

2024. 10. 17



▲ 통신/미디어/엔터

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 54,000 원**현재주가 (10.16)** 37,400 원**상승여력** 44.4%

KOSDAQ 765.79pt

시가총액 11,242억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.21%

외국인비중 8.38%

52주 최고/최저가 57,300원/34,100원

평균거래대금 18.7억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 6.7 6개월 -6.6 12개월 -20.3

절대주가 2.2 1.6 -15.6

주가그래프

스튜디오드래곤 253450

성과를 보여주기에 부족한 제작편수

- ✓ 3Q24 연결 영업이익 89억원(-59.4% YoY)으로 시장 컨센서스(128억원) 하회 전망
- ✓ 3Q24 방영회차는 59회(TV 38회, OTT 21회)로 3Q23 방영된 75회 대비 16회 감소
- ✓ 2024년 연결 매출액 5,894억원(-21.7% YoY), 영업이익 381억원(-54.8% YoY) 전망
- ✓ 2024년 상/하반기 방영회차는 유사하나, 상대적으로 큰 하반기 비용은 실적에 부담
- ✓ 넷플릭스와의 재계약, 업황 회복에 따른 제작편수 정상화로 2025년 실적 기대감 유효

3Q24 Preview: 시장 컨센서스 하회 전망

3Q24 연결 매출액은 1,369억원(-37.0% YoY), 영업이익 89억원(-59.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 128억원)를 하회할 전망이다. 3Q24 방영회차는 <엄마친구아들>, <감사합니다>, <경성크리처2>, <나의 해리에게> 등 총 59회(TV 38회, OTT 21회)로 3Q23 방영된 75회차 대비 16회 감소했다. 방영회차는 전년 동기 대비 -21.3% 하락한 반면, 텐트폴 작품의 부재로 매출액은 더 큰 폭으로 감소할 전망이다. 1Q24에 방영된 <눈물의 여왕> 상각비가 이번 3Q24까지 영향을 미치면서 이익률이 둔화될 전망이다.

2024년 연결 영업이익 381억원(-54.8% YoY) 전망

2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,894억원(-21.7% YoY), 381억원(-54.8% YoY)을 전망한다. 2024년 전체 방영회차는 228회로 2023년 341회 대비 113회 감소할 전망이다. 상반기(113회)와 하반기(115회) 방영회차는 유사한 규모이나, 통상적으로 4분기 매출원가와 판관비 부담이 크다는 점을 감안하면 하반기 수익성은 다소 부진할 전망이다.

관건은 제작편수의 정상화와 리튬을 개선

현재 넷플릭스와 진행 중인 재계약 협상 결과에 따라 작품별 마진율이 개선될 가능성이 여전히 높다. 광고 업황 회복 및 채널 편성 확대로 2025년 방영회차는 283회로 정상화될 것으로 기대한다. 투자자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 61,000원에서 54,000원으로 -11.5% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023	753.2	55.9	30.1	1,001	-40.6	23,546	51.5	2.2	6.5	4.4	54.3
2024E	589.4	38.1	24.2	806	-19.4	24,353	46.4	1.5	5.4	3.4	41.8
2025E	704.4	61.1	43.3	1,442	78.8	25,794	25.9	1.4	4.8	5.7	40.0
2026E	699.4	78.5	56.2	1,870	29.7	27,664	20.0	1.4	4.3	7.0	35.8

표1 스튜디오드래곤 3Q24 Preview

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	136.9	217.4	-37.0	137.1	-0.1	144.5	-5.2
편성	25.9	35.0	-26.1	30.7	-15.8		
판매	107.0	180.0	-40.5	102.5	4.5		
기타	4.0	2.3	70.9	3.9	1.5		
영업이익	8.9	21.9	-59.4	10.5	-15.2	12.8	-30.7
세전이익	12.0	25.1	-52.2	13.2	-8.7	13.3	-9.7
당기순이익	9.0	18.2	-50.5	8.2	10.4	12.0	-25.0

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	622.3	697.8	589.4	704.4	-5.3%	1.0%
영업이익	57.8	69.8	38.1	61.1	-34.2%	-12.5%
세전이익	54.6	66.5	34.9	57.8	-36.1%	-13.1%
당기순이익	39.0	49.9	24.2	43.3	-37.9%	-13.2%

