

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

다가오는 희망

2025년 포트폴리오 최적화에 따른 P 성장, 캡티브 수목 슬롯 재개에 따른 Q 성장, 제작 프로세스 효율화에 따른 C 절감에 따른 실적 고성장 기대. 중국 수출 재개 시 추가 업사이드 유효. 업종 내 Top-pick 제시

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

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

골고루 좋아진다

투자 의견 Buy 및 목표주가 62,000원으로 업종 내 Top-pick 관점 유지함

P(수익성): 텐트폴(캡티브 3개+OTT 4개)과 일반 드라마(저예산 고마진)를 믹스한 포트폴리오 최적화를 통해 수익성 강화 및 분기 실적 안정화를 꾀하고 있음. 2025년에는 최소 8편의 작품의 글로벌OTT 선판매가 담보되어 있는 상황

Q(판매량): 캡티브 채널의 수목 드라마 슬롯 재개(2H25~), 글로벌OTT 오리지널 납품 확대에 연간 판매 작품 수 고성장(18편→25편(E); +36%y-y) 기대

C(제작비): 정산 시스템 개선, AI 활용 제작 및 배우 기용 다양화를 통한 인건비 현실화를 통해 제작비를 기존 대비 10~15% 효율화 할 계획

중국: 수출 재개 시 업사이드 풍부. 구작 라이브러리 판매가 선행된 후 신작 동시 방영이 재개될 수 있을 것. 다만 온전한 정상화를 위해서는 시간이 필요할 것

4Q24 Preview: 부족한 방영회차

4분기 연결 매출액 894억원(-45% y-y), 영업이익 45억원(흑자전환 y-y)으로 컨센서스 소폭 하회할 것. '정년' 흥행에도 불구하고 부족한 방영회차 영향

4분기 신작 방영회차는 43회(-39% y-y)에 그침. 주요 신작은 캡티브향 '정년 이', '사랑은 외나무다리에서', 티빙 오리지널 '종거나 나쁜 동재', ENA '나의 해리에게' 등. 다만 오는 1분기 캡티브향 텐트폴 '별들에게 물어봐', 넷플릭스 오리지널 '탄금' 등 기대작들 포진. 방영회차 역시 꾸준히 늘어나는 흐름 기대

스튜디오드래곤 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E					1Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	161.1	192.1	137.1	90.3	89.4	-44.5	-1.0	89.4	115.7	134.3
영업이익	-3.8	21.5	10.5	-0.9	4.5	흑전	흑전	4.5	6.5	15.3
영업이익률	-2.4	11.2	7.6	-1.0	5.1			5.1	5.6	11.4
세전이익	-25.8	27.2	13.2	-4.1	3.3	흑전	흑전	3.3	-1.5	17.4
(지배)순이익	-16.7	20.2	8.2	-6.1	5.3	흑전	흑전	5.3	1.1	12.8

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 62,000원 (유지)

현재가 (24/12/05) 46,300원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2441.85 / 670.94
시가총액(보통주)	1,391.7십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('23/12/18)	53,100원
최저가('24/09/04)	34,100원
평균거래대금(60일)	4,008백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	9.0%

주요주주

CJ ENM 외 3 인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	31.0	9.1	-9.9
상대수익률 (%p)	41.6	38.3	9.2

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	753.1	508.9	546.4	626.3
증감률	7.9	-32.4	7.4	14.6
영업이익	55.9	35.6	50.6	66.1
증감률	-14.3	-36.3	42.2	30.6
영업이익률	7.4	7.0	9.3	10.5
(지배지분)순이익	30.1	27.5	39.8	52.1
EPS	1,000.8	914.2	1,322.9	1,732.5
증감률	-40.6	-8.7	44.7	31.0
PER	51.5	51.5	35.6	27.2
PBR	2.2	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.4	8.3	7.6	6.3
ROE	4.4	3.8	5.3	6.5
부채비율	54.3	50.9	43.5	37.7
순차입금	11.6	66.6	83.2	56.5

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: 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	45.9	38.4	17.1	13.7	38.3	38.5
Walt Disney	21.7	19.0	2.0	1.8	8.4	9.2
CJ ENM	N/A	17.2	0.4	0.4	-8.5	2.8
콘텐츠리중앙	N/A	N/A	27.0	N/A	-246.6	61.7

