

2024. 8. 9



▲ 통신/우주/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 61,000 원**현재주가 (8.8)** 36,450 원**상승여력** 67.4%

KOSDAQ 745.28pt

시가총액 10,956억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.21%

외국인비중 8.16%

52주 최고/최저가 57,300원/35,250원

평균거래대금 24.7억원

주요주주(%)

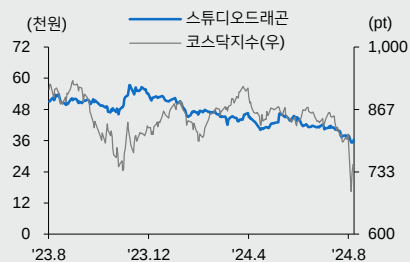
CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

절대주가 -11.1 -23.7 -29.2

상대주가 2.5 -15.4 -15.3

주가그래프

스튜디오드래곤 253450

양적 성장에 앞선 질적 개선

- ✓ 2Q24 연결 영업이익 105억원(-35.7% YoY)으로 시장 컨센서스(126억원) 하회
- ✓ 방영작들의 우수한 시청 성과로 방영회차 대비 매출 감소폭 축소 & 수익성 방어
- ✓ 2024년 연결 매출액 6,223억원(-17.4% YoY), 영업이익 578억원(+3.5% YoY) 전망
- ✓ 2H24도 라인업 축소는 불가피하나, 유통 구조 개선을 통해 수익성을 방어할 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 68,000원에서 61,000원으로 -10.3% 하향

2Q24 Review: 작품수 부족에도 선방한 실적

2Q24 연결 매출액은 1,371억원(-16.1% YoY), 영업이익 105억원(-35.7% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 126억원)를 소폭 하회했다. 2Q24 라인업은 〈돌풍〉, 〈눈물의 여왕〉, 〈하이라키〉, 〈졸업〉 등 총 42회차(TV 34회, OTT 8회)로 전년 대비 41회 감소했다. 다만, 방영작들의 제작비 규모가 크고 시청 성과도 우수해 방영회차 감소 대비 매출액 감소폭은 크지 않았고, 구작의 해외 판매 매출 증가 및 제작 프로세스 강화로 상각비 부담을 이겨내고 수익성을 방어했다.

2024년 연결 영업이익 578억원(+3.5% YoY) 전망

2024년 연결 매출액은 6,223억원(-17.4% YoY), 영업이익 578억원(+3.5% YoY)을 전망한다. TV채널 편성 축소 등 미디어 시장 재편으로 2024년 하반기 방영회차 역시 전년 동기 대비 감소(2H23 146회 → 2H24 122회)하나, 상반기 실적에서 확인한 바와 같이 IP 확보를 통한 선판매와 지역별 판매 등 유통 구조를 활성화해 수익성 개선에 집중할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 61,000원으로 하향

글로벌 미디어 산업의 지형 변화로 국내 제작 스튜디오들의 콘텐츠 전략 역시 변화가 불가피하다. 2025년에는 제작 편수 회복과 더불어 미국 메이저 플랫폼과의 협업을 통한 글로벌 프로젝트 참여로 외형 성장 및 수익성 개선을 도모할 전망이다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적 추정치를 변경해 기존 68,000원에서 61,000원으로 -10.3% 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	622.3	57.8	39.1	1,299	29.8	24,846	28.1	1.5	4.5	5.4	42.2
2025E	697.8	69.8	49.9	1,660	27.8	26,506	22.0	1.4	4.0	6.5	38.7
2026E	760.2	74.2	53.0	1,763	6.2	28,269	20.7	1.3	3.6	6.4	37.0

표1 스튜디오드래곤 2Q24 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	137.1	163.5	-16.1	192.1	-28.6	142.6	-3.8	125.6	9.2
영업이익	10.5	16.3	-35.7	21.5	-51.4	12.6	-17.0	12.1	-13.6
세전이익	13.2	15.8	-16.8	27.2	-51.7	11.3	16.4	11.7	12.4
순이익	8.2	10.2	-20.0	20.2	-59.6	8.9	-8.4	9.3	-12.3

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	659.5	796.9	622.3	697.8	-5.6%	-12.4%
영업이익	64.6	73.6	57.8	69.8	-10.5%	-5.1%
세전이익	59.2	67.7	54.6	66.5	-7.7%	-1.7%
당기순이익	45.6	53.9	39.0	49.9	-14.4%	-7.4%

