

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

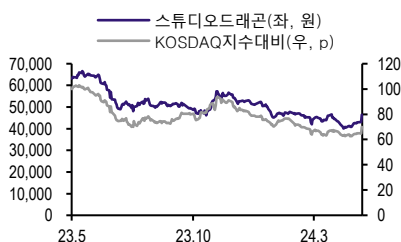
작품 호조로 기대 이상의 선방

목표주가	70,000원(유지)			
현재주가(05/09)	46,400원			
상승여력	50.9%			
시가총액	13,947억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	66,600 / 40,050원			
3개월 일평균거래대금	32억원			
외국인 지분율	7.9%			
주요주주				
CJENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.0	-2.9	-19.0	-26.9
상대수익률 (KOSDAQ)	5.8	-8.2	-27.4	-31.0

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,979	7,531	8,107	8,692
영업이익	652	559	722	825
EBITDA	2,185	2,420	2,490	2,226
지배주주순이익	506	301	220	439
EPS	1,682	1,001	731	1,462
순차입금	590	233	-461	-1,043
PER	51.1	51.5	63.5	31.7
PBR	3.9	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.4	5.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	7.5	4.4	3.1	5.8
컨센서스 영업이익	652	559	623	-
컨센서스 EPS	1,682	1,001	1,577	-

주가추이



1분기 영업이익 215억원(-0.4% YoY)으로 실적 선방

전반적인 드라마 콘텐츠 영업환경의 불확실성 극대화 국면에도 불구하고, 개별 작품들의 성과와 수익성 확대 기조에 힘입어 우수한 실적을 시현. 1분기 매출액은 1,921(-9.0% YoY), 영업이익은 215억원(-0.4% YoY)을 기록. 방영회차 감소에도 불구하고 <눈물의 여왕>, <내 남편과 결혼해줘>, <세작, 매혹된 자들> 등 개별 라인업들이 모두 흥행에 성공하면서 편성 매출이 증가하였고, 신작 전 회차의 OTT 선판매 효과 등이 나타나면서 작품별 수익성 또한 확대되며 우수한 실적을 시현한 것. 지역별로도 OTT 오리지널 및 해외 라이선스 매출이 확대되며, 해외 매출 비중은 65.1%를 기록함

Non-Captive 및 자체 제작 비중 확대 목표

2분기 이후로도 글로벌 스튜디오로서의 레퍼런스를 확대시키기 위한 Non-Captive향 공략의 움직임은 더욱 강화될 것. Non-Captive 매출 비중과 자체 제작 콘텐츠 비중을 50% 이상으로까지 늘린다는 목표를 수립. 개별 작품들의 작품성과 흥행성 확보를 통해, 수익성 또한 더욱 확대시킬 계획. 글로벌 OTT 매출 확대 및 리튬을 개선 등의 효과 또한 나타날 것. 24년 목표 콘텐츠 수는 24개 이상으로 설정하였는데, TV편성 작품이 13개, OTT 오리지널이 11개 수준. 광고시장 회복과 더불어 채널들의 편성 여건이 우호적으로 변화된다면, 추가적인 실적 기여로 반영될 것.

2분기 주요 작품은 24.9%의 최고시청율로 4월 말 종영한 <눈물의 여왕>을 비롯, <졸업>, <플레이어2:꾼들의 전쟁> 등으로 구성

투자의견 BUY와 목표주가 70,000원 유지

콘텐츠 공급과잉에 대한 우려와 OTT간 경쟁심화에 따른 수익성 부진 및 광고시장 회복 지연에 따른 전방 채널들의 편성 축소 흐름 등 비우호적 영업환경이 지속되고 있는 상황. 그럼에도 불구하고, 작품성과 흥행성을 바탕으로 한 No.1 스튜디오로서의 경쟁력은 여전히 굳건하게 유지중. 투자의견 BUY와 목표주가 70,000원 유지