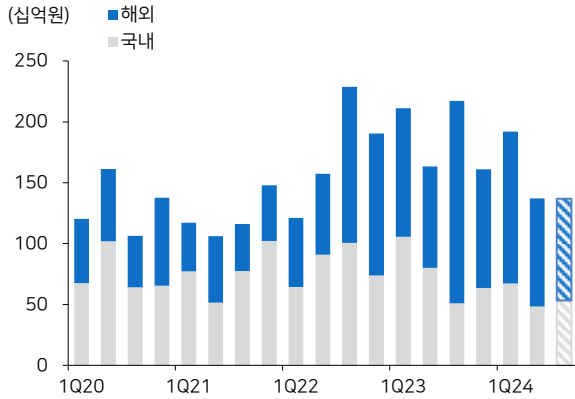
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	165.2	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	9.4	과거 3년 평균에 10% 할인
영업가치	1,544.9	
순차입금	-74.3	2Q24 기준
적정기업가치	1,619.2	
발행주식수(천주)	30,058	
적정가치(원)	53,868	
적정주가(원)	54,000	

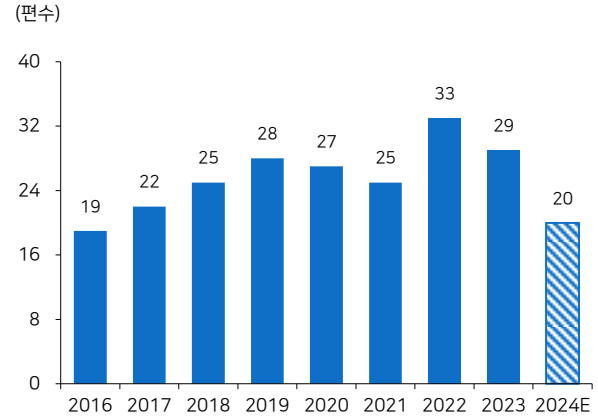
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



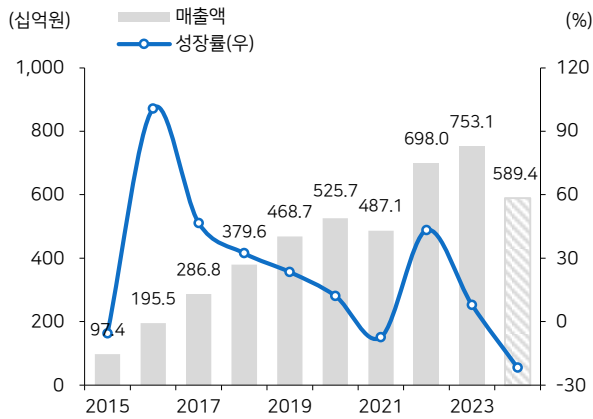
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 연간 방영편수 추이 및 전망



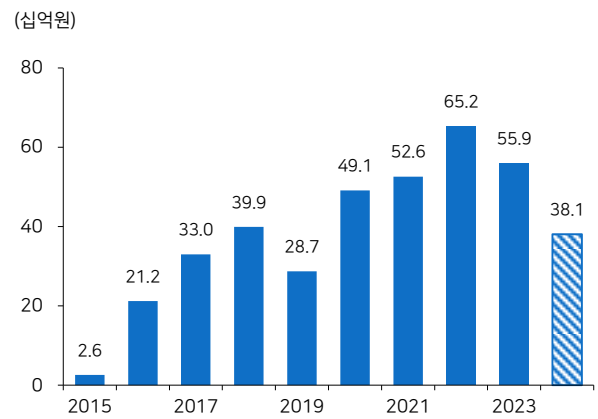
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

