



스튜디오드래곤

| Bloomberg Code (253450 KS) | Reuters Code (253450.KQ)

2024년 4월 24일

[미디어/광고]

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

작품당 이익의 질 향상 도모



매수
(유지)



현재주가 (4월 23일)
41,200 원



목표주가
58,000 원 (하향)



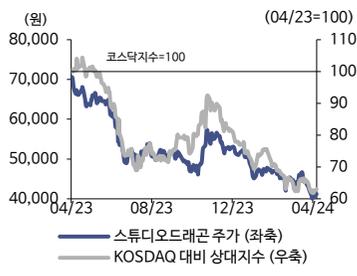
상승여력
40.8%

- ◆ 큰 폭의 제작편수 감소에도 수익성 방어로 1Q24 기대치 부합 예상
- ◆ 실적 회복은 제작편수 반등과 맞물리는 하반기부터 기대
- ◆ 목표주가 일부 하향하나, 2Q24가 장기 주가 차트 상 저점일 듯



시가총액	1,238.4십억원
발행주식수	30.1백만주
유동주식수	13.6백만주(45.2%)
52 주 최고가/최저가	68,000 원/40,050 원
일평균 거래량 (60 일)	68,503 주
일평균 거래액 (60 일)	3,067 백만원
외국인 지분율	7.80%
주요주주	
CJENM 외 3 인	54.79%
네이버	6.25%
절대수익률	
3 개월	-11.8%
6 개월	-12.3%
12 개월	-39.1%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-12.3%
6 개월	-20.8%
12 개월	-37.4%

주가



1Q24 수익성 방어로 기대치 부합 추정

동사의 1Q24 실적은 매출액 1,611억(-23.7% YoY), 영업이익 170억 원(-21.3% YoY, OPM 10.6%)으로 기대치에 부합할 것으로 추정된다. 큰 폭의 탑라인 감소는 방영회차 때문이다. 1Q23 48회 ⇒ 1Q24 64회(TV 54회+OTT 10회)로 전년대비 -43%나 감소해서다.

제작편수 대비 실적 감소가 적은 이유는 매우 괄목할만하다. ① 1Q24 방영작 모두 TV와 OTT에 동시방영돼 수익성을 높였다. 모두 흑자가 확실한 작품들이다. 해외 판권판매 호조가 돋보였을 것으로 추정된다. ② 작품당 hit ratio 상승 ⇒ 시청률 호전 ⇒ 이에 따라 작년 내내 위축됐던 인센티브와 국내 편성 리콥비율이 소폭 개선됐을 것이다. 전체 제작편수가 줄더라도 제작비 효율화, 동시방영 등으로 탄탄한 이익 체력의 기초를 또 한 번 증명하는 분기가 되는 셈이다.

실적 반등은 하반기부터

2Q24까지도 제작편수 회복은 쉽지 않아 보인다. 방영회차는 약 49회로 1Q24보다도 더 낮아질 가능성이 높다. 여전히 수목드라마가 부채 한 상황에서 월화 드라마 <선재 업고 튀어>도 ENM 스튜디오스의 작품이며 OTT 납품 및 구작 판매도 아직 확정되지 않아서다. 거기에서 2Q24는 매출액이 낮아지는 만큼 상각비 부담도 부각될 수 있다.

다만, 하반기부터는 반등이 기대된다. 변동될 가능성이 높지만, 방영회차는 3Q24 77회 ⇒ 4Q24 96회로 점차 증가할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 하향

