

2023. 8. 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)** 90,000 원**현재주가 (8.10)** 53,700 원**상승여력** 67.6%

KOSDAQ 911.29pt

시가총액 16,141억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.06%

외국인비중 7.85%

52주 최고/최저가 88,900원/48,100원

평균거래대금 96.6억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 9.6 -34.0 -31.2

상대주가 3.5 -44.1 -38.1

주가그래프

스튜디오드래곤 253450

형만 한 아우도 있다

- ✓ 2Q23 연결 영업이익 163억원(-39.8% YoY)으로 시장 컨센서스(135억원) 소폭 상회
- ✓ 방영회차 감소(2Q22 107회 → 3Q23 83회)에도 매출액 전년 대비 +3.8% 증가
- ✓ 구작 판매 감소와 제작비가 큰 오리지널 콘텐츠 상각비 일시 반영으로 수익성 부진
- ✓ 2023년 연결 매출액 7,521억원(+7.8% YoY), 영업이익 799억원(+22.6% YoY) 전망
- ✓ 광고 경기 회복, 미국 작가조합 파업, Netflix와의 재계약으로 개선의 여지는 충분

2Q23 Review: 낮아진 시장 기대치를 상회하는 실적

2Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,635억원(+3.8% YoY), 163억원(-39.8% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 135억원)를 소폭 상회했다. 2Q23 주요 라인업은 <패밀리>, <구미호뎌1938>, <이번 생도 잘 부탁해> 등이며, 전체 방영회차는 83회(TV 64회, OTT 19회)로 전년 대비 24회차 감소했다. 방영회차 감소에도 2Q23 매출액은 전년 대비 +3.8% 증가했으나, 영업이익은 지난 2Q22 글로벌 OTT향 구작 판매 성과에 따른 기저효과와 제작비 규모가 큰 <아일랜드>의 상각비 일시 반영으로 다소 부진했다.

2023년 연결 영업이익 799억원(+22.6% YoY) 전망

2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,521억원(+7.8% YoY), 799억원(+22.6% YoY)을 전망한다. 3Q23 주요 라인업은 <이두나!>, <도적: 칼의 소리>, <아라문의 검: 아스달 연대기2>, <소용없어 거짓말> 등 총 65회의 방영회차가 예상되나, 4Q23에는 <스위트홈2>, <경성크리처>, <반짝이는 워터멜론> 등 OTT향 작품수 증가로 80회 이상의 방영회차를 전망한다.

개선의 여지는 충분

광고 경기 둔화에 따른 방송 시장 위축은 상반기를 저점으로 점진적인 회복이 기대되며, 미국 작가조합/배우조합 파업에 따른 글로벌 OTT 사업자들의 콘텐츠 제작 중단은 동사를 포함한 국내 콘텐츠 제작사에게는 오히려 호재다. 올해 초 글로벌 OTT 체결한 재계약은 편성 방식에 따라 올해와 내년 두 차례에 걸쳐 작품별 프로젝트 마진 개선 효과가 나타날 전망이다.

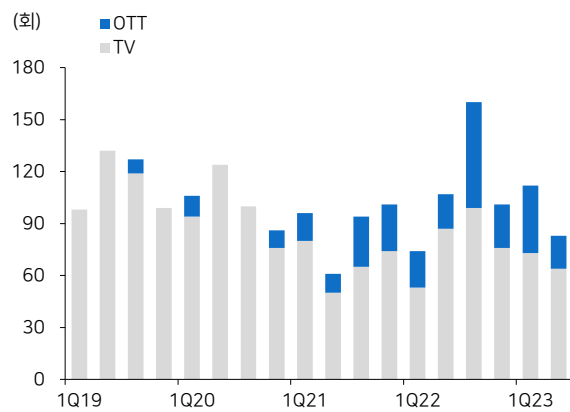
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023E	752.1	79.9	63.4	2,108	25.1	24,089	25.5	2.2	7.0	9.1	54.9
2024E	794.2	91.3	71.4	2,374	12.7	26,464	22.6	2.0	6.4	9.4	48.4
2025E	843.4	104.2	81.6	2,716	14.4	29,180	19.8	1.8	5.5	9.8	43.3

표1 스튜디오드래곤 2Q23 실적 Review

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	163.5	157.5	3.8	211.1	-22.6	148.6	10.0	142.8	14.5
영업이익	16.3	27.0	-39.8	21.6	-24.8	13.5	20.4	13.6	19.5
세전이익	17.7	30.0	-41.0	22.1	-19.9	14.8	19.6	15.1	17.2
순이익	13.8	25.6	-46.1	18.4	-24.9	11.4	21.1	11.8	17.0

