

2023. 7. 18



▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (7.17) 52,500 원

상승여력 71.4%

KOSDAQ 898.29pt

시가총액 15,781억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.06%

외국인비중 8.02%

52주 최고/최저가 88,900원/49,000원

평균거래대금 106.1억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.9 -33.0 -27.9

상대주가 -14.9 -47.0 -38.8

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

기대감 만큼이나 낮아진 밸류에이션

- ✓ 2Q23 연결 영업이익 136억원(-49.5% YoY)으로 시장 컨센서스(151억원) 하회 전망
- ✓ 방영회차 축소(2Q22 107회 → 2Q23 77회)와 TV광고 수익성 악화로 실적 부진
- ✓ 2023년 연결 매출액 7,467억원(+7.0% YoY), 영업이익 782억원(+20.0% YoY) 전망
- ✓ <이두나>, <경성크리처>, <스위트홈2> 등 상반기 대비 강화된 하반기 라인업 기대
- ✓ 2023년에는 국내보다 해외 현지 제작을 통해 추가적인 외형 및 이익 성장 도모

2Q23 Preview: 시장 컨센서스 하회 전망

2Q23 연결 매출액은 1,428억원(-9.3% YoY), 영업이익 136억원(-49.5% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 151억원)를 하회할 전망이다. 2Q23 라인업은 총 77회차로 전년 동기 대비 채널(2Q22 87회 → 2Q23 64회)과 OTT(2Q22 20회 → 2Q23 13회) 콘텐츠 모두 감소하며 외형 및 이익 축소가 불가피할 전망이다. 넷플릭스와의 재계약으로 작품별 마진 개선이 기대됐으나, 경기 둔화 우려에 따른 TV광고 시장 위축이 수익성에 부정적 영향을 미친 것으로 파악된다. 지난 2Q22 디즈니 플러스향으로 큰 규모의 구작 판매가 있었던 반면, 이번 2Q23에는 상대적으로 구작 판매가 저조해 상대적으로 수익성 하락이 두드러질 전망이다.

2023년 연결 영업이익 782억원(+20.0% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,467억원(+7.0% YoY), 782억원(+20.0% YoY)을 전망한다. 하반기 주요 콘텐츠 라인업은 <이두나>, <도적: 칼의 소리>, <경성크리처> 등과 <경이로운 소문2>, <아스달 연대기2>, <스위트홈2> 등 시즌제 드라마 라인업이 대기 중이다. 연말 <The Big Door Prize> 시즌2 공급이 예상되며, 북미, 일본 등 현지 제작 편수를 확대해 추가적인 외형 및 이익 성장을 도모할 계획이다. 올해 방영되는 오리지널 콘텐츠 작품들의 경우 대부분 넷플릭스와의 재계약 이전 촬영을 마무리한 작품들인 만큼 넷플릭스 재계약에 따른 프로젝트 마진 개선 효과는 올해보다 내년에 유의미하게 나타날 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 100,000원에서 90,000원으로 하향

(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	746.7	78.2	62.0	2,063	22.5	24,045	25.4	2.2	7.0	9.0	55.0
2024E	795.3	87.9	67.7	2,254	9.2	26,299	23.3	2.0	6.0	9.0	48.9
2025E	853.1	106.0	82.0	2,726	21.0	29,025	19.3	1.8	5.0	9.9	44.1

표1 스튜디오드래곤 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	142.8	157.5	-9.3	211.1	-32.4	154.5	-7.6
편성	44.2	43.8	1.0	43.2	2.4		
판매	89.2	103.9	-14.1	165.7	-46.1		
기타	9.4	9.8	-4.2	2.3	306.5		
영업이익	13.6	27.0	-49.5	21.6	-36.9	15.1	-9.7
세전이익	15.1	30.0	-49.7	22.1	-31.7	17.6	-14.3
당기순이익	11.8	25.6	-54.0	18.4	-36.0	13.1	-10.2

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

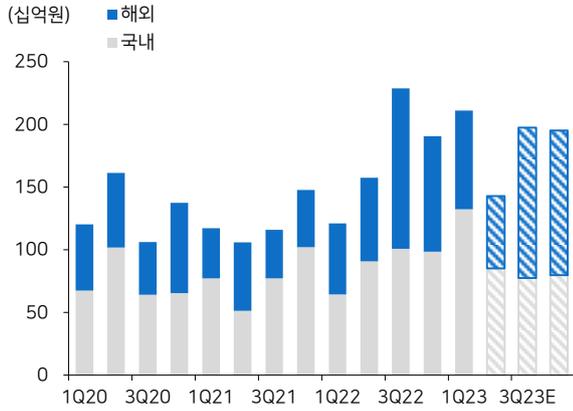
(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	816.7	858.7	746.7	795.3	-8.6%	-7.4%
영업이익	89.2	110.5	78.2	87.9	-12.3%	-20.4%
세전이익	89.0	109.4	78.0	86.9	-12.3%	-20.6%
당기순이익	70.6	85.3	62.0	68.8	-12.1%	-19.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 Valuation

