2024. 2. 8

스튜디오드래곤 253450

실적보다 아쉬운 라인업 축소

▲ 통신/미디어/엔터
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA **김민영**
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

- ✓ 4Q23 연결 영업적자 –38억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스(61억원)를 크게 하회
- ✓ 〈아라문의 검〉 등 상각비 부담과 상대적으로 부진한 구작 판매로 수익성 감소
- ✓ 2024년 연결 매출액 6,577억원(–12.7% YoY), 영업이익 536억원(–4.1% YoY) 전망
- ✓ 2024년 콘텐츠 라인업은 24편 이상으로 2023년 30편 대비 축소 계획
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 73,000원에서 68,000원으로 –6.8% 하향

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	68,000 원
현재주가 (2.7)	47,400 원
상승여력	43.5%
KOSDAQ	811.92pt
시가총액	14,248억원
발행주식수	3,006만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	7.65%
52주 최고/최저가	83,400원/45,150원
평균거래대금	39.5억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.79
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	-9.7	-43.0
상대주가	1.5	-0.1	-45.7

주가그래프

4Q23 Review: 적자 전환하며 시장 컨센서스 하회

4Q23 연결 매출액은 1,611억원(–15.4% YoY), 영업적자 –38억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 61억원)를 하회했다. 4Q23 라인업은 〈반짝이는 워터멜론〉, 〈무인도의 디바〉, 〈마에스트라〉, 〈경성크리쳐〉 등 총 71회차(TV 40회, OTT 31회)로 4Q22 대비 30회 감소하며 외형 축소가 불가피했다. 4Q23 방영작들의 경우 제작비 규모가 크지 않은 반면 〈아라문의 검〉 등 상각비 부담이 증가했고, 상대적으로 구작 판매 역시 부진해 수익성이 크게 감소했다.

2024년 라인업은 24편 이상으로 전년 대비 축소 계획

2024년 연결 매출액은 6,577억원(–12.7% YoY), 영업이익 536억원(–4.1% YoY)을 전망한다. 광고 업황 부진에 TV채널 편성 축소 기조가 이어지면서 2024년 콘텐츠 라인업은 2023년(30편) 대비 축소된 24편 이상을 전망한다. 1Q24 주요 콘텐츠 라인업은 〈내 남편과 결혼해줘〉, 〈세작, 매혹된 자들〉, 〈웨딩 임파서블〉, 〈눈물의 여왕〉 등이다. 전반적인 방영회차 감소에도 IP 확보를 통해 방영 전 선판매와 지역별 판매 등 유통 구조를 활성화해 수익성을 극대화할 방침이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 68,000원으로 하향

넷플릭스와의 계약이 2024년 종료됨에 따라 연말 재계약 논의가 예상되며, 이를 통한 프로젝트 마진 개선 효과 또한 기대된다. 디즈니, 아마존 등 글로벌 OTT와의 협업이 지속되고, 지역별 판매를 통한 수익성 개선 사례가 늘어나는 만큼 외형 대비 수익성 개선은 충분히 가능하다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 73,000원에서 68,000원으로 –6.8% 하향한다.

(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
2023P	753.2	55.9	30.1	1,001	-40.6	22,982	51.5	2.2	6.4	4.5	57.6
2024E	657.7	53.6	40.9	1,360	35.9	24,342	34.9	1.9	5.7	5.7	46.3
2025E	698.6	68.6	49.5	1,648	21.2	25,990	28.8	1.8	5.0	6.5	42.3

표1 스튜디오드래곤 4Q23 실적 Review

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	161.1	190.5	-15.4	217.4	-25.9	173.9	-7.4	152.7	5.5
영업이익	-3.8	1.2	적전	21.9	적전	6.1	-163.1	6.1	-163.5
세전이익	-25.8	-17.0	적축	25.1	적전	4.9	-626.7	1.6	-1,731.2
순이익	-16.7	-8.5	적축	18.2	적전	7.1	-334.9	1.2	-1,451.3

