

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

하반기 이후 완만한 회복 기대

목표주가	60,000원(유지)			
현재주가(08/08)	36,450원			
상승여력	64.6%			
시가총액	10,956억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	57,300 / 35,250원			
3개월 일평균거래대금	28억원			
외국인 지분율	8.1%			
주요주주				
CJENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.1	-15.3	-23.7	-29.2
상대수익률 (KOSDAQ)	2.2	-0.8	-13.9	-12.7

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,979	7,531	6,863	7,534
영업이익	652	559	630	702
EBITDA	2,185	2,420	2,378	2,069
지배주주순이익	506	301	519	602
EPS	1,682	1,001	1,726	2,003
순차입금	590	233	-1,220	-1,965
PER	51.1	51.5	21.1	18.2
PBR	3.9	2.2	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.1	4.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	7.5	4.4	7.1	7.6
컨센서스 영업이익	652	559	583	710
컨센서스 EPS	1,682	1,001	1,424	1,773

주가추이



2분기 영업이익 105억원(-35.7% YoY)

스튜디오드래곤의 2분기 실적은 예상대로 다소 부진한 모습. 2분기 매출액은 1,371억원(-26.4% YoY), 영업이익은 105억원(-35.7% YoY)을 기록. 일부 작품의 OTT 동시방영 불발과 더불어 방영회차가 42회로 전반적으로 크게 축소(전년 동기 83회차)된 것이 실적 부진의 주된 원인

거시적으로는 국내 광고경기 회복이 예상보다 더디지면서, 미디어 매체들의 드라마 편성 축소 움직임들이 2분기에 두드러지게 나타났다는 점 또한 부정적 요인으로 작용. 다만 방영회차 축소에 비해 매출 감소폭이 크지 않은 점은 대형 오리지널 비중과 ASP가 상승하였다는 것을 보여주는 것으로 긍정적인 부분. OTT 오리지널 및 해외 라이선싱 매출 확대로 해외 매출 비중은 64.7% 수준을 기록

하반기 미디어 환경은 여전히 어려우나 완만한 회복 기대

하반기 미디어 환경 또한 여전히 녹록치만은 않은 상황임. OTT 경쟁심화 국면이 이어지고 있으며, 제작비 증가 부담 또한 가중되고 있기 때문. 다만 점진적인 광고시장 회복과 더불어 채널들의 편성 여건이 상반기보다는 우호적으로 변화된다면 실적은 완만한 회복세를 보일 것으로 전망.

내부적으로는 작품들의 해외 판권 판매 비중을 더욱 높여나가고, 흥행성 제고를 통해 작품별 ASP를 높이는 전략 또한 수반되어야 할 것. 이미 이러한 전략적 방향 전환의 중요성은 인식하고 있는 상황으로, Non-Captive 매출 비중과 자체 제작 콘텐츠 비중을 50% 이상으로까지 늘린다는 목표를 수립. 3분기 주요 라인업은 <감사합니다>, <엄마친구아들>, <나의 해리에게>, <경성크리쳐2>, <우연일까?>, <플레이어2: 꾀들의 전쟁> 등으로 구성되어 있으며, 24년 전체 목표 작품 수는 24개 수준으로 예상

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원

녹록치 않은 미디어 환경에도 불구하고, 개별 작품들의 작품성과 흥행성은 꾸준히 유지되며 No.1 스튜디오로서의 역량을 증명하고 있음. 글로벌 시장에서의 성과가 더욱 가시화되어야 할 것. 투자의견 BUY와 목표주가 60,000원 유지

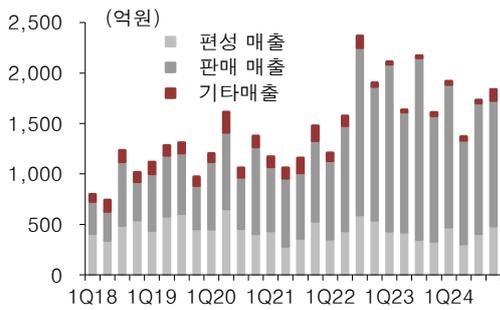
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,111	1,635	2,174	1,611	1,921	1,371	1,734	1,837	7,531	6,863	7,534
- 편성	432	425	350	334	473	307	408	484	1,541	1,672	1,795
- 판매	1,657	1,189	1,800	1,243	1,413	1,025	1,293	1,243	5,889	4,974	5,376
- 기타	23	21	23	34	35	39	33	110	101	217	363
영업이익	216	163	219	-38	215	105	177	134	559	630	702
영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	10.2%	7.3%	7.4%	9.2%	9.3%
세전이익	221	158	251	-258	272	132	211	129	372	744	803
세전이익률	10.5%	9.7%	11.6%	-16.0%	14.2%	9.6%	12.2%	7.0%	4.9%	10.8%	10.7%
순이익	184	102	182	-167	202	82	142	93	301	519	602
순이익률	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	6.0%	8.2%	5.1%	4.0%	7.6%	8.0%

