

스튜디오드래곤(253450)

1분기는 매번 좋다

1Q24 Review: 1분기는 매번 좋다

1분기 매출액은 1,921억원(-9% YoY, +19.2% QoQ), 영업이익은 215억원(-0.4% YoY, 흑전 QoQ)을 기록하며 컨센서스를 각각 21%, 26% 상회했다. 실적에 반영된 회차수는 71회(-41회 YoY)로 2분기 공개 예정인 '하이라키'가 선인식되며 예상보다 7회 가량 더 반영됐다. 회차수 감소에도 불구하고, '눈물의 여왕', '세작, 매혹된 자들' 등 대작으로 신작 ASP가 두 배 가량 상승했고, 매출액 감소를 방어했다. 메이저 OTT 동시방영작 외에도 '내 남편과 결혼해줘', '웨딩 임파서블' 등 작품들이 권역별로 판매되며 수익성이 좋았다. OTT 오리지널의 리콥을 상승이 금분기부터 반영된 점도 수익성 호조에 영향을 미쳤을 것으로 추정한다.

신작의 OTT 판매 호조로 실적 안정화 구간

기존에 말했던 것처럼 적자 작품이 없어지며 수익성이 개선되고 있다. OTT들의 한국 드라마 동시방영 수요는 그대로인데, TV 광고 부진으로 드라마 편수가 줄어들었다. 따라서 신작들은 모두 OTT 선판매가 이뤄지고 있고 이는 수익성 개선으로 이어지는 중이다. 작년까지 구작 판매가 계속 줄어들면서 영업이익에 악영향을 줬는데, 이제는 구작이 더 이상 줄어들기 어려운 수준까지 왔다고 판단한다. 대신 신작의 OTT 판매 호조가 구작 부진을 커버하고 있으며, 여기에 자체기획 비중 확대, 플랫폼 비딩 구조 확대, 편성/판매를 고려한 기획 등 수익성 개선 전략으로 이익 업사이드를 기대해볼 수 있는 상황이다. 최근 TvN 드라마의 시청 성과가 좋아 편성 매출도 예상보다 올라올 가능성이 있다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000원을 유지

투자의견 매수, 목표주가 56,000원을 유지한다(12MF EV/EBITDA 6.9배 적용). 오랜 주가 하락으로 주가 하방 압력이 제한적인 상황이며, 연간 이익률 개선에 따른 증익을 기대해볼 수 있다. 다만 2분기 실적이 저조할 것으로 예상해 장기적 관점에서의 매수를 추천한다. 예상 회차수가 42회로 역대 최저 수준이고, 1분기 대작의 상각비 부담 우려가 있다.

	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	704	64	48	1,612	61.0	252	28.8	5.6	1.8	6.5	0.0
2025F	729	84	65	2,172	34.8	248	21.4	5.7	1.6	8.0	0.0
2026F	797	109	84	2,809	29.3	289	16.5	4.9	1.5	9.3	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 56,000원(유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

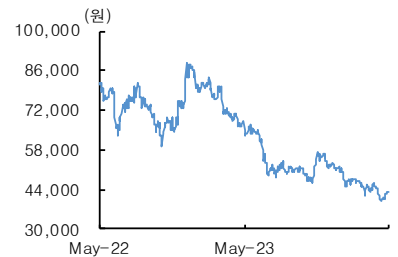
Stock Data

KOSPI(5/9)	2,712
주가(5/9)	46,400
시가총액(십억원)	1,395
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	66,600/40,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,562
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.2/8.1
주요주주(%)	CJ ENM 외 3 인 54.8
네이버	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.0	(19.0)	(26.9)
KOSDAQ 대비(%p)	5.8	(27.4)	(31.0)

주가추이



자료: FnGuide

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

〈표 1〉 스튜디오드래곤 1Q24 실적

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	QoQ(%)	YoY(%)	컨텐츠스	컨텐츠 대비
매출액	211	163	217	161	192	19.2	(9.0)	159	20.6
영업이익	22	16	22	(4)	22	NM	(0.4)	17	25.9
영업이익률(%)	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	13.6	1.0	11	0.5
세전이익	22	16	25	(26)	27	NM	23.1	19	40.3
순이익	18	10	18	(17)	20	NM	9.8	14	41.6

