.07) 40,350원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	733.52
52주 최고/최저(원)	57,300/34,100
시가총액(십억원)	1,212.9
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	57.9
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
외국인지분율(%)	8.60
주요주주 지분율(%)	
CJENM 외 3인	54.79
네이버	6.25

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	596.8	683.6
영업이익(십억원)	47.9	65.0
순이익(십억원)	38.2	50.7
EPS(원)	1,273	1,687
BPS(원)	24,607	26,138

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	697.9	753.1	556.2	643.0
영업이익	65.2	55.9	41.9	59.5
세전이익	58.6	37.2	44.2	63.3
순이익	50.6	30.1	24.3	50.6
EPS	1,684	1,001	808	1,683
증감율	29.44	(40.56)	(19.28)	108.29
PER	51.07	51.45	49.94	23.98
PBR	3.91	2.19	1.66	1.55
EV/EBITDA	12.08	6.48	4.45	3.91
ROE	7.52	4.40	3.37	6.68
BPS	21,982	23,546	24,355	26,038
DPS	0	0	0	0

3년간의 다운사이클 마무리

3분기 실적은 부진하나 2025년은 3년 만에 편성이 회복할 것으로 예상되면서 3년 간 이어져온 주가 흐름 역시 바닥을 잡을 것으로 예상된다. 글로벌 OTT들과의 파트너십 강화를 통해 수익성을 담보한 편성 확대로 실적과 밸류에이션 모두 확대될 여지도 있다. 다만, 드라마 제작 산업의 특성상 차기 년도의 편성이 연말쯤에 확정되면 이를 미리 선반영하는 흐름이 나타나는데, 최근의 주가 상승 역시 마찬가지다. 어느 정도 반영한 현 시점에서 드라마의 흥행 모멘텀에 따라 주가 변동성이 나타나는데, 다행히 1월에는 오래도록 기다려 온 이민호 주연의 제작비 500억원 이상의 텐트폴 <별들에게 물어봐>의 편성이 확정되어 있어 긍정적이다. 내년 상반기 편성 작품들이 기 촬영된 작품임을 감안할 때 하반기부터 이익 개선 효과가 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다.

3Q OP -9억원(적전)

3분기 매출액/영업이익은 각각 903억원(-59% YoY)/-9억원(적전)으로 컨센서스(60억원)을 하회했다. 편성이 전년 75회차에서 59회차로 감소하면서 2020년 이후 처음으로 분기 매출액 1,000억원을 하회하였는데 <우연일까?>와 <경성크리쳐2> 등이 RS로만 반영되었으며, 이에 따라 콘텐츠 상각비 등의 부담이 커지면서 상장 이후 3분기 기준 첫 적자를 기록했다. 4분기는 <정년이>, <사랑은 외나무 다리에서> 등이 디즈니 동시 방영되며, <눈물의 여왕> 관련 상각비 부담이 완화됨에 따라 영업이익은 108억원(흑전)으로 정상화 될 것으로 예상된다.

내년은 3년 만의 편성 회복 전망

2022년 30편에 달했던 제작 편수는 올해 약 20편으로 크게 감소했지만, 내년 하반기 TVN 수목드라마의 편성 회복과 KBS 등 논 캡티브 확대 등으로 5편 이상 회복할 것으로 예상된다. 내년 회당 20억원 이상의 텐트폴 7편 편성을 목표로 하고 있으며, 넷플릭스/아마존/디즈니 등과의 파트너십 강화로 연간 8편 이상의 선 판매를 계획하고 있다. 판매를 담보한 캡티브 및 논 캡티브 편성 회복이 나타난다면 빠르게 연간 5~600억원 내외의 영업이익 체력을 회복할 수 있을 것이다.



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

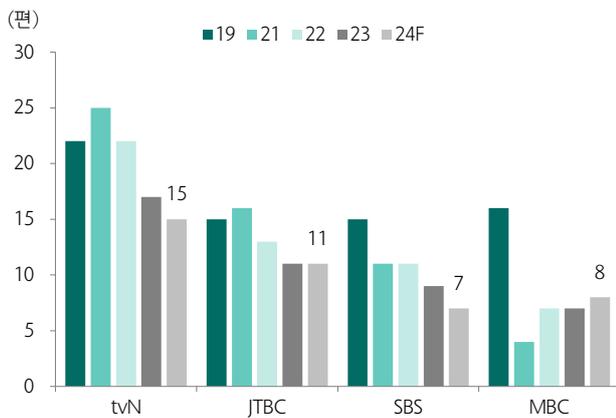
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24	3Q24P	4Q24F
매출액	698	753	556	643	211	163	217	161	192	138	90	137
편성	193	154	129	153	43	42	35	33	47	23	22	29
판매	480	589	412	474	166	119	180	124	141	113	64	104
기타	25	10	15	16	2	2	2	3	3	2	4	3
매출총이익	100	88	71	92	31	24	29	4	29	19	6	19
GPM	14%	12%	13%	14%	15%	15%	13%	3%	15%	14%	7%	14%
영업이익	65	56	42	60	22	16	22	(4)	22	10	(1)	11
OPM	9%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	-2%	11%	7%	-1%	8%
순이익	51	30	24	51	18	10	18	(17)	20	8	(6)	2

