

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

단비가 내린다

3분기 영업이익 11억원으로 컨센서스 하회할 것. 방영 회차 부족에, 상각비 부담까지 지속된 탓. 다만 2025년 캡티브 수목 드라마 슬롯 재개가 예상되는 만큼, 레버리지 효과 본격화 기대. 업종 내 Top-pick 제시

Analyst 이화정
02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

RA 이승준
02)2229-6943, seungjun@nhqv.com

※ESG Index/Event는 11페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 62,000원 (상향)

현재가 (24/10/28) 38,800원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2,612.43 / 740.48
시가총액(보통주)	1,166.3십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('23/11/08)	57,300원
최저가('24/09/04)	34,100원
평균거래대금(60일)	1.8십억원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	8.3%

주요주주	
CJ ENM 외 3 인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	2.5	-5.0	-19.0
상대수익률 (%)p	10.4	9.9	-18.1

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	753.1	544.0	548.7	624.8
증감률	7.9	-27.8	0.9	13.9
영업이익	55.9	38.3	52.4	66.7
증감률	-14.3	-31.5	36.8	27.3
영업이익률	7.4	7.0	9.5	10.7
(지배지분)순이익	30.1	34.9	41.7	52.7
EPS	1,001	1,160	1,388	1,752
증감률	-40.6	15.9	19.7	26.2
PER	51.5	33.4	28.0	22.1
PBR	2.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.4	6.3	6.4	5.2
ROE	4.4	4.8	5.5	6.5
부채비율	54.3	50.6	43.1	37.4
순차입금	11.6	51.8	35.7	-18.8

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

기다리던 때가 온다

투자 의견 Buy 및 업종 내 Top-pick 제시. 기다려오던 Q(판매량) 회복이 목전. 2025년 하반기 캡티브 채널의 수목 드라마 슬롯 재개 및 KBS와의 MOU 체결로 연간 6~7편 납품 확대 예정. 참고로 2024년 TV 납품 편수는 12편에 그침. 이와 더불어 제작 프로세스 효율화를 통한 비용 절감(비효율제거 ~10%, 인건비 현실화 ~5%, 신기술 접목 ~5%)으로 수익성 제고 노력 중인 점 또한 긍정적

목표주가를 62,000원(기존 56,000원)으로 11% 상향. 기준시점을 Q(판매량) 회복이 시작될 2025년으로 변경했고, 타깃 멀티플은 글로벌 주요 전방산업 사업자들의 2025F EV/EBITDA 평균 대비 50% 할인한 10배(기존 8배)를 부여

3Q24 Preview: 아직은 부족한 Q

3분기 연결 매출액 1,139원(-48% y-y), 영업이익 11억원(-95% y-y)으로 컨센서스 하회할 것. 분기 방영 회차 대폭 감소 및 대작 상각비 부담 지속 영향

매출: 분기 방영 회차는 59회(-21% y-y)에 그침. TV의 경우 38회(-24% y-y), OTT의 경우 21회(-16% y-y). 판매처 다각화 등을 통해 작품당 판가를 높이려는 의지만, 절대적인 분기 Q(방영회차, 판매량) 자체가 낮았던 만큼 매출 부진 불가피한 데다, 대작 '경성크리처2'의 경우 일부 수익을 배분받는 데 그칠 것

비용: 분기 방영 작품 수의 감소세로 분기 상각비 자체는 감소하고 있으나, 대작 '눈물의 여왕(~4.28)' 관련 상각비 부담이 지속된 것으로 파악

스튜디오드래곤 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	217.4	161.1	192.1	137.1	113.9	-47.6	-16.9	131.5	130.5	100.9
영업이익	21.9	-3.8	21.5	10.5	1.1	-94.9	-89.2	10.1	7.1	5.2
영업이익률	10.1	-2.4	11.2	7.6	1.0			7.7	5.5	5.1
세전이익	25.1	-25.8	27.2	13.2	3.4	-86.5	-74.1	12.4	8.6	5.0
(지배)순이익	18.2	-16.7	20.2	8.2	2.7	-85.4	-67.5	9.7	6.1	3.9

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. 넷플릭스와 2020년부터 3년간의 21편 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 체결했으며, 물리적 제작 역량은 연간 40편 수준. 스카이댄스와 협업해 할리우드 드라마도 제작 중. 2023년 매출 비중은 편성 20.5%, 판매 78.2%, 기타 1.3%. 풍부한 레퍼런스 및 양질의 인재풀로 차별화

