

2023. 10. 11



▲ **통신/미디어/엔터**
 Analyst **정지수**
 02. 6454-4863
 jisoo.jeong@meritz.co.kr
 RA **김민영**
 02. 6454-4884
 minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **81,000 원**

현재주가 (10.10) **48,700 원**

상승여력 **66.3%**

KOSDAQ 시가총액	795.00pt
발행주식수	14,638억원
유동주식비율	3,006만주
외국인비중	45.06%
52주 최고/최저가	7.33%
평균거래대금	88,900원/48,100원
	60.2억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인	54.79
네이버	6.25

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.5	-28.6	-22.9
상대주가	9.8	-20.3	-32.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023E	761.7	71.3	53.0	1,763	4.7	23,745	27.6	2.1	6.5	7.7	55.8
2024E	780.0	87.7	67.2	2,235	26.8	25,980	21.8	1.9	5.8	9.0	48.3
2025E	832.5	102.1	78.6	2,616	17.0	28,595	18.6	1.7	4.9	9.6	43.4

스튜디오드래곤 253450

우려보단 양호한 실적

- ✓ 3Q23 연결 영업이익 170억원(-10.1% YoY)으로 시장 컨센서스(181억원) 하회 전망
- ✓ 방영회차 축소(3Q22 160회 → 3Q23 68회)에도 편당 제작비 증가로 둔화폭 완화
- ✓ 2023년 연결 매출액 7,617억원(+9.1% YoY), 영업이익 713억원(+9.3% YoY) 전망
- ✓ 기존 넷플릭스, 디즈니 플러스 외 추가적인 글로벌 플랫폼 확보 가능성 유호
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 90,000원에서 81,000원으로 -10.0% 하향

3Q23 Preview: 작품 수 대비 선방한 실적

3Q23 연결 매출액은 1,863억원(-18.6% YoY), 영업이익 170억원(-10.1% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 181억원)를 하회할 전망이다. 3Q23 라인업은 총 68회차로 전년 동기 대비 채널(3Q22 99회 → 3Q23 50회)과 OTT(3Q22 61회 → 3Q23 18회) 콘텐츠 모두 큰 폭으로 감소하여 외형 축소는 불가피하다. 다만, <도적: 칼의 소리>, <아라문의 검> 등 편당 제작비 규모가 큰 작품들의 방영으로 매출 성장 둔화 폭을 완화할 전망이다. 이전과 달리 신작 방영과 동시에 해외 판매 계약이 체결되면서 작품별 마진이 개선됨에 따라 수익성은 소폭 개선될 전망이다.

2023년 연결 영업이익 713억원(+9.3% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,617억원(+9.1% YoY), 713억원(+9.3% YoY)을 전망한다. 4Q23에는 <반짝이는 워터멜론>, <무인도의 디바>, <경성크리처> 등 주요 콘텐츠 78회차가 방영될 전망이며, 제작비 규모가 큰 <The Big Door Prize S2> 8회 인식으로 외형 및 이익 성장이 가능할 전망이다.

추가적인 글로벌 플랫폼 확보 가능성 여전히 유호

사전 제작이 완료된 오리지널 작품들 영향으로 넷플릭스 재계약에 따른 프로젝트 마진 개선 효과는 2024년에 보다 유의미하게 나타날 전망이다. 광고 시장이 위축되면서 채널들은 광고 단가 유지에 어려움을 겪고 있으나, 2024년부터 광고 시장의 완만한 회복을 예상하며, 기존 넷플릭스, 디즈니 플러스 외에도 추가적인 글로벌 플랫폼 확보 가능성 또한 유호하다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 90,000원에서 81,000원으로 -10.0% 하향한다.

표1 스튜디오드래곤 3Q23 Preview

(십억원)	3Q23E	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	186.3	228.9	-18.6	163.5	13.9	186.6	-0.2
편성	42.0	59.4	-29.2	42.5	-1.1		
판매	140.2	165.8	-15.4	118.9	17.9		
기타	4.0	3.8	7.2	2.1	91.1		
영업이익	17.0	18.9	-10.1	16.3	4.7	18.1	-6.0
세전이익	19.4	25.5	-23.9	15.8	22.4	20.1	-3.7
당기순이익	15.1	17.8	-15.3	10.2	48.2	14.9	1.4

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	746.7	795.3	761.7	780.0	2.0%	-1.9%
영업이익	78.2	87.9	71.3	87.7	-8.9%	-0.2%
세전이익	78.0	86.9	69.2	84.8	-11.3%	-2.4%
당기순이익	62.0	68.8	53.0	67.2	-14.5%	-2.4%