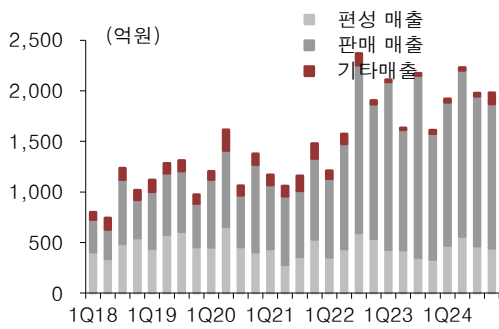
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,111	1,635	2,174	1,611	1,921	2,229	1,976	1,981	7,531	8,107	8,692
- 편성	432	425	350	334	473	560	464	443	1,541	1,939	2,126
- 판매	1,657	1,189	1,800	1,243	1,413	1,642	1,482	1,428	5,889	5,965	6,207
- 기타	23	21	23	34	35	28	30	110	101	203	359
영업이익	216	163	219	-38	215	181	182	144	559	722	825
영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	8.1%	9.2%	7.3%	7.4%	8.9%	9.5%
세전이익	221	158	251	-258	272	89	124	-162	372	323	610
세전이익률	10.5%	9.7%	11.6%	-16.0%	14.2%	4.0%	6.3%	-8.2%	4.9%	4.0%	7.0%
순이익	184	102	182	-167	202	33	55	-71	301	220	439
순이익률	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	1.5%	2.8%	-3.6%	4.0%	2.7%	5.1%

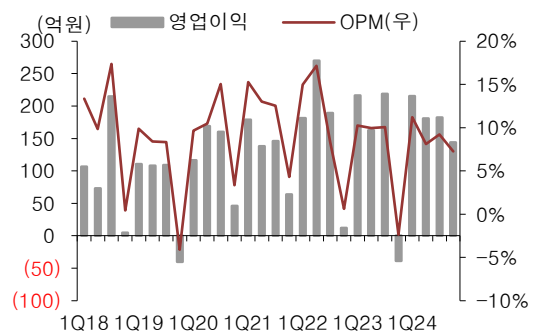
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



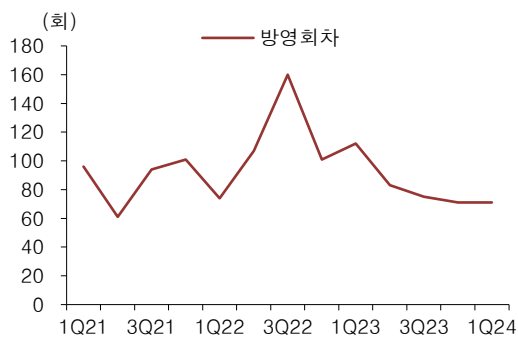
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오 드래곤 영업이익 추이



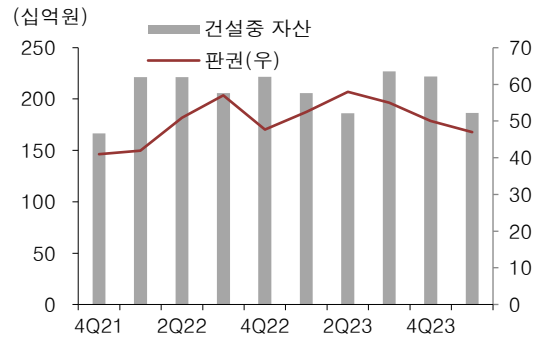
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 분기별 방영회차



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
돌풍	박경수	김용완	설경구, 김희애	NETFLIX
하이라이키	추혜미	배현진	노정의, 이채민	NETFLIX
졸업	박경화	안판석	정려원, 위하준	TVN, TVING
별들에게 물어봐	서숙향	박신우	이민호, 공효진	TVN

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,979	7,531	8,107	8,692	9,283
증가율 (Y-Y,%)	43.3	7.9	7.6	7.2	6.8
영업이익	652	559	722	825	1,073
증가율 (Y-Y,%)	24.0	(14.3)	29.2	14.3	30.0
EBITDA	2,185	2,420	2,490	2,226	2,518
영업외손익	(66)	(187)	(398)	(215)	(198)
순이자수익	(19)	(29)	(300)	(294)	(277)
외화관련손익	79	16	(2)	(4)	(4)
지분법손익	1	1	(4)	(4)	(4)
세전계속사업손익	586	372	323	610	875
당기순이익	506	301	220	439	630
지배기업당기순이익	506	301	220	439	630
증가율 (Y-Y,%)	29.5	(40.5)	(27.0)	100.1	43.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.2	12.7	18.5	7.6	7.2
영업이익증가율(3Yr)	31.5	4.4	11.1	8.2	24.3
EBITDA증가율(3Yr)	14.5	13.5	18.0	0.6	1.3
순이익증가율(3Yr)	24.2	0.5	(17.5)	(4.6)	28.0
영업이익률(%)	9.3	7.4	8.9	9.5	11.6
EBITDA마진(%)	31.3	32.1	30.7	25.6	27.1
순이익률 (%)	7.2	4.0	2.7	5.1	6.8
NOPLAT	563	452	490	594	773
(+) Dep	1,533	1,861	1,768	1,400	1,445
(-) 운전자본투자	454	166	337	94	72
(-) Capex	45	29	31	33	35
OpFCF	1,597	2,118	1,890	1,867	2,111

