

스튜디오드래곤(253450)

1Q24 Preview: 양호한 실적 예상

1분기, 회차수 감소에도 양호한 실적 전망

1분기 매출액은 1,730억원(-18% YoY, +7% QoQ), 영업이익은 183억원(-15% YoY, -80% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 175억원에 부합할 전망이다. 반영 회차수는 64회로 전년동기(112회) 및 전분기(71회) 대비 줄어들어 매출액이 감소할 것이다. 전년동기에는 ‘아일랜드’, ‘방과후전쟁활동’과 같은 OTT 오리지널 대작이 있었는데, 금분기에는 비교적 규모가 작은 OTT 오리지널 한 편뿐이었다. 하지만 영업이익률은 전년동기와 비슷한 수준을 예상하는데, 제작비가 높은 ‘눈물의 여왕’ 방영이 시작되며 상각비 대비 매출액이 유리하게 반영되기 때문이다.

상저하의 실적. 방향성은 옳다

올해 분기별 실적은 상저하고가 예상된다. 1분기 실적은 양호하지만 2분기 실적이 우려되는데, 1분기 방영 시작한 ‘눈물의 여왕’ 상각비가 매출액 대비 크게 인식되며, 회차수가 적기(49회 예상) 때문이다. 지금까지 발표된 TvN 라인업 중 예상보다 CJ ENM 스튜디오스 작품이 많고(3~4편), 주로 2분기와 3분기에 편성된 영향이다. 대신 4분기로 갈수록 OTT 오리지널을 포함해 회차수가 많아질 것이고, 특히 4분기에 대작이 다수 방영될 것으로 추정한다. 작년 하반기 구작 판매 기저가 낮아 상반기 대비 부담도 덜하다. 연간 타라인 감소는 불가피하지만 영업이익률은 1.6%p 개선이 예상된다. 자체 기획 비중 확대, OTT 판매를 고려한 기획 등으로 개별 작품 수익성을 개선하고자 하는 방향성은 긍정적이다.

회복 단계로 가는 과정, 목표주가 56,000원으로 하향

목표주가를 56,000원으로 기존 대비 11% 하향 조정한다(12MF EV/EBITDA 6.9배 적용). 위에서 언급한 것처럼 발표된 TvN 라인업 중 CJ ENM 스튜디오스 작품이 예상보다 많아 수목 드라마 편성이 추가적으로 편성되지 않는다면 연간 편수가 내려갈 수밖에 없다. 추가 편성 가능성도 있지만 보수적으로 가정해 실적 추정치를 하향 조정했다. 올해 이익률 개선을 전망하며 매수 의견을 유지하지만 모멘텀 부재 지속과 2분기 실적 우려로 장기적 관점에서의 매수를 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	698	65	51	1,684	29.4	219	51.1	12.1	3.9	7.5	0.0
2023A	753	56	30	1,001	(40.6)	242	51.4	6.5	2.2	4.4	0.0
2024F	686	62	45	1,504	50.3	254	27.9	5.1	1.6	6.1	0.0
2025F	719	83	64	2,143	42.4	249	19.6	5.2	1.5	7.9	0.0
2026F	784	108	83	2,769	29.2	289	15.2	4.4	1.3	9.2	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 56,000원(하향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

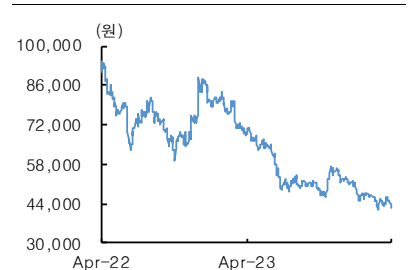
Stock Data

KOSPI(4/12)	2,682
주가(4/12)	42,000
시가총액(십억원)	1,262
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	70,700/42,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,315
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.2/7.8
주요주주(%)	CJ ENM 외 3인 54.8
네이버	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.1)	(14.3)	(39.5)
KOSDAQ 대비(%p)	(3.8)	(17.3)	(36.1)

