

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

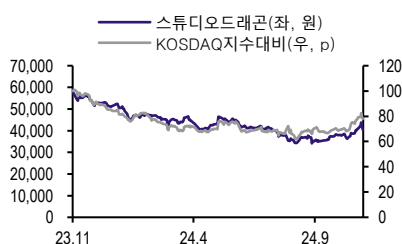
25년 물량 회복 기대

목표주가	55,000원(하향)			
현재주가(11/07)	40,350원			
상승여력	36.3%			
시가총액	12,129억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	57,300 / 34,100원			
3개월 일평균거래대금	22억원			
외국인 지분율	8.6%			
주요주주				
CJ ENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.6	14.5	-6.3	-26.2
상대수익률 (KOSDAQ)	12.7	16.5	9.5	-15.2

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,979	7,531	5,248	6,593
영업이익	652	559	346	556
EBITDA	2,185	2,420	2,023	1,889
지배주주순이익	506	301	243	450
EPS	1,682	1,001	808	1,496
순차입금	590	233	-1,419	-1,677
PER	51.1	51.5	49.9	27.0
PBR	3.9	2.2	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.3	5.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	7.5	4.4	3.4	6.0
컨센서스 영업이익	652	559	466	617
컨센서스 EPS	1,682	1,001	1,174	1,617

주가추이



방영회차/선판매 감소로 3분기 영업적자 전환

스튜디오드래곤의 3분기 매출액은 903억원(-58.5% YoY), 영업손실 9억원을 기록하며 적자로 전환되었음. 실적 부진의 주된 원인은 Top-Line의 축소에 기인. 1) 방영회차가 59회로 약 21% 가량 축소(전년 동기 75회차)되었고, 2) 구작판매 및 선판매 또한 감소되었으며, 3) 편성 작품 역시 중소형 작품 위주였던 것이 매출 감소의 주된 원인

4분기에도 이러한 비우호적인 영업환경은 지속될 것으로 전망. 상반기 대작 쏠림 현상에 따른 작품 감소 영향과 레거시 미디어들의 편성 축소 영향이 불가피한 상황이기 때문. 다만 최근 <정년이>의 시청률 호조세와 같은 사례로 개별 작품의 시청 성과 확대에 주력하여 수익성을 제고할 계획

25년 Captive와 레거시 미디어향 물량 회복 기대

전반적인 미디어 영업 환경이 우호적이지는 않은 상황이나, 25년 이후 회복을 기대할만한 요소들 또한 상존. 1) 우선 Captive 채널의 수목드라마 재개 움직임이 포착되고 있으며, 2) KBS와 MOU 체결로 추가적인 작품 공급이 기대되고 있을 뿐만 아니라, 3) 광고 경기 역시 최저점을 지나며 반등세를 보일 것으로 기대됨. 전반적인 편성 여건이 우호적으로 변화한다면 실적 또한 완만한 회복세를 보일 것으로 전망.

이와 더불어 그동안 구사해왔던 작품별 ASP를 높여 리쿠플을 향상시키는 전략 뿐만 아니라, 제작비 효율화 노력 또한 수반되어야 할 것으로 판단. 글로벌 OTT향 효율성 확보 또한 중요한 요소로 작용할 것. 25년에는 SA급 텐트폴과 중소형 작품의 조화를 통한 포트폴리오 구성에도 역점을 기울일 예정. 텐트폴 7편(Captive 3-4개, OTT 3-4개), 선판매 8편 이상을 목표로 설정.

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원 제시

콘텐츠 제작 역량과 개별 작품들의 작품성을 유지한 No.1 스튜디오로서의 가치는 충분하나, 수익성 측면에서의 추가적인 성과가 더욱 가시화되어야 하는 시점인 것으로 판단. 투자의견 BU를 유지하나 목표주가를 55,000원으로 하향 조정(12M forward EBITDA에 Target Multiple 7.0배 적용)