Share price drivers/Earnings Momentum

- 방송사 드라마 슬롯 재개에 따른 분기 판매 안정화
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 확대
- 중국OTT로의 동시방영 수출 재개
- 제작 효율화에 따른 비용 절감으로 마진 개선

Downside Risk

- 드라마 슬롯 재개에도 분기 판매 변동성 지속
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국OTT로의 동시방영 수출 중단 지속
- 배우, 작가 인건비 지속 상승으로 산업 위축

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Netflix	37.9	31.8	14.1	11.4	38.3	38.7
Walt Disney	19.2	18.4	1.7	1.6	7.7	8.5
CJ ENM	N/A	12.7	0.4	0.4	-0.4	3.4
콘텐츠리중앙	N/A	N/A	N/A	N/A	-290.0	83.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	51.1	51.5	33.4	28.0	22.1
PBR	3.9	2.2	1.6	1.5	1.4
PSR	3.7	2.1	2.1	2.1	1.9
ROE	7.5	4.4	4.8	5.5	6.5
ROIC	5.5	7.6	3.6	6.1	7.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

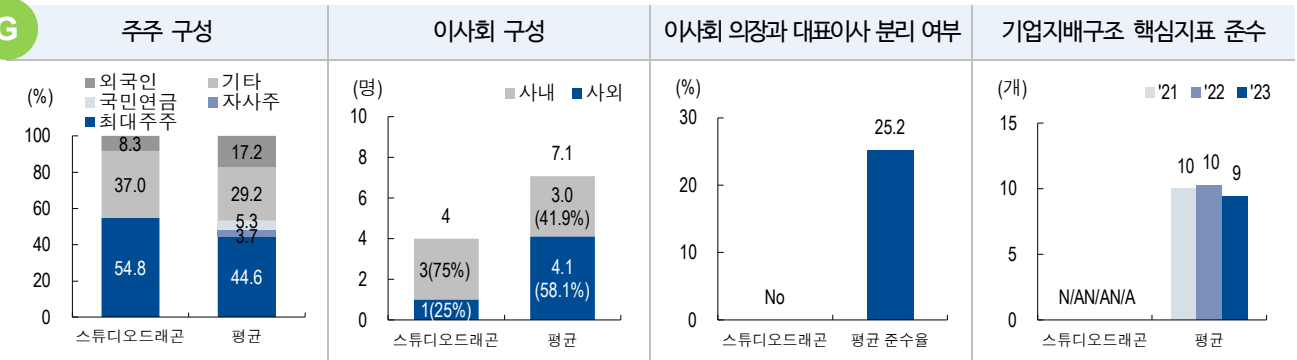
(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	-	154	287	380	469	526	487	698	753
영업이익	-	17	33	40	29	49	53	65	56
영업이익률(%)	-	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3	10.8	9.3	7.4
세전이익	-	10	30	46	33	42	52	59	37
순이익	-	8	24	36	26	30	39	51	30
자배지분순이익	-	8	24	36	26	30	39	51	30
EBITDA	-	39	74	115	146	165	152	219	242
CAPEX	-	1	0	0	1	7	2	5	3
Free Cash Flow	-	-13	-7	-29	-13	-2	-11	-67	42
EPS(원)	-	569	1,050	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001
BPS(원)	-	6,176	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546
DPS(원)	-	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	-	16	-183	-155	-101	-49	-65	46	12
ROE(%)	-	6.0	9.5	9.3	6.4	5.7	6.0	7.5	4.4
ROIC(%)	-	N/A	14.2	11.5	6.1	10.2	13.5	5.5	7.6
배당성장(%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-	12.1	-49.6	-38.7	-23.6	-8.1	-9.4	7.0	1.6

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

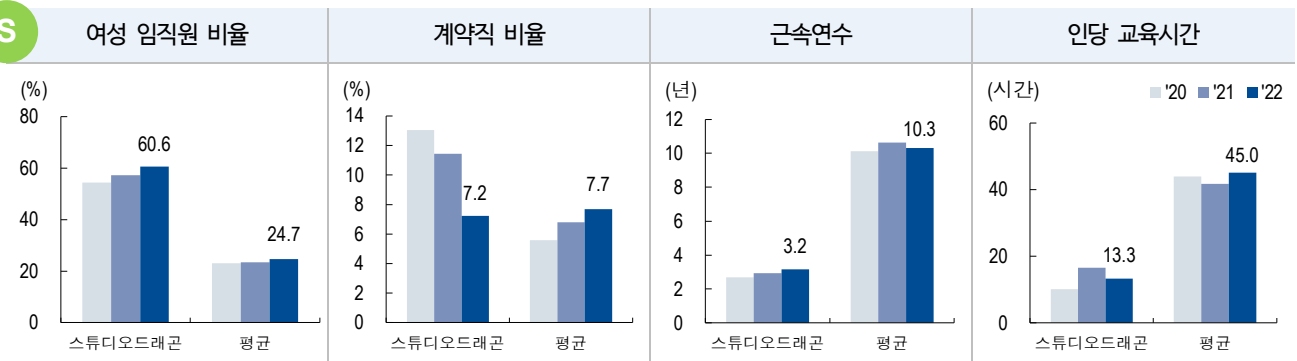


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 스튜디오드래곤, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