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023P	2024E	2023P	2024E	2023P	2024E
매출액	744.8	764.7	753.1	657.7	1.1%	-14.0%
영업이익	65.8	77.9	55.9	53.6	-15.1%	-31.2%
세전이익	64.6	75.7	37.2	51.4	-42.4%	-32.1%
당기순이익	48.0	60.1	30.1	40.9	-37.3%	-32.0%

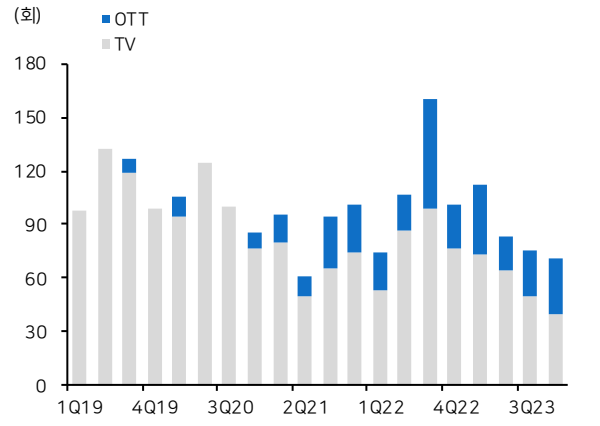
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	229.6	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	9.0	과거 3년 평균에 10% 할인
영업가치	2,062.9	
순차입금	11.3	2023년 말 기준
적정기업가치	2,051.6	
발행주식수(천주)	30,058	
적정가치(원)	**68,253**	
적정주가(원)	**68,000**	

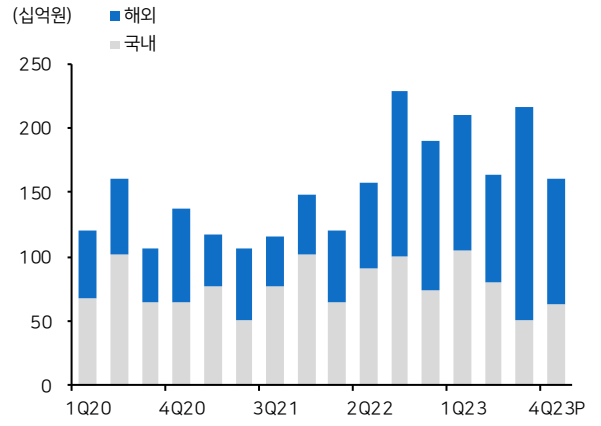
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 방영회차 추이



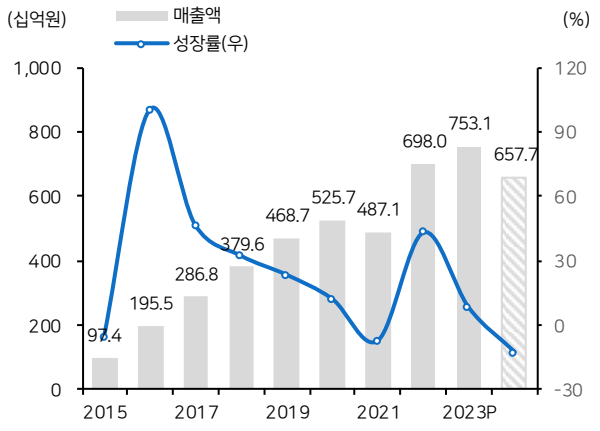
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



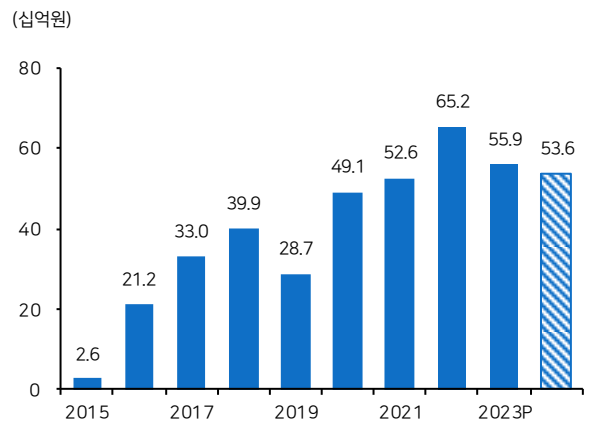
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2024년 콘텐츠 라인업 및 경영 전략

