

스튜디오드래곤(253450)

매수(유지)

목표주가: 51,000원(하향)

2Q24 Preview: 아쉬울 2분기 실적

2분기 영업이익 100억원으로 컨센서스 하회 전망

2분기 매출액은 1,474억원(-10% YoY, -23% QoQ), 영업이익은 100억원(-38% YoY, -53% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 129억원을 하회할 전망이다. TvN 드라마 라인업에 타사(CJ ENM 스튜디오스) 작품인 '선재 업고 튀어'가 편성됐고, OTT 오리지널도 한 편에 불과했다. 반영 회차수가 42회로 전년동기(83회) 및 전분기(71회) 대비 크게 줄고, '눈물의 여왕'과 '스위트홈3'을 제외하면 드라마들의 규모가 작아 매출액이 감소할 것이다. '눈물의 여왕' 후반부 회차 방영으로 매출액 대비 상각비 영향이 커지며 이익률도 낮아질 전망이다.

올해는 과도기

스튜디오드래곤은 과도기를 겪고 있다. 신작의 ASP와 수익성은 상승하고 있음에도 불구하고, 실적에서 드러나지 않고 있다. 제작 편수가 많을 때 잡아왔던 상각비가 남아있는 상황에서 제작 편수 감소, 동시방영 증가로 일시적으로 상각비 부담이 커졌기 때문이다. 하지만 내년부터는 반대로 기존 작품들의 상각 기간이 끝나면서 상각비 부담이 작아진다. 최근 TvN 드라마의 시청성 결과가 좋아지고 있어 내년 드라마 슬롯이 확대될 가능성이 있다. 기존작 상각 부담 감소와 편성 확대가 맞물린다면 내년 실적 성장으로 이어질 것이다.

목표주가 51,000원으로 하향. 글로벌 확대를 기다려보자

목표주가를 기존 56,000원에서 51,000원으로 9% 하향 조정한다(12MF EV/EBITDA 6.4배 적용). 하반기 TvN 라인업 중 두 슬롯이 타사 드라마로 편성되고, 올 하반기 제작으로 예상했던 'Big Door Prize3'가 시즌 종료됐다. 하반기 라인업을 조정하며 이익 추정치를 하향했다. 3분기도 2분기와 유사한 실적이 예상된다. 부진한 업황으로 밸류에이션이 역사적 밴드 하단까지 내려왔다. 밸류에이션 리레이팅 요소로 작용할 수 있는 것은 글로벌 확대인데, 기획 중인 글로벌 프로젝트가 올해 내로 가시화되며 글로벌 스튜디오로서의 가치가 점차 부각될 수 있을 것이다. 중국과의 분위기가 개선될 시 가장 수혜를 받을 기업이라는 점에도 주목해야 한다.

	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	663	58	43	1,446	44.4	241	28.6	5.1	1.7	6.0	0.0
2025F	717	71	54	1,806	24.9	243	22.9	5.1	1.5	7.0	0.0
2026F	738	69	53	1,751	(3.0)	246	23.6	5.0	1.5	6.3	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

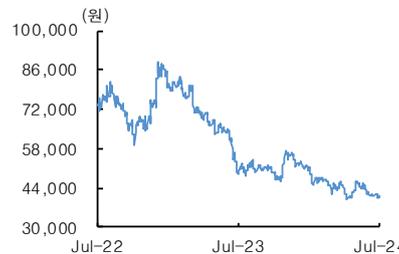
Stock Data

KOSPI(7/9)	2,867
주가(7/9)	41,400
시가총액(십억원)	1,244
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	57,300/40,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,044
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.2/8.2
주요주주(%)	CJ ENM 외 3 인 54.8
	네이버 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.5)	(19.1)	(15.9)
KOSDAQ 대비(%p)	0.2	(16.4)	(15.1)