자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	148.9	171.9	190.9	697.9	753.1	703.8	728.7
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	33.6	35.0	27.2	192.5	154.1	143.0	143.4
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	108.2	133.8	160.9	480.2	588.9	544.3	572.8
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	7.1	3.1	2.8	25.2	10.1	16.5	12.5
영업비용	189.5	147.2	195.6	164.9	170.5	136.1	156.2	177.2	632.7	697.3	640.1	644.5
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	129.2	148.7	168.7	597.9	665.3	610.0	612.4
판매관리비	9.2	7.7	6.9	8.2	7.2	6.9	7.4	8.6	34.8	32.0	30.1	32.1
영업이익	21.6	16.3	21.9	(3.8)	21.5	12.7	15.7	13.7	65.2	55.9	63.7	84.2
영업이익률	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	8.6	9.1	7.2	9.3	7.4	9.0	11.6
세전이익	22.1	15.8	25.1	(25.8)	27.2	12.7	15.7	6.4	58.6	37.2	62.0	82.6
법인세비용	3.7	5.6	6.9	(9.1)	7.0	2.9	3.5	1.4	8.1	7.1	14.8	18.6
당기순이익	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	9.9	12.1	5.0	50.6	30.1	47.2	64.0
당기순이익률	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	6.6	7.1	2.6	7.2	4.0	6.7	8.8
YoY growth rate												
매출액	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(8.9)	(20.9)	18.5	43.3	7.9	(6.6)	3.5
편성	21.9	(3.1)	(41.0)	(38.1)	9.5	(20.9)	(0.1)	(18.7)	19.4	(20.0)	(7.2)	0.3
판매	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(9.0)	(25.7)	29.4	74.3	22.6	(7.6)	5.2
기타	(71.0)	(78.4)	(38.3)	(7.8)	50.7	233.5	33.0	(16.1)	(49.9)	(59.7)	62.4	(24.2)
영업이익	19.3	(39.8)	15.4	NM	(0.4)	(21.6)	(28.1)	NM	24.0	(14.3)	14.0	32.2
세전이익	10.0	(47.3)	(1.3)	NM	23.2	(19.5)	(37.7)	NM	12.7	(36.5)	66.6	33.1
당기순이익	17.8	(60.1)	1.9	NM	9.8	(3.2)	(33.2)	NM	29.5	(40.5)	56.8	35.7

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 3〉 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	1,719.4	
12MF EBITDA	249.4	
목표 EV/EBITDA	6.9	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 30% 할인 적용
순차입금	26.3	
적정 시가총액	1,693.1	
총 주식수(천주)	30,058	
적정 주가	56,329	
목표주가	56,000	

자료: 한국투자증권

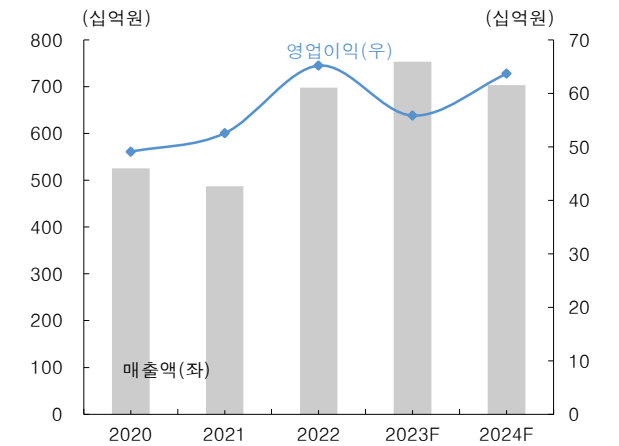
〈표 4〉 2023년 이후 라인업 - 1Q 실적 반영 작품은 굵은 글씨

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	3/3	16	조정석, 신세경	Netflix
tvN(월화)	웨딩 임파서블	2/26	4/2	12	전종서, 문상민	Amazon
tvN(토일)	눈물의 여왕	3/9	4/28	16	김수현, 김지원	Netflix
tvN(토일)	졸업	5/11	6/30	16	정려원, 위하준	
tvN(월화)	플레이어2: 꾀들의 전쟁	6/3	7/9	12	송승헌, 오연서	
Netflix	하이라키	6/7		7	노정의, 이채민	
Netflix	스위트홈 3	2분기		8	송강, 이진욱, 이시영	
Netflix	돌풍	2분기		12	설경구, 김희애	
tvN(토일)	엄마친구아들	7/6	8/25	16	정해인, 정소민	TBD
tvN(월화)	감사합니다	7/15	8/20	12	신하균, 진구, 조아람	TBD
tvN(토일)	정년이	8/31	TBD	16	김태리, 신예은	TBD
tvN(월화)	가석방심사관 이한신	4분기		12	고수, 권유리	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