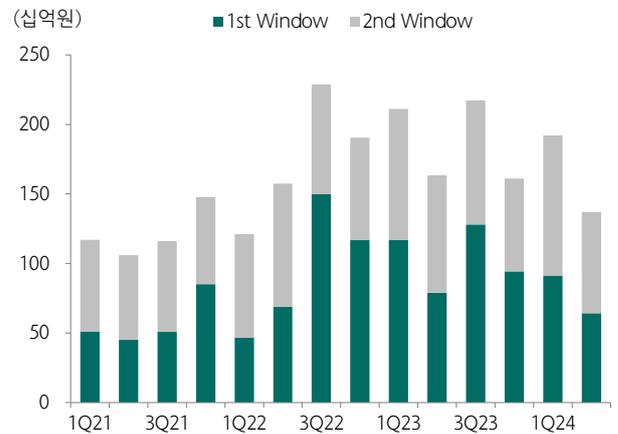
자료: 하나증권

그림 1. 주요 채널 연간 드라마 편성 수 추이



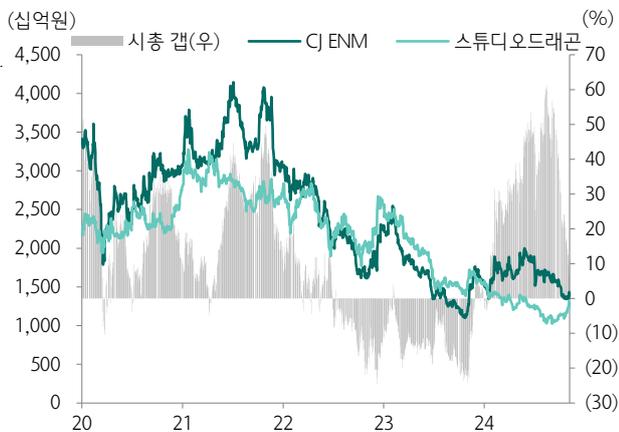
자료: 언론, 하나증권

그림 2. Window별 매출액 추이



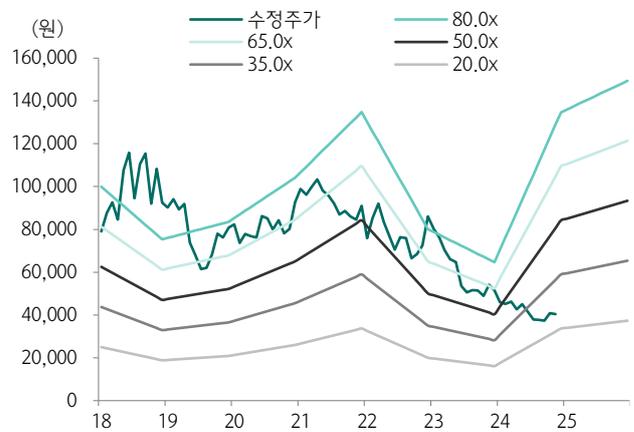
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 3. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: 하나증권

그림 4. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

표 2. 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, 이현옥	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, 박성용	10 -

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 5. 2025년 전략

(단위: 십억원)



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	697.9	753.1	556.2	643.0	681.5
매출원가	597.9	665.3	484.8	551.1	580.7
매출총이익	100.0	87.8	71.4	91.9	100.8
판매비	34.8	32.0	29.6	32.4	34.8
영업이익	65.2	55.9	41.9	59.5	66.0
금융손익	2.2	(2.6)	4.9	6.3	8.5
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	44.2	63.3	72.0
법인세	8.1	7.1	19.9	12.7	15.8
계속사업이익	50.6	30.1	24.3	50.6	56.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.6	30.1	24.3	50.6	56.1
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	50.6	30.1	24.3	50.6	56.1
지배주주지분포괄이익	(26.2)	46.9	24.3	50.6	56.1
NOPAT	56.3	45.2	23.0	47.6	51.5
EBITDA	218.5	242.0	234.5	256.2	265.1
성장성(%)					
매출액증가율	43.28	7.91	(26.15)	15.61	5.99
NOPAT증가율	42.53	(19.72)	(49.12)	106.96	8.19
EBITDA증가율	44.13	10.76	(3.10)	9.25	3.47
영업이익증가율	23.95	(14.26)	(25.04)	42.00	10.92
(지배주주)순이익증가율	29.74	(40.51)	(19.27)	108.23	10.87
EPS증가율	29.44	(40.56)	(19.28)	108.29	10.93
수익성(%)					
매출총이익률	14.33	11.66	12.84	14.29	14.79
EBITDA이익률	31.31	32.13	42.16	39.84	38.90
영업이익률	9.34	7.42	7.53	9.25	9.68
계속사업이익률	7.25	4.00	4.37	7.87	8.23

