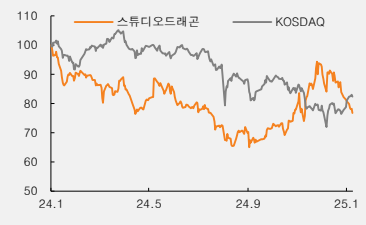


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	61,000원
현재주가(25/1/10)	40,200원
상승여력	51.7%

영업이익(24F, 십억원)	37
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	37
EPS 성장률(24F, %)	9.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	70.6
P/E(24F, x)	39.2
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSDAQ	717.89

시가총액(십억원)	1,208
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	0.23
52주 최저가(원)	34,100
52주 최고가(원)	50,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.4	-1.7	-19.9
상대주가	-22.0	17.5	-2.3



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraeasset.com

스튜디오드래곤

숨 고르기 구간

4Q24 Preview: 매출 905억원, 영업이익 22억원

동분기 매출 905억원, 영업이익 22억원으로 컨센서스 1,116억원/51억원을 하회할 것으로 전망한다.

편성편수는 42회차로 전년과 전분기 대비 감소했다. 또한 글로벌 OTT형 오리지널 작품이 없어 회당 제작비 규모도 작았다. 다만 3분기까지 인식됐던 눈물의 여왕 상 각비 인식이 종료됐고 대작이 없었던 만큼 상각비 부담은 감소한다. 그러나 기획/개발 중으로 건설중인 자산으로 처리한 작품 중 향후 수익화 가능성이 없다고 판단되는 작품에 대한 손상 처리로 인한 일회성 비용이 반영된다.

2025 Preview: 새로운 가능성을 찾아

25년은 지속적인 성장이 가능한 신사업을 발굴하고 이익률 제고를 위한 체계를 마련할 것으로 보인다. 이것이 진행되는 가운데 장기적으로 실적 개선에 도움이 되는 시그널이 포착될 시 밸류에이션의 상향으로 이어질 것이라 판단한다.

편성편수 증가로 인한 실적 개선에 대한 기대감은 여전하다. CJ ENM의 수목 드라마 슬롯이 하반기에 재개되며 스튜디오드래곤이 대부분을 수주할 것으로 보인다. 일본과 미국 제작사와의 작품 기획 개발도 진행되고 있다. 일본에서는 최소 두 작품이 편성돼 수익화로 이어질 것이다. 미국 제작사와 협업하고 있는 작품은 현지 시스템 상 리드타임이 길지만 편당 제작비 규모가 국내의 열 배에 달하기 때문에 구체화됨에 따라 밸류에이션에 반영될 수 있다. 또한 IP 흥행으로 인한 수익의 상방을 공유 받을 수 있는 사업 모델을 구상하고 있고 이 역시 하반기에 구체화될 것이다.

비용 절감 역시나 가시적이다. 전산 프로그램을 도입해 비용 처리의 투명성을 높임으로써 이익률 통제를 시작한다. 연구 개발 중인 AI는 VFX에 가장 먼저 도입돼 관련 비용 절감에 도움이 될 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	698	753	525	639	721
영업이익 (십억원)	65	56	37	52	64
영업이익률 (%)	9.3	7.4	7.0	8.1	8.9
순이익 (십억원)	51	30	33	47	59
EPS (원)	1,684	1,001	1,098	1,564	1,950
ROE (%)	7.5	4.4	4.6	6.1	7.2
P/E (배)	51.1	51.5	39.2	25.7	20.6
P/B (배)	3.9	2.2	1.7	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	90.5	753.1	510.1	633.4	720.7
YoY 성장률(%)	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-43.8	7.9	-32.3	24.2	13.8
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.3	154.1	126.9	145.3	176.2
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	58.9	588.9	367.1	463.0	512.5
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.3	10.1	16.0	25.0	32.0
매출 총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	10.7	87.9	63.4	83.8	102.0
매출총이익률(%)	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.6	11.8	11.7	12.4	13.2	14.1
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	42.7	398.3	239.0	316.7	338.7
무형자산상각비	46.4	41.3	46.0	49.0	50.1	38.5	26.1	21.4	182.6	136.0	148.2	181.4
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	2.2	55.9	33.3	50.8	64.5
영업이익률(%)	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	2.5	7.4	6.5	8.0	9.0
지배주주순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	8.2	30.1	30.4	46.0	53.3
Key data												
편성편수	98	83	75	79	71	32	59	42	331	120	251	277
Total ASP	2.2	2.0	3.1	2.0	2.7	4.3	1.6	2.4	2.3	2.6	2.5	2.6
편당 제작비	1.6	1.5	2.3	1.7	1.9	4.2	1.1	1.3	1.7	2.0	2.0	1.9