동사에 대한 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 58,000원으로 하향한다. 예상보다 더 큰 방영회차 감소를 반영한 실적 추정치 변동 때문이다. 그러나, ① 작년부터 동사가 계속해서 사업전략으로 제시해왔던 '작품당 hit ratio 개선/시청률 회복시켜 ⇒ 이익의 질을 높이는 기조'는 1Q24부터 증명하기 시작했고, ② 넷플릭스 오리지널 작품에 대한 리콥비율은 올해부터 상향된다. ③ 인센티브 및 모회사의 환경을 고려했을 때 국내 리콥비율도 더 이상 하락하기 힘들어 보이고, ④ 정부의 적극적인 미디어 정책 발표(3/14 자료)에서도 가장 큰 수혜를 본다는 점에서 2Q24가 장기 주가 차트에서 가장 저점일 수 있겠다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	487.1	52.6	39.0	1,301	22,785	69.9	17.6	4.0	6.0	(8.6)
2022	697.9	65.2	50.6	1,684	21,982	51.1	12.1	3.9	7.5	8.2
2023	753.1	55.9	30.1	1,001	23,546	51.5	6.5	2.2	4.4	2.9
2024F	693.5	65.3	51.0	1,701	25,247	24.2	4.3	1.6	7.0	(19.0)
2025F	790.3	80.9	63.9	2,127	27,374	19.4	4.7	1.5	8.1	(25.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 1Q24 Preview

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	QoQ	YoY	컨센서스	괴리
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	161.1	0.0	(23.7)	161.6	(0.3)
영업이익	21.6	16.2	21.9	(3.8)	17.0	흑전	(21.3)	16.7	1.8
순이익	18.4	10.2	18.2	(16.7)	12.5	흑전	(32.0)	13.7	(8.7)
OPM	10.2	9.9	10.1	(2.4)	10.6			10.3	0.2
NPM	8.7	6.2	8.4	(10.4)	7.8			8.5	(0.7)

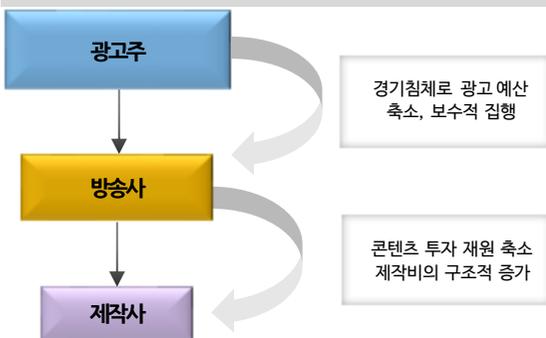
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	161.1
(%YoY)	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(23.7)
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	31.0
(%YoY)	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)	(28.3)
(%sales)	29.2	27.8	25.9	28.3	20.4	26.0	16.1	20.7	19.2
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	128.2
(%YoY)	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(22.6)
(%sales)	64.2	66.0	72.4	69.7	78.5	72.7	82.8	77.2	79.5
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	2.0
(%YoY)	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)	(12.2)
(%sales)	6.6	6.2	1.6	1.9	1.1	1.3	1.1	2.1	1.3
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	135.2
(%YoY)	2.3	42.5	111.9	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)	(25.0)
(%sales)	78.9	77.5	88.0	93.9	85.4	85.4	86.8	97.3	83.9
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	26.0
(%YoY)	7.8	74.0	30.5	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)	(15.8)
(%GPM)	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	16.1
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)	17.0
(%YoY)	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	(426.3)	(21.3)
(%OPM)	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)	10.6

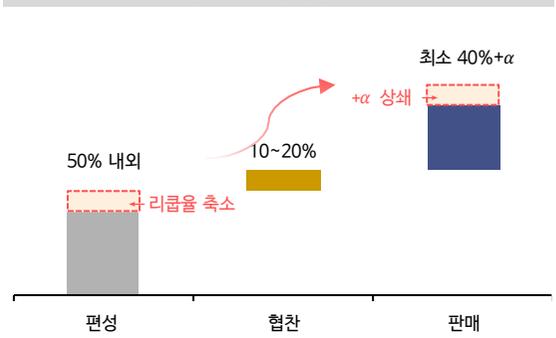
자료: QuantiWise, 신한투자증권

콘텐츠 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠 수익구조(IP 동시방영)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망							
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	693.5
(%YoY)	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(7.9)
편성	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	136.7
(%YoY)	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(11.3)
(%sales)	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	19.7
판매	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	546.7
(%YoY)	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(7.2)
(%sales)	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	78.8
기타	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	10.1
(%YoY)	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	(0.3)
(%sales)	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	1.5
영업이익	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	65.3
(%YoY)	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	16.9
(%OPM)	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	9.4
순이익	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	51.0
(%YoY)	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	69.5
(%NPM)	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	7.4