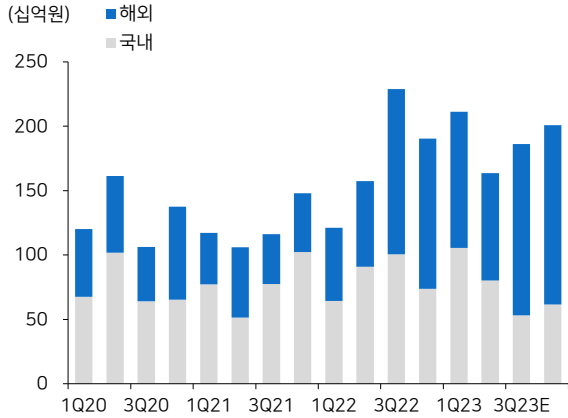
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	211.4	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	11.8	과거 3년 하단 평균
영업가치	2,499.5	
순차입금	68.1	
적정기업가치	2,431.4	
발행주식수(천주)	30,058	
적정가치(원)	80,889	
적정주가(원)	81,000	

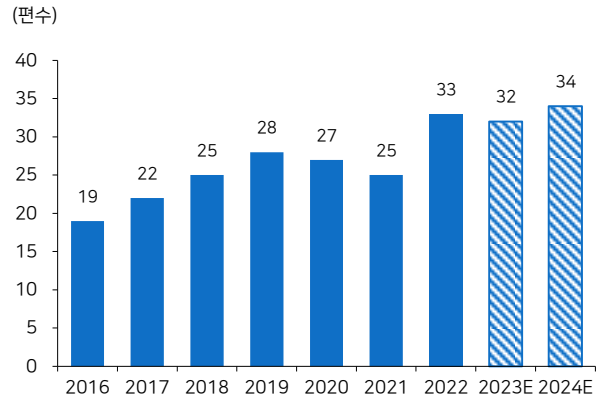
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



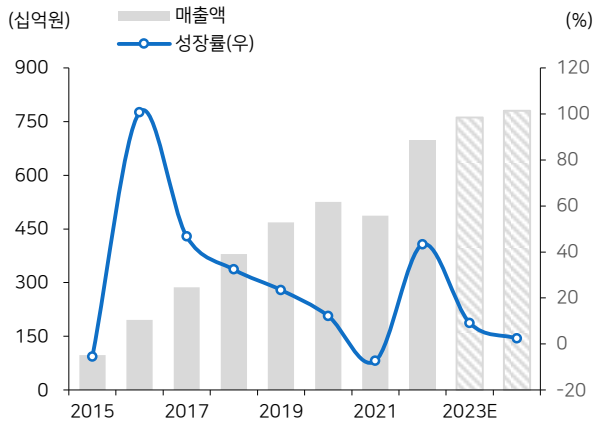
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 연간 방영편수 추이 및 전망