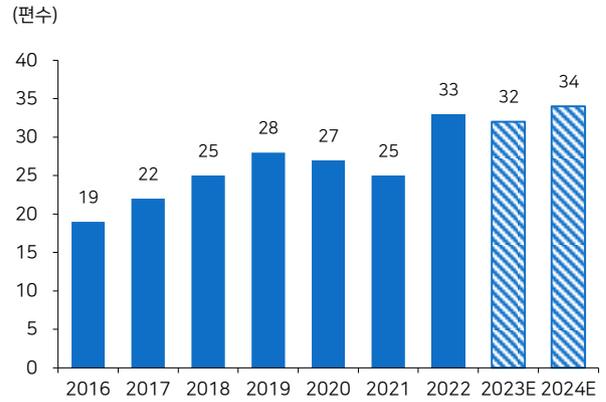
(십억원)	내용	비고
EBITDA	215.0	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	12.8	과거 3년 평균에 10% 할인
영업가치	2,753.5	
순차입금	54.1	
적정기업가치	2,699.4	
발행주식수(천주)	30,058	
적정주가(원)	89,805	

그림1 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



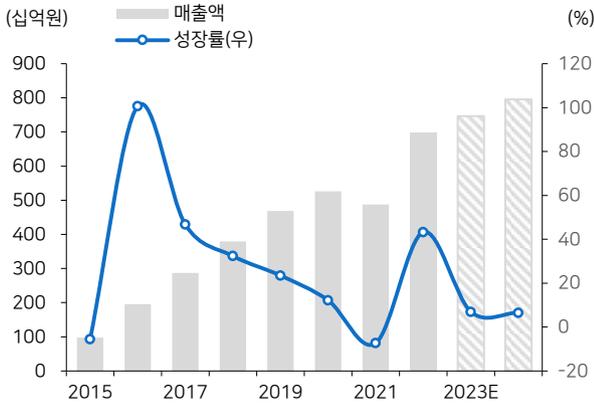
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 연간 방영편수 추이 및 전망



