

스튜디오드래곤 (253450) 2025년 제작편수 정상화 기대

Analyst 정지수 02.6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	54,000원
현재주가 (11.5)	43,800원
상승여력	23.3%

KOSPI	751.81pt
시가총액	13,166억원
발행주식수	3,006만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	8.51%
52주 최고/최저가	57,300원/34,100원
평균거래대금	21.9억원

주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.79
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.4	2.2	-17.0
상대주가	17.0	17.7	-13.7

주가그래프



3Q24 Preview: 방영 회차 감소에 따라 시장 컨센서스 하회 전망

- 3Q24 연결 매출액은 1,369억원(-37.0% YoY), 영업이익 89억원(-59.4% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- 3Q24 라인업은 <엄마친구아들>, <감사합니다> 등 총 59회차(TV 38회, OTT 21회)로 3Q23 대비 16회 감소
- 방영회차 감소와 텐트폴 작품의 부재에 더불어, <눈물의 여왕> 상각비가 3Q24까지 영향을 미치면서 이익률이 둔화될 전망
- 2024 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,894억원(-21.7% YoY), 381억원(-54.8% YoY) 전망
- 2024년 전체 방영회차는 228회로 2023년 341회 대비 113회 감소할 전망. 상반기(113회)와 하반기(115회) 방영회차는 유사한 규모이나, 통상적으로 4분기 매출원가와 판권비 부담이 크다는 점을 감안하면 하반기 수익성은 다소 부진할 전망

2025년 연결 영업이익 611억원(+176.1% YoY) 전망

- 2025 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,044억원(+19.5% YoY), 611억원(+176.1% YoY) 전망
- 광고 업황 회복 및 채널 편성 확대에 따라 2025년 방영회차는 283회로 정상화 기대

투자 의견 Buy, 적정주가 54,000원 유지

- 넷플릭스와 진행 중인 재계약 협상 결과에 따라 작품별 마진율 개선 가능성 존재

(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	54.3	1.8	6.3	3.4	41.8
2025E	704.4	61.1	43.3	1,442	78.8	25,794	30.4	1.7	5.6	5.7	40.0
2026E	699.4	78.5	56.2	1,870	29.7	27,664	23.4	1.6	5.0	7.0	35.8

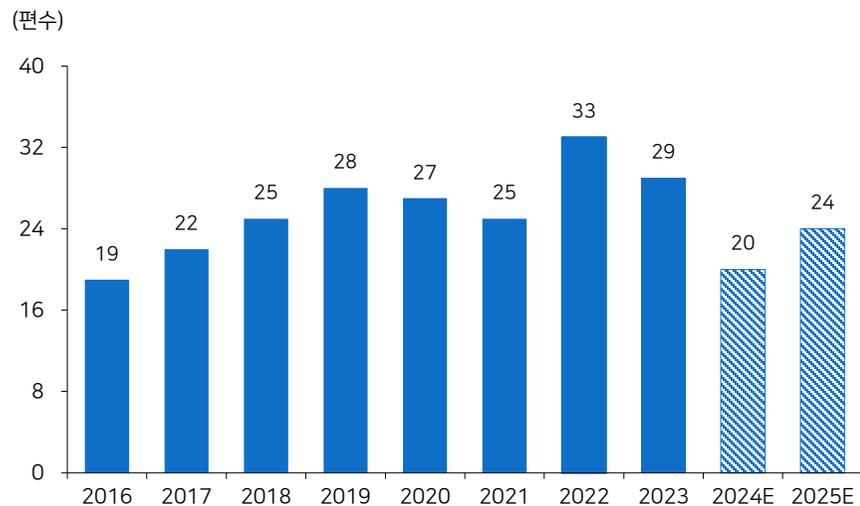
스튜디오드래곤 – 2025년 제작편수 정상화 기대

2025년 전망 시리즈 13
통신/미디어

편당 제작비 증가에 따른
실적 성장 전망

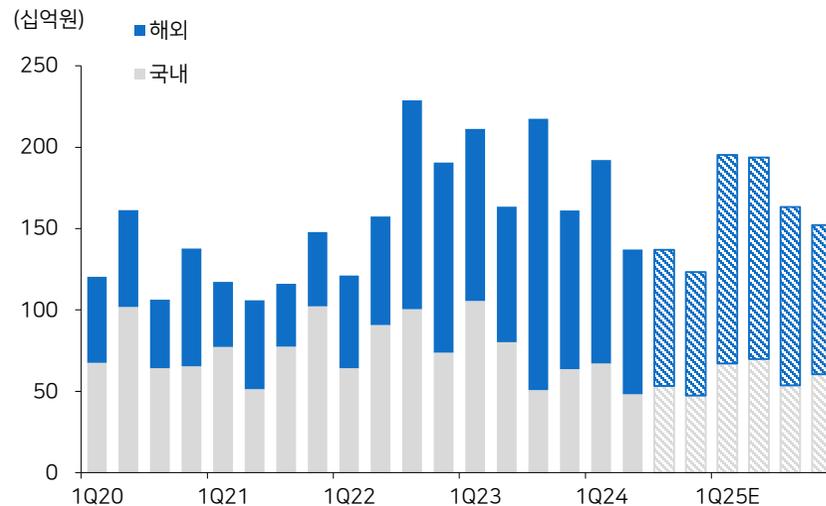
- 3Q24 연결 매출액은 1,369억원(-37.0% YoY), 영업이익 89억원(-59.4% YoY)으로 컨센서스 하회 전망
- 3Q24 라인업은 <엄마친구아들>, <감사합니다> 등 총 59회차(TV 38회, OTT 21회)로 3Q23 대비 16회 감소
- 방영회차 감소와 텐트폴 작품의 부재에 더불어, <눈물의 여왕> 상각비가 3Q24까지 영향을 미치면서 이익률이 둔화될 전망