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	51.1	51.5	51.5	35.6	27.2
PBR	3.9	2.2	1.9	1.8	1.7
PSR	3.7	2.1	2.8	2.6	2.3
ROE	7.5	4.4	3.8	5.3	6.5
ROIC	5.5	7.6	3.6	5.8	7.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

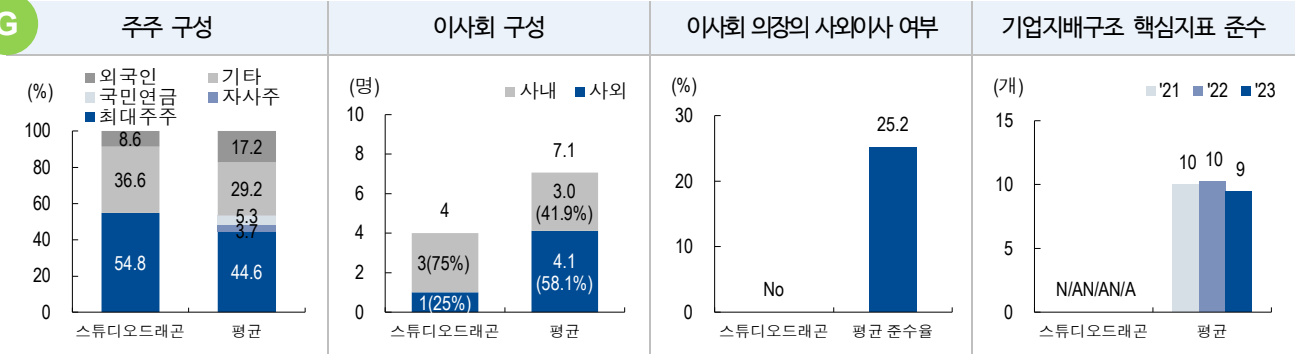
(단위: 십억원, %)

	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
지배지분순이익	-	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
배당성향(%)	-	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