주가추이



자료: FnGuide

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

〈표 1〉 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	173.0	161.5	139.4	212.5	697.9	753.1	686.5	718.8
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	49.2	32.4	21.9	35.0	192.5	154.1	138.5	140.3
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	121.3	122.1	114.8	174.4	480.2	588.9	532.6	566.2
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	2.5	7.0	2.7	3.1	25.2	10.1	15.3	12.4
영업비용	189.5	147.2	195.6	164.9	154.8	150.1	130.2	189.7	632.7	697.3	624.9	635.5
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	147.2	143.1	123.2	180.9	597.9	665.3	594.4	602.7
판매관리비	9.2	7.7	6.9	8.2	7.5	7.1	7.1	8.8	34.8	32.0	30.5	32.8
영업이익	21.6	16.3	21.9	(3.8)	18.3	11.4	9.2	22.7	65.2	55.9	61.6	83.3
영업이익률	10.2	9.9	10.1	(2.4)	10.6	7.1	6.6	10.7	9.3	7.4	9.0	11.6
세전이익	22.1	15.8	25.1	(25.8)	18.2	11.4	9.1	17.9	58.6	37.2	56.6	81.4
법인세비용	3.7	5.6	6.9	(9.1)	4.1	2.6	2.1	4.0	8.1	7.1	12.7	18.3
당기순이익	18.4	10.2	18.2	(16.7)	14.1	8.8	7.1	13.9	50.6	30.1	43.9	63.1
당기순이익률	8.7	6.2	8.4	(10.4)	8.2	5.5	5.1	6.5	7.2	4.0	6.4	8.8
YoY growth rate												
매출액	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(18.0)	(1.2)	(35.9)	31.9	43.3	7.9	(8.9)	4.7
편성	21.9	(3.1)	(41.0)	(38.1)	14.0	(23.7)	(37.5)	4.9	19.4	(20.0)	(10.1)	1.3
판매	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(26.8)	2.7	(36.2)	40.2	74.3	22.6	(9.6)	6.3
기타	(71.0)	(78.4)	(38.3)	(7.8)	9.8	231.7	15.4	(8.8)	(49.9)	(59.7)	51.1	(19.2)
영업이익	19.3	(39.8)	15.4	NM	(15.4)	(29.8)	(58.0)	NM	24.0	(14.3)	10.2	35.3
세전이익	10.0	(47.3)	(1.3)	NM	(17.4)	(28.0)	(63.6)	NM	12.7	(36.5)	52.2	43.7
당기순이익	17.8	(60.1)	1.9	NM	(23.1)	(13.4)	(61.0)	NM	29.5	(40.5)	45.9	43.7

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 2〉 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	1,723.1	
12MF EBITDA	250.0	
목표 EV/EBITDA	6.9	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 30% 할인 적용
순차입금	28.9	
적정 시가총액	1,694.2	
총 주식수(천주)	30,058	
적정 주가	56,364	
목표주가	56,000	

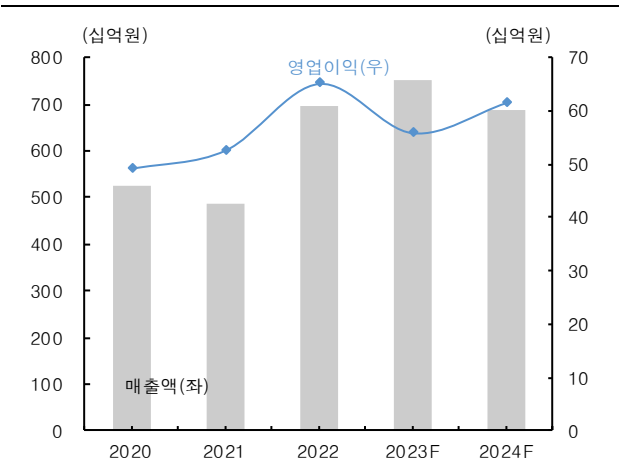
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 2023년 이후 라인업 - 1Q 실적 반영 작품은 굵은 글씨

