

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

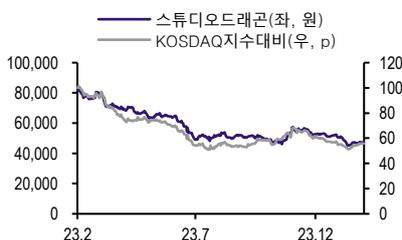
녹록하지만은 않은 전방 영업환경

목표주가	70,000원(하향)			
현재주가(02/07)	47,400원			
상승여력	47.7%			
시가총액	14,248억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	83,400 / 45,150원			
3개월 일평균거래대금	47억원			
외국인 지분율	7.6%			
주요주주				
CJ ENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.1	-13.3	-9.7	-43.0
상대수익률 (KOSDAQ)	1.4	-11.8	-0.1	-48.0

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,871	6,979	7,531	8,165
영업이익	526	652	559	736
EBITDA	1,516	2,185	2,334	2,229
지배주주순이익	390	506	301	542
EPS	1,301	1,682	1,000	1,802
순차입금	-535	590	420	-262
PER	69.9	51.1	47.4	26.3
PBR	4.0	3.9	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.7	12.1	6.3	6.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.0	7.5	4.4	7.5
컨센서스 영업이익	526	652	656	773
컨센서스 EPS	1,301	1,682	1,680	2,003

주가추이



4분기 영업적자 시현, 편성 축소 및 일회성 비용 영향

스튜디오드래곤의 4분기 실적은 낮아진 눈높이 또한 하회하는 모습. 4분기 매출액은 1,611억원(-15.4% YoY), 영업손실은 38억원(적자전환 YoY)을 기록. Captive 매체의 편성 축소 및 비용 효율화 기조에 따른 방영 회차 축소 영향과, 일부 콘텐츠 판매의 3분기 선반영 효과 및 <아라문의 검> 상각비와 세트장 철거에 따른 일회성 비용 발생 등의 영향이 복합적으로 작용한 것. 영업외 부문에서는 자회사 화앤담 픽처스의 영업권 손상차손 인식 등의 영향으로 258억원의 세전손실을 기록

24년 전략 : Non-Captive로의 영역 확대와 수익성 집중

23년 전반적인 영업환경은 전방산업의 부진에 따른 비우호적 흐름이 지속되었음. 광고경기 침체에 따른 영향으로 Captive 채널의 편성이 줄어들면서 작품 수가 3개 감소한 29개에 그쳤고, 편성 매출 역시 20% 가량 감소하였음. 다만 전반적인 라인업의 대형화로 작품당 제작비는 24% 가량 증가하였고, 글로벌 OTT 매출 확대 및 리쿱을 개선 등의 효과로 해외 매출은 23% 증가, 작품 판매단가는 69% 성장하는 성과도 거두었음

24년에도 글로벌 스튜디오로서의 레퍼런스를 확대시키기 위한 Non-Captive로의 전략적 움직임은 더욱 강화될 것. 상대적으로 국내 Captive 등 매체 환경이 여전히 비우호적인 흐름이 지속된다는 점을 감안하면, 이러한 방향 전환은 더욱 유효한 것으로 판단됨. Non-Captive 매출 비중을 50% 이상까지 확대시킬 계획. 24년 목표 콘텐츠 라인업은 24개 이상으로 설정하였는데, TV편성 작품이 13개, OTT 오리지널이 11개 수준. 주요 작품은 <내 남편과 결혼해줘>, <눈물의 여왕>, <별들에게 물어봐> 등으로 구성

목표주가 70,000원 하향 조정

콘텐츠 공급과잉에 대한 우려와 OTT간 경쟁심화에 따른 수익성 부진 및 Captive 채널의 편성 축소 흐름 등 비우호적 영업환경이 지속되고 있음. 콘텐츠 경쟁력 강화 기조는 고무적이나, 눈높이는 다소 낮춰야 할 시점인 것으로 판단. 투자 의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 70,000원으로 하향