주가추이

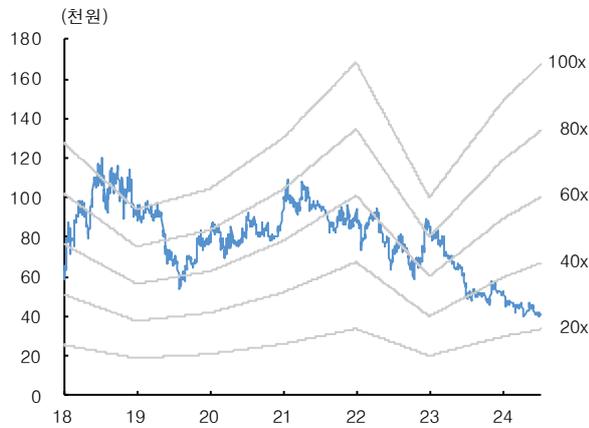


자료: FnGuide

안도영

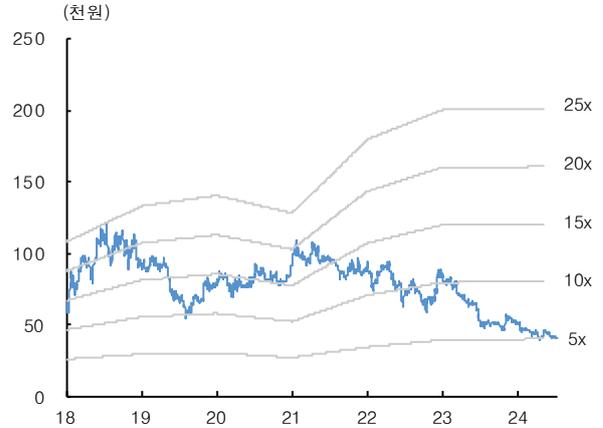
doyoung.ahn@koreainvestment.com

[그림 1] 12MF PER band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 12MF EV/EBITDA band



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	1,538.9	
12MF EBITDA	242.3	
목표 EV/EBITDA	6.4	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 30% 할인 적용
순차입금	(1.4)	
적정 시가총액	1,540.3	
총 주식수(천주)	30,058	
적정 주가	51,245	
목표주가	51,000	

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	2Q24F	2024F	2025F	2Q24F	2024F	2025F	2Q24F	2024F	2025F
매출액	148.9	703.8	728.7	147.4	663.0	717.3	(1.0)	(5.8)	(1.6)
영업이익	12.7	63.7	84.2	10.0	58.3	71.0	(21.3)	(8.5)	(15.6)
순이익	9.9	47.2	64.0	7.8	43.4	54.2	(21.3)	(8.0)	(15.3)

