

스튜디오드래곤(253450)

매수(유지)

목표주가: 51,000원(유지)

예상했던 부진. 새로운 내용이 필요하다

2Q24 Review: OP 100억원으로 컨센서스 하회

2분기 매출액은 1,371억원(-16% YoY, -29% QoQ), 영업이익은 105억원(-36% YoY, -51% QoQ)을 기록하며 영업이익 컨센서스 126억원을 17% 하회했다. 반영 회차수가 기존 예상치와 동일한 42회로 전년동기(83회) 및 전분기(71회) 대비 크게 줄었고, ‘눈물의 여왕’과 ‘스위트홈3’을 제외하면 드라마들의 규모가 작아 매출액이 감소했다. ‘눈물의 여왕’ 상각비 부담이 큰 분기였는데, 구작 판매가 증가하며 이익 감소를 소폭 방어한 점은 긍정적이었다.

대표이사 신규 선임과 새로운 방향성 제시

이번 실적발표에서는 새로운 대표의 취임과 함께 미디어 산업에서의 새로운 패러다임을 주도하고 기업가치를 높이겠다는 의지를 밝혔다. 1) 휴면 IP 확보와 크리에이터 바인딩으로 콘텐츠 경쟁력을 높이고, 2) 제작비 구조를 효율화해 수익성을 제고하고, 3) 국내외 신규 사업기회를 창출해 신성장 동력을 확보하겠다는 방향성을 제시했다. 드라마 산업의 업황이 부진했던 최근 몇 년간 스튜디오드래곤의 실적이 OTT, 방송사, 제작사, 배우 등 외부의 변수에 좌지우지되는 모습이었기 때문에, 마침 새로운 전략이 필요한 시기였다. 아직 큰 방향성만 공개되었기 때문에 추후 세부적인 전략에 대한 소통이 주가 상승 모멘텀이 될 수 있을 것이다.

주가 하방 압력은 매우 제한적. 추후 세부 전략 발표에 주목

실적 개선 포인트는 여전히 유효하다. 개별 작품 수익성이 개선됐다는 점, 최근 드라마 시청 성과 호조로 내년 드라마 슬롯이 확대될 가능성이 높다는 점, 그리고 과거 작품 및 제작사 인수 관련 상각 부담이 점차 감소한다는 점, 준비 중인 글로벌 프로젝트가 점차 가시화될 것이라는 점이다. 지금까지는 지속된 편수 감소로 드라마 슬롯 확대에 대한 불신이 주가에 부정적으로 작용해왔다. 하지만 오랜 주가 하락으로 주가 하방 압력은 매우 제한적인 상황이며, 추후 전략 변화에 따라 투자 매력도가 부각될 수 있을 것이다. 목표주가 51,000원을 유지한다(12MF EV/EBITDA 6.4배 적용).

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

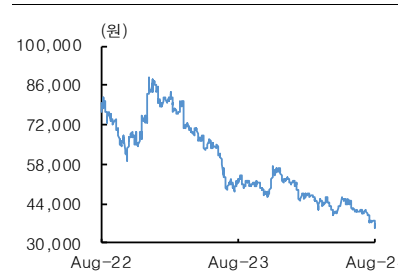
Stock Data

KOSPI(8/8)	2,557
주가(8/8)	36,450
시가총액(십억원)	1,096
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	57,300/35,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,865
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.2/8.2
주요주주(%)	CJ ENM 외 3 인 54.8
네이버	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.1)	(23.7)	(29.2)
KOSDAQ 대비(%p)	2.2	(13.9)	(12.7)

주가추이



자료: FnGuide

	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	637	57	42	1,403	40.2	221	26.0	4.8	1.5	5.8	0.0
2025F	714	67	51	1,701	21.2	237	21.4	4.6	1.4	6.6	0.0
2026F	734	70	53	1,772	4.2	244	20.6	4.5	1.3	6.4	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