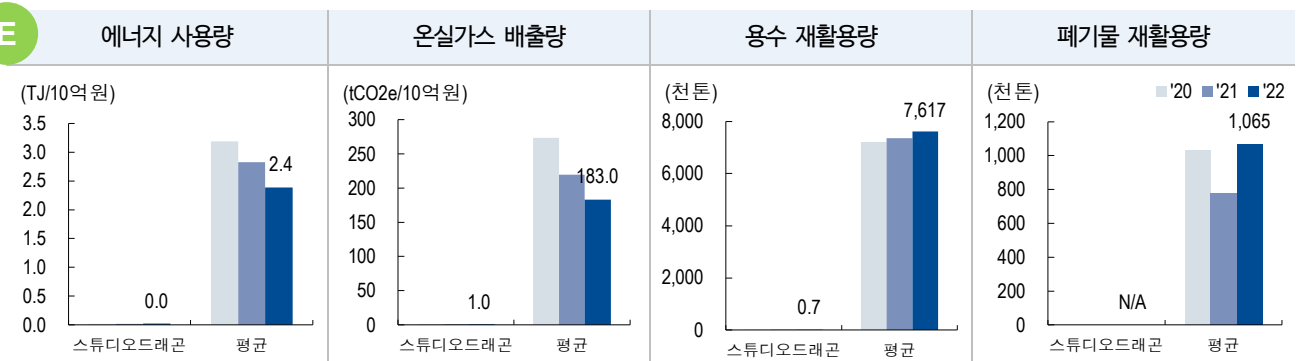
S



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.11	- 경상북도 문경시 폐기물 적치장에 오픈 세트장 건립해 추후 관광자원으로의 활용을 도모
	2018.9	- '주 68시간 제작 가이드라인' 발표하며 하도급 사업자와 계약 시 턴키 계약이 아닌 스태프 개별 계약을 원칙화
S	2022.4	- '소년심판', '우리들의 블루스' 등 다양한 사회 문제를 심도 있게 다룬 작품 방영
	2023.3	- 2022년 신설한 안전관리팀에서 안전한 드라마 제작 현장을 위한 안전관리 캠페인을 진행
G	2020.3	- 순이익 흑자에도 불구하고 무배당 유지 중. 주주가치 제고 관련 개선 여지가 있음
	2022.11	- 길픽쳐스(100% 자회사) 박민엽 대표이사를 대상으로 30억 규모 제3자배정 유상증자 진행하여 동맹 공고화

자료: 언론보도, 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

투자의견

Buy 유지

투자의견은 Buy를 유지한다. 한동안 동사에게 가장 큰 약점이 되었던 Q(판매량)의 회복 구간에 진입했다. 2025년 하반기부터 캡티브 채널의 수목 드라마 슬롯 재개 및 KBS와의 MOU 체결로 연간 6~7편의 TV 납품 확대가 예정 되어있다. 2024년 한 해 TV로 납품된 작품 수(12편) 대비 50% 이상 늘어나는 것이다. 비우호적 외부 환경 하에서도 작품당 리쿠플 최적화를 통한 P(평가) 상승세를 이어왔던 만큼, 대비같은 Q 성장 소식이 아닐 수 없다. 이 가운데 제작비 효율화를 통한 수익성 제고 노력 또한 긍정적이다.

목표주가

62,000원 상향

목표주가를 62,000원(기존 56,000원)으로 11% 상향했다. 기준시점을 Q(판매량) 회복이 시작될 2025년으로 변경했으며, 타깃 멀티플은 글로벌 주요 전방산업 사업자들의 2025F EV/EBITDA 평균 대비 50% 할인한 10배(기존 8배)를 부여했다.