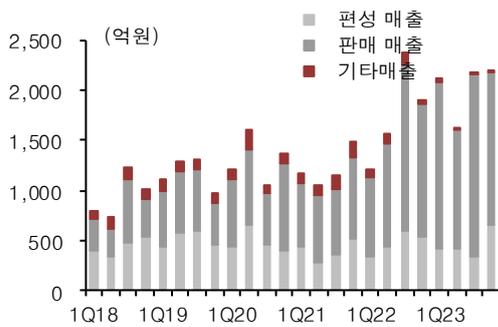
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	2,111	1,635	2,174	1,611	1,984	2,227	1,973	1,981	6,979	7,531	8,165
- 편성	432	425	350	334	569	560	464	443	1,925	1,541	2,035
- 판매	1,657	1,189	1,800	1,243	1,390	1,642	1,482	1,428	4,802	5,889	5,942
- 기타	23	21	23	34	25	26	27	110	333	101	188
영업이익	216	163	219	-38	213	184	188	151	652	559	736
영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	10.7%	8.3%	9.5%	7.6%	9.3%	7.4%	9.0%
세전이익	221	158	251	-258	226	185	246	94	586	372	752
세전이익률	10.5%	9.7%	11.6%	-16.0%	11.4%	8.3%	12.5%	4.8%	8.4%	4.9%	9.2%
순이익	184	102	182	-167	163	133	177	68	506	301	542
순이익률	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	8.2%	6.0%	9.0%	3.4%	7.2%	4.0%	6.6%

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



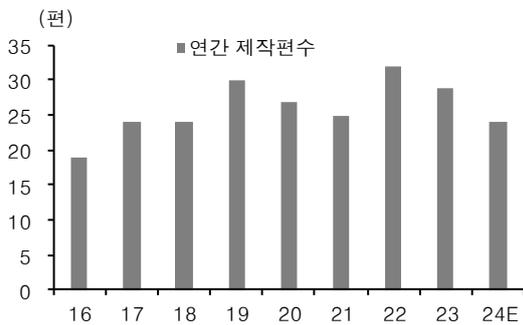
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 분기별 방영회차 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 연간 제작편수



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 무형자산 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
일타 스캔들	양희승, 여은호	유제원	전도연, 정경호	TVN, NETFLIX
판도라 : 조작된 낙원	현지민 (김순옥 크리에이터)	최영훈	이지아, 이상윤	TVN
더 글로리 S2	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	NETFLIX
The Big Door Prize	Skydance 공동제작	Anu Valia	Chris O'Dowd	Apple TV+
아일랜드 Part12	오보현	박배종	김남길, 이다희	Amazon, TVING
미끼 Part 1,2	김진욱	김홍선	장근석, 허성태	Coupang Play
도적	한정훈	황준혁, 한진선	김남길, 서현	NETFLIX
방과 후 전쟁활동	이남규	성용일	임세미, 신현수	TVING
구미호던 1938	한우리	강신호, 조남형	이동욱, 김소연	TVN
이로운 사기	한우주	이수현	천우희, 김동욱	TVN, TVING
이번생도 잘 부탁해	최영림, 민예지	이나정	신혜선, 안보현	TVN, TVING, NETFLIX
마당이 있는 집	변지안	정지현	김태희, 임지연	TVING, NETFLIX
경이로운 소문2	김새봄	유선동	조병규, 유준상	TVN, TVING, NETFLIX
소용없어 거짓말	서정은	남성우	황민현, 김소현	TVN, TVING
아라문의 검: 아스달 연대기2	김영현, 박상연	김광식	이준기, 장동건	TVN, TVING, NETFLIX
반짝이는 워터멜론	진수완	손정현	최현욱, 려운	TVN, TVING
이두나!	장유하	이정효	수지, 양세종	NETFLIX
무인도의 디바	박혜련	오충환	박은빈, 김효진	TVN, TVING, NETFLIX
The Big Door Prize 2	David West Read	Anu valia	Chris O'Dowd	Apple TV+
스위트홈2	홍소리, 이진욱	이응복, 장영우	송강, 이진욱	NETFLIX
경성크리처	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX
세작, 매혹된 자들	김선덕	조남국	조정석, 신세경	TVN, TVING, NETFLIX
내 남편과 결혼해줘	신유담	박원국	박민영, 나인우	Amazon, TVING
마에스트라	최이윤, 홍정희	김정권	이영애, 이무생	TVN, TVING
눈물의 여왕	박지은	장영우, 김희원	김수현, 김지원	TVING, NETFLIX
별들에게 물어봐	서숙향	박신우	이민호, 공효진	TVN

