

스튜디오  
드래곤  
(253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

78,000

유지

현재주가

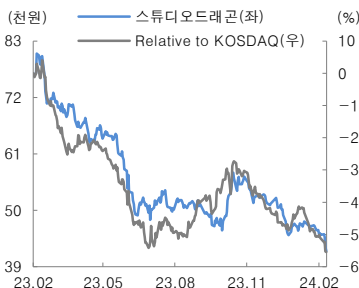
42,050

(24.03.07)

미디어업종

KOSDAQ	863.37
시가총액	1,264십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	80,100원 / 42,050원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	7.66%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.3	-20.1	-16.7	-46.5
상대수익률	-16.6	-24.7	-12.6	-49.5



## 여왕님은 봐야지

- 23년 드래곤 주가 부진은 시청률 하락, TV 광고 부진 등에 기인
- 24년 시청률의 반등은 이미 시작. <눈물의 여왕>은 화제성, 수익성 견비
- ENM과의 시총 역전 해소, NFLX 주가와와 디커플링 심화도 반등의 근거

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 78,000원 유지

목표주가 78천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

### 시청률의 반등은 이미 시작됐다

23년 드래곤 주가의 부진은 18년 이후 가장 낮은 시청률, TV 광고 부진에 따른 미디어업 전반적인 주가 하락, TV 광고 위축에 따른 광고 연동형 실적 일부 영향

1) 시청률의 반등은 이미 시작. 23년 주요 작품 평균 6% 대비 24년은 8.4%. 3/9 박지은 작가, 김수현/김지원의 <눈물의 여왕> 방영. 박지은 작가는 최고 시청률 22% <사랑의 불시착>, 21% <푸른바다의 전설>의 작가. <눈물의 여왕>은 32% <내조의 여왕>, 17% <역전의 여왕>에 이은 박지은 작가의 여왕 시리즈

이번 작품은 제작비가 평균의 두 배 이상으로 추정되고, 글로벌 OTT에 동시방영되며, Recoup율도 평균을 크게 상회하는 것으로 추정. 화제성 및 수익성 모두 견비

2) TV 광고는 23.9월부터 반등을 시작했으나, 12월 주춤 후 1Q24 광고 비수기를 지나는 중. 4월부터는 대형 정치 이벤트 종료, 광고 성수기 진입 및 7~8월 올림픽을 앞두고 TV 광고가 다시 반등에 나설 것으로 전망

### 3) 23년 실적의 재해석. OTT향 등 판권 판매는 오히려 +14% yoy

드래곤은 17년부터 23년까지 캡티브 비중 80%대, 자체기획 비중 20%대, 글로벌 OTT향 공급은 Volume Deal(연간 계약 물량 공급) 등의 전략으로 외형 성장

24년부터는 캡티브 비중 50% 이내, 자체기획 비중 50% 이상, 글로벌 OTT향 공급은 Volume Deal 외에 추가 수익을 추구하는 계약 형태로의 변화 추진

이러한 변화 과정에서 일시적인 매출/이익 정체는 발생하지만, 내용면에서는 추구하는바 대로 진행 중. 23년 실적도 캡티브에 연동된 부분 제외하는 성장

23년 OP 559억원(-14% yoy). 22~23년 일회성 요인들 제거시 OP는 562억원에서 579억원으로 +3% yoy 상승. 비중 22%의 tvN향 실적은 TV 광고 -30% yoy의 영향으로 하락. 이를 제외한 OTT향 등 판권 판매는 오히려 +14% yoy

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	716	816	902
영업이익	65	56	74	88	104
세전순이익	59	37	81	96	113
총당기순이익	51	30	61	73	86
자배지분순이익	51	30	61	73	86
EPS	1,684	1,001	2,041	2,421	2,861
PER	51.1	51.4	21.0	17.7	15.0
BPS	22,010	23,548	25,589	28,010	29,921
PBR	3.9	2.2	1.76	1.5	1.4
ROE	7.5	4.4	8.3	9.0	9.9