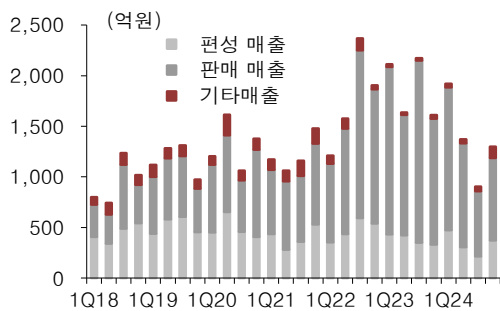
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	2,111	1,635	2,174	1,611	1,921	1,371	903	1,053	7,531	5,248	6,593
편성	432	425	350	334	473	307	216	330	1,541	1,326	1,678
판매	1,657	1,189	1,800	1,243	1,413	1,025	644	663	5,889	3,645	4,545
기타	23	21	23	34	35	39	43	60	101	177	369
영업이익	216	163	219	-38	215	105	-9	35	559	346	556
영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	-1.0%	3.3%	7.4%	6.6%	8.4%
세전이익	221	158	251	-258	272	132	-41	29	372	391	600
세전이익률	10.5%	9.7%	11.6%	-16.0%	14.2%	9.6%	-4.6%	2.7%	4.9%	7.5%	9.1%
순이익	184	102	182	-167	202	82	-61	21	301	243	450
순이익률	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	5.9%	-6.8%	2.0%	4.0%	4.6%	6.8%

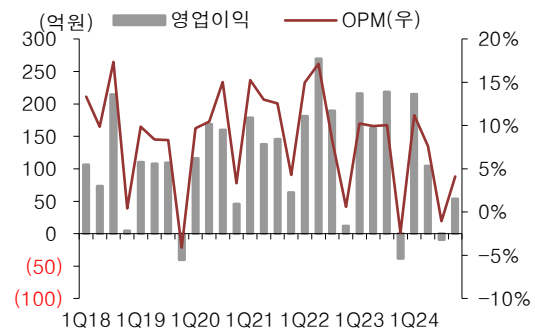
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



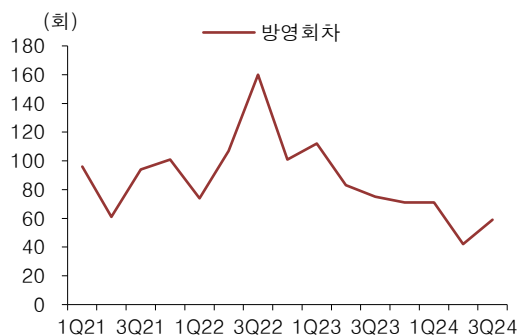
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오드래곤 영업이익 추이



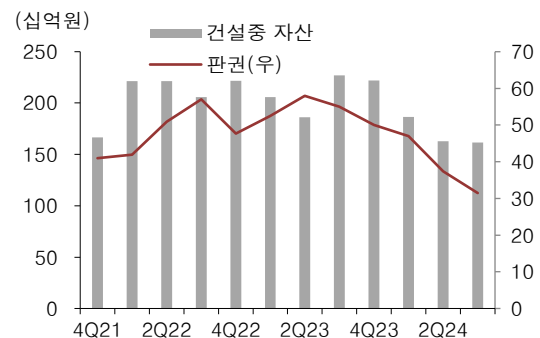
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 분기별 방영회차



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 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 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	강신희, 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	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+
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: 끈들의 전쟁	박상문, 최슬기	소재현	송승헌, 오연서	TVN, TVING
감사합니다	최민호	권영일	신하균, 이정하	TVN, TVING
스위트홈 3	홍소리, 박소정	이응복	송강, 이진욱	NETFLIX
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
좋거나 나쁜 동재	이수연	박건호	이준혁, 박성웅	TVN, TVING
정년이	최효비	정지인	김태리, 신예은	TVN, TVING, Disney+
트렁크	박은영	김규태	공유, 서현진	NETFLIX

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,979	7,531	5,248	6,593	7,317
증가율 (Y-Y, %)	43.3	7.9	(30.3)	25.6	11.0
영업이익	652	559	346	556	676
증가율 (Y-Y, %)	24.0	(14.3)	(38.2)	60.8	21.6
EBITDA	2,185	2,420	2,023	1,889	2,080
영업외손익	(66)	(187)	46	44	46
순이자수익	(19)	(29)	29	60	62
외화관련손익	79	16	(2)	(4)	(4)
지분법손익	1	1	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	586	372	391	600	722
당기순이익	506	301	243	450	541
지배기업당기순이익	506	301	243	450	541
증가율 (Y-Y, %)	29.5	(40.5)	(19.2)	85.1	20.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.2	12.7	2.5	(1.9)	(1.0)
영업이익증가율(3Yr)	31.5	4.4	(13.1)	(5.2)	6.5
EBITDA증가율(3Yr)	14.5	13.5	10.1	(4.7)	(4.9)
순이익증가율(3Yr)	24.2	0.5	(14.6)	(3.8)	21.6
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.6	8.4	9.2
EBITDA마진(%)	31.3	32.1	38.5	28.7	28.4
순이익률(%)	7.2	4.0	4.6	6.8	7.4
NOPLAT	563	452	215	417	507
(+) Dep	1,533	1,861	1,677	1,334	1,405
(-) 운전자본투자	454	166	(62)	384	87
(-) Capex	45	29	19	25	28
OpFCF	1,597	2,118	1,935	1,341	1,796