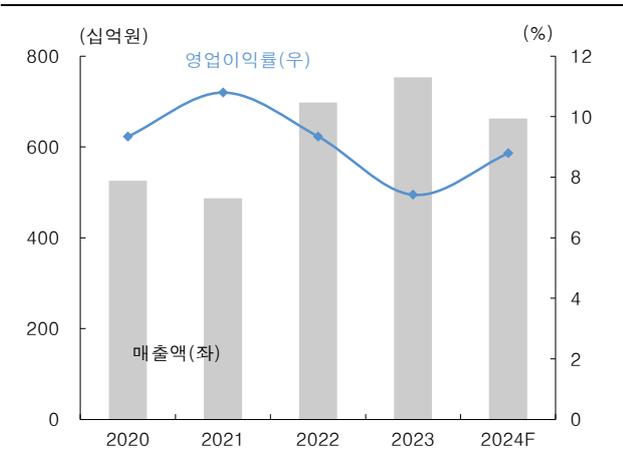
자료: 한국투자증권

<표 3> 2023년 이후 라인업 - 2Q 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)	구미호연 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, 채종협	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
tvN(월화)	내 남편과 결혼해줘	1/1	2/20	16	박민영, 나인우, 이미경	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)	눈들의 여왕	3/9	4/28	16	김수현, 김지원	Netflix
AppleTV	The Big Door Prize2	4/24		10	Chris O'Dowd	
tvN(토일)	졸업	5/11	6/30	16	정려원, 위하준	
tvN(월화)	플레이어2:꾼들의 전쟁	6/3	7/9	12	송승현, 오연서	
Netflix	하이라키	6/7		7	노정의, 이채민	
Netflix	돌풍	6/28		12	설경구, 김희애	
tvN(월화)	감사합니다	7/6	8/11	12	신하균, 진구, 조아람	
Netflix	스위트홈 3	7/19		8	송강, 이진욱, 이시영	
tvN(월화)	우연일까?	7/22	8/13	8	김소현, 채종협	
tvN(토일)	엄마친구아들	8/17	10/6	16	정해인, 정소민	Netflix
ENA	나의 해리에게	9월		12	신혜선, 이진욱	
tvN(토일)	정년이	10월		16	김태리, 신예은	TBD
tvN(월화)	원경	11월		13	차주영, 이현욱	TBD
tvN(토일)	사랑은 외나무다리에서	12월		12	주지훈, 정유미	TBD
Netflix	경성크리처 2	3Q24		7	박서준, 한소희	
Netflix	트렁크	4Q24		8	공유, 서현진	
Tving	스터디그룹	2H24		10	황민현, 한지은	Amazon
Tving	좋거나 나쁜 동재	2H24		8	이준혁, 박성웅	
Netflix	탄금(가제)	2025		12	이재욱, 조보아	

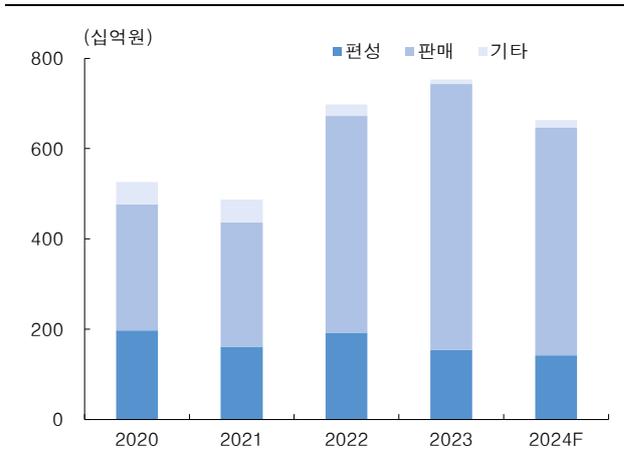
주: 회색 음영은 오리지널, 예정적 정보는 변동될 수 있음
 자료: (기발영작) 스튜디오드래곤, (예정적) 언론 종합, 한국투자증권

[그림 3] 연간 실적 추이 및 전망



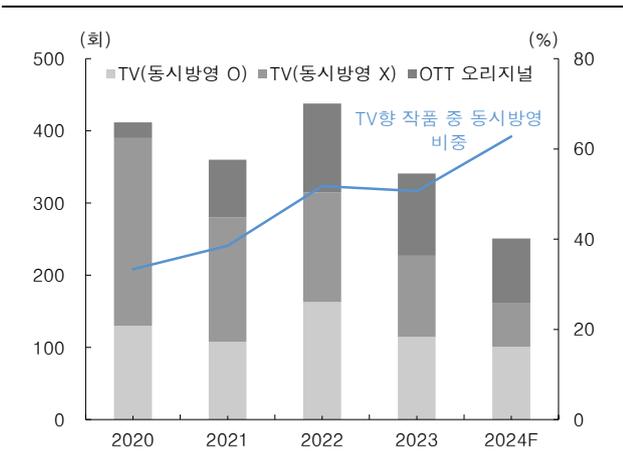
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 부문별 매출액 추이 및 전망