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,871	6,979	7,531	8,165	8,646
증가율 (Y-Y,%)	(7.3)	43.3	7.9	8.4	5.9
영업이익	526	652	559	736	848
증가율 (Y-Y,%)	7.0	24.0	(14.3)	31.6	15.3
EBITDA	1,516	2,185	2,334	2,229	2,352
영업외손익	(6)	(66)	(187)	17	18
순이자수익	8	(19)	10	39	41
외화관련손익	63	79	(1)	(4)	(4)
지분법손익	0	1	2	(1)	(1)
세전계속사업손익	520	586	372	752	866
당기순이익	390	506	301	542	624
지배기업당기순이익	390	506	301	542	624
증가율 (Y-Y,%)	31.8	29.5	(40.6)	80.2	15.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.7	14.2	12.7	18.8	7.4
영업이익증가율(3Yr)	9.6	31.5	4.4	11.8	9.2
EBITDA증가율(3Yr)	9.6	14.5	12.2	13.7	2.5
순이익증가율(3Yr)	2.9	24.2	0.5	11.5	7.3
영업이익률(%)	10.8	9.3	7.4	9.0	9.8
EBITDA마진(%)	31.1	31.3	31.0	27.3	27.2
순이익률(%)	8.0	7.2	4.0	6.6	7.2
NOPLAT	395	563	451	530	611
(+) Dep	991	1,533	1,775	1,493	1,503
(-) 운전자본투자	(613)	454	(27)	167	59
(-) Capex	23	45	39	53	56
OpFCF	1,975	1,597	2,215	1,802	1,999

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,325	4,001	3,731	4,422	4,829
현금성자산	646	1,237	1,394	1,727	1,973
매출채권	1,236	1,417	1,388	1,707	1,829
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,515	6,905	7,206	6,906	7,204
투자자산	3,458	3,018	3,441	3,580	3,726
유형자산	77	109	126	129	133
무형자산	2,980	3,778	3,639	3,196	3,345
자산총계	8,840	10,907	10,937	11,327	12,033
유동부채	1,836	4,163	3,752	3,605	3,692
매입채무	777	870	712	875	937
유동성이자부채	40	1,734	1,724	1,387	1,371
비유동부채	165	137	276	272	267
비유동이자부채	71	93	89	77	65
부채총계	2,002	4,299	4,029	3,877	3,959
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,704	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	1,617	2,126	2,426	2,968	3,592
자본조정	367	(402)	(401)	(401)	(401)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,839	6,607	6,909	7,450	8,074
투자자본	3,895	5,696	5,642	5,433	5,711
순차입금	(535)	590	420	(262)	(537)
ROA	4.8	5.1	2.8	4.9	5.3
ROE	6.0	7.5	4.4	7.5	8.0
ROIC	10.1	11.7	8.0	9.6	11.0

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	1,301	1,682	1,000	1,802	2,076
BPS	22,785	21,982	22,985	24,786	26,862
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	69.9	51.1	47.4	26.3	22.8
PBR	4.0	3.9	2.1	1.9	1.8
EV/ EBITDA	17.7	12.1	6.3	6.3	5.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	17.3	11.4	6.8	7.0	6.7
PSR	5.6	3.7	1.9	1.7	1.6
재무건전성 (%)					
부채비율	29.3	65.1	58.3	52.0	49.0
Net debt/Equity	n/a	8.9	6.1	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	27.0	18.0	n/a	n/a
유동비율	126.6	96.1	99.4	122.6	130.8
이자보상배율	n/a	35.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.7	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투자자본(%)	48.7	57.2	53.9	50.6	50.1
현금+투자자산(%)	51.3	42.8	46.1	49.4	49.9
자본구조					
차입금(%)	1.6	21.7	20.8	16.4	15.1
자기자본(%)	98.4	78.3	79.2	83.6	84.9

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	(84)	(629)	530	1,876	2,077
당기순이익	390	506	301	542	624
자산상각비	991	1,533	1,775	1,493	1,503
운전자본증감	(1,549)	(2,796)	(1,394)	(167)	(59)
매출채권감소(증가)	22	(352)	198	(319)	(122)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	187	117	(288)	163	62
투자현금	265	(434)	(336)	(1,194)	(1,803)
단기투자자산감소	280	11	(40)	0	0
장기투자증권감소	0	(127)	(17)	(69)	(72)
설비투자	(23)	(45)	(39)	(53)	(56)
유무형자산감소	(3)	(19)	(198)	(1,000)	(1,600)
재무현금	(30)	1,653	(67)	(349)	(29)
차입금증가	(19)	1,675	(12)	(349)	(29)
자본증가	3	30	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	155	591	157	333	246
총현금흐름(Gross CF)	1,576	2,265	2,107	2,043	2,136
(-) 운전자본증가(감소)	(613)	454	(27)	167	59
(-) 설비투자	23	45	39	53	56
(+) 자산매각	(3)	(19)	(198)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	2,163	1,747	1,897	823	421
(-) 기타투자	0	127	17	69	72
잉여현금	2,163	1,620	1,880	753	349

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2022-05-12	Buy	115,000	(35.6)	(30.4)
2022-06-29	Buy	100,000	(29.9)	(11.1)
2023-08-11	Buy	85,000	(40.1)	(32.6)
2024-02-08	Buy	70,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 12월 31일 기준)

Buy (97.7%)	Hold (2.3%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286