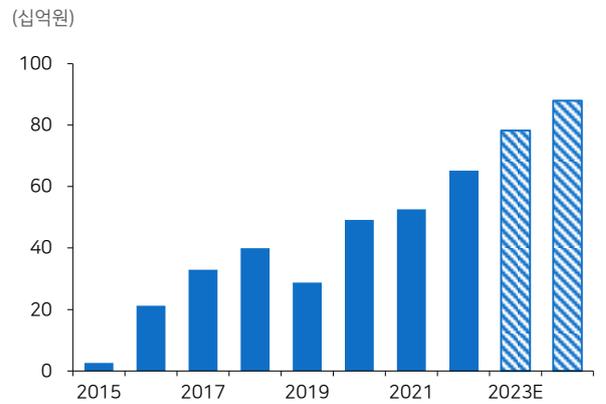
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	142.8	197.5	195.2	698.0	746.7	795.3
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	28.8%	74.4%	-9.3%	-13.7%	2.5%	43.3%	7.0%	6.5%
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	44.2	47.3	45.6	192.5	180.3	190.7
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	89.2	140.4	140.0	480.2	535.3	565.1
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	9.4	9.8	9.6	25.2	31.1	39.5
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	119.8	169.7	160.1	598.0	629.8	667.0
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	34.3%	88.6%	-1.9%	-15.8%	-10.5%	46.8%	5.3%	5.9%
제작원가	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	71.6	107.1	97.5	361.6	384.3	400.8
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	29.4	34.8	33.8	149.9	144.5	156.0
기타	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	18.7	27.8	28.9	86.5	101.1	110.2
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.1	27.9	35.1	100.0	116.9	128.3
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	-20.7%	20.9%	-34.8%	1.9%	199.9%	25.3%	16.9%	9.8%
GPM(%)	21.1%	22.5%	12.0%	6.1%	14.6%	16.2%	14.1%	18.0%	14.3%	15.7%	16.1%
판관비	7.4	8.4	8.4	10.5	9.2	9.4	9.0	11.0	34.8	38.7	40.4
% YoY	27.6%	28.3%	31.7%	25.1%	24.7%	12.2%	6.8%	4.5%	27.9%	11.2%	4.5%
인건비	4.3	4.3	5.1	6.5	5.1	5.0	5.4	6.8	20.2	22.3	23.2
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	2.2	2.1	2.2
지급수수료	1.4	2.0	1.8	2.1	2.3	2.1	2.0	2.2	7.3	8.6	9.1
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	1.3	1.1	1.4	4.8	5.2	5.5
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	13.6	18.9	24.1	65.2	78.2	87.9
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	-81.4%	19.4%	-49.5%	-0.3%	1943.3%	24.0%	20.0%	12.4%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	0.6%	10.2%	9.6%	9.6%	12.3%	9.3%	10.5%	11.1%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	-17.0	22.1	15.1	21.2	19.6	58.6	78.0	86.9
법인세비용	4.5	4.5	7.6	-8.5	3.7	3.3	4.7	4.3	8.1	16.0	18.1
당기순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	11.8	16.5	15.3	50.6	62.0	68.8
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	-4.4%	8.7%	8.2%	8.4%	7.8%	7.2%	8.3%	8.6%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	487.1	698.0	746.7	795.3	853.1
매출액증가율(%)	-7.3	43.3	7.0	6.5	7.3
매출원가	407.4	597.9	629.8	667.0	704.8
매출총이익	79.8	100.0	116.9	128.3	148.3
판매관리비	27.2	34.8	38.7	40.4	42.3
영업이익	52.6	65.2	78.2	87.9	106.0
영업이익률(%)	10.8	9.3	10.5	11.1	12.4
금융손익	4.3	2.2	7.3	7.1	7.0
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.8	-8.9	-7.5	-8.2	-7.9
세전계속사업이익	52.0	58.6	78.0	86.9	105.1
법인세비용	13.0	8.1	16.0	19.1	23.1
당기순이익	39.1	50.6	62.0	67.7	82.0
지배주주지분 순이익	39.1	50.6	62.0	67.7	82.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.4	-62.9	195.4	224.7	247.8
당기순이익(손실)	39.1	50.6	62.0	67.7	82.0
유형자산상각비	3.8	3.3	2.1	2.0	1.9
무형자산상각비	95.3	150.0	144.5	156.0	168.5
운전자본의 증감	-155.0	-279.6	-17.5	-2.7	-3.2
투자활동 현금흐름	26.5	-43.4	-123.3	-127.2	-135.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-4.5	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-60.7	90.8	-0.9	-0.9	-1.1
재무활동 현금흐름	-3.0	165.3	-42.2	-33.9	-27.1
차입금의 증감	0.5	171.6	-33.8	-27.0	-21.5
자본의 증가	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.5	59.1	29.9	63.7	85.0
기초현금	49.1	64.6	123.7	153.6	217.3
기말현금	64.6	123.7	153.6	217.3	302.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	232.5	400.1	449.0	531.6	639.1
현금및현금성자산	64.6	123.7	153.6	217.3	302.3
매출채권	123.6	141.7	151.6	161.5	173.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	671.3	645.7	617.9
유형자산	7.7	10.9	10.3	9.8	9.5
무형자산	298.0	377.8	358.4	332.4	303.9
투자자산	240.8	150.1	151.0	151.9	152.9
자산총계	884.0	1,090.7	1,120.4	1,177.3	1,257.0
유동부채	183.6	416.3	383.6	372.6	370.0
매입채무	17.0	16.2	17.3	18.4	19.8
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	14.0	14.3	14.7
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	397.6	386.8	384.6
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	274.6	342.3	424.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	722.8	790.5	872.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,233	23,250	24,842	26,459	28,381
EPS(지배주주)	1,301	1,684	2,063	2,254	2,726
CFPS	5,254	7,544	7,617	8,202	9,120
EBITDAPS	5,054	7,279	7,480	8,181	9,193
BPS	22,785	21,982	24,045	26,299	29,025
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.9	51.1	25.4	23.3	19.3
PCR	17.3	11.4	6.9	6.4	5.8
PSR	5.6	3.7	2.1	2.0	1.8
PBR	4.0	3.9	2.2	2.0	1.8
EBITDA(십억원)	151.7	218.5	224.8	245.9	276.3
EV/EBITDA	17.6	12.1	7.0	6.0	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.5	9.0	9.0	9.9
EBITDA 이익률	31.1	31.3	30.1	30.9	32.4
부채비율	29.3	65.1	55.0	48.9	44.1
금융비용부담률	0.2	0.7	1.1	0.9	0.7
이자보상배율(x)	67.6	13.2	9.3	12.8	18.7
매출채권회전율(x)	4.2	5.3	5.1	5.1	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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