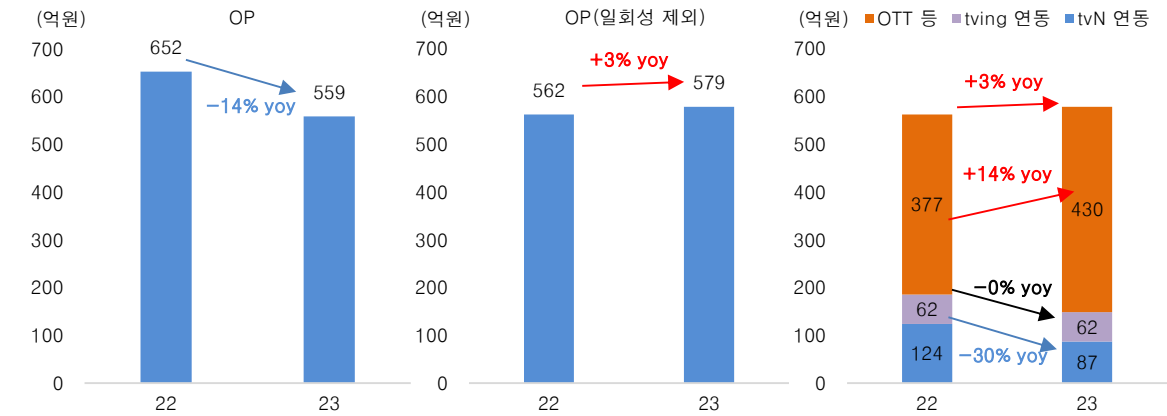
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	706	804	716	816	1.4	1.5
판매비와 관리비	38	38	38	38	0.0	0.0
영업이익	80	94	74	88	-7.9	-5.9
영업이익률	11.3	11.7	10.3	10.8	-1.0	-0.8
영업외손익	7	8	7	8	0.0	0.0
세전순이익	87	101	81	96	-7.2	-5.4
자비자분순이익	66	77	61	73	-7.2	-5.4
순이익률	9.4	9.6	8.6	8.9	-0.8	-0.7
EPS(자비자분순이익)	2,200	2,560	2,041	2,421	-7.2	-5.4

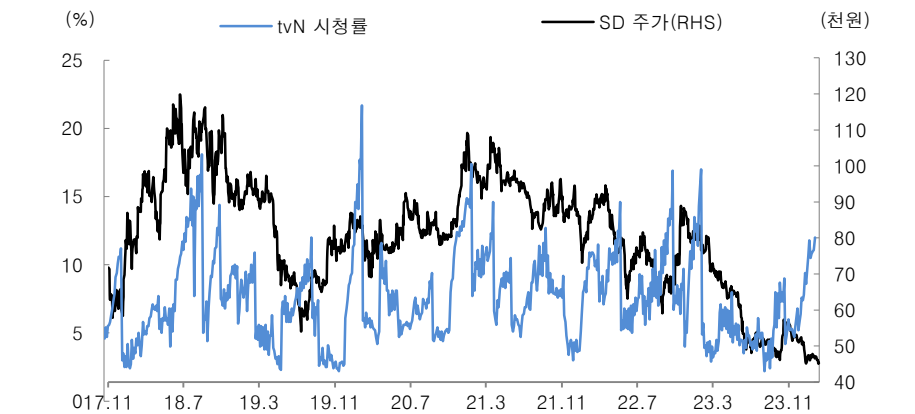
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 23년 OP의 재해석. 일회성 제외, 캡티브 향 제외한 글로벌 OTT 향 등 판권 판매는 +14% yoy