〈표 1〉 스튜디오드래곤 2Q24 실적

(단위: 십억원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스	컨센 대비
매출액	163	217	161	192	137	(28.6)	(16.1)	143	(3.8)
영업이익	16	22	(4)	22	10	(51.4)	(35.7)	13	(16.9)
영업이익률(%)	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	(3.6)	(2.3)	8.8	(1.2)
세전이익	16	25	(26)	27	13	(51.7)	(16.8)	11	16.0
순이익	10	18	(17)	20	8	(59.6)	(20.0)	9	(9.2)

자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	127.1	180.5	697.9	753.1	636.8	713.8
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	24.7	39.7	192.5	154.1	142.4	151.9
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	99.4	137.6	480.2	588.9	480.8	549.2
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	3.0	3.2	25.2	10.1	13.7	12.7
영업비용	189.5	147.2	195.6	164.9	170.5	126.7	117.5	165.4	632.7	697.3	580.1	646.9
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	110.3	156.4	597.9	665.3	549.1	612.9
판매관리비	9.2	7.7	6.9	8.2	7.2	7.7	7.2	9.0	34.8	32.0	31.1	34.0
영업이익	21.6	16.3	21.9	(3.8)	21.5	10.5	9.7	15.1	65.2	55.9	56.7	66.9
영업이익률	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	7.6	8.3	9.3	7.4	8.9	9.4
세전이익	22.1	15.8	25.1	(25.8)	27.2	13.2	9.6	8.2	58.6	37.2	58.1	65.9
법인세비용	3.7	5.6	6.9	(9.1)	7.0	5.0	2.2	1.8	8.1	7.1	16.0	14.8
당기순이익	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	8.2	7.4	6.3	50.6	30.1	42.1	51.0
당기순이익률	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	5.9	5.9	3.5	7.2	4.0	6.6	7.2
YoY Growth												
매출액	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(16.1)	(41.5)	12.0	43.3	7.9	(15.4)	12.1
편성	21.9	(3.1)	(41.0)	(38.1)	9.5	(27.6)	(29.5)	18.8	19.4	(20.0)	(7.6)	6.7
판매	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(13.8)	(44.8)	10.7	74.3	22.6	(18.4)	14.2
기타	(71.0)	(78.4)	(38.3)	(7.8)	50.7	85.4	30.2	(4.6)	(49.9)	(59.7)	34.7	(6.7)
영업이익	19.3	(39.8)	15.4	NM	(0.4)	(35.7)	(55.8)	NM	24.0	(14.3)	1.5	18.0
세전이익	10.0	(47.3)	(1.3)	NM	23.2	(16.8)	(61.8)	NM	12.7	(36.5)	56.2	13.3
당기순이익	17.8	(60.1)	1.9	NM	9.8	(20.0)	(59.0)	NM	29.5	(40.5)	40.0	21.2

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 3〉 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	1,479.8	
12MF EBITDA	233.0	
목표 EV/EBITDA	6.4	최근 3년 EV/EBITDA 평균에 30% 할인 적용
순차입금	(7.0)	
적정 시가총액	1,486.7	
총 주식수(천주)	30,058	
적정 주가	49,462	
목표주가	51,000	