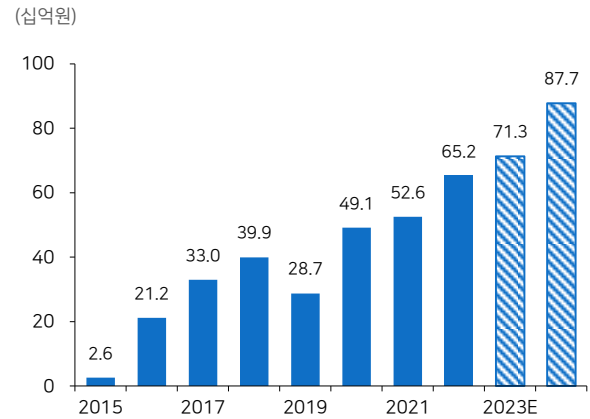
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표4 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	186.3	200.8	698.0	761.7	780.0
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	28.8%	74.4%	3.8%	-18.6%	5.4%	43.3%	9.1%	2.4%
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	42.0	37.4	192.5	165.1	175.4
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	140.2	159.0	480.2	583.9	583.2
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	4.0	4.3	25.2	12.8	21.4
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	160.8	174.6	598.0	655.3	655.3
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	34.3%	88.6%	14.3%	-20.2%	-2.3%	46.8%	9.6%	0.0%
제작원가	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	99.3	116.6	361.6	402.9	401.4
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	32.1	30.4	149.9	150.4	148.3
기타	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	29.4	27.6	86.5	102.0	105.7
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	25.5	26.2	100.0	106.5	124.7
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	-20.7%	20.9%	-32.5%	-6.9%	123.9%	25.3%	6.5%	17.1%
GPM(%)	21.1%	22.5%	12.0%	6.1%	14.6%	14.6%	13.7%	13.1%	14.3%	14.0%	16.0%
판관비	7.4	8.4	8.4	10.5	9.2	7.7	8.5	9.8	34.8	35.2	37.0
% YoY	27.6%	28.3%	31.7%	25.1%	24.7%	-8.8%	0.5%	-6.9%	27.9%	1.2%	5.1%
인건비	4.3	4.3	5.1	6.5	5.1	4.2	5.0	5.9	20.2	20.1	20.8
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	2.2	1.9	1.7
지급수수료	1.4	2.0	1.8	2.1	2.3	1.9	1.9	2.0	7.3	8.1	8.4
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.3	0.0	0.1	0.4	0.4	0.4
기타	1.2	1.2	1.1	1.4	1.3	0.8	1.1	1.4	4.8	4.7	5.6
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.3	17.0	16.4	65.2	71.3	87.7
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	-81.4%	19.4%	-39.8%	-10.1%	1291.2%	24.0%	9.3%	23.0%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	0.6%	10.2%	9.9%	9.1%	8.2%	9.3%	9.4%	11.2%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	-17.0	22.1	15.8	19.4	11.9	58.6	69.2	84.8
법인세비용	4.5	4.5	7.6	-8.5	3.7	5.6	4.3	2.6	8.1	16.2	17.6
당기순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	10.2	15.1	9.3	50.6	53.0	67.2
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	-4.4%	8.7%	6.2%	8.1%	4.6%	7.2%	7.0%	8.6%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	487.1	698.0	761.7	780.0	832.5
매출액증가율(%)	-7.3	43.3	9.1	2.4	6.7
매출원가	407.4	597.9	655.3	655.3	692.0
매출총이익	79.8	100.0	106.5	124.7	140.5
판매관리비	27.2	34.8	35.2	37.0	38.4
영업이익	52.6	65.2	71.3	87.7	102.1
영업이익률(%)	10.8	9.3	9.4	11.2	12.3
금융손익	4.3	2.2	5.1	5.0	4.9
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.8	-8.9	-7.2	-7.9	-7.6
세전계속사업이익	52.0	58.6	69.2	84.8	99.4
법인세비용	13.0	8.1	16.2	17.6	20.8
당기순이익	39.1	50.6	53.0	67.2	78.6
지배주주지분 순이익	39.1	50.6	53.0	67.2	78.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.4	-62.9	187.0	218.3	234.6
당기순이익(손실)	39.1	50.6	53.0	67.2	78.6
유형자산상각비	3.8	3.3	2.1	2.0	1.9
무형자산상각비	95.3	150.0	150.4	148.3	158.1
운전자본의 증감	-155.0	-279.6	-22.9	-1.1	-3.3
투자활동 현금흐름	26.5	-43.4	-123.7	-126.9	-136.0
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-4.5	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-60.7	90.8	-1.2	-0.3	-1.0
재무활동 현금흐름	-3.0	165.3	-42.1	-34.0	-27.2
차입금의 증감	0.5	171.6	-33.7	-27.1	-21.5
자본의 증가	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.5	59.1	21.2	57.4	71.4
기초현금	49.1	64.6	123.7	144.9	202.3
기말현금	64.6	123.7	144.9	202.3	273.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	232.5	400.1	446.2	510.7	602.5
현금및현금성자산	64.6	123.7	144.9	202.3	273.7
매출채권	123.6	141.7	154.7	158.4	169.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	665.7	647.2	629.7
유형자산	7.7	10.9	10.3	9.8	9.5
무형자산	298.0	377.8	352.5	334.2	316.0
투자자산	240.8	150.1	151.3	151.6	152.5
자산총계	884.0	1,090.7	1,111.9	1,157.9	1,232.2
유동부채	183.6	416.3	384.1	362.8	358.2
매입채무	17.0	16.2	17.7	18.1	19.3
단기차입금	0.0	170.0	136.0	108.8	87.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.5	13.7	14.1	14.2	14.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	200.2	429.9	398.1	377.0	372.7
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타포괄이익누계액	37.2	-39.8	-39.8	-39.8	-39.8
이익잉여금	161.7	212.6	265.6	332.7	411.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	713.7	780.9	859.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,233	23,250	25,341	25,950	27,697
EPS(지배주주)	1,301	1,684	1,763	2,235	2,616
CFPS	5,254	7,544	7,524	7,886	8,603
EBITDAPS	5,054	7,279	7,446	7,918	8,720
BPS	22,785	21,982	23,745	25,980	28,595
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.9	51.1	27.6	21.8	18.6
PCR	17.3	11.4	6.5	6.2	5.7
PSR	5.6	3.7	1.9	1.9	1.8
PBR	4.0	3.9	2.1	1.9	1.7
EBITDA(십억원)	151.7	218.5	223.8	238.0	262.1
EV/EBITDA	17.6	12.1	6.5	5.8	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.5	7.7	9.0	9.6
EBITDA 이익률	31.1	31.3	29.4	30.5	31.5
부채비율	29.3	65.1	55.8	48.3	43.4
금융비용부담률	0.2	0.7	1.1	0.9	0.7
이자보상배율(x)	67.6	13.2	8.4	12.7	18.0
매출채권회전율(x)	4.2	5.3	5.1	5.0	5.1
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