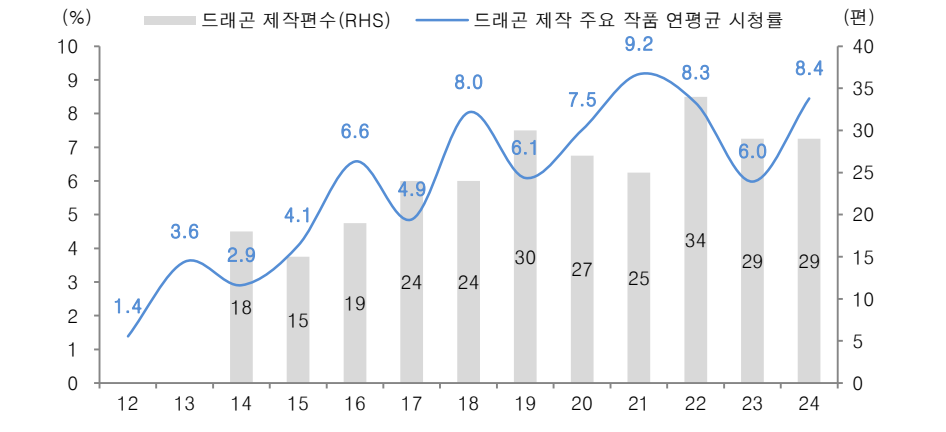
자료: 스튜디오드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 2. 주요 작품의 시청률은 단기 주가에 영향



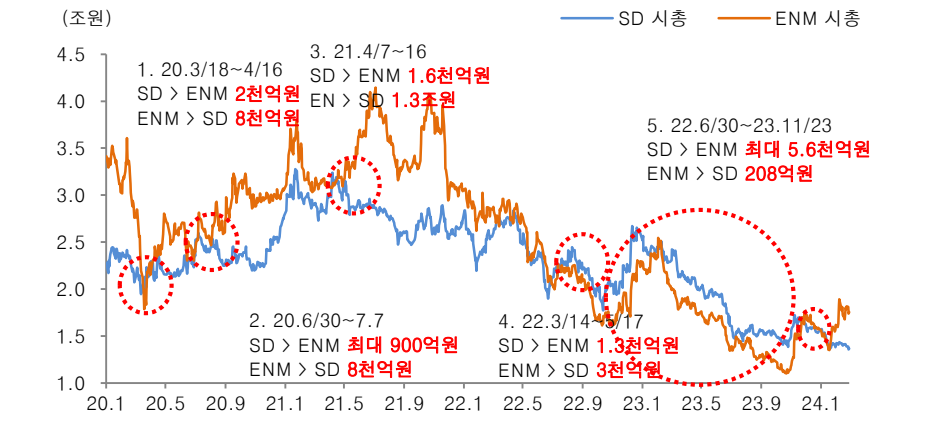
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 3. 23년의 부진을 딛고, 24년 시청률의 반등은 이미 시작됐다



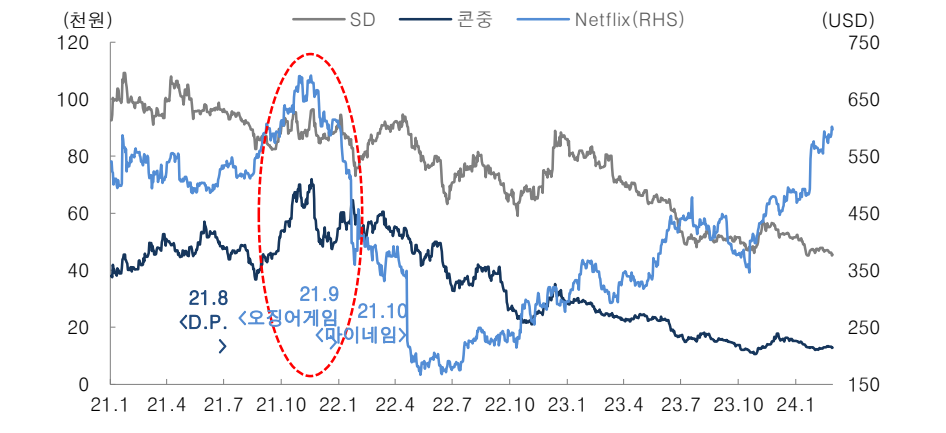
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 4. ENM 과의 시청 역전 해소는 드래곤 주가 반등의 근거