자료: 스튜디오드래곤

그림6 1Q24 주요 콘텐츠 라인업

자료: 스튜디오드래곤

표4 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	**211.1**	**163.5**	**217.4**	**161.1**	**180.9**	**152.0**	**173.8**	**151.0**	**753.1**	**657.7**	**698.6**
% YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-15.4%	-14.3%	-7.0%	-20.1%	-6.3%	7.9%	-12.7%	6.2%
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	39.3	38.3	30.5	26.6	154.1	134.7	141.2
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	137.7	109.3	139.2	120.5	588.9	506.7	540.4
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.9	4.3	4.1	4.0	10.1	16.3	17.0
매출원가	**180.3**	**139.6**	**188.6**	**156.8**	**156.3**	**131.2**	**148.7**	**135.1**	**665.3**	**571.4**	**595.9**
% YoY	88.6%	14.3%	-6.4%	-12.3%	-13.3%	-6.0%	-21.2%	-13.8%	11.3%	-14.1%	4.3%
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	75.9	84.0	70.8	398.2	322.0	333.2
무형자산상각비	46.5	41.4	46.2	49.1	44.2	39.3	43.9	46.6	183.2	174.0	177.5
기타	25.7	19.3	20.5	18.4	20.9	16.0	20.8	17.7	83.9	75.4	85.2
매출총이익	**30.8**	**23.9**	**28.8**	**4.3**	**24.6**	**20.7**	**25.1**	**15.9**	**87.9**	**86.3**	**102.7**
% YoY	20.9%	-32.5%	5.2%	-63.1%	-20.4%	-13.2%	-12.8%	268.5%	-12.1%	-1.8%	19.0%
GPm(%)	14.6%	14.6%	13.2%	2.7%	13.6%	13.7%	14.5%	10.5%	11.7%	13.1%	14.7%
판관비	**9.2**	**7.7**	**6.9**	**8.2**	**9.1**	**8.1**	**7.3**	**8.4**	**32.0**	**32.8**	**34.2**
% YoY	24.7%	-8.8%	-17.8%	-22.4%	-1.8%	5.5%	4.7%	2.4%	-8.0%	2.4%	4.3%
인건비	5.1	4.2	3.6	4.5	5.0	4.3	3.7	4.7	17.3	17.7	18.6
유무형자산상각비	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	2.2	2.3	2.4
지급수수료	2.3	1.9	1.9	2.2	2.3	2.0	2.0	2.2	8.2	8.4	8.8
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4
기타	1.3	0.8	0.9	0.8	1.3	0.9	1.0	0.8	3.8	4.0	4.1
영업이익	**21.6**	**16.3**	**21.9**	**-3.8**	**15.5**	**12.7**	**17.9**	**7.5**	**55.9**	**53.6**	**68.6**
% YoY	19.4%	-39.8%	15.4%	#VALUE!	-28.3%	-22.0%	-18.3%	#VALUE!	-14.3%	-4.1%	28.1%
영업이익률(%)	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	8.6%	8.3%	10.3%	5.0%	7.4%	8.1%	9.8%
법인세차감전순이익	22.1	15.8	25.1	-25.8	16.4	12.2	21.0	1.8	37.2	51.4	62.3
법인세비용	3.7	5.6	6.9	-9.1	3.3	2.4	4.4	0.4	7.1	10.5	12.8
당기순이익	**18.4**	**10.2**	**18.2**	**-16.7**	**13.1**	**9.8**	**16.6**	**1.4**	**30.1**	**40.9**	**49.5**
당기순이익률(%)	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	7.2%	6.4%	9.5%	1.0%	4.0%	6.2%	7.1%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	**487.1**	**698.0**	**753.2**	**657.7**	**698.6**
매출액증가율(%)	-7.3	43.3	7.9	-12.7	6.2
매출원가	407.4	597.9	665.3	571.4	595.9
매출총이익	79.8	100.0	87.9	86.3	102.8
판매관리비	27.2	34.8	32.0	32.8	34.2
영업이익	**52.6**	**65.2**	**55.9**	**53.6**	**68.6**
영업이익률(%)	10.8	9.3	7.4	8.1	9.8
금융손익	4.3	2.2	-2.6	5.9	5.8
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.8	-8.9	-16.0	-8.1	-12.1
세전계속사업이익	52.0	58.6	37.2	51.4	62.3
법인세비용	13.0	8.1	7.1	10.5	12.8
당기순이익	**39.1**	**50.6**	**30.1**	**40.9**	**49.5**
지배주주지분 순이익	39.1	50.6	30.1	40.9	49.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**-8.4**	**-62.9**	**199.9**	**224.0**	**225.3**
당기순이익(손실)	39.1	50.6	30.1	40.9	49.5
유형자산상각비	3.8	3.3	2.1	2.0	1.9
무형자산상각비	95.3	150.0	183.2	174.0	177.5
운전자본의 증감	-155.0	-279.6	-19.9	5.6	-2.4
투자활동 현금흐름	**26.5**	**-43.4**	**-123.3**	**-124.5**	**-135.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-4.5	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-60.7	90.8	-1.0	1.7	-0.7
재무활동 현금흐름	**-3.0**	**165.3**	**-42.2**	**-34.5**	**-27.2**
차입금의 증감	0.5	171.6	-33.7	-27.7	-21.6
자본의 증가	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.5	59.1	34.3	65.1	62.7
기초현금	49.1	64.6	123.7	158.0	223.1
기말현금	64.6	123.7	158.0	223.1	285.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	232.5	400.1	456.0	483.9	562.4
현금및현금성자산	64.6	123.7	158.1	223.1	285.7
매출채권	123.6	141.7	153.0	133.6	141.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	632.7	586.4	549.4
유형자산	7.7	10.9	10.3	9.8	9.5
무형자산	298.0	377.8	319.6	275.6	238.1
투자자산	240.8	150.1	151.1	149.4	150.1
자산총계	**884.0**	**1,090.7**	**1,088.7**	**1,070.3**	**1,111.8**
유동부채	183.6	416.3	383.8	325.2	316.9
매입채무	17.0	16.2	17.5	15.3	16.2
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	13.4	13.7
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**	**397.8**	**338.6**	**330.6**
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	242.6	283.5	333.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**683.9**	**660.7**	**690.8**	**731.7**	**781.2**