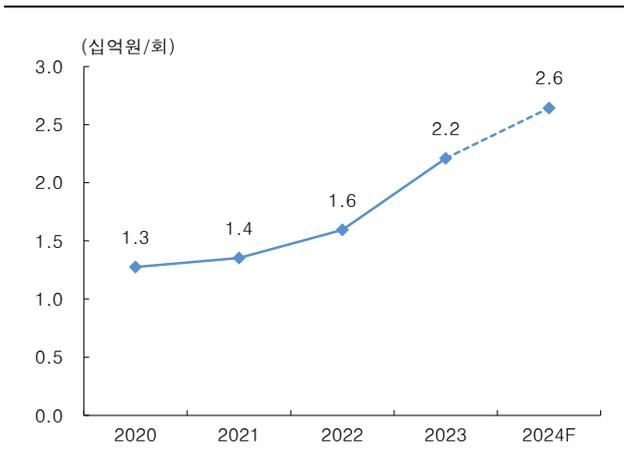
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 연간 드라마 회차수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 6] 연간 회차당 매출액 추이 및 전망



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

<표 4> 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	147.4	146.4	177.2	697.9	753.1	663.0	717.3
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	33.6	24.7	36.7	192.5	154.1	142.2	155.5
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	106.7	118.9	137.4	480.2	588.9	504.3	548.9
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	7.1	2.8	3.1	25.2	10.1	16.4	12.9
영업비용	189.5	147.2	195.6	164.9	170.5	137.3	135.9	160.9	632.7	697.3	604.7	646.2
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	130.6	128.8	152.3	597.9	665.3	575.1	614.2
판매관리비	9.2	7.7	6.9	8.2	7.2	6.7	7.1	8.6	34.8	32.0	29.6	32.0
영업이익	21.6	16.3	21.9	(3.8)	21.5	10.0	10.5	16.3	65.2	55.9	58.3	71.0
영업이익률	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	6.8	7.1	9.2	9.3	7.4	8.8	9.9
세전이익	22.1	15.8	25.1	(25.8)	27.2	10.0	10.4	9.5	58.6	37.2	57.1	69.9
법인세비용	3.7	5.6	6.9	(9.1)	7.0	2.3	2.3	2.1	8.1	7.1	13.7	15.7
당기순이익	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	7.8	8.1	7.4	50.6	30.1	43.4	54.2
당기순이익률	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	5.3	5.5	4.1	7.2	4.0	6.5	7.6
YoY growth rate												
매출액	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(9.9)	(32.7)	10.0	43.3	7.9	(12.0)	8.2
편성	21.9	(3.1)	(41.0)	(38.1)	9.5	(20.9)	(29.5)	9.8	19.4	(20.0)	(7.7)	9.3
판매	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(10.3)	(34.0)	10.5	74.3	22.6	(14.4)	8.8
기타	(71.0)	(78.4)	(38.3)	(7.8)	50.7	233.5	19.1	(7.3)	(49.9)	(59.7)	62.1	(21.8)
영업이익	19.3	(39.8)	15.4	NM	(0.4)	(38.3)	(52.1)	NM	24.0	(14.3)	4.3	21.9
세전이익	10.0	(47.3)	(1.3)	NM	23.2	(36.6)	(58.6)	NM	12.7	(36.5)	53.5	22.4
당기순이익	17.8	(60.1)	1.9	NM	9.8	(23.8)	(55.6)	NM	29.5	(40.5)	44.2	25.0