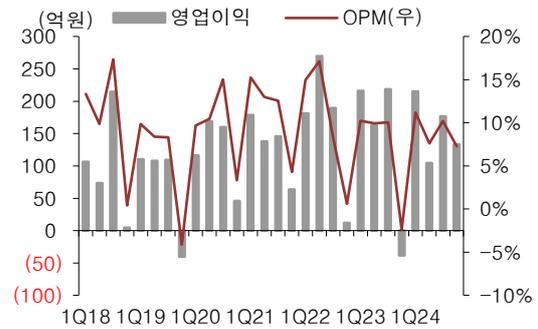
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오드래곤 영업이익 추이



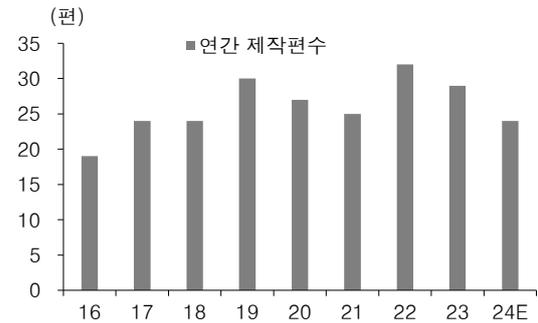
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 분기별 방영회차



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 연간 제작편수



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 Part 1,2	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	강신효, 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 소문 2	김새봄	유선동	조병규, 유준상	TVN, TVING, NETFLIX
소용없어 거짓말	서정은	남성우	황민현, 김소현	TVN, TVING
아라문의 검: 아스달 연대기 2	김영현, 박상연	김광식	이준기, 장동건	TVN, TVING, NETFLIX
반짝이는 워터멜론	진수환	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+
스위트홈 2	홍소리, 이진욱	이응복, 장영우	송강, 이진욱	NETFLIX
경성크리처	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX
마에스트라	최이윤, 홍정희	김정권	이영애, 이무생	TVN, TVING
세작, 매혹된 자들	김선덕	조남국	조정석, 신세경	TVN, TVING, NETFLIX
내 남편과 결혼해줘	신유담	박원국	박민영, 나인우	Amazon, TVING
웨딩 임파서블	박슬기, 오혜원	권영일	전종서, 문상민	TVN, TVING
눈물의 여왕	박지은	장영우, 김희원	김수현, 김지원	TVING, NETFLIX
돌풍	박경수	김용완	설경구, 김희애	NETFLIX
하이라키	추혜미	배현진	노정의, 이채민	NETFLIX
졸업	박경화	안판석	정려원, 위하준	TVN, TVING
플레이어 2	박상문, 최슬기	소재현	송승헌, 오연서	TVN, TVING
감사합니다	최민호	권영일	신하균, 이정하	TVN, TVING
엄마친구아들	신하은	유제원	정해인, 정소민	TVN, TVING, NETFLIX
나의 해리에게	한가람	정지현, 허석원	신혜선, 이진욱	ENA
경성크리처 2	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX
우연일까?	남지은	송현욱	김소현, 채종협	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	6,863	7,534	8,272
증가율 (Y-Y,%)	43.3	7.9	(8.9)	9.8	9.8
영업이익	652	559	630	702	847
증가율 (Y-Y,%)	24.0	(14.3)	12.7	11.4	20.7
EBITDA	2,185	2,420	2,378	2,069	2,272
영업외손익	(66)	(187)	114	101	104
순이자수익	(19)	(29)	49	68	71
외화관련손익	79	16	(2)	(4)	(4)
지분법손익	1	1	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	586	372	744	803	951
당기순이익	506	301	519	602	713
지배기업당기순이익	506	301	519	602	713
증가율 (Y-Y,%)	29.5	(40.5)	72.4	16.1	18.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.2	12.7	12.1	2.6	3.2
영업이익증가율(3Yr)	31.5	4.4	6.2	2.5	14.9
EBITDA증가율(3Yr)	14.5	13.5	16.2	(1.8)	(2.1)
순이익증가율(3Yr)	24.2	0.5	9.9	6.0	33.3
영업이익률(%)	9.3	7.4	9.2	9.3	10.2
EBITDA마진(%)	31.3	32.1	34.7	27.5	27.5
순이익률(%)	7.2	4.0	7.6	8.0	8.6
NOPLAT	563	452	439	526	635
(+) Dep	1,533	1,861	1,748	1,367	1,425
(-) 운전자본투자	454	166	(25)	66	64
(-) Capex	45	29	19	29	31
OpFCF	1,597	2,118	2,193	1,799	1,964

