

2023. 11. 9



▲ 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) **81,000 원**

현재주가 (11.8) **57,300 원**

상승여력 **41.4%**

KOSDAQ 811.02pt

시가총액 17,224억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.06%

외국인비중 8.41%

52주 최고/최저가 88,900원/46,100원

평균거래대금 56.3억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 15.5 6개월 -11.7 12개월 -17.3

절대주가 16.3 상대주가 -8.3 -27.3

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

반짝이는 성장 모멘텀

- ✓ 3Q23 연결 영업이익 219억원(+15.4% YoY)으로 시장 컨센서스(176억원) 상회
- ✓ 방영회차 감소(3Q22 160회 → 3Q23 75회)에도 편당 제작비 증가로 외형 견인
- ✓ 비용 효율화 정책과 AI 기술 적용에 따른 제작비 절감으로 기대 이상의 이익 성장
- ✓ 2023년 연결 매출액 7,713억원(+10.5% YoY), 영업이익 776억원(+19.1% YoY) 전망
- ✓ 작품별 프로젝트 마진 개선 및 추가적인 글로벌 플랫폼 확보 가능성 유호

3Q23 Review: 영업이익 219억원(+15.4% YoY)으로 시장 컨센서스 상회

3Q23 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,174억원(-5.0% YoY), 219억원(+15.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 176억원)를 상회했다. 2Q23 주요 라인업은 <The Big Door Prize 2>, <도적: 칼의 소리>, <소용없어 거짓말>, <아라문의 검> 등이며, 전체 방영회차는 75회(TV 50회, OTT 25회)를 기록했다. 방영회차가 큰 폭으로 감소(3Q22 160회 → 3Q23 75회)했음에도 불구하고 방영작들의 편당 제작 규모가 큰 영향으로 역대 두 번째로 큰 매출액을 기록했고, 전사적인 비용 효율화 정책과 AI 기술 적용에 따른 제작비 절감으로 시장 기대치를 상회하는 이익 성장이 나타났다.

2023년 연결 영업이익 776억원(+19.1% YoY) 전망

2023년 연결 매출액은 7,713억원(+10.5% YoY), 영업이익 776억원(+19.1% YoY)을 전망한다. 4Q23 주요 콘텐츠 라인업은 <스위트홈2>, <경성크리처>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 72회의 방영회차가 인식될 예정이며, 글로벌 OTT 플랫폼들의 수요 증가로 2024년 콘텐츠 제작편수는 2023년 대비 소폭 증가할 전망이다.

여전히 충분한 성장 잠재력

방송광고 시장이 회복되면 채널 편성 정상화 및 리쿠플 개선 효과를 기대할 수 있고, 해외 판권을 확보한 일부 작품의 경우 동시방영 이상의 리쿠플 개선 효과가 나타나고 있어 수익성 개선 여지도 충분하다. 넷플릭스 재계약에 따른 프로젝트 마진 개선 효과는 2024년에 보다 유의미하게 나타날 전망이며, 글로벌 OTT들의 한국 콘텐츠 관심이 여전히 만큼 추가적인 글로벌 플랫폼 확보 가능성 또한 유호하다.

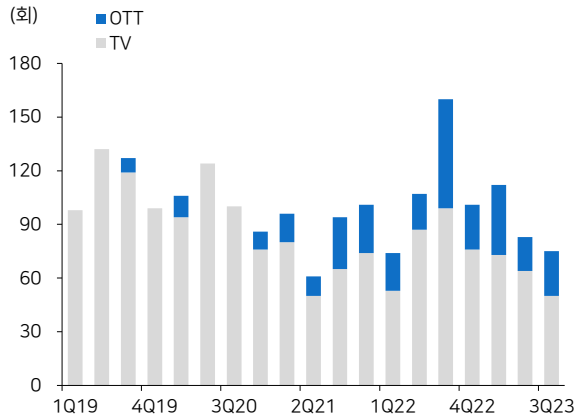
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023E	771.3	77.6	57.9	1,928	14.5	23,909	29.7	2.4	7.0	8.4	55.4
2024E	807.1	89.5	68.6	2,281	18.3	26,191	25.1	2.2	6.1	9.1	48.6
2025E	861.8	103.0	79.4	2,640	15.7	28,831	21.7	2.0	5.1	9.6	43.8