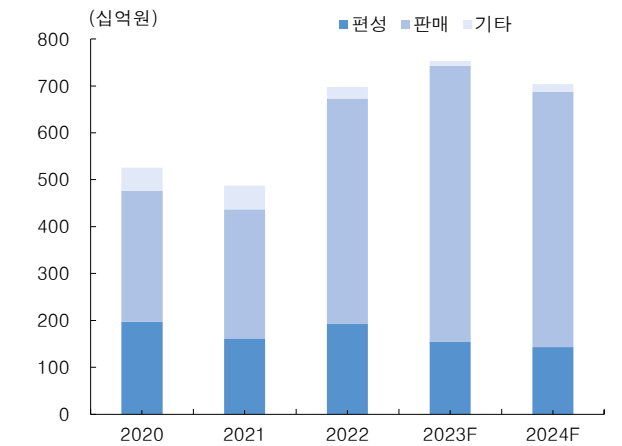
자료: (기방영작) 스튜디오드래곤, (예정작) 언론 종합, 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



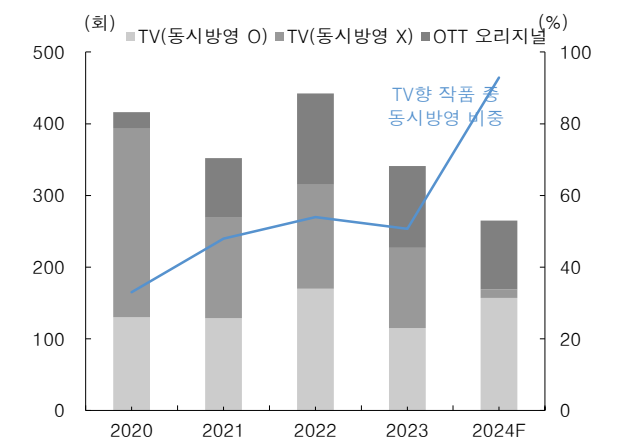
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 추이 및 전망



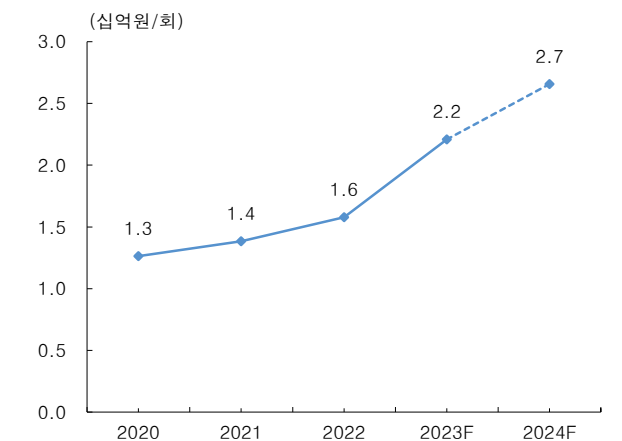
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 연간 드라마 회차수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

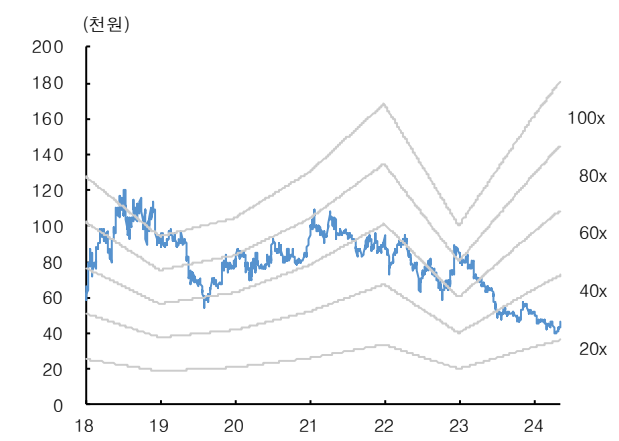
[그림 4] 연간 회차당 매출액 추이 및 전망



주: 분기 매출액을 반영 회차수로 나눈 수치

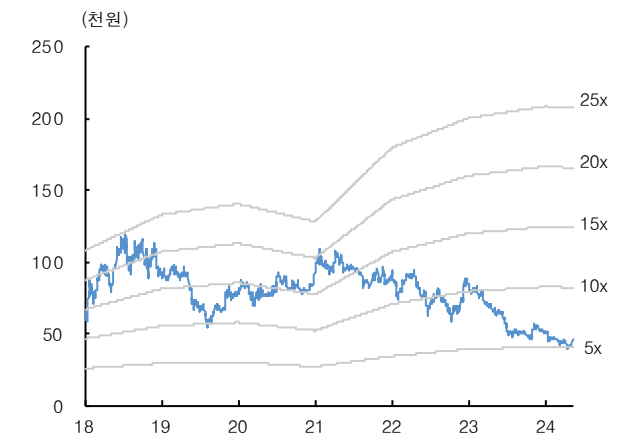
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12MF PER band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 6] 12MF EV/EBITDA band