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,001	4,045	4,536	4,929	5,194
현금성자산	1,237	1,584	2,611	2,210	2,274
매출채권	1,417	1,491	1,061	1,819	1,984
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,905	6,877	5,540	5,350	5,696
투자자산	3,018	3,164	2,921	3,039	3,163
유형자산	109	124	117	111	109
무형자산	3,778	3,589	2,502	2,199	2,425
자산총계	10,907	10,922	10,075	10,278	10,890
유동부채	4,163	3,680	2,601	2,366	2,447
매입채무	870	711	546	936	1,021
유동성이자부채	1,734	1,720	1,116	472	439
비유동부채	137	165	153	141	130
비유동이자부채	93	97	76	61	47
부채총계	4,299	3,845	2,754	2,507	2,577
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	2,126	2,420	2,663	3,113	3,655
자본조정	(402)	(227)	(226)	(226)	(226)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,607	7,078	7,322	7,771	8,313
투하자본	5,696	5,595	4,490	4,624	4,995
순차입금	590	233	(1,419)	(1,677)	(1,788)
ROA	5.1	2.8	2.3	4.4	5.1
ROE	7.5	4.4	3.4	6.0	6.7
ROIC	11.7	8.0	4.3	9.1	10.5

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,682	1,001	808	1,496	1,801
BPS	21,982	23,546	24,358	25,854	27,655
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	51.1	51.5	49.9	27.0	22.4
PBR	3.9	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	12.1	6.5	5.3	5.5	5.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	11.4	6.3	5.4	6.8	6.2
PSR	3.7	2.1	2.3	1.8	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	65.1	54.3	37.6	32.3	31.0
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	174.4	208.3	212.2
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	44.8	46.8	47.9
현금+투자자산(%)	42.8	45.9	55.2	53.2	52.1
자본구조					
차입금(%)	21.7	20.4	14.0	6.4	5.5
자기자본(%)	78.3	79.6	86.0	93.6	94.5

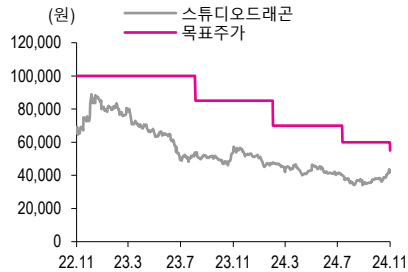
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(629)	447	2,093	1,402	1,862
당기순이익	506	301	243	450	541
자산상각비	1,533	1,861	1,677	1,334	1,405
운전자본증감	(2,796)	(1,790)	(75)	(384)	(87)
매출채권감소(증가)	(352)	146	529	(759)	(164)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증감(감소)	117	(184)	(188)	390	85
투자현금	(434)	(7)	(456)	(1,145)	(1,752)
단기투자자산감소	11	30	(4)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(127)	0	(28)	(58)	(60)
설비투자	(45)	(29)	(19)	(25)	(28)
유무형자산감소	(19)	2	(405)	(1,000)	(1,600)
재무현금	1,653	(89)	(659)	(659)	(47)
차입금증가	1,675	(13)	(620)	(659)	(47)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	591	347	1,012	(401)	64
총현금흐름(Gross CF)	2,265	2,460	2,257	1,787	1,950
(-) 운전자본증개(감소)	454	166	(62)	384	87
(-) 설비투자	45	29	19	25	28
(+) 자산매각	(19)	2	(405)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,747	2,268	1,896	377	235
(-) 기타투자	127	0	28	58	60
잉여현금	1,620	2,268	1,868	320	174

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자이전	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2022-11-09	Buy	100,000	(30.6)	(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	(37.9)	(27.0)
2024-11-08	Buy	55,000		

투자이전(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 09월 30일 기준)

Buy (98.7%)	Hold (1.3%)	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