자료: 한국투자증권

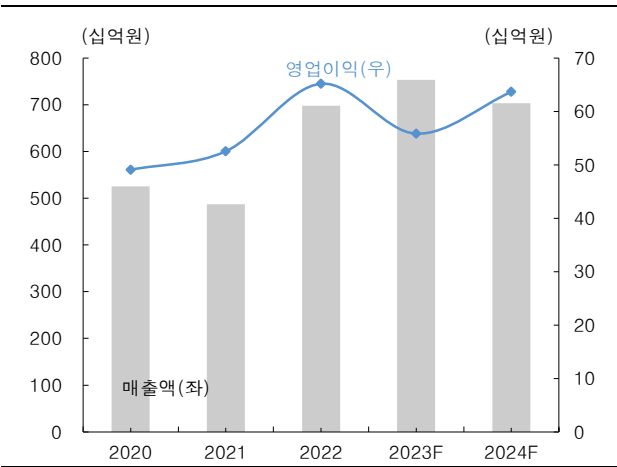
〈표 4〉 2023년 이후 라인업 - 2Q 실적 반영 작품은 굵은 글씨

편성	타이틀	방송 시작일	방송 종료일	회차	주연	동시방영
tvN(수목)	조선정신과의사 유세풍2	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 파트2	2/24		6	김남길, 이다희, 차은우	
Netflix	더글로리 파트2	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 파트1	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 파트2	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	형사록2	7/5		8	이성민, 경수진	
tvN(토일)	경이로운 소문2: 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	경성크리처1	12/22	1/5	10	박서준, 한소희	
Netflix	스위트홈2	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)	눈물의 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: 군들의 전쟁	6/3	7/9	12	송승현, 오연서	
Netflix	하이라키	6/7		7	노정의, 이채민	
Netflix	돌풍	6/28		12	설경구, 김희애	
tvN(토일)	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	9/23	10/29	12	신혜선, 이진욱	
tvN(토일)	정년이	10/12	12/1	16	김태리, 신예은	Disney
tvN(월화)	원경	11/16	12/22	13	차주영, 이현욱	TBD
tvN(토일)	사랑은 외나무다리에서	12/7	25/1/12	12	주지훈, 정유미	TBD
Netflix	경성크리처 2	9월		7	박서준, 한소희	
Netflix	트렁크	4Q24		8	공유, 서현진	
Tving	스터디그룹	4Q24		10	황민현, 한지은	Amazon
Tving	종거나 나쁜 동재	4Q24		8	이준혁, 박성웅	
Netflix	탄금(가제)	2025		12	이재욱, 조보아	
TBA	별들에게 물어봐	2025		20	이민호, 공효진	
TBA	그들은 흑염룡	2025		12	문가영, 최현욱	

주: 회색 음영은 오리지널, 예정작 정보는 변동될 수 있음

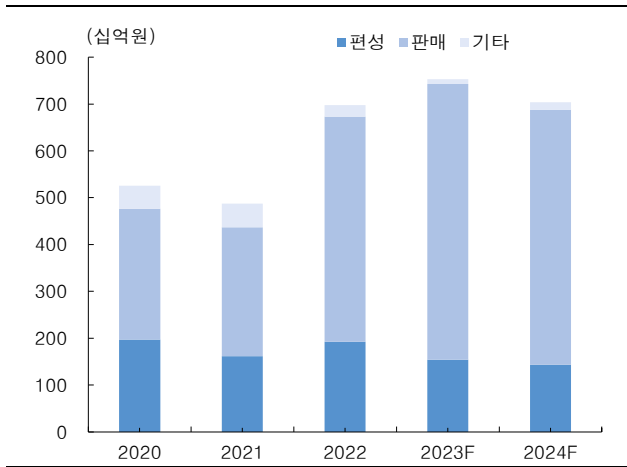
자료: (기방영작) 스튜디오드래곤, (예정작) 언론 종합, 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



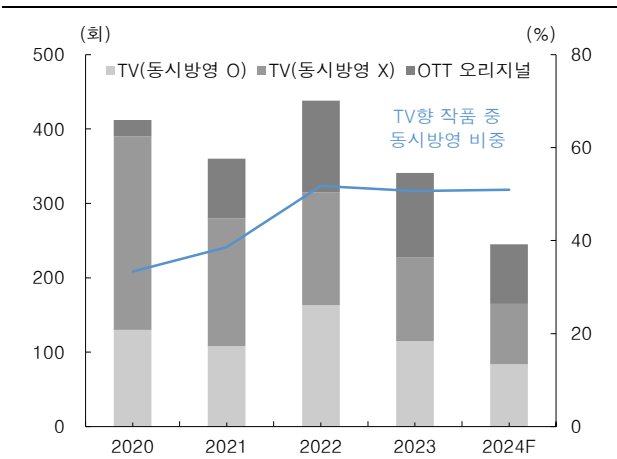
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 추이 및 전망