편성	타이틀	방송 시작일	방송 종료일	회차	주연	동시방영
tvN(수목)	조선정신과의사 유세풍 2	1/11	2/9	10	김민재, 김향기	
tvN(토일)	일타스캔들	1/14	3/5	16	전도연, 정경호	Netflix
Coupang	미끼	1/27	2/10	12	장근석, 허성태	
tvN(월화)	청춘월담	2/6	4/11	20	박형식, 전소니	
tvN(수목)	성스러운 아이돌	2/15	3/23	12	김민규, 고보결	
Tving	아일랜드 파트 2	2/24		6	김남길, 이다희, 차은우	
Netflix	더글로리 파트 2	3/10		8	송혜교, 이도현	
tvN(토일)	판도라: 조작된 낙원	3/11	4/30	16	이지아, 이상윤	Disney
AppleTV	The Big Door Prize	3/29		10	Chris O'Dowd	
Tving	방과후전쟁활동 파트 1	3/31		6	신현수, 임세미, 최문희	
tvN(수목)	스틸러: 일곱 개의 조선통보	4/12	5/18	12	주원, 이주우	
tvN(월화)	패밀리	4/17	5/23	12	장혁, 장나라	Disney
Tving	방과후전쟁활동 파트 2	4/21		4	신현수, 임세미, 최문희	
tvN(토일)	구미호던 1938	5/6	6/11	12	이동욱, 김소연	Amazon
tvN(월화)	이로운 사기	5/29	7/18	16	천우희, 김동욱, 윤박	
tvN(토일)	이번 생도 잘 부탁해	6/17	7/23	12	신혜선, 안보현	Netflix
ENA	마당이 있는 집	6/19	7/11	8	김태희, 임지안	
Netflix	셀러브리티	6/30		12	박규영, 이청아	
Disney	형사록 2	7/5		8	이성민, 경수진	
tvN(토일)	경이로운 소문 2: 카운터 펀치	7/29	9/3	12	조병규, 유준상, 김세정	Netflix
tvN(월화)	소용없어 거짓말	7/31	9/19	16	황민현, 김소현	
tvN(토일)	아라문의 검	9/9	10/22	12	이준기, 장동건, 신세경	Disney
Netflix	도적: 칼의 소리	9/22		9	김남길, 서현	
tvN(월화)	반짝이는 워터멜론	9/25	11/14	16	려운, 설인아	
Netflix	이두나!	10/20		9	수지, 양세종	
tvN(토일)	무인도의 디바	10/28	12/3	12	박은빈, 채종현	Netflix
Tving, tvN(월화)	운수 오진 날	11/20	12/19	10	이성민, 유연석, 이정은	
Netflix	경성크리처 1	12/22	1/5	10	박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈 2	12/1		8	송강, 이진욱, 이시영	
tvN(토일)	마에스트라	12/9	1/14	12	이영애, 이무생	Disney
AppleTV	The Big Door Prize2	1H24		10	Chris O'Dowd	
tvN(월화)	내 남편과 결혼해줘	1/1	2/20	16	박민영, 나인우, 이이경	Amazon
tvN(토일)	세작, 매혹된 자들	1/21	3/10	16	조정석, 신세경	Netflix
tvN(월화)	웨딩 임파서블	2/26	4/2	12	전종서, 문상민	Amazon
tvN(토일)	눈물의 여왕	3/16	5/5	16	김수현, 김지원	Netflix
tvN(토일)	졸업	2분기		16	정려원, 위하준	TBD
tvN(월화)	플레이어2: 꾀들의 전쟁	2분기		12	송승현, 오연서	TBD
Netflix	스위트홈 3	2분기		8	송강, 이진욱, 이시영	
Netflix	하이라키	2분기		7	노정의, 이채민	
Netflix	돌풍	3분기		12	설경구, 김희애	
tvN(월화)	감사합니다	3분기		16	신하균, 진구, 조아람	TBD
tvN(토일)	엄마친구아들	3분기		16	정해인, 정소민	TBD
tvN(토일)	정년이	4분기		16	김태리, 신예은	TBD
tvN(월화)	원경	4분기		13	차주영, 이현욱	TBD
tvN(토일)	사랑은 외나무다리에서	4분기		12	주지훈, 정유미	TBD
Netflix	경성크리처 2	3분기		7	박서준, 한소희	
Tving	스터디그룹	하반기		10	황민현, 한지은	
Tving	종거나 나쁜 동재	하반기		8	이준혁, 박성웅	
Netflix	트렁크	4분기		8	공유, 서현진	
Netflix	탄금(가제)	TBD		TBD	이재욱, 조보아	
AppleTV	The Big Door Prize3	TBD		TBD	Chris O'Dowd	
tvN(토일)	별들에게 물어봐	TBD		TBD	이민호, 공효진	TBD
tvN(토일)	자백의 대가	TBD		16	전도연, 김고은	TBD