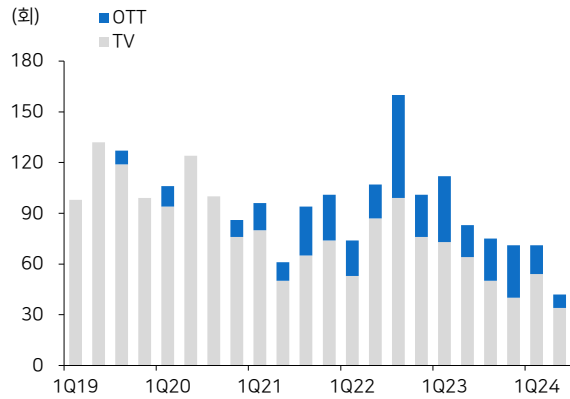
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 Valuation

(십억원)	내용	비고
EBITDA	205.1	12M Forward
Target EV/EBITDA(배)	9.0	과거 3년 평균에 10% 할인
영업가치	1,850.7	
순차입금	20.3	2023년 말 기준
적정기업가치	1,830.4	
발행주식수(천주)	30,058	
적정가치(원)	60,894	
적정주가(원)	61,000	

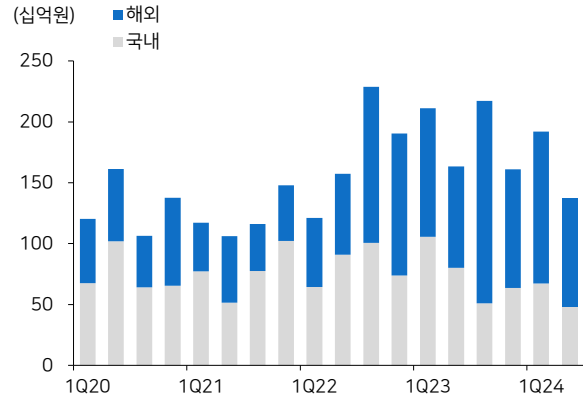
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 방영회차 추이



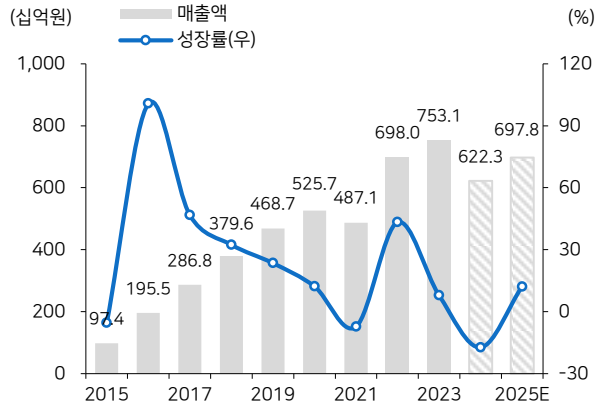
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



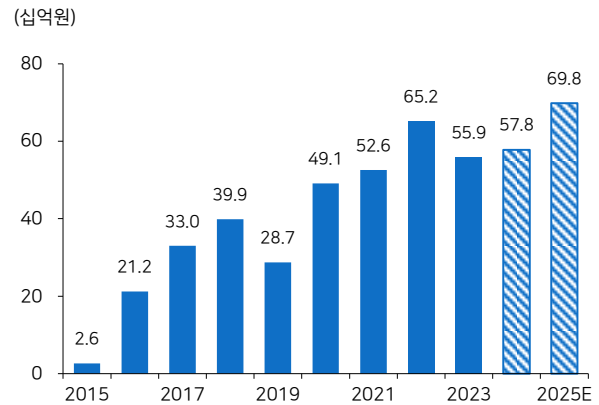
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q24 주요 콘텐츠 라인업