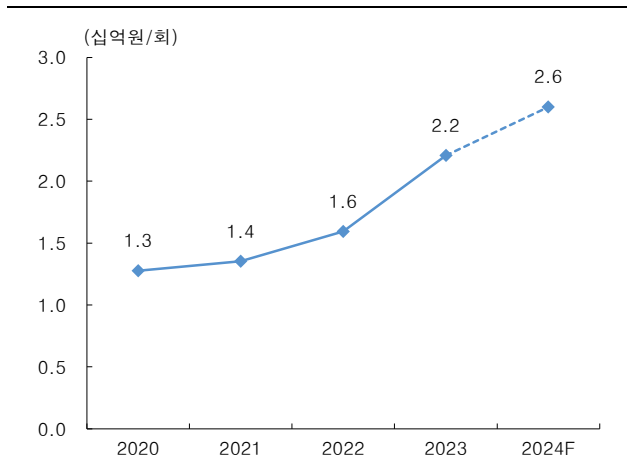
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 연간 드라마 회차수 추이 및 전망



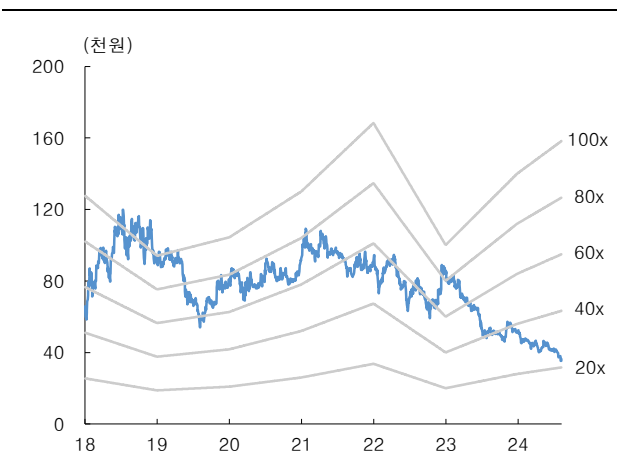
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 연간 회차당 매출액 추이 및 전망



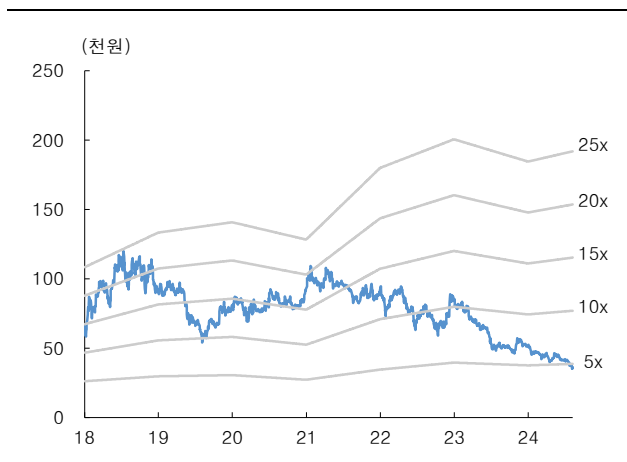
주: 분기 매출액을 반영 회차수로 나눈 수치
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12MF PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 12MF EV/EBITDA band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	637	714	734
매출원가	598	665	549	613	630
매출총이익	100	88	88	101	105
판매관리비	35	32	31	34	35
영업이익	65	56	57	67	70
영업이익률(%)	9.3	7.4	8.9	9.4	9.5
EBITDA	219	242	221	237	244
EBITDA Margin(%)	31.3	32.1	34.7	33.1	33.2
영업외수익	(6)	(19)	1	(1)	(1)
금융수익	21	15	21	14	14
금융비용	19	18	12	11	11
기타영업외손익	(9)	(16)	(8)	(4)	(4)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	37	58	66	69
법인세비용	8	7	16	15	15
연결당기순이익	51	30	42	51	53
지배주주지분순이익	51	30	42	51	53
지배주주순이익률(%)	7.2	4.0	6.6	7.2	7.3
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	43.3	7.9	(15.4)	12.1	2.9
영업이익 증가율	24.0	(14.3)	1.5	18.0	4.2
지배주주순이익 증가율	29.5	(40.5)	40.2	21.2	4.2
EPS 증가율	29.4	(40.6)	40.2	21.2	4.2
EBITDA 증가율	44.1	10.7	(8.7)	7.1	3.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	(63)	45	116	173	181
당기순이익	51	30	42	51	53
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3
무형자산상각비	150	183	161	166	171
자산부채변동	(280)	(179)	(90)	(48)	(47)
기타	13	8	0	1	1
투자활동현금흐름	(43)	(1)	(70)	(198)	(176)
유형자산투자	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(12)	(1)	40	(2)	11
무형자산순증	(3)	0	(120)	(183)	(181)
기타	(24)	3	13	(10)	(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	45	(25)	5
FCF	28	242	166	145	166