표1 스튜디오드래곤 3Q23 실적 Review

(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	217.4	228.9	-5.0	163.5	33.0	180.8	20.3	142.8	52.2
영업이익	21.9	18.9	15.4	16.3	34.4	17.6	24.2	13.6	60.7
세전이익	24.2	25.5	-4.9	15.8	53.0	19.8	22.2	15.1	60.2
순이익	18.9	17.8	5.8	10.2	85.2	14.9	26.7	11.8	59.9

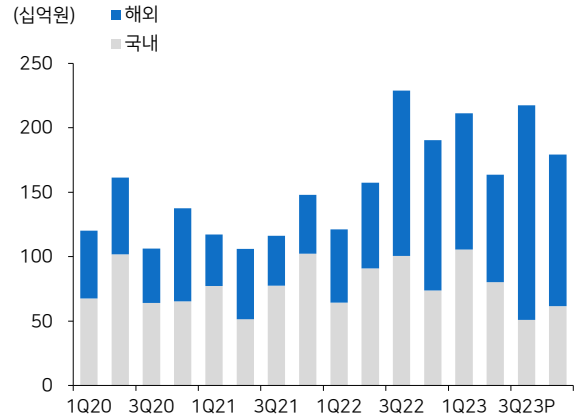
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스튜디오드래곤 방영회차 추이



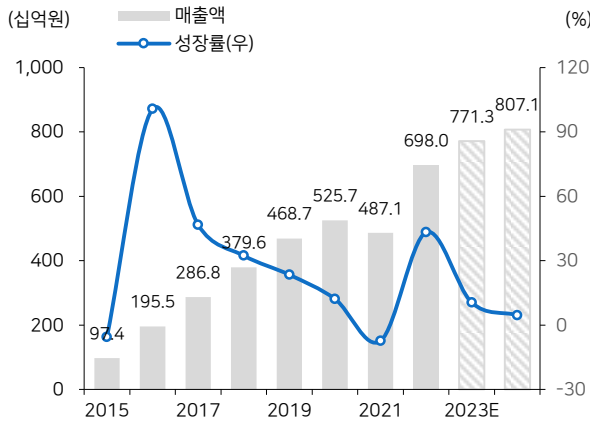
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 국내의 매출액 추이 및 전망



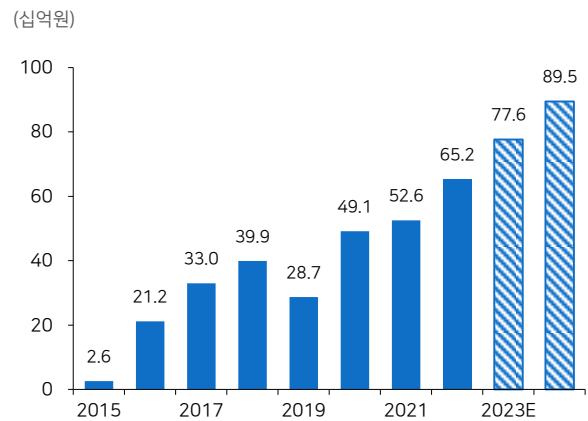
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망

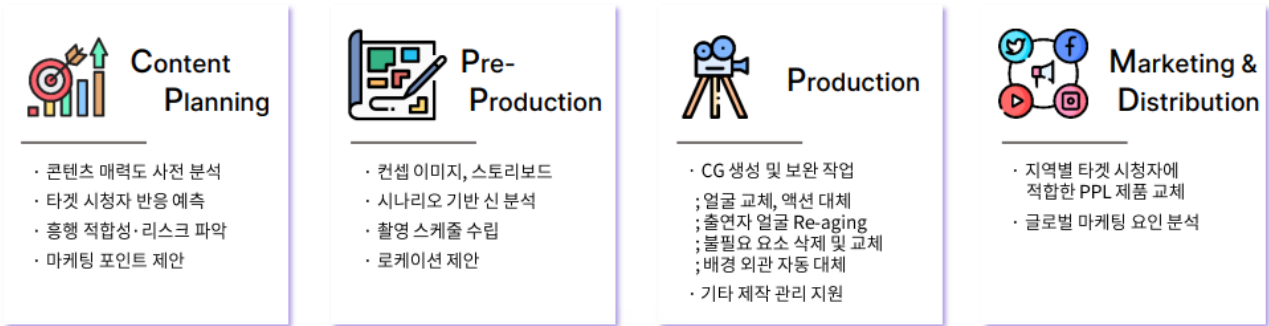


자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 제작 전 과정 AI 기술 적용으로 제작 효율화 및 비용 절감