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 17. Valuation

(십억원)

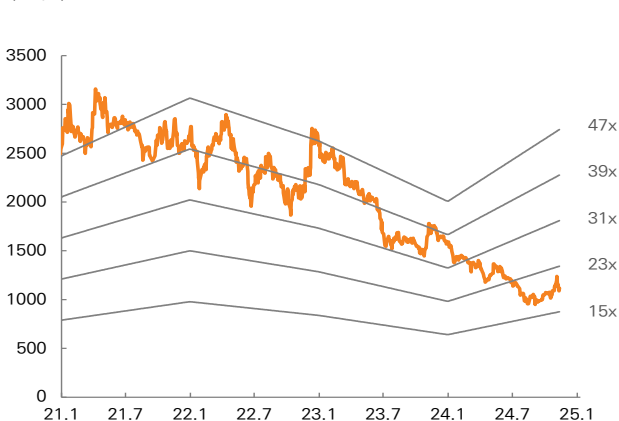
항목	값	
25F EBIT	50.8	- 드라마 제작 수요 증가에 따른 기대감을 반영해 최근 3년 EV/EBIT
Target EV/EBIT	32.5x	평균의 +1SD 적용
(- 순차입금)	-133.3	- 최근 3년은 코로나 이후 드라마 제작 수요가 급감한 시기
적정 시가총액	1,809	
확석주식수(천주)	30,058	
목표주가(원)	61,000	천의자리 반올림
현재주가(원)	40,200	
상승여력	51.7%	

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 12MF EV/EBIT 밴드차트1

그림 87. 12MF EV/EBIT 밴드차트2

(십억원)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

(x)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	753	525	639	721
매출원가	665	457	555	619
매출총이익	88	68	84	102
판매비와관리비	32	31	33	37
조정영업이익	56	37	52	64
영업이익	56	37	52	64
비영업손익	-19	0	4	8
금융손익	-4	-1	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	37	56	72
계속사업법인세비용	7	7	10	13
계속사업이익	30	30	46	59
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	33	47	59
지배주주	30	33	47	59
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	47	33	47	59
지배주주	47	33	47	59
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	242	151	122	108
FCF	42	159	107	90
EBITDA 마진율 (%)	32.1	28.8	19.1	15.0
영업이익률 (%)	7.4	7.0	8.1	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	6.3	7.4	8.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	405	495	641	763
현금 및 현금성자산	158	322	431	527
매출채권 및 기타채권	149	104	127	143
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	98	69	83	93
비유동자산	688	569	501	459
관계기업투자등	12	9	10	12
유형자산	12	10	9	7
무형자산	359	247	178	136
자산총계	1,092	1,063	1,141	1,222
유동부채	368	308	338	359
매입채무 및 기타채무	69	48	59	66
단기금융부채	172	171	172	172
기타유동부채	127	89	107	121
비유동부채	16	14	15	16
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	6	4	5	6
부채총계	384	322	354	376
지배주주지분	708	741	788	846
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	322	381
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	708	741	788	846

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	45	159	107	90
당기순이익	30	33	47	59
비현금수익비용가감	216	121	75	49
유형자산감가상각비	3	2	2	1
무형자산상각비	183	112	69	42
기타	30	7	4	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-179	12	-6	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	45	-23	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-3	2	1
법인세납부	-22	-7	-9	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	10	13	16
유형자산처분(취득)	-3	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	1	-1	0
기타투자활동	6	9	14	16
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-9	-8	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-8	-8	-9
현금의 증가	35	164	109	96
기초현금	124	158	322	431
기말현금	158	322	431	527

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	51.5	39.2	25.7	20.6
P/CF (x)	6.3	8.4	9.9	11.2
P/B (x)	2.2	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	6.5	7.6	7.8	8.0
EPS (원)	1,001	1,098	1,564	1,950
CFPS (원)	8,185	5,126	4,051	3,577
BPS (원)	23,546	24,644	26,208	28,157
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.9	-30.3	21.8	12.7
EBITDA증가율 (%)	10.7	-37.6	-19.3	-11.8
조정영업이익증가율 (%)	-14.3	-34.3	40.5	24.6
EPS증가율 (%)	-40.6	9.7	42.4	24.7
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.2	5.5	5.4
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	48.7	48.4	64.5	61.6
ROA (%)	2.8	3.1	4.3	5.0
ROE (%)	4.4	4.6	6.1	7.2
ROIC (%)	8.5	6.5	11.7	16.7
부채비율 (%)	54.3	43.5	44.9	44.4
유동비율 (%)	109.9	160.6	189.5	212.2
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-19.4	-32.1	-41.2
조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	4.2	5.9	7.4