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 목표주가 변경							
(십억원, 배, 원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순이익	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	51.0	63.8
적용 PER	30	기존 적용 배수 유지, 1등 제작사 상단 PER					
목표 시가총액	1,724.1	12개월 fwd 순이익 x 30배					
최종 선정 목표주가	58,000						
현재주가	41,200						
상승여력(%)	40.8						

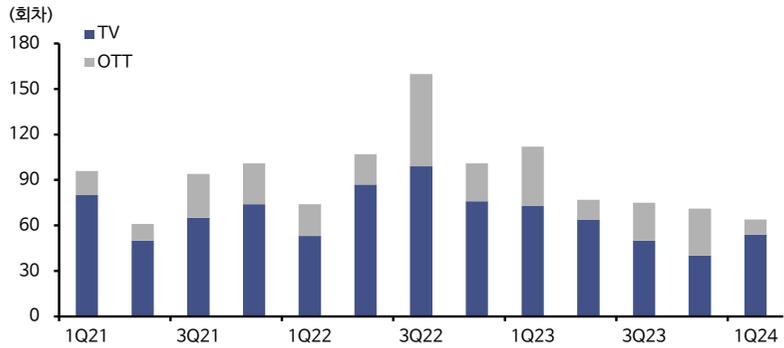
자료: 신한투자증권

2024F 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)	변경 전	변경 후	변동률
매출액	850.3	693.5	(18.4)
영업이익	78.9	65.3	(17.2)
순이익	62.0	51.1	(17.6)
OPM	9.3	9.4	0.1
NPM	7.3	7.4	0.1

자료: 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작편수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	884.0	1,090.7	1,092.2	1,106.0	1,167.5
유동자산	232.5	400.1	404.5	516.3	583.9
현금및현금성자산	64.6	123.7	158.4	292.8	329.6
매출채권	123.6	141.7	149.1	133.9	152.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	687.7	589.7	583.6
유형자산	7.7	10.9	12.4	14.4	15.6
무형자산	298.0	377.8	358.9	260.1	250.8
투자자산	240.8	150.1	175.0	173.8	175.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	200.2	429.9	384.5	347.1	344.7
유동부채	183.6	416.3	368.0	324.6	320.4
단기차입금	0.0	170.0	170.0	140.0	110.0
매입채무	17.0	16.2	11.1	12.6	14.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.5	13.7	16.5	22.5	24.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	7.1	9.3	9.7	9.7	9.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	707.8	758.9	822.8
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타자본	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	37.2	(39.8)	(22.3)	(22.3)	(22.3)
이익잉여금	161.7	212.6	242.0	293.2	357.1
지배주주지분	683.9	660.7	707.8	758.9	822.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	11.1	182.7	181.7	151.5	121.8
*순차입금(순현금)	(58.9)	54.1	20.3	(144.3)	(210.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(8.4)	(62.9)	44.7	254.8	195.8
당기순이익	39.0	50.6	30.1	51.1	63.9
유형자산상각비	3.8	3.3	3.0	8.0	8.8
무형자산상각비	95.3	150.0	183.1	178.8	129.3
외환환산손실(이익)	(1.5)	4.0	1.7	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.7	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
운전자본변동	(154.9)	(279.6)	(179.0)	15.4	(3.5)
(법인세납부)	(11.1)	(9.8)	(22.3)	(12.1)	(15.1)
기타	20.3	18.8	28.2	13.6	12.4
투자활동으로인한현금흐름	26.5	(43.4)	(0.7)	(82.1)	(122.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.3)	(4.5)	(2.9)	(10.0)	(10.0)
유형자산의감소	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.8)	(2.5)	0.2	(80.0)	(120.0)
투자자산의감소(증가)	28.3	(11.9)	3.0	1.3	(2.0)
기타	0.8	(25.1)	(1.0)	6.6	9.3
FCF	150.9	159.2	209.9	239.1	188.2
재무활동으로인한현금흐름	(3.0)	165.3	(8.9)	(38.2)	(36.3)
차입금의 증가(감소)	0.0	169.2	0.0	(30.2)	(29.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.0)	(3.9)	(8.9)	(8.0)	(6.6)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.3	(0.0)	(0.4)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	15.5	59.1	34.7	134.4	36.8
기초현금	49.1	64.6	123.7	158.4	292.8
기말현금	64.6	123.7	158.4	292.8	329.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	487.1	697.9	753.1	693.5	790.3
증감률 (%)	(7.3)	43.3	7.9	(7.9)	14.0
매출원가	407.3	597.9	665.3	594.2	671.5
매출총이익	79.8	100.0	87.9	99.2	118.9
매출총이익률 (%)	16.4	14.3	11.7	14.3	15.0
판매관리비	27.2	34.8	32.0	33.9	38.0
영업이익	52.6	65.2	55.9	65.3	80.9
증감률 (%)	7.0	24.0	(14.3)	16.9	23.8
영업이익률 (%)	10.8	9.3	7.4	9.4	10.2
영업외손익	(0.6)	(6.6)	(18.7)	(2.1)	(1.8)
금융손익	4.3	2.2	(2.6)	(2.2)	(1.9)
(4.8)	(8.9)	(16.1)	0.0	0.0	
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	52.0	58.6	37.2	63.2	79.0
법인세비용	13.0	8.1	7.1	12.1	15.1
계속사업이익	39.0	50.6	30.1	51.1	63.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	39.0	50.6	30.1	51.0	63.9
증감률 (%)	31.8	29.5	(40.5)	70.0	25.0
순이익률 (%)	8.0	7.2	4.0	7.4	8.1
(지배주주)당기순이익	39.0	50.6	30.1	51.1	63.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	74.2	(26.2)	46.9	51.1	63.9
(지배주주)총포괄이익	74.2	(26.2)	46.9	51.1	63.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	151.6	218.5	242.0	252.1	219.0
증감률 (%)	(8.3)	44.1	10.7	4.2	(13.1)
EBITDA 이익률 (%)	31.1	31.3	32.1	36.4	27.7