■ 제작 전 과정 A.I. 기술 적용으로 제작 효율화 및 비용 절감 추구

01. 기획·개발 → 02. 제작 → 03. 유통·마케팅



자료: 스튜디오드래곤

그림6 4Q23 주요 콘텐츠 라인업

 <p>무인도의 디바</p> <p>tvN, Netflix 동시방영 12부작 10/21~11/26</p>	<p>스위트홈2</p> <p>Netflix 8부작 12/1</p>		<p>경성크리처</p> <p>Netflix 10부작 4Q23 공개</p>
 <p>반짝이는 워터멜론</p> <p>tvN 16부작 10/2~11/21</p>	 <p>마에스트라</p> <p>tvN, Disney+ 동시방영 12부작 12/2~</p>		

자료: 스튜디오드래곤

표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	211.1	163.5	217.4	179.3	209.7	173.3	209.8	214.3	698.0	771.3	807.1
% YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-5.9%	-0.7%	6.0%	-3.5%	19.5%	43.3%	10.5%	4.6%
편성	43.2	42.5	35.0	37.4	44.5	44.6	37.7	41.1	192.5	158.1	167.9
판매	165.7	118.9	180.0	137.5	159.9	123.3	167.0	168.0	480.2	602.2	618.2
기타	2.3	2.1	2.3	4.3	5.3	5.4	5.1	5.3	25.2	11.1	21.1
매출원가	180.3	139.6	188.6	150.9	178.5	145.0	181.6	176.0	598.0	659.4	681.0
% YoY	88.6%	14.3%	-6.4%	-15.6%	-1.0%	3.9%	-3.7%	16.6%	46.8%	10.3%	3.3%
제작원가	108.1	78.9	121.9	96.1	102.9	90.4	106.2	108.7	361.6	405.0	408.1
무형자산상각비	46.5	41.4	46.2	30.4	47.4	33.9	49.0	40.1	149.9	164.5	170.5
기타	25.7	19.3	20.5	24.4	28.2	20.7	26.4	27.2	86.5	89.9	102.5
매출총이익	30.8	23.9	28.8	28.4	31.2	28.3	28.2	38.4	100.0	112.0	126.1
% YoY	20.9%	-32.5%	5.2%	142.8%	1.1%	18.3%	-1.9%	35.0%	25.3%	12.0%	12.6%
GPm(%)	14.6%	14.6%	13.2%	15.9%	14.9%	16.3%	13.5%	17.9%	14.3%	14.5%	15.6%
판관비	9.2	7.7	6.9	10.5	9.5	8.6	7.5	11.0	34.8	34.3	36.6
% YoY	24.7%	-8.8%	-17.8%	-0.2%	3.1%	12.3%	7.6%	4.8%	27.9%	-1.3%	6.6%
인건비	5.1	4.2	3.6	6.4	5.1	4.3	3.7	6.6	20.2	19.2	19.8
유무형자산상각비	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	2.2	2.2	2.6
지급수수료	2.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.0	1.9	2.2	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	1.3	0.8	0.9	1.4	1.4	1.4	1.1	1.5	4.8	4.4	5.3
영업이익	21.6	16.3	21.9	17.9	21.7	19.7	20.8	27.4	65.2	77.6	89.5
% YoY	19.4%	-39.8%	15.4%	1419.3%	0.2%	21.1%	-4.9%	52.7%	24.0%	19.1%	15.2%
영업이익률(%)	10.2%	9.9%	10.1%	10.0%	10.3%	11.4%	9.9%	12.8%	9.3%	10.1%	11.1%
법인세차감전순이익	22.1	15.8	24.2	13.4	22.5	19.2	23.1	21.7	58.6	75.6	86.6
법인세비용	3.7	5.6	5.3	3.0	4.5	3.8	4.9	4.8	8.1	17.6	18.0
당기순이익	18.4	10.2	18.9	10.5	18.0	15.4	18.3	16.9	50.6	57.9	68.6
당기순이익률(%)	8.7%	6.2%	8.7%	5.9%	8.6%	8.9%	8.7%	7.9%	7.2%	7.5%	8.5%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	487.1	698.0	771.3	807.1	861.8
매출액증가율(%)	-7.3	43.3	10.5	4.6	6.8
매출원가	407.4	597.9	659.4	681.0	720.3
매출총이익	79.8	100.0	112.0	126.1	141.5
판매관리비	27.2	34.8	34.3	36.6	38.5
영업이익	52.6	65.2	77.6	89.5	103.0