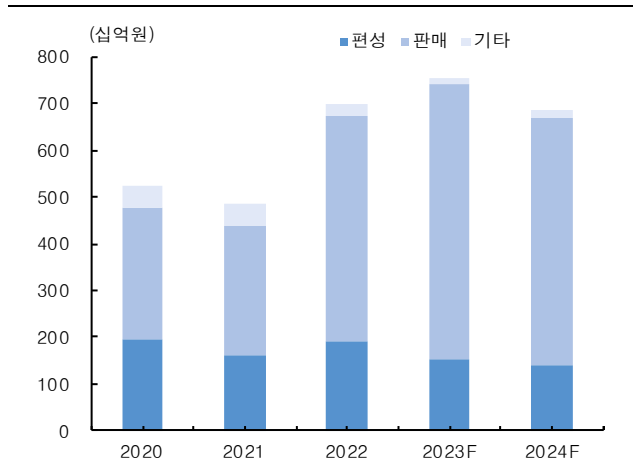
주: 회색 음영은 오리지널, 예정작 정보는 변동될 수 있음
 자료: (기발영작) 스튜디오드래곤, (예정작) 언론 종합, 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



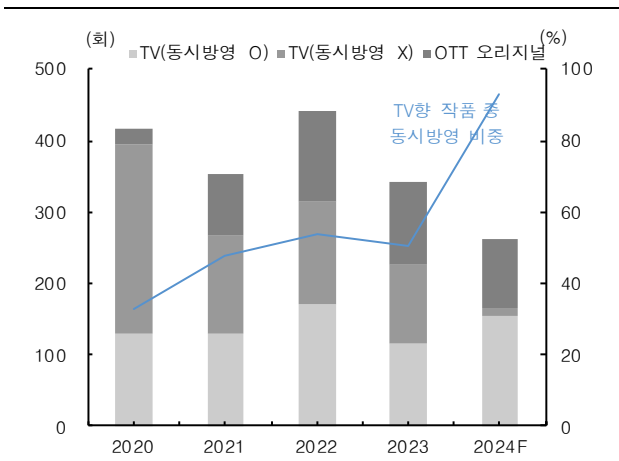
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 추이 및 전망