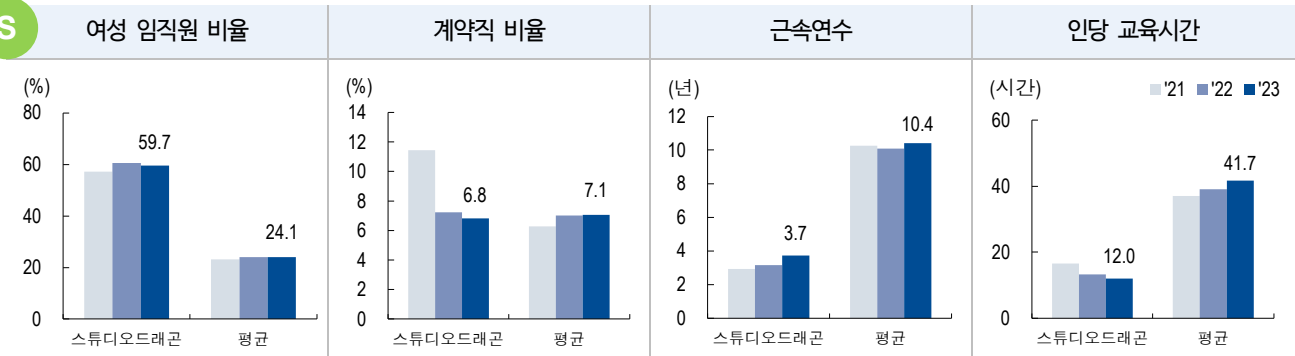


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

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

자료: 스튜디오드래곤, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

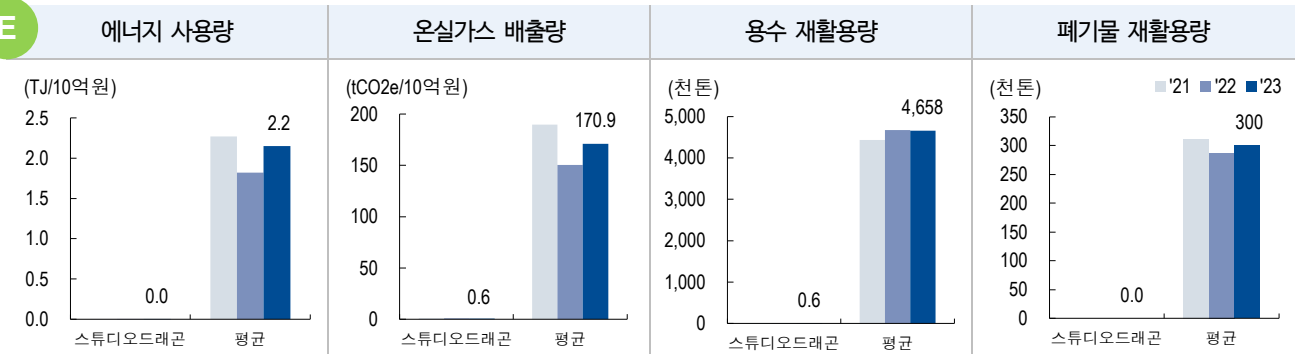
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 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	- 길픽처스(100% 자회사) 박민엽 대표이사를 대상으로 30억 규모 제3자배정 유상증자 진행하여 동맹 공고화

자료: 언론보도, 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	753.1	508.9	546.4	626.3
	- 수정 전	-	544.0	548.7	624.8
	- 변동률	-	-6.5	-0.4	0.2
영업이익	- 수정 후	55.9	35.6	50.6	66.1
	- 수정 전	-	38.3	52.4	66.7
	- 변동률	-	-7.0	-3.4	-0.9
영업이익률(수정 후)		7.4	7.0	9.3	10.5
EBITDA		242.0	177.9	196.0	235.5
(지배지분)순이익		30.1	27.5	39.8	52.1
EPS	- 수정 후	1,001	914.2	1,323	1,733
	- 수정 전	-	1,160	1,388	1,752
	- 변동률	-	-21.2	-4.7	-1.1
PER		51.5	51.5	35.6	27.2
PBR		2.2	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA		6.4	8.3	7.6	6.3
ROE		4.4	3.8	5.3	6.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	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	90.3	89.4	697.9	753.1	508.9	546.4
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	19.9	192.5	154.1	119.5	127.2
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	68.5	480.2	588.9	376.7	413.7
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	1.0	25.2	10.1	12.7	5.5
매출액 y-y	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-44.5	0.4	0.1	-0.3	0.1
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	76.4	597.9	665.3	443.2	462.7
제작비	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	36.2	361.6	398.2	232.5	238.3
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.6	26.1	25.8	149.9	183.2	140.7	143.6
지급수수료 외	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	20.8	12.9	14.5	86.4	83.9	70.1	80.8
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	13.0	100.0	87.9	65.7	83.7
매출총이익률	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	14.6	14.3	11.7	12.9	15.3
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	4.5	65.2	55.9	35.6	50.6
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	9.3
영업이익 y-y	1.4	95.7	29.9	-81.4	19.3	-39.8	15.4	적전	-0.4	-35.7	적전	흑전	24.0	-14.3	-36.3	42.2
(지배)순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	5.3	50.6	30.1	27.5	39.8
(지배)순이익률	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	-6.8	5.9	7.2	4.0	5.4	7.3

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	753.1	508.9	546.4	626.3
증감률 (%)	7.9	-32.4	7.4	14.6
매출원가	665.3	443.2	462.7	524.8
매출총이익	87.9	65.7	83.7	101.6
Gross 마진 (%)	11.7	12.9	15.3	16.2
판매비와 일반관리비	32.0	30.2	33.2	35.5
영업이익	55.9	35.6	50.6	66.1
증감률 (%)	-14.3	-36.3	42.2	30.6
OP 마진 (%)	7.4	7.0	9.3	10.5
EBITDA	242.0	177.9	196.0	235.5
영업외손익	-18.7	4.0	3.2	4.3
금융수익(비용)	-2.6	5.8	1.2	2.3
기타영업외손익	-16.1	-1.8	2.0	2.0
종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.2	39.6	53.7	70.4
법인세비용	7.1	12.1	14.0	18.3
계속사업이익	30.1	27.5	39.8	52.1
당기순이익	30.1	27.5	39.8	52.1
증감률 (%)	-40.5	-8.7	44.7	31.0
Net 마진 (%)	4.0	5.4	7.3	8.3
지배주주지분 순이익	30.1	27.5	39.8	52.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	16.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	46.9	27.5	39.8	52.1