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,001	4,045	5,090	5,830	6,272
현금성자산	1,237	1,584	3,024	3,625	3,912
매출채권	1,417	1,491	1,358	1,468	1,592
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,905	6,877	5,969	5,763	6,108
투자자산	3,018	3,164	3,273	3,406	3,544
유형자산	109	124	115	112	112
무형자산	3,778	3,589	2,581	2,246	2,452
자산총계	10,907	10,922	11,059	11,594	12,380
유동부채	4,163	3,680	3,305	3,248	3,332
매입채무	870	711	676	730	792
유동성외부채	1,734	1,720	1,716	1,586	1,579
비유동부채	137	165	157	147	136
비유동외부채	93	97	88	74	61
부채총계	4,299	3,845	3,462	3,395	3,468
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	2,126	2,420	2,939	3,541	4,255
자본조정	(402)	(227)	(226)	(226)	(226)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,607	7,078	7,597	8,199	8,912
투하자본	5,696	5,595	4,841	4,636	4,977
순차입금	590	233	(1,220)	(1,965)	(2,272)
ROA	5.1	2.8	4.7	5.3	6.0
ROE	7.5	4.4	7.1	7.6	8.3
ROIC	11.7	8.0	8.4	11.1	13.2

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,682	1,001	1,726	2,003	2,373
BPS	21,982	23,546	25,273	27,277	29,650
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	51.1	51.5	21.1	18.2	15.4
PBR	3.9	2.2	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	12.1	6.5	4.1	4.3	3.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	11.4	6.3	4.4	5.6	5.1
PSR	3.7	2.1	1.6	1.5	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	65.1	54.3	45.6	41.4	38.9
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	154.0	179.5	188.2
이자보상배율	35.0	19.4	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	1.2	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	57.2	54.1	43.5	39.7	40.0
현금+투자자산(%)	42.8	45.9	56.5	60.3	60.0
자본구조					
차입금(%)	21.7	20.4	19.2	16.8	15.5
자기자본(%)	78.3	79.6	80.8	83.2	84.5

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(629)	447	2,136	1,907	2,077
당기순이익	506	301	519	602	713
자산상각비	1,533	1,861	1,748	1,367	1,425
운전자본증감	(2,796)	(1,790)	(323)	(66)	(64)
매출채권감소(증가)	(352)	146	133	(110)	(124)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	117	(184)	(38)	55	62
투자현금	(434)	(7)	(709)	(1,163)	(1,772)
단기투자자산감소	11	30	(3)	(1)	(1)
장기투자증감	(127)	0	(45)	(63)	(65)
설비투자	(45)	(29)	(19)	(29)	(31)
유무형자산감소	(19)	2	(601)	(1,000)	(1,600)
재무현금	1,653	(89)	(40)	(143)	(20)
차입금증가	1,675	(13)	(18)	(143)	(20)
자본증가	30	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	591	347	1,406	600	286
총현금흐름(Gross CF)					
(-) 운전자본증가(감소)	454	166	(25)	66	64
(+) 설비투자	45	29	19	29	31
(-) 자산매각	(19)	2	(601)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,747	2,268	1,893	878	446
(-) 기타투자	127	0	45	63	65
잉여현금	1,620	2,268	1,847	815	381

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			
2022-10-06	Buy	100,000	(31.0)	(11.1)
2023-08-11	Buy	85,000	(40.1)	(32.6)
2024-02-08	Buy	70,000	(38.0)	(31.7)
2024-07-19	Buy	60,000	(37.3)	(33.2)
2024-08-09	Buy	60,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 06월 30일 기준)

Buy (98.0%)	Hold (2.0%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 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 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 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