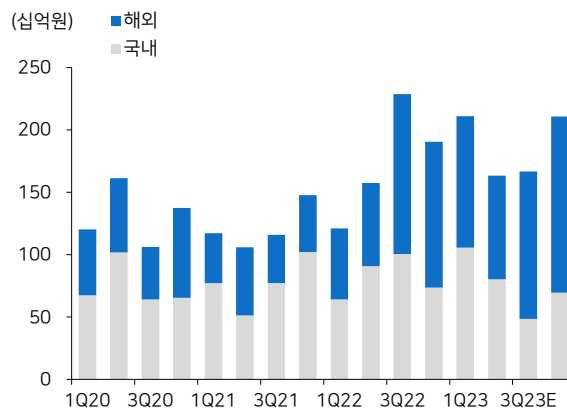
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 방영회차 추이



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 국내의 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 2Q23 주요 라인업



구미호던 1938

tvN, Amazon 동시방영
12부작
5/6~6/11

이번 생도 잘 부탁해

tvN, Netflix 동시 방영
12부작
6/17~7/23

패밀리

패밀리

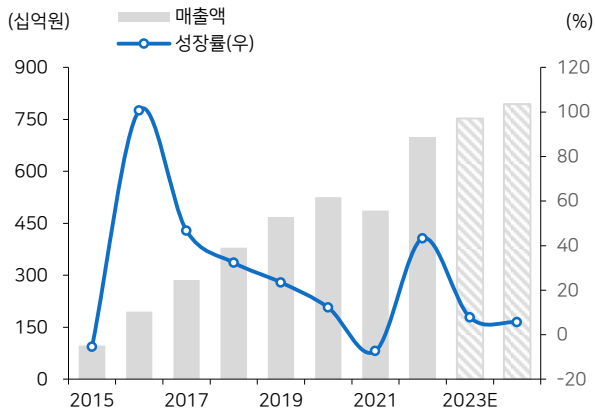
tvN, Disney+ 동시 방영
12부작
4/17~5/23

자료: 스튜디오드래곤

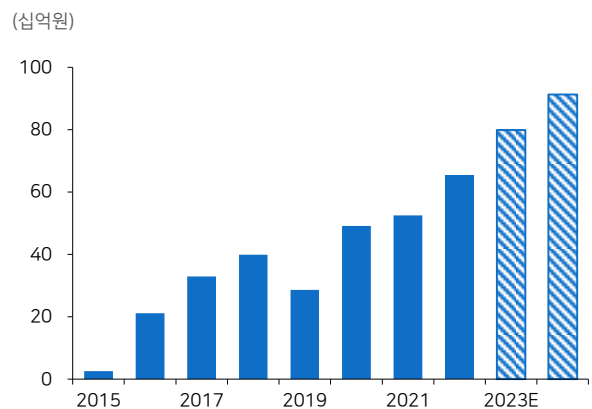
표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	166.7	210.8	698.0	752.1	794.2
% YoY	3.4%	48.6%	97.2%	28.8%	74.4%	3.8%	-27.2%	10.7%	43.3%	7.8%	5.6%
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	36.0	41.5	192.5	163.2	173.3
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	126.0	164.0	480.2	574.6	587.0
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	4.6	5.3	25.2	14.3	33.8
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	141.7	175.4	598.0	637.0	666.0
% YoY	2.4%	42.5%	111.9%	34.3%	88.6%	14.3%	-29.7%	-1.9%	46.8%	6.5%	4.5%
제작원가	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	84.8	114.8	361.6	386.6	412.2
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	29.7	28.6	149.9	146.2	143.7
기타	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	27.2	31.9	86.5	104.2	110.0
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	24.9	35.4	100.0	115.1	128.2
% YoY	7.6%	74.0%	30.5%	-20.7%	20.9%	-32.5%	-9.0%	202.7%	25.3%	15.1%	11.4%
GPm(%)	21.1%	22.5%	12.0%	6.1%	14.6%	14.6%	14.9%	16.8%	14.3%	15.3%	16.1%
판매비	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	16.4	25.6	65.2	79.9	91.3
% YoY	1.1%	95.7%	29.9%	-81.4%	19.4%	-39.8%	-13.2%	2073.1%	24.0%	22.6%	14.2%
영업이익률(%)	14.9%	17.1%	8.3%	0.6%	10.2%	9.9%	9.9%	12.2%	9.3%	10.6%	11.5%
법인세차감전순이익	20.1	30.0	25.5	-17.0	22.1	17.7	18.8	21.2	58.6	79.7	90.2
법인세비용	4.5	4.5	7.6	-8.5	3.7	3.9	4.1	4.7	8.1	16.4	18.8
당기순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	13.8	14.6	16.5	50.6	63.4	71.4
당기순이익률(%)	12.9%	16.3%	7.8%	-4.4%	8.7%	8.4%	8.8%	7.8%	7.2%	8.4%	9.0%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	487.1	698.0	752.1	794.2	843.4
매출액증가율(%)	-7.3	43.3	7.8	5.6	6.2
매출원가	407.4	597.9	637.0	666.0	700.8
매출총이익	79.8	100.0	115.1	128.2	142.6
판매관리비	27.2	34.8	35.2	37.0	38.4
영업이익	52.6	65.2	79.9	91.3	104.2
영업이익률(%)	10.8	9.3	10.6	11.5	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	79.7	90.2	103.3
법인세비용	13.0	8.1	16.4	18.8	21.6
당기순이익	39.1	50.6	63.4	71.4	81.6
지배주주지분 순이익	39.1	50.6	63.4	71.4	81.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.4	-62.9	196.5	216.4	234.0