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	51.5	51.5	35.6	27.2
PBR(배)	2.2	1.9	1.8	1.7
PCR(배)	6.3	7.6	7.0	5.8
PSR(배)	2.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	6.4	8.3	7.6	6.3
EV/EBIT(배)	27.9	41.7	29.6	22.3
EPS(배)	1,001	914	1,323	1,733
BPS(배)	23,546	24,461	25,784	27,516
SPS(배)	25,056	16,931	18,179	20,837
자기자본이익률(ROE, %)	4.4	3.8	5.3	6.5
총자산이익률(ROA, %)	2.8	2.5	3.6	4.6
투자자본이익률(ROIC, %)	7.6	3.6	5.8	7.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	1.6	9.1	10.7	6.8
총부채/자기자본(%)	54.3	50.9	43.5	37.7
이자발생부채	182	190	169	150
유동비율(%)	109.9	107.3	112.1	127.7
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	51,500	47,100	47,100	47,100
시가총액(십억원)	1,548	1,416	1,416	1,416

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	158.4	103.4	66.8	73.5
매출채권	149.1	171.4	183.4	192.6
유동자산	404.5	376.8	352.2	368.1
유형자산	12.4	14.8	16.0	16.1
투자자산	175.0	159.4	159.4	159.4
비유동자산	687.7	727.3	754.5	765.3
자산총계	1,092.2	1,104.1	1,106.7	1,133.3
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	17.2	17.2	17.2
장기충당부채	2.0	1.4	1.3	1.9
비유동부채	16.5	23.5	23.1	23.7
부채총계	384.5	374.5	337.3	311.9
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4
이익잉여금	242.0	269.5	309.3	361.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	707.8	735.3	775.0	827.1

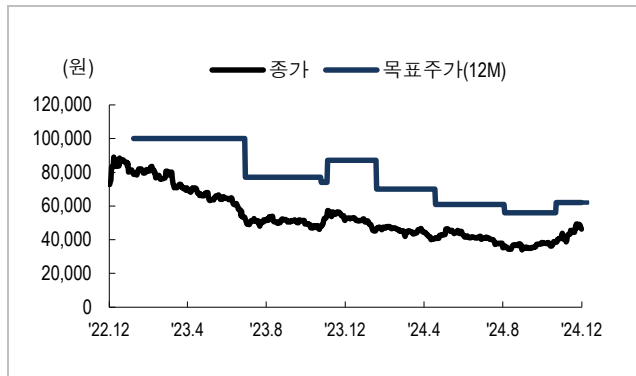
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	44.7	127.9	160.4	209.5
당기순이익	30.1	27.5	39.8	52.1
+ 유/무형자산상각비	186.1	142.3	145.4	169.4
+ 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	185.1	203.3	243.4
- 운전자본의증가(감소)	-179.0	-45.1	-29.0	-15.6
투자활동 현금흐름	-0.7	-176.4	-168.6	-176.5
+ 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	122.9	156.4	206.5
Net Cash Flow	44.0	-48.5	-8.2	33.0
재무활동 현금흐름	-8.9	-0.8	-28.4	-26.2
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-8.9	-0.8	-28.4	-26.2
현금의증가	34.7	-49.3	-36.6	6.7
기말현금 및 현금성자산	158.4	109.1	72.5	79.2
기말 순부채(순현금)	11.6	66.6	83.2	56.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.10.29	Buy	62,000원(12개월)	-	-
2024.08.09	Buy	56,000원(12개월)	-34.6%	-30.6%
2024.04.24	Buy	61,000원(12개월)	-32.0%	-23.9%
2024.01.24	Buy	70,000원(12개월)	-35.9%	-31.7%
2023.10.31	Buy	74,000원(12개월)	-29.3%	-22.6%
2023.07.05	Buy	77,000원(12개월)	-34.5%	-30.0%
2022.07.14	Buy	100,000원(12개월)	-27.8%	-11.1%

스튜디오드래곤 (253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 9월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.0%	15.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.