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

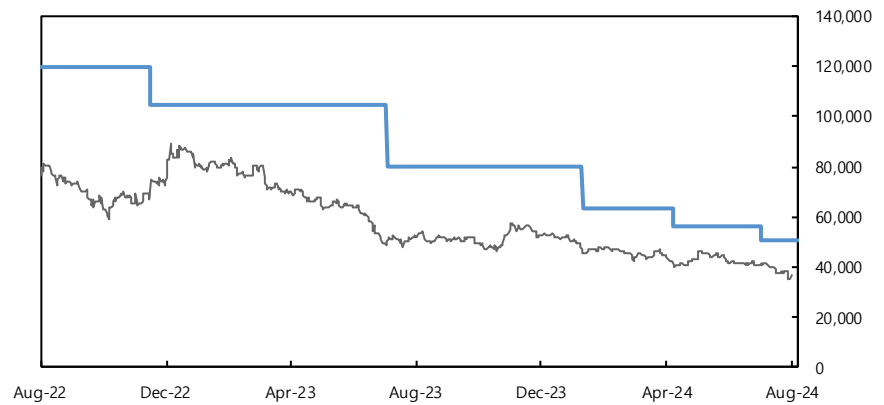
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,091	1,092	1,007	1,022	1,036
유동자산	400	405	422	403	414
현금성자산	124	158	204	178	184
매출채권및기타채권	142	149	126	121	125
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	691	688	586	619	622
투자자산	150	175	135	137	127
유형자산	11	12	12	12	12
무형자산	378	359	318	335	345
부채총계	430	384	257	221	182
유동부채	416	368	241	204	164
매입채무및기타채무	87	71	64	71	73
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	750	801	854
지배주주지분	661	708	750	801	854
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	213	242	284	335	389
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	54	20	(25)	(1)	(6)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,684	1,001	1,403	1,701	1,772
BPS	21,982	23,546	24,950	26,650	28,423
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.1	2.8	4.0	5.0	5.2
ROE	7.5	4.4	5.8	6.6	6.4
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	34.3	27.5	21.3
차입금/자본총계비율(%)	27.6	25.7	24.1	22.5	21.2
이자보상배율(x)	13.2	6.4	4.8	6.2	6.3
순차입금/EBITDA(x)	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0
Valuation(x)					
PER	51.1	51.4	26.0	21.4	20.6
최고	56.7	88.9	37.5	30.9	29.7
최저	35.1	46.0	23.5	19.4	18.6
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
최고	4.3	3.8	2.1	2.0	1.9
최저	2.7	2.0	1.3	1.2	1.2
PSR	3.7	2.1	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.8	4.6	4.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2021.11.05	매수	120,000원	-33.3	-19.7
	2022.11.05	1년경과		-44.0	-42.3
	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 8월 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 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. 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.