연간 실적 추정치의 경우 직전 추정치 대비 대폭 보수적으로 조정했다. 2024년 3분기까지 납품된 작품의 총 방영회차는 172회(-36%y-y)에 그친다. 특히 아쉬운 건 TV인데, 연간 납품작 수가 12편으로 2023년 17편 대비 5편이나 낮아졌다. 수목 드라마 슬롯 중단 영향(3편)에, 캡티브 사업자의 직접 제작 드라마(2편) 편성이 더해진 영향이다. 이에 캡티브 사업자의 드라마 직접 제작 기조(3~4편/년) 지속을 가정해 실적 추정치를 보수적으로 조정했으나, 2025년 하반기부터 재개될 캡티브 수목 드라마 슬롯(연간 6~7개; 2H25 2개 가정)이 있는 만큼 바닥을 찍고 개선될 일만 남아있다.

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

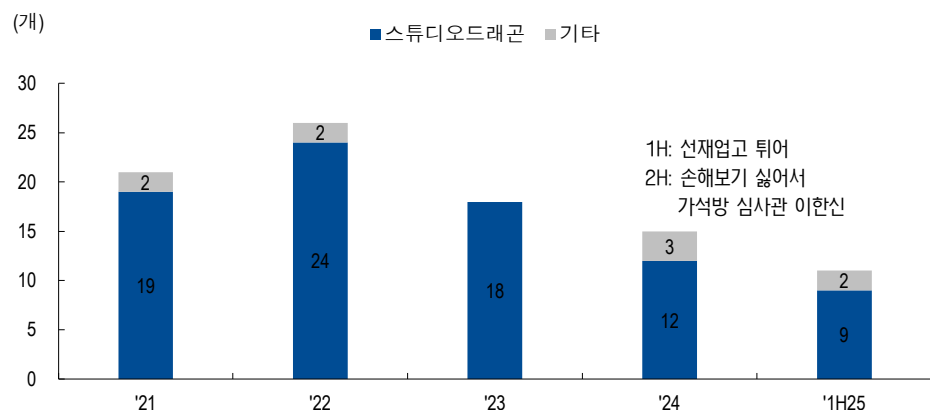
(단위: 십억원, 배, 원, 주)

	2025F	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치	189.2	EV/EBITDA	10.0	1,891.6	전방산업자 2025F EV/EBITDA 평균 대비 할인 ^{주)} : Buyer's Market 에 가까워진 시장 상황 고려
순차입금				35.7	
총 기업가치				1,856.0	
주당 가치				61,745	
목표주가				62,000	Upside 59.8%
총 주식수				30,058,498	

주: 할인율은 2022 2023년 Netflix, Disney, Amazon과 스튜디오드래곤 간 멀티플 갭의 평균을 활용

자료: NH투자증권 리서치본부

그림1. 캡티브 채널 연간 방영 드라마별 제작사 추이



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	753.1	544.0	548.7	624.8
	- 수정 전	-	621.5	748.8	762.6
	- 변동률	-	-12.5	-26.7	-18.1
영업이익	- 수정 후	55.9	38.3	52.4	66.7
	- 수정 전	-	51.7	75.4	84.1
	- 변동률	-	-25.9	-30.5	-20.7
영업이익률(수정 후)		7.4	7.0	9.5	10.7
EBITDA		242.0	193.5	189.2	222.0
(지배지분)순이익		30.1	34.9	41.7	52.7
EPS	- 수정 후	1,001	1,160	1,388	1,752
	- 수정 전	-	1,403	1,953	2,180
	- 변동률	-	-17.3	-28.9	-19.6
PER		51.5	33.4	28.0	22.1
PBR		2.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA		6.4	6.3	6.4	5.2
ROE		4.4	4.8	5.5	6.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F	2022	2023	2024E	2025F
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	113.9	100.9	697.9	753.1	544.0	548.7
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	26.6	23.8	192.5	154.1	128.4	114.3
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	86.5	76.4	480.2	588.9	406.7	431.4
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	0.8	0.7	25.2	10.1	8.8	2.9
매출액 y-y	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-47.6	-37.4	0.4	0.1	-0.3	0.0
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	106.0	87.2	597.9	665.3	475.6	463.2
제작비	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	53.1	39.2	361.6	398.2	243.2	237.1
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.6	34.9	29.8	149.9	183.2	153.6	135.0
지급수수료 외	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	20.8	17.9	18.2	86.4	83.9	78.7	91.1
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	7.9	13.7	100.0	87.8	68.4	85.5
매출총이익률	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	7.0	13.6	14.3	11.7	12.6	15.6
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.2	21.9	-3.8	21.5	10.5	1.1	5.2	65.2	55.8	38.3	52.4
영업이익률	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	1.0	5.1	9.3	7.4	7.0	9.5
영업이익 y-y	1.4	95.7	29.9	-81.4	19.3	-40.0	15.4	적전	-0.4	-35.4	-94.9	흑전	24.0	-14.4	-31.4	36.8
(지배)순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	2.7	3.9	50.6	30.1	34.9	41.7
(지배)순이익률	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	2.3	3.8	7.2	4.0	6.4	7.6