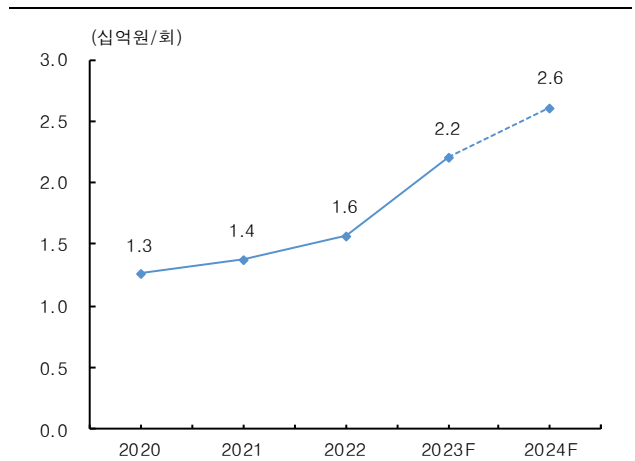
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 연간 드라마 회차수 추이 및 전망



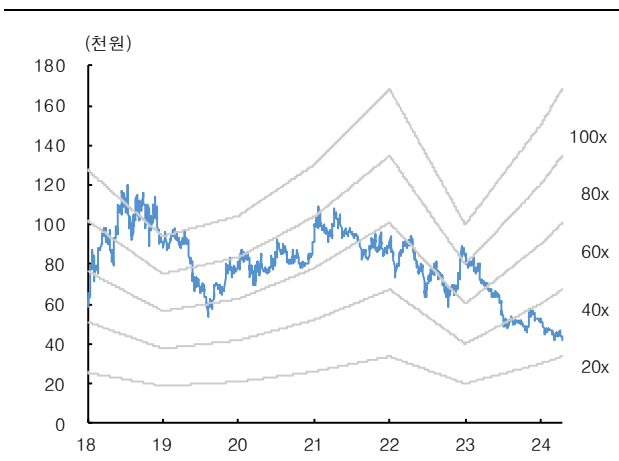
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 연간 회차당 매출액 추이 및 전망



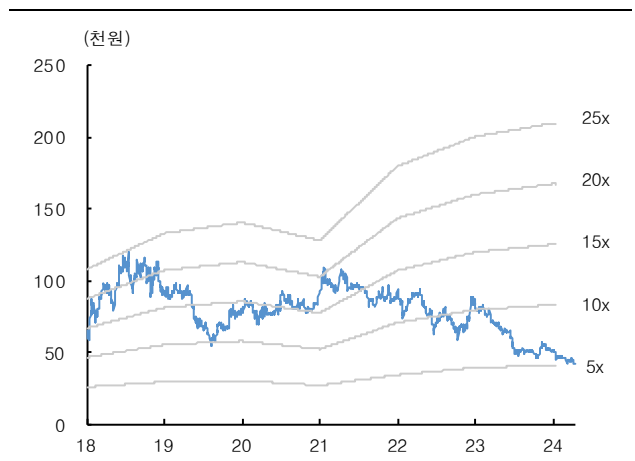
주: 분기 매출액을 반영 회차수로 나눈 수치
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12MF PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 12MF EV/EBITDA band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	686	719	784
매출원가	598	665	594	603	641
매출총이익	100	88	92	116	144
판매관리비	35	32	30	33	36
영업이익	65	56	62	83	108
영업이익률(%)	9.3	7.4	9.0	11.6	13.8
EBITDA	219	242	254	249	289
EBITDA Margin(%)	31.3	32.1	37.0	34.7	36.9
영업외수익	(6)	(19)	(4)	0	(1)
금융수익	21	15	23	24	25
금융비용	19	18	21	20	21
기타영업외손익	(9)	(16)	(6)	(5)	(5)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	37	58	83	107
법인세비용	8	7	13	19	24
연결당기순이익	51	30	45	64	83
지배주주지분순이익	51	30	45	64	83
지배주주순이익률(%)	7.2	4.0	6.6	9.0	10.6
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	43.3	7.9	(8.9)	4.7	9.1
영업이익 증가율	24.0	(14.3)	10.2	35.3	29.5
지배주주순이익 증가율	29.5	(40.5)	50.3	42.4	29.2
EPS 증가율	29.4	(40.6)	50.3	42.4	29.2
EBITDA 증가율	44.1	10.7	4.9	(1.8)	16.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	(63)	45	94	151	213
당기순이익	51	30	45	64	83
유형자산감가상각비	3	3	4	4	5
무형자산상각비	150	183	189	162	176
자산부채변동	(280)	(179)	(143)	(80)	(51)
기타	13	8	(1)	1	0
투자활동현금흐름	(43)	(1)	(108)	(143)	(200)
유형자산투자	(5)	(3)	(5)	(6)	(6)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(12)	(1)	46	24	20
무형자산순증	(3)	0	(157)	(158)	(206)
기타	(24)	3	8	(3)	(8)
재무활동현금흐름	165	(9)	(1)	(1)	0
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	168	(1)	(1)	(1)	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	(8)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	59	35	(14)	7	14
FCF	28	242	131	145	170