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)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	136.9	123.3	753.1	589.4	704.4
% YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-15.4%	-9.0%	-16.1%	-37.0%	-23.5%	7.9%	-21.7%	19.5%
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	25.9	17.6	154.1	121.5	154.5
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	107.0	101.9	588.9	452.7	532.5
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.0	3.7	10.1	15.1	17.4
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	120.8	117.7	665.3	520.8	611.5
% YoY	88.6%	14.3%	-6.4%	-12.3%	-9.4%	-14.7%	-36.0%	-24.9%	11.3%	-21.7%	17.4%
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	58.4	66.2	398.2	275.5	353.9
무형자산상각비	46.4	41.3	46.0	49.0	50.1	38.0	42.8	33.2	182.6	164.0	162.8
기타	25.8	19.4	20.7	18.5	22.0	21.4	19.6	18.3	84.4	81.3	94.7
매출총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	16.2	5.6	87.9	68.5	92.9
% YoY	20.9%	-32.5%	5.2%	-63.1%	-7.0%	-24.2%	-43.9%	28.7%	-12.1%	-22.0%	35.6%
GPM(%)	14.6%	14.6%	13.2%	2.7%	14.9%	13.2%	11.8%	4.5%	11.7%	11.6%	13.2%
판관비	9.2	7.7	6.9	8.2	7.2	7.7	7.3	8.3	32.0	30.5	31.9
% YoY	24.7%	-8.8%	-17.8%	-22.4%	-22.5%	0.3%	5.0%	2.2%	-8.0%	-4.8%	4.5%
인건비	5.1	4.2	3.6	4.5	3.2	3.8	3.7	4.6	17.3	15.3	16.1
유무형자산상각비	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.2	2.5	2.5
지급수수료	2.3	1.9	1.9	2.2	2.2	2.1	2.0	2.2	8.2	8.6	8.9
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4
기타	1.3	0.8	0.9	0.8	1.1	0.8	1.0	0.8	3.8	3.7	3.9
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	8.9	-2.8	55.9	38.1	61.1
% YoY	19.4%	-39.8%	15.4%	적전	-0.4%	-35.7%	-59.4%	적확	-52.0%	54.8%	176.1%
영업이익률(%)	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	6.5%	-2.3%	7.4%	6.5%	8.7%
법인세차감전순이익	22.1	15.8	25.1	-25.8	27.2	13.2	12.0	-17.5	37.2	34.9	57.8
법인세비용	3.7	5.6	6.9	-9.1	7.0	5.0	3.0	-4.4	7.1	10.6	14.4
당기순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	9.0	-13.1	30.1	24.2	43.3
당기순이익률(%)	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	5.9%	6.6%	-10.6%	4.0%	4.1%	6.2%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	698.0	753.2	589.4	704.4	699.4
매출액증가율(%)	43.3	7.9	-21.7	19.5	-0.7
매출원가	597.9	665.3	520.8	611.5	587.9
매출총이익	100.0	87.9	68.5	92.9	111.5
판매관리비	34.8	32.0	30.5	31.9	33.0
영업이익	65.2	55.9	38.1	61.1	78.5
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.5	8.7	11.2
금융손익	2.2	-2.6	7.9	7.8	7.6
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.9	-16.1	-11.1	-11.1	-11.2
세전계속사업이익	58.6	37.2	34.9	57.8	74.9
법인세비용	8.1	7.1	10.6	14.4	18.7
당기순이익	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2
지배주주지분 순이익	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-62.9	44.7	201.4	202.7	219.9
당기순이익(손실)	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2
유형자산상각비	3.3	3.0	2.9	2.7	2.5
무형자산상각비	150.0	183.1	164.0	162.8	162.4
운전자본의 증감	-279.6	-179.0	8.8	-6.2	0.3
투자활동 현금흐름	-43.4	-0.8	-158.2	-168.0	-169.7
유형자산의증가(CAPEX)	-4.5	-2.9	-3.0	-2.0	-1.8
투자자산의감소(증가)	90.7	-24.9	3.5	-2.4	0.1
재무활동 현금흐름	165.3	-8.9	-42.3	-33.3	-16.4
차입금의 증감	171.6	-1.0	-34.4	-26.9	-10.9
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	59.1	34.7	0.9	1.4	33.7
기초현금	64.6	123.7	158.4	159.3	160.7
기말현금	123.7	158.4	159.3	160.7	194.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	400.1	404.5	352.6	391.1	423.2
현금및현금성자산	123.7	158.4	159.3	160.7	194.4
매출채권	141.7	149.1	116.7	139.4	138.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	690.5	687.7	685.4	694.3	706.1
유형자산	10.9	12.4	12.5	11.8	11.2
무형자산	377.8	358.9	359.9	367.0	379.6
투자자산	150.1	175.0	171.6	174.0	173.9
자산총계	1,090.7	1,092.2	1,037.9	1,085.3	1,129.3
유동부채	416.3	368.0	290.9	294.0	281.8
매입채무	16.2	11.1	8.7	10.4	10.3
단기차입금	170.0	170.0	136.0	108.8	97.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	16.5	15.0	16.0	16.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	429.9	384.5	305.9	310.0	297.8
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타포괄이익누계액	-39.8	-22.4	-22.4	-22.4	-22.4
이익잉여금	212.6	242.0	266.3	309.6	365.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	732.0	775.3	831.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	23,250	25,056	19,607	23,435	23,266
EPS(지배주주)	1,684	1,001	806	1,442	1,870
CFPS	7,544	8,185	6,763	7,428	7,928
EBITDAPS	7,279	8,051	6,819	7,538	8,095
BPS	21,982	23,546	24,353	25,794	27,664
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	51.1	51.5	46.4	25.9	20.0
PCR	11.4	6.3	5.5	5.0	4.7
PSR	3.7	2.1	1.9	1.6	1.6
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.4
EBITDA(십억원)	218.5	242.0	205.0	226.6	243.3
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.4	4.8	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.4	3.4	5.7	7.0
EBITDA 이익률	31.3	32.1	34.8	32.2	34.8
부채비율	65.1	54.3	41.8	40.0	35.8
금융비용부담률	0.7	1.2	1.3	0.9	0.8
이자보상배율(x)	13.2	6.4	4.8	9.5	14.2
매출채권회전율(x)	5.3	5.2	4.4	5.5	5.0
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	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