영업이익률(%)	10.8	9.3	10.1	11.1	12.0
금융손익	4.3	2.2	5.1	5.0	4.9
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.8	-8.9	-7.2	-7.9	-7.6
세전계속사업이익	52.0	58.6	75.6	86.6	100.3
법인세비용	13.0	8.1	17.6	18.0	20.9
당기순이익	39.1	50.6	57.9	68.6	79.4
지배주주지분 순이익	39.1	50.6	57.9	68.6	79.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.4	-62.9	202.5	240.0	261.3
당기순이익(손실)	39.1	50.6	58.0	68.6	79.4
유형자산상각비	3.8	3.3	2.1	2.0	1.9
무형자산상각비	95.3	150.0	164.5	170.5	185.6
운전자본의 증감	-155.0	-279.6	-26.4	-2.4	-3.6
투자활동 현금흐름	26.5	-43.4	-123.6	-126.6	-134.9
유형자산의증가(CAPEX)	-2.3	-4.5	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-60.7	90.8	-1.3	-0.7	-1.0
재무활동 현금흐름	-3.0	165.3	-42.1	-33.9	-27.2
차입금의 증감	0.5	171.6	-33.6	-27.0	-21.5
자본의 증가	0.4	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.5	59.1	36.7	79.5	99.3
기초현금	49.1	64.6	123.7	160.4	239.9
기말현금	64.6	123.7	160.4	239.9	339.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	232.5	400.1	465.4	558.9	679.4
현금및현금성자산	64.6	123.7	160.4	239.9	339.2
매출채권	123.6	141.7	156.7	163.9	175.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	651.5	690.5	651.7	611.4	566.4
유형자산	7.7	10.9	10.3	9.8	9.5
무형자산	298.0	377.8	338.3	297.9	252.2
투자자산	240.8	150.1	151.4	152.1	153.1
자산총계	884.0	1,090.7	1,117.1	1,170.3	1,245.8
유동부채	183.6	416.3	384.3	368.6	364.5
매입채무	17.0	16.2	17.9	18.7	20.0
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	14.1	14.4	14.7
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	398.5	383.0	379.2
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	270.5	339.1	418.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	683.9	660.7	718.7	787.3	866.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	16,233	23,250	25,662	26,852	28,669
EPS(지배주주)	1,301	1,684	1,928	2,281	2,640
CFPS	5,254	7,544	8,199	8,662	9,507
EBITDAPS	5,054	7,279	8,127	8,714	9,664
BPS	22,785	21,982	23,909	26,191	28,831
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	69.9	51.1	29.7	25.1	21.7
PCR	17.3	11.4	7.0	6.6	6.0
PSR	5.6	3.7	2.2	2.1	2.0
PBR	4.0	3.9	2.4	2.2	2.0
EBITDA(십억원)	151.7	218.5	244.3	261.9	290.5
EV/EBITDA	17.6	12.1	7.0	6.1	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	7.5	8.4	9.1	9.6
EBITDA 이익률	31.1	31.3	31.7	32.5	33.7
부채비율	29.3	65.1	55.4	48.6	43.8
금융비용부담률	0.2	0.7	1.1	0.9	0.7
이자보상배율(x)	67.6	13.2	9.2	13.0	18.2
매출채권회전율(x)	4.2	5.3	5.2	5.0	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 하시기를 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