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	753.1	544.0	548.7	624.8
증감률 (%)	7.9	-27.8	0.9	13.9
매출원가	665.3	475.6	463.2	521.7
매출총이익	87.9	68.4	85.5	103.2
Gross 마진 (%)	11.7	12.6	15.6	16.5
판매비와 일반관리비	32.0	30.1	33.1	36.5
영업이익	55.9	38.3	52.4	66.7
증감률 (%)	-14.3	-31.5	36.8	27.3
OP 마진 (%)	7.4	7.0	9.5	10.7
EBITDA	242.0	193.5	189.2	222.0
영업외손익	-18.6	10.5	4.0	4.4
금융수익(비용)	-2.6	10.9	2.0	2.4
기타영업외손익	-16.1	-0.4	2.0	2.0
종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.2	48.7	56.4	71.2
법인세비용	7.1	13.9	14.7	18.5
계속사업이익	30.1	34.9	41.7	52.7
당기순이익	30.1	34.9	41.7	52.7
증감률 (%)	-40.5	15.9	19.5	26.4
Net 마진 (%)	4.0	6.4	7.6	8.4
지배주주지분 순이익	30.1	34.9	41.7	52.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	16.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	46.9	34.9	41.7	52.7

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	51.5	33.4	28.0	22.1
PBR(배)	2.2	1.6	1.5	1.4
PCR(배)	6.3	5.6	5.9	5.1
PSR(배)	2.1	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	6.4	6.3	6.4	5.2
EV/EBIT(배)	27.9	31.8	22.9	17.2
EPS(배)	1,001	1,160	1,388	1,752
BPS(배)	23,546	24,707	26,094	27,846
SPS(배)	25,056	18,097	18,254	20,788
자기자본이익률(ROE, %)	4.4	4.8	5.5	6.5
총자산이익률(ROA, %)	2.8	3.2	3.7	4.6
투자자본이익률(ROIC, %)	7.6	3.6	6.1	7.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	1.6	7.0	4.5	-2.3
총부채/자기자본(%)	54.3	50.6	43.1	37.4
이자발생부채	170.0	170.0	150.0	130.0
유동비율(%)	109.9	109.4	124.7	151.0
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	51,500	38,800	38,800	38,800
시가총액(십억원)	1,548	1,166	1,166	1,166

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	158.4	118.2	114.3	148.8
매출채권	149.1	164.0	175.5	184.2
유동자산	404.5	384.1	391.7	435.0
유형자산	12.4	14.8	16.0	16.1
투자자산	175.0	159.4	159.4	159.4
비유동자산	687.7	734.2	731.1	715.0
자산총계	1,092	1,118	1,123	1,150
단기성부채	172.0	172.4	152.2	133.2
매입채무	11.1	12.2	12.2	12.7
유동부채	368.0	351.0	314.2	288.2
장기성부채	9.7	18.3	18.3	18.3
장기충당부채	1.2	0.6	0.6	0.8
비유동부채	16.5	24.6	24.2	24.8
부채총계	384.5	375.6	338.4	313.0
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4
이익잉여금	242.0	276.9	318.6	371.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	707.8	742.6	784.4	837.0

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	44.7	155.4	153.2	194.4
당기순이익	30.1	34.9	41.7	52.7
+ 유/무형자산상각비	186.1	155.2	136.8	155.3
+ 종속, 관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.7	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	246.0	206.9	196.3	228.1
- 운전자본의증가(감소)	-179.0	-37.7	-28.5	-15.2
투자활동 현금흐름	-0.7	-195.9	-128.6	-133.6
+ 유형자산 감소	0.0	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2.9	-5.0	-4.0	-3.0
+ 투자자산의매각(취득)	-25.3	15.6	0.0	0.0
Free Cash Flow	41.9	150.4	149.2	191.4
Net Cash Flow	44.0	-40.5	24.6	60.8
재무활동 현금흐름	-8.9	0.3	-28.4	-26.2
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-8.9	0.3	-28.4	-26.2
현금의증가	34.7	-40.2	-3.8	34.5
기말현금 및 현금성자산	158.4	118.2	114.3	148.8
기말 순부채(순현금)	11.6	51.8	35.7	-18.8