자료: Quantwise, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	704	729	797
매출원가	598	665	610	612	653
매출총이익	100	88	94	116	144
판매관리비	35	32	30	32	35
영업이익	65	56	64	84	109
영업이익률(%)	9.3	7.4	9.0	11.6	13.7
EBITDA	219	242	252	248	289
EBITDA Margin(%)	31.3	32.1	35.8	34.1	36.2
영업외수익	(6)	(19)	0	0	0
금융수익	21	15	29	24	26
금융비용	19	18	21	20	21
기타영업외손익	(9)	(16)	(8)	(5)	(5)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	37	64	84	109
법인세비용	8	7	15	19	25
연결당기순이익	51	30	48	65	84
지배주주지분순이익	51	30	48	65	84
지배주주순이익률(%)	7.2	4.0	6.9	9.0	10.6
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	43.3	7.9	(6.6)	3.5	9.3
영업이익 증가율	24.0	(14.3)	14.0	32.2	29.6
지배주주순이익 증가율	29.5	(40.5)	61.1	34.8	29.3
EPS 증가율	29.4	(40.6)	61.0	34.8	29.3
EBITDA 증가율	44.1	10.7	4.2	(1.6)	16.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	(63)	45	108	141	214
당기순이익	51	30	48	65	84
유형자산감가상각비	3	3	4	4	5
무형자산상각비	150	183	185	160	175
자산부채변동	(280)	(179)	(129)	(89)	(50)
기타	13	8	0	1	0
투자활동현금흐름	(43)	(1)	(118)	(135)	(200)
유형자산투자	(5)	(3)	(5)	(6)	(6)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(12)	(1)	42	26	20
무형자산순증	(3)	0	(161)	(152)	(205)
기타	(24)	3	6	(3)	(9)
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	(10)	5	14
FCF	28	242	133	140	169

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

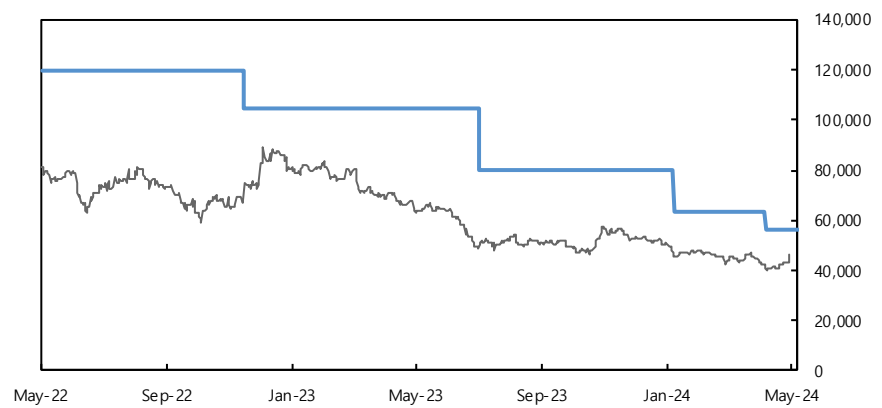
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,091	1,092	1,026	1,002	1,080
유동자산	400	405	396	382	418
현금성자산	124	158	148	153	168
매출채권및기타채권	142	149	139	124	135
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	691	688	631	620	662
투자자산	150	175	149	140	137
유형자산	11	12	14	15	17
무형자산	378	359	335	328	359
부채총계	430	384	253	147	123
유동부채	416	368	237	130	105
매입채무및기타채무	87	71	70	73	80
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	773	855	956
지배주주지분	661	708	773	855	956
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	213	242	290	356	440
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	54	20	30	24	10

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,684	1,001	1,612	2,172	2,809
BPS	21,982	23,546	25,719	28,451	31,820
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.1	2.8	4.6	6.4	8.1
ROE	7.5	4.4	6.5	8.0	9.3
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	32.8	17.2	12.9
차입금/자본총계비율(%)	27.6	25.7	23.4	21.1	18.9
이자보상배율(x)	13.2	6.4	5.2	7.7	9.1
순차입금/EBITDA(x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Valuation(x)					
PER	51.1	51.4	28.8	21.4	16.5
최고	56.7	88.9	32.6	24.2	18.7
최저	35.1	46.0	24.8	18.4	14.2
PBR	3.9	2.2	1.8	1.6	1.5
최고	4.3	3.8	2.0	1.8	1.7
최저	2.7	2.0	1.6	1.4	1.3
PSR	3.7	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.6	5.7	4.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2021.08.06	매수	120,000원	-29.8	-19.7
	2022.08.06	1년경과		-41.7	-32.1
	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 5월 10일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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
- 중립 : 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.