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

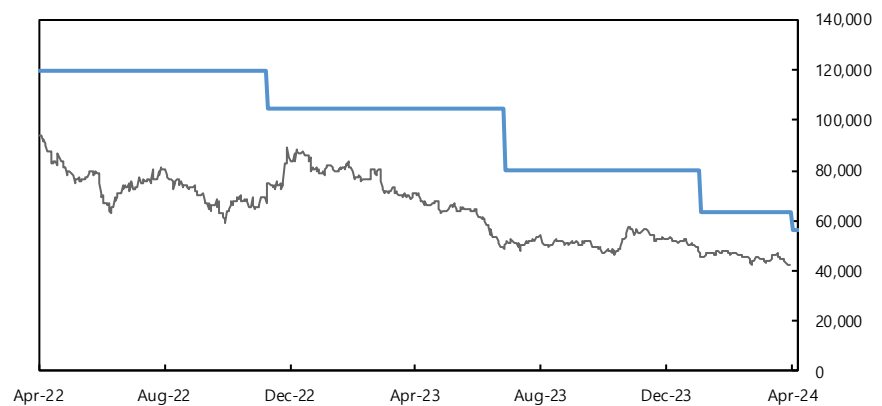
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,091	1,092	1,002	989	1,063
유동자산	400	405	386	377	411
현금성자산	124	158	144	151	165
매출채권및기타채권	142	149	136	122	133
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	691	688	616	612	652
투자자산	150	175	146	138	135
유형자산	11	12	14	15	17
무형자산	378	359	327	323	353
부채총계	430	384	232	138	112
유동부채	416	368	216	121	94
매입채무및기타채무	87	71	69	72	78
단기차입금및단기사채	170	170	170	170	170
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	16	16	17	18
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	10	10	10	11
자본총계	661	708	770	851	951
지배주주지분	661	708	770	851	951
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	213	242	287	352	435
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	54	20	34	26	13

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,684	1,001	1,504	2,143	2,769
BPS	21,982	23,546	25,611	28,314	31,643
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.1	2.8	4.3	6.5	8.1
ROE	7.5	4.4	6.1	7.9	9.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	65.1	54.3	30.1	16.2	11.8
차입금/자본총계비율(%)	27.6	25.7	23.5	21.2	19.0
이자보상배율(x)	13.2	6.4	5.0	7.7	9.2
순차입금/EBITDA(x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Valuation(x)					
PER	51.1	51.4	27.9	19.6	15.2
최고	56.7	88.9	35.0	24.5	19.0
최저	35.1	46.0	27.9	19.6	15.1
PBR	3.9	2.2	1.6	1.5	1.3
최고	4.3	3.8	2.1	1.9	1.7
최저	2.7	2.0	1.6	1.5	1.3
PSR	3.7	2.1	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.1	5.2	4.4

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2021.05.07	매수	120,000원	-25.3	-16.5
	2022.05.07	1년경과		-39.9	-32.0
	2022.11.23	매수	105,000원	-31.3	-15.3
	2023.07.11	매수	80,000원	-35.6	-28.4
	2024.01.17	매수	63,000원	-27.8	-24.1
	2024.04.15	매수	56,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 15일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.