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,684	1,001	808	1,683	1,867
BPS	21,982	23,546	24,355	26,038	27,905
CFPS	7,544	8,185	7,976	8,706	9,017
EBITDAPS	7,279	8,050	7,802	8,524	8,821
SPS	23,250	25,056	18,506	21,392	22,672
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	51.07	51.45	49.94	23.98	21.61
PBR	3.91	2.19	1.66	1.55	1.45
PCFR	11.40	6.29	5.06	4.63	4.47
EV/EBITDA	12.08	6.48	4.45	3.91	3.59
PSR	3.70	2.06	2.18	1.89	1.78
재무비율(%)					
ROE	7.52	4.40	3.37	6.68	6.92
ROA	5.12	2.76	2.23	4.63	4.94
ROIC	15.67	11.06	5.78	11.74	12.71
부채비율	65.07	54.32	47.89	40.87	39.45
순부채비율	8.19	2.87	2.51	(3.13)	(8.61)
이자보상배율(배)	13.22	6.38	4.80	7.92	10.45

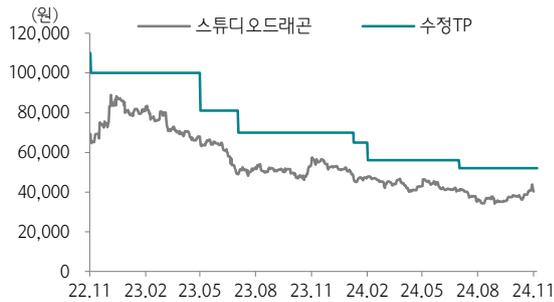
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	400.1	404.5	388.8	400.5	463.0
금융자산	128.6	161.4	162.8	155.8	203.7
현금성자산	123.7	158.4	159.8	152.8	200.7
매출채권	141.7	149.1	156.5	164.4	174.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	129.8	94.0	69.5	80.3	85.1
비유동자산	690.5	687.7	693.9	702.0	706.7
투자자산	150.1	175.0	170.9	172.7	173.5
금융자산	137.5	162.7	161.7	162.1	162.3
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	141.4
자산총계	1,090.7	1,092.2	1,082.7	1,102.5	1,169.7
유동부채	416.3	368.0	335.9	304.4	315.1
금융부채	173.4	172.0	171.5	121.7	121.8
매입채무	16.2	11.1	8.2	9.5	10.1
기타유동부채	226.7	184.9	156.2	173.2	183.2
비유동부채	13.7	16.5	14.7	15.5	15.8
금융부채	9.3	9.7	9.7	9.7	9.7
기타비유동부채	4.4	6.8	5.0	5.8	6.1
부채총계	429.9	384.5	350.6	319.9	330.9
지배주주지분	660.7	707.8	732.1	782.7	838.8
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	266.3	316.9	373.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	732.1	782.7	838.8
순금융부채	54.1	20.3	18.4	(24.5)	(72.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(62.9)	44.7	214.0	256.0	260.8
당기순이익	50.6	30.1	24.3	50.6	56.1
조정	166.1	193.6	195.5	198.5	199.1
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	2.8	1.8	0.0
영업활동 자산부채 변동	(279.6)	(179.0)	(5.8)	6.9	5.6
투자활동 현금흐름	(43.4)	(0.7)	(193.0)	(199.1)	(197.4)
투자자산감소(증가)	90.7	(25.3)	4.1	(1.8)	(0.8)
자본증가(감소)	(3.9)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타	(130.2)	27.5	(194.1)	(194.3)	(193.6)
재무활동 현금흐름	165.3	(9.7)	(9.2)	(57.3)	(6.2)
금융부채증가(감소)	171.6	(1.0)	(0.5)	(49.8)	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	2.5	(6.9)	47.8
Unlevered CFO	226.5	246.0	239.7	261.7	271.0
Free Cash Flow	(67.4)	41.9	211.0	253.0	257.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.8	BUY	52,000		
24.2.8	BUY	56,000	-22.10%	-15.80%
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%

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 11월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2024년 11월 8일 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	94.27%	5.29%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 05일