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	663	717	738
매출원가	598	665	575	614	635
매출총이익	100	88	88	103	103
판매관리비	35	32	30	32	34
영업이익	65	56	58	71	69
영업이익률(%)	9.3	7.4	8.8	9.9	9.3
EBITDA	219	242	241	243	246
EBITDA Margin(%)	31.3	32.1	36.4	33.9	33.3
영업외수익	(6)	(19)	(1)	(1)	(1)
금융수익	21	15	18	14	14
금융비용	19	18	11	11	11
기타영업외손익	(9)	(16)	(7)	(4)	(4)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	37	57	70	68
법인세비용	8	7	14	16	15
연결당기순이익	51	30	43	54	53
지배주주지분순이익	51	30	43	54	53
지배주주순이익률(%)	7.2	4.0	6.6	7.6	7.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	43.3	7.9	(12.0)	8.2	2.9
영업이익 증가율	24.0	(14.3)	4.3	21.9	(2.9)
지배주주순이익 증가율	29.5	(40.5)	44.4	24.9	(3.0)
EPS 증가율	29.4	(40.6)	44.4	24.9	(3.0)
EBITDA 증가율	44.1	10.7	(0.3)	0.7	1.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	(63)	45	132	182	183
당기순이익	51	30	43	54	53
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3
무형자산상각비	150	183	180	169	174
자산부채변동	(280)	(179)	(94)	(44)	(47)
기타	13	8	0	0	0
투자활동현금흐름	(43)	(1)	(110)	(181)	(178)
유형자산투자	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(12)	(1)	34	3	11
무형자산순증	(3)	0	(152)	(174)	(183)
기타	(24)	3	11	(7)	(3)
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	21	0	5
FCF	28	242	167	168	168

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

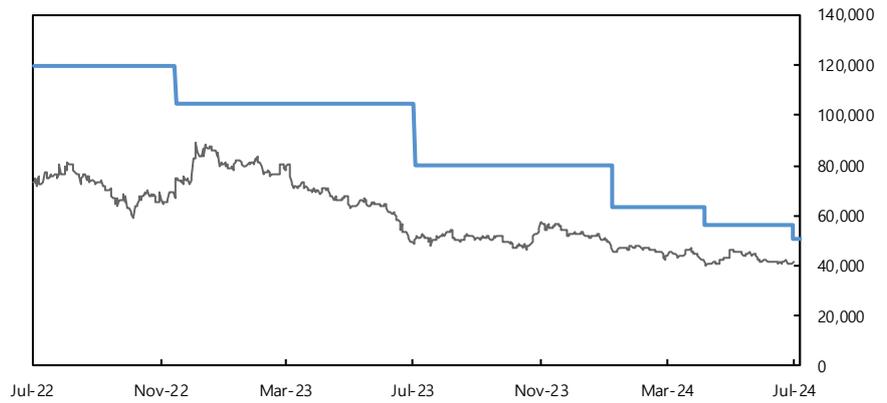
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,091	1,092	1,015	1,027	1,041
유동자산	400	405	406	405	416
현금성자산	124	158	179	179	184
매출채권및기타채권	142	149	131	122	125
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	691	688	609	622	625
투자자산	150	175	141	138	127
유형자산	11	12	12	12	12
무형자산	378	359	332	337	347
부채총계	430	384	264	221	183
유동부채	416	368	248	204	165
매입채무및기타채무	87	71	66	72	74
단기차입금및단기사채	170	170	170	170	170
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	16	16	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	10	10	10	11
자본총계	661	708	751	805	858
지배주주지분	661	708	751	805	858
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	213	242	285	340	392
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	54	20	(1)	(2)	(7)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,684	1,001	1,446	1,806	1,751
BPS	21,982	23,546	24,992	26,798	28,549
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.1	2.8	4.1	5.3	5.1
ROE	7.5	4.4	6.0	7.0	6.3
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	35.1	27.4	21.3
차입금/자본총계비율(%)	27.6	25.7	24.1	22.4	21.1
이자보상배율(x)	13.2	6.4	5.1	6.6	6.2
순차입금/EBITDA(x)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Valuation(x)					
PER	51.1	51.4	28.6	22.9	23.6
최고	56.7	88.9	36.4	29.1	30.0
최저	35.1	46.0	27.6	22.1	22.8
PBR	3.9	2.2	1.7	1.5	1.5
최고	4.3	3.8	2.1	2.0	1.8
최저	2.7	2.0	1.6	1.5	1.4
PSR	3.7	2.1	1.9	1.7	1.7
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.1	5.1	5.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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	-24.0	-17.1
	2024.07.09	매수	51,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 7월 9일 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 추가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	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.