당기순이익(손실)	39.1	50.6	63.4	71.4	81.6
유형자산상각비	3.8	3.3	2.1	2.0	1.9
무형자산상각비	95.3	150.0	146.2	143.7	154.3
운전자본의 증감	-155.0	-279.6	-19.5	-2.5	-2.9
투자활동 현금흐름	26.5	-43.4	-123.4	-127.1	-135.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-4.5	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-60.7	90.8	-1.0	-0.8	-0.9
재무활동 현금흐름	-3.0	165.3	-42.2	-33.9	-27.2
차입금의 증감	0.5	171.6	-33.7	-27.0	-21.5
자본의 증가	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.5	59.1	31.0	55.4	71.0
기초현금	49.1	64.6	123.7	154.7	210.1
기말현금	64.6	123.7	154.7	210.1	281.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	232.5	400.1	452.2	524.0	614.1
현금및현금성자산	64.6	123.7	154.7	210.1	281.1
매출채권	123.6	141.7	152.7	161.3	171.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	669.7	656.2	642.4
유형자산	7.7	10.9	10.3	9.8	9.5
무형자산	298.0	377.8	356.6	342.9	328.6
투자자산	240.8	150.1	151.1	151.8	152.7
자산총계	884.0	1,090.7	1,121.9	1,180.2	1,256.6
유동부채	183.6	416.3	383.8	370.5	364.9
매입채무	17.0	16.2	17.4	18.4	19.6
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	14.6
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	397.8	384.7	379.5
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	275.9	347.3	428.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	724.1	795.5	877.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,233	23,250	25,022	26,422	28,059
EPS(지배주주)	1,301	1,684	2,108	2,374	2,716
CFPS	5,254	7,544	7,732	7,907	8,600
EBITDAPS	5,054	7,279	7,595	7,884	8,662
BPS	22,785	21,982	24,089	26,464	29,180
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.9	51.1	25.5	22.6	19.8
PCR	17.3	11.4	6.9	6.8	6.2
PSR	5.6	3.7	2.1	2.0	1.9
PBR	4.0	3.9	2.2	2.0	1.8
EBITDA(십억원)	151.7	218.5	228.3	237.0	260.4
EV/EBITDA	17.6	12.1	7.0	6.4	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.5	9.1	9.4	9.8
EBITDA 이익률	31.1	31.3	30.4	29.8	30.9
부채비율	29.3	65.1	54.9	48.4	43.3
금융비용부담률	0.2	0.7	1.1	0.9	0.7
이자보상배율(x)	67.6	13.2	9.5	13.2	18.4
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 (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	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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.08.06	기업브리프	Hold	104,000	이효진	-15.3	-8.3	
2021.11.15	산업분석	Buy	150,000	이효진	-41.3	-35.7	
2022.01.26	산업브리프	Buy	128,000	이효진	-38.5	-26.1	
2022.10.13				담당자 변경	-41.2	-30.5	
2022.10.13	Indepth	Buy	105,000	정지수	-28.3	-15.3	
2023.04.18	기업브리프	Buy	100,000	정지수	-38.5	-29.4	
2023.07.18	기업브리프	Buy	90,000	정지수	-	-	