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,301	1,684	1,001	1,701	2,127
EPS (지배순이익, 원)	1,301	1,684	1,001	1,701	2,127
BPS (자본총계, 원)	22,785	21,982	23,546	25,247	27,374
BPS (지배지분, 원)	22,785	21,982	23,546	25,247	27,374
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	69.9	51.1	51.5	24.2	19.4
PER (지배순이익, 배)	69.9	51.1	51.5	24.2	19.4
PBR (자본총계, 배)	4.0	3.9	2.2	1.6	1.5
PBR (지배지분, 배)	4.0	3.9	2.2	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	17.6	12.1	6.5	4.3	4.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.1	31.3	32.1	36.4	27.7
영업이익률 (%)	10.8	9.3	7.4	9.4	10.2
순이익률 (%)	8.0	7.2	4.0	7.4	8.1
ROA (%)	4.8	5.1	2.8	4.7	5.6
ROE (지배순이익, %)	6.0	7.5	4.4	7.0	8.1
ROIC (%)	20.1	7.3	9.7	14.5	21.0
안정성					
부채비율 (%)	29.3	65.1	54.3	45.7	41.9
순차입금비율 (%)	(8.6)	8.2	2.9	(19.0)	(25.6)
현금비율 (%)	35.2	29.7	43.0	90.2	102.9
이자보상배율 (배)	67.6	13.2	6.4	8.2	12.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(49.8)	120.8	19.9	16.3	19.6
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	86.3	69.4	70.5	74.5	66.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 31일	매수	120,000	(33.1)	(21.2)
2022년 07월 01일	매수	100,000	(26.7)	(11.1)
2023년 01월 02일		6개월경과	(28.6)	(14.7)
2023년 07월 03일		6개월경과	(49.2)	(46.6)
2023년 07월 11일	매수	75,000	(31.2)	(23.6)
2024년 01월 12일		6개월경과	(37.9)	(34.6)
2024년 01월 25일	매수	66,000	(32.0)	(27.6)
2024년 04월 24일	매수	58,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 지인혜)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 22일 기준)

매수 (매수)	92.44%	Trading BUY (중립)	5.46%	중립 (중립)	2.10%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------