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,233	23,250	25,056	21,881	23,242
EPS(지배주주)	1,301	1,684	1,001	1,360	1,648
CFPS	5,254	7,544	7,547	7,618	7,999
EBITDAPS	5,054	7,279	8,025	7,638	8,248
BPS	22,785	21,982	22,982	24,342	25,990
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.9	51.1	51.5	34.9	28.8
PCR	17.3	11.4	6.8	6.2	5.9
PSR	5.6	3.7	2.1	2.2	2.0
PBR	4.0	3.9	2.2	1.9	1.8
EBITDA(십억원)	151.7	218.5	241.2	229.6	247.9
EV/EBITDA	17.6	12.1	6.4	5.7	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.5	4.5	5.7	6.5
EBITDA 이익률	31.1	31.3	32.0	34.9	35.5
부채비율	29.3	65.1	57.6	46.3	42.3
금융비용부담률	0.2	0.7	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	67.6	13.2	6.6	7.8	12.2
매출채권회전율(x)	4.2	5.3	5.1	4.6	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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)	

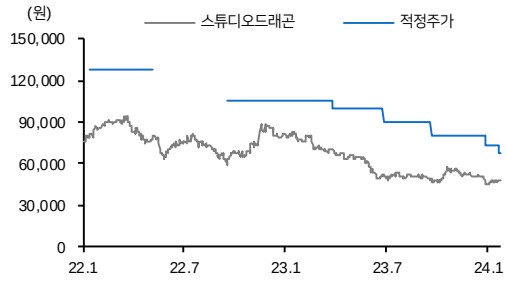
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.02.11	기업브리프	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	-43.3	-40.1
2023.10.11	기업브리프	Buy	81,000	정지수	-36.0	-29.3
2024.01.17	기업브리프	Buy	73,000	정지수	-36.2	-35.0
2024.02.08	기업브리프	Buy	68,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이