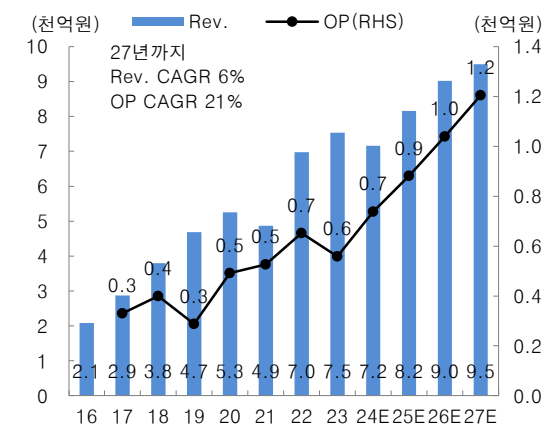
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. 넷플릭스와의 주가 디커플링 심화도 드래곤 주가 반등의 근거



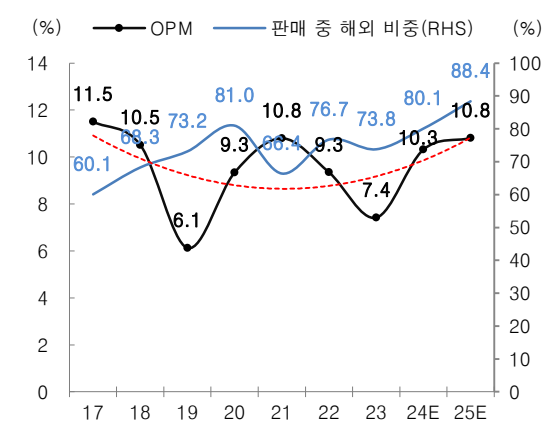
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 매출, 영업이익 전망



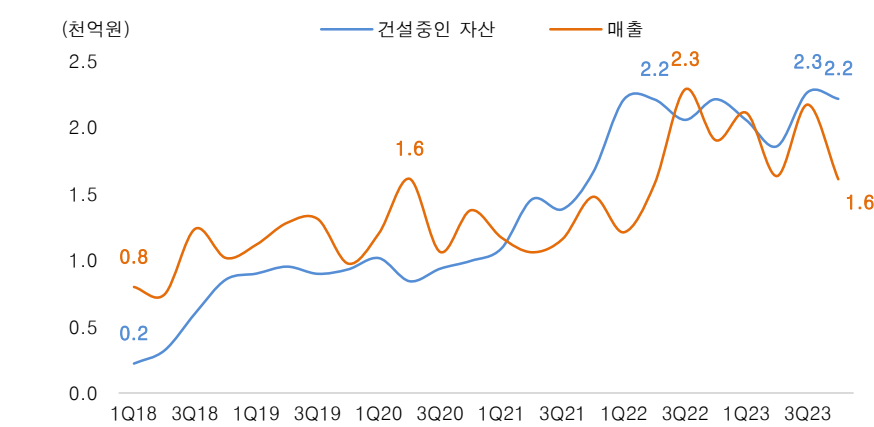
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 해외 판매 증가에 따른 마진 개선 전망



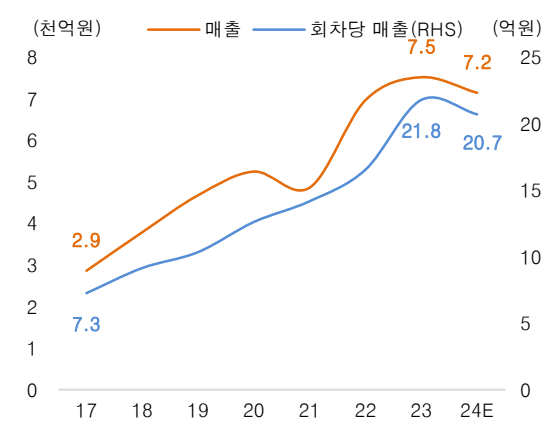
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 기획 중인 작품은 충분