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,001	4,045	5,500	6,174	6,566
현금성자산	1,237	1,584	2,343	2,823	3,039
매출채권	1,417	1,491	2,147	2,300	2,433
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,905	6,877	6,068	5,835	6,164
투자자산	3,018	3,164	3,293	3,426	3,566
유형자산	109	124	121	120	122
무형자산	3,778	3,589	2,655	2,288	2,477
자산총계	10,907	10,922	11,568	12,009	12,730
유동부채	4,163	3,680	4,116	4,128	4,228
매입채무	870	711	1,044	1,118	1,183
유동성이자부채	1,734	1,720	1,798	1,710	1,705
비유동부채	137	165	155	145	135
비유동이자부채	93	97	84	71	58
부채총계	4,299	3,845	4,271	4,273	4,363
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	2,126	2,420	2,640	3,080	3,710
자본조정	(402)	(227)	(227)	(227)	(227)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,607	7,078	7,297	7,737	8,367
투하자본	5,696	5,595	5,052	4,837	5,159
순차입금	590	233	(461)	(1,043)	(1,275)
ROA	5.1	2.8	2.0	3.7	5.1
ROE	7.5	4.4	3.1	5.8	7.8
ROIC	11.7	8.0	9.2	12.0	15.5

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,682	1,001	731	1,462	2,097
BPS	21,982	23,546	24,277	25,739	27,836
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	51.1	51.5	63.5	31.7	22.1
PBR	3.9	2.2	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	12.1	6.5	5.4	5.8	5.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	11.4	6.3	7.0	7.6	6.7
PSR	3.7	2.1	1.7	1.6	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	65.1	54.3	58.5	55.2	52.1
Net debt/Equity	8.9	3.3	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	27.0	9.6	n/a	n/a	n/a
유동비율	96.1	109.9	133.6	149.6	155.3
이자보상배율	35.0	19.4	2.4	2.8	3.9
이자비용/매출액	0.7	1.2	4.4	4.1	3.7
자산구조					
투하자본(%)	57.2	54.1	47.3	43.6	43.9
현금+투자자산(%)	42.8	45.9	52.7	56.4	56.1
자본구조					
차입금(%)	21.7	20.4	20.5	18.7	17.4
자기자본(%)	78.3	79.6	79.5	81.3	82.6

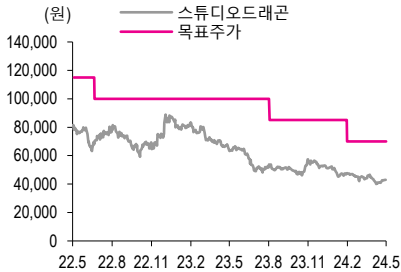
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(629)	447	1,657	1,753	2,011
당기순이익	506	301	220	439	630
자산상각비	1,533	1,861	1,768	1,400	1,445
운전자본증감	(2,796)	(1,790)	(337)	(94)	(72)
매출채권감소(증가)	(352)	146	(656)	(153)	(133)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	117	(184)	333	74	65
투자현금	(434)	(7)	(963)	(1,171)	(1,778)
단기투자자산감소	11	30	0	0	0
장기투자증권감소	(127)	0	(74)	(77)	(79)
설비투자	(45)	(29)	(31)	(33)	(35)
유무형자산감소	(19)	2	(800)	(1,000)	(1,600)
재무현금	1,653	(89)	65	(101)	(17)
차입금증가	1,675	(13)	65	(101)	(17)
자본증가	30	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	591	347	759	481	215
총현금흐름(Gross CF)	2,265	2,460	1,994	1,847	2,083
(-) 운전자본증가(감소)	454	166	337	94	72
(-) 설비투자	45	29	31	33	35
(+) 자산매각	(19)	2	(800)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,747	2,268	826	720	376
(-) 기타투자	127	0	74	77	79
잉여현금	1,620	2,268	753	643	296

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	(37.0)	(31.7)
2024-05-10	Buy	70,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	투자이건	산업	평가
스튜디오드래곤	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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 03월 31일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 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, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

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