엄마 친구 아들
tvN, Netflix 동시방영
16부작
8/17~

경성크리처 2

Netflix
7부작
9월 예정



나의 해리에게

ENA
12부작
9월 예정



우연일까?
tvN
8부작
7/22~



감사합니다
tvN
12부작
7/6~

**플레이어2:
꾼들의 전쟁**

tvN
12부작
6/3~7/9



자료: 스튜디오드래곤

표4 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	149.4	143.7	753.1	622.3	697.8
% YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-15.4%	-9.0%	-16.1%	-31.3%	-10.8%	7.9%	-17.4%	12.1%
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	39.5	49.6	154.1	167.1	192.8
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	105.6	89.4	588.9	438.8	486.5
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.4	4.7	10.1	16.5	18.6
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	127.7	124.0	665.3	534.0	596.2
% YoY	88.6%	14.3%	-6.4%	-12.3%	-9.4%	-14.7%	-32.3%	-20.9%	11.3%	-19.7%	11.6%
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	66.8	63.4	398.2	281.1	329.8
무형자산상각비	46.4	41.3	46.0	49.0	50.1	38.0	41.5	42.9	182.6	172.5	180.5
기타	25.8	19.4	20.7	18.5	22.0	21.4	19.4	17.7	84.4	80.5	85.9
매출총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	21.7	19.7	87.9	88.3	101.7
% YoY	20.9%	-32.5%	5.2%	-63.1%	-7.0%	-24.2%	-24.5%	357.2%	-12.1%	0.5%	15.2%
Gpm(%)	14.6%	14.6%	13.2%	2.7%	14.9%	13.2%	14.5%	13.7%	11.7%	14.2%	14.6%
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	14.4	11.4	55.9	57.8	69.8
% YoY	19.4%	-39.8%	15.4%	적전	-0.4%	-35.7%	-33.9%	흑전	-14.3%	3.5%	20.8%
영업이익률(%)	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	9.7%	7.9%	7.4%	9.3%	10.0%
법인세차감전순이익	22.1	15.8	25.1	-25.8	27.2	13.2	17.6	-3.3	37.2	54.6	66.5
법인세비용	3.7	5.6	6.9	-9.1	7.0	5.0	4.4	-0.8	7.1	15.6	16.6
당기순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	13.2	-2.5	30.1	39.0	49.9
당기순이익률(%)	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	5.9%	8.8%	-1.7%	4.0%	6.3%	7.2%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	698.0	753.2	622.3	697.8	760.2
매출액증가율(%)	43.3	7.9	-17.4	12.1	8.9
매출원가	597.9	665.3	534.0	596.2	653.0
매출총이익	100.0	87.9	88.3	101.7	107.2
판매관리비	34.8	32.0	30.5	31.9	33.0
영업이익	65.2	55.9	57.8	69.8	74.2
영업이익률(%)	9.3	7.4	9.3	10.0	9.8
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	54.6	66.5	70.7
법인세비용	8.1	7.1	15.6	16.6	17.7
당기순이익	50.6	30.1	39.1	49.9	53.0
지배주주지분 순이익	50.6	30.1	39.1	49.9	53.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-62.9	44.7	222.6	228.0	232.4
당기순이익(손실)	50.6	30.1	39.1	49.9	53.0
유형자산상각비	3.3	3.0	2.9	2.7	2.5
무형자산상각비	150.0	183.1	172.5	180.5	183.5
운전자본의 증감	-279.6	-179.0	7.0	-4.1	-3.3
투자활동 현금흐름	-43.4	-0.8	-158.5	-166.1	-169.4
유형자산의증가(CAPEX)	-4.5	-2.9	-3.0	-2.0	-1.8
투자자산의감소(증가)	90.7	-24.9	2.8	-1.6	-1.3
재무활동 현금흐름	165.3	-8.9	-42.3	-33.4	-16.2
차입금의 증감	171.6	-1.0	-34.4	-27.0	-10.7
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	59.1	34.7	21.8	28.5	46.8
기초현금	64.6	123.7	158.4	180.2	208.7
기말현금	123.7	158.4	180.2	208.7	255.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	400.1	404.5	384.1	437.0	503.9
현금및현금성자산	123.7	158.4	180.2	208.7	255.5
매출채권	141.7	149.1	123.2	138.1	150.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	690.5	687.7	677.6	668.0	660.1
유형자산	10.9	12.4	12.5	11.8	11.2
무형자산	377.8	358.9	351.4	340.9	332.4
투자자산	150.1	175.0	172.3	173.9	175.2
자산총계	1,090.7	1,092.2	1,061.7	1,104.9	1,164.0
유동부채	416.3	368.0	299.6	292.3	297.8
매입채무	16.2	11.1	9.2	10.3	11.2
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	15.3	16.0	16.5
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	314.9	308.2	314.3
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	281.1	331.0	384.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	746.8	796.7	849.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	23,250	25,056	20,704	23,216	25,290
EPS(지배주주)	1,684	1,001	1,299	1,660	1,763
CFPS	7,544	8,185	7,691	8,272	8,432
EBITDAPS	7,279	8,051	7,758	8,418	8,656
BPS	21,982	23,546	24,846	26,506	28,269
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	51.1	51.5	28.1	22.0	20.7
PCR	11.4	6.3	4.7	4.4	4.3
PSR	3.7	2.1	1.8	1.6	1.4
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	218.5	242.0	233.2	253.0	260.2
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.5	4.0	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.4	5.4	6.5	6.4
EBITDA 이익률	31.3	32.1	37.5	36.3	34.2
부채비율	65.1	54.3	42.2	38.7	37.0
금융비용부담률	0.7	1.2	1.3	0.9	0.7
이자보상배율(x)	13.2	6.4	7.3	10.9	13.4
매출채권회전율(x)	5.3	5.2	4.6	5.3	5.3
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	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.06.02	Indepth	Buy	128,000	이효진	-43.2	-36.3	
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	-37.2	-29.7	
2024.08.09	기업브리프	Buy	61,000	정지수	-	-	