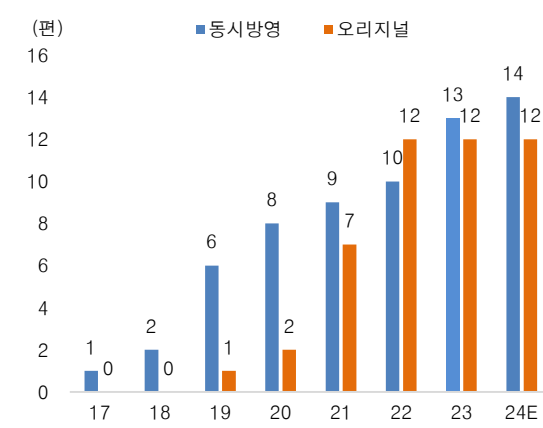
자료: 스튜디오드래곤 대신증권 Research Center

그림 9. 대작과 동시방영 확대로 수익성 개선 추진



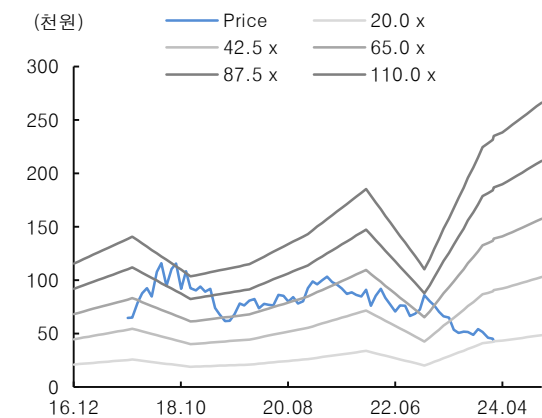
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. 대작과 동시방영 확대로 수익성 개선 추진



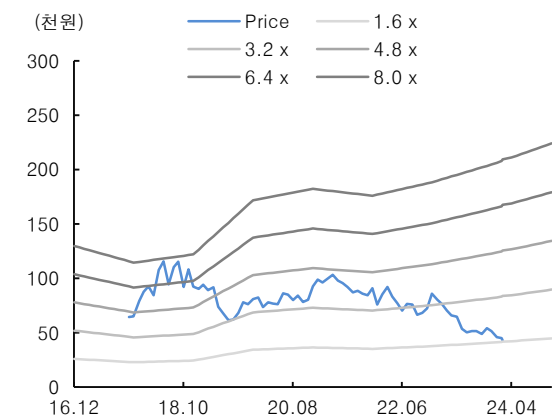
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
I	순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	61	73	86	99	1,149	1,333	1,546	1,794	2,081	
II	자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	769	842	899	965	1,044	1,132	1,233	1,350	1,487	
	추정ROE	8.3	9.0	9.6	10.3	11.0	11.8	12.5	13.3	14.0	
III	필요수익률 <sup>(주3)</sup>	6.2									
	무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	3.6									
	시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
	베타	0.67									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	2.1	2.8	3.3	4.0	4.8	5.5	6.3	7.1	7.8	
V	필요수익	441	479	525	561	602	651	705	768	842	
VI	잔여이익(Ⅴ-Ⅳ)	172	248	335	430	548	682	841	1,025	1,239	
	현가계수	0.94	0.89	0.83	0.79	0.74	0.70	0.65	0.62	0.58	
	잔여이익의 현가	16	22	28	34	41	48	55	63	72	
VII	잔여이익의 합계	378									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	1,154									
	영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX	기초자기자본	708									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,240									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	74,513									
	현재가치(원)	42,050									
	Potential (%)	77.2%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상잔적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없으나 가정 하에 0%를 반영