연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

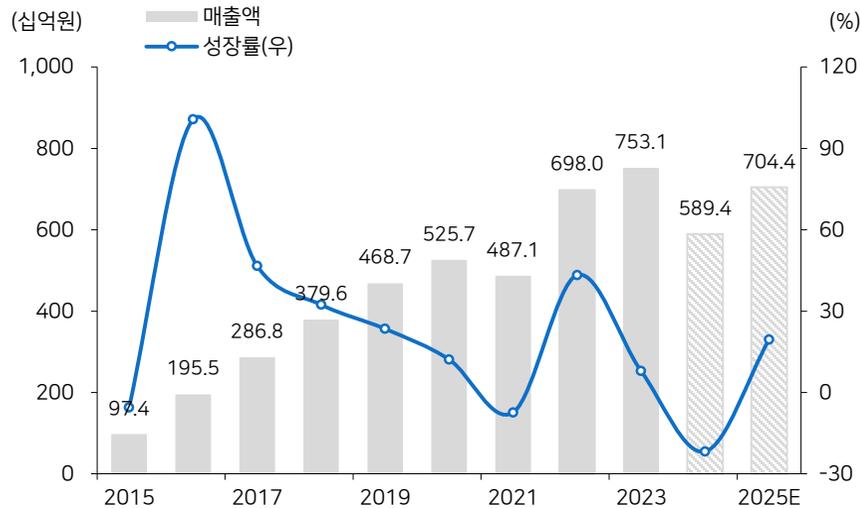
스튜디오드래곤 – 2025년 제작편수 정상화 기대

2025년 전망 시리즈 13
통신/미디어

추가적인 글로벌 플랫폼
확보 전망

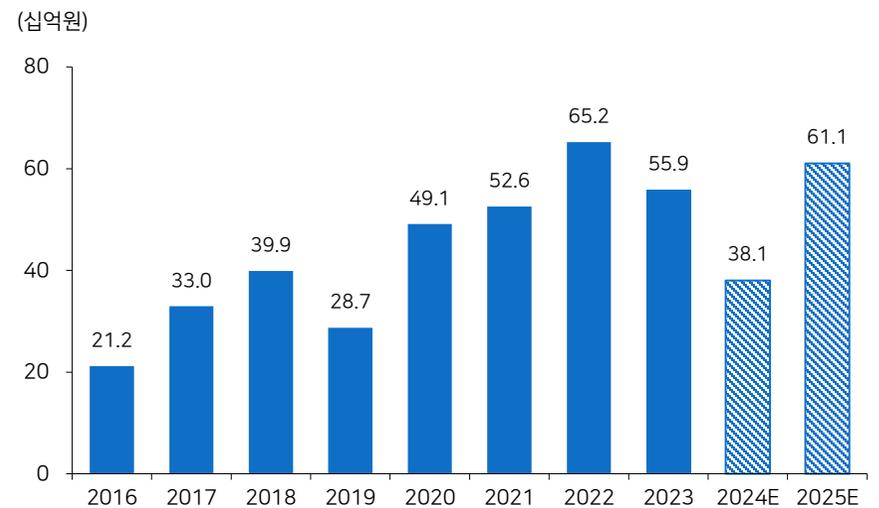
- 2024 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,894억원(-21.7% YoY), 381억원(-54.8% YoY) 전망
- 2024년 전체 방영회차는 228회로 2023년 341회 대비 113회 감소할 전망
- 상반기(113회)와 하반기(115회) 방영회차는 유사한 규모이나, 통상적으로 4분기 매출원가와 판관비 부담이 크다는 점을 감안하면 하반기 수익성은 다소 부진할 전망
- 광고 업황 회복 및 채널 편성 확대로 2025년 방영회차는 283회로 정상화 기대

스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13
통신/미디어

(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	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.0	42.8	33.2	182.6	164.0	162.8
기타	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	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	753.1	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
판매비와관리비	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/관계기업관련손익	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

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

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-62.9	44.7	201.4	202.7	219.9
당기순이익(손실)	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2
유형자산감가상각비	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
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.5	-2.9	-3.0	-2.0	-1.8
투자자산의 감소(증가)	90.7	-24.9	3.5	-2.4	0.1
재무활동 현금흐름	165.3	-8.9	-42.3	-33.3	-16.4
차입금증감	171.6	-1.0	-34.4	-26.9	-10.9
자본의증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(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

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	46.2	25.8	19.9
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	1.3
EBITDA(십억원)	218.5	242.0	205.0	226.6	243.3
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.4	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.4	3.4	5.7	7.0
EBITDA이익률	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)					