1. 기업개요

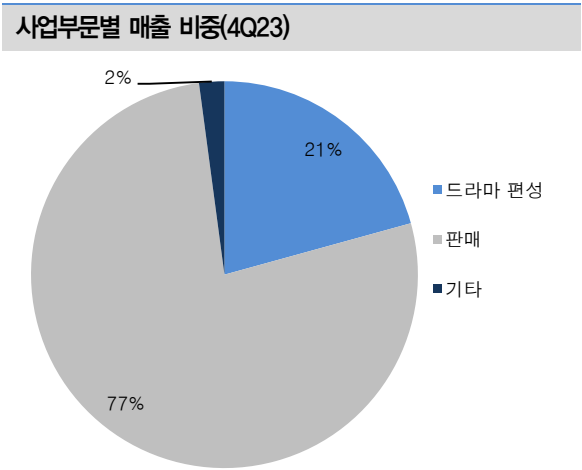
기업 및 주요 주주 현황

- 스튜디오드래곤은 16,5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 23년 매출 7,531억원 영업이익 559억원 당기순이익 301억원
- 4Q23 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 21%, 판매 77%, 기타 2%
- 4Q23 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

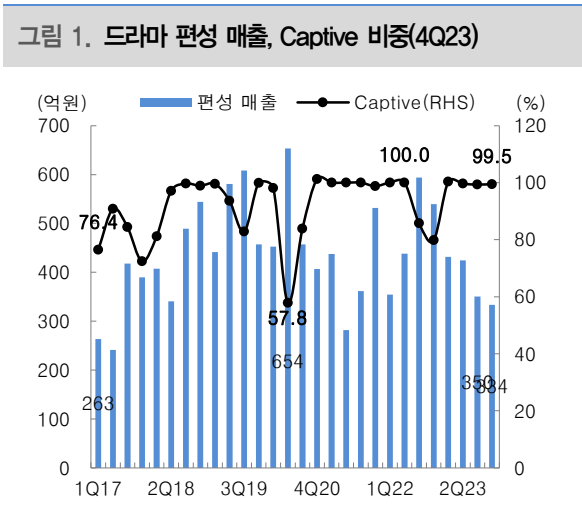
- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 상향 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

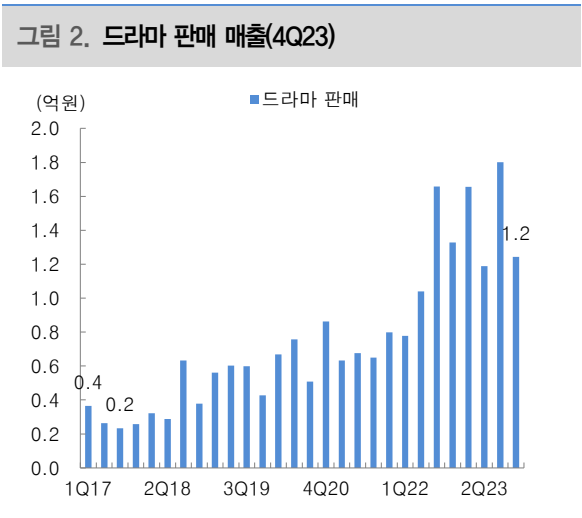


자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

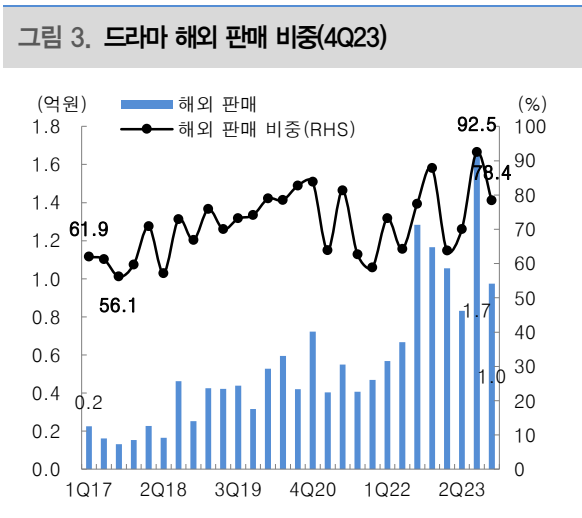
2. Earnings Driver



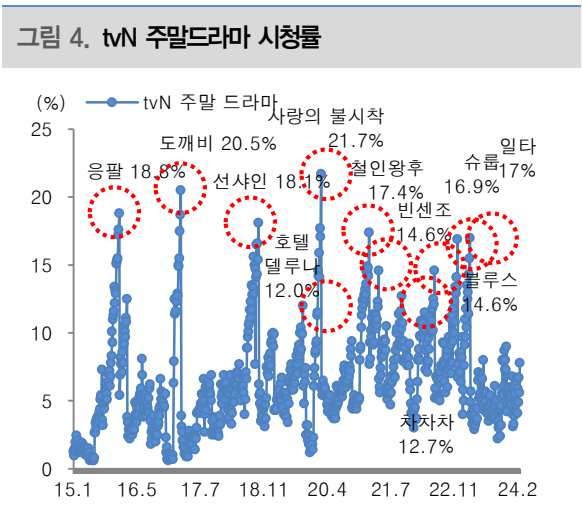
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	716	816	902
매출원가	598	665	604	689	764
매출총이익	100	88	111	127	138
판매비와관리비	35	32	38	38	34
영업이익	65	56	74	88	104
영업외수익	9.3	7.4	10.3	10.8	11.5
EBITDA	219	274	343	422	491
영업외손익	-7	-19	7	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	21	15	22	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-18	-17	-16	-14
외환관련손실	8	0	0	0	0
기타	-9	-16	1	1	1
법인세비용차감전순이익	59	37	81	96	113
법인세비용	-8	-7	-19	-23	-27
계속사업순이익	51	30	61	73	86
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	61	73	86
당기순이익률	7.2	4.0	8.6	8.9	9.5
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	51	30	61	73	86
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-77	-77	-77	-77	-77
포괄순이익	-26	-47	-15	-4	9
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	-26	-47	-15	-4	9

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,684	1,001	2,041	2,421	2,861
PER	51.1	51.4	21.0	17.7	15.0
BPS	22,010	23,548	25,589	28,010	29,921
PBR	3.9	2.2	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	7,279	9,124	11,428	14,033	16,341
EV/EBITDA	12.1	5.7	3.4	2.5	1.9
SPS	23,250	25,066	23,807	27,137	30,015
PSR	3.7	2.1	1.8	1.6	1.4
CFPS	7,544	8,274	11,187	13,819	16,187
DPS	0	0	0	950	1,100

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	43.3	7.9	-5.0	14.0	10.6
영업이익 증/감	24.0	-14.4	32.0	19.7	18.0
순이익 증/감	29.5	-40.5	103.9	18.6	18.2
수익성					
ROIC	13.4	8.8	11.2	15.7	21.5
ROA	6.6	5.1	6.6	7.4	8.3
ROE	7.5	4.4	8.3	9.0	9.9
안정성					
부채비율	65.1	54.3	49.8	45.7	42.9
순차입금비율	8.2	1.5	-14.5	-29.9	-37.1
이자보상비율	13.2	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오투모과, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	518	678	777
현금및현금성자산	124	117	238	377	459
매출채권 및 기타채권	142	153	145	166	183
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	135	135	135	135	135
비유동자산	691	688	634	549	508
유형자산	11	12	13	14	14
관계기업투자지급	13	25	38	51	63
기타비유동자산	667	650	583	484	431
자산총계	1,091	1,092	1,152	1,226	1,285
유동부채	416	368	367	369	371
매입채무 및 기타채무	87	88	87	90	92
차입금	170	120	120	120	120
유동성채무	0	1	1	1	1
기타유동부채	159	159	159	159	159
비유동부채	14	16	16	15	14
차입금	0	-1	-2	-2	-3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	17	17	17	17
부채총계	430	385	383	384	386
자비자분	661	708	769	842	899
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	243	304	377	434
기타자비자분	-40	-23	-23	-23	-23
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	769	842	899
순차입금	54	10	-112	-251	-334

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	-9	91	141	210
당기순이익	51	30	61	73	86
비현금항목의 가감	176	219	275	343	401
감가상각비	153	218	270	334	387
외환손익	4	0	0	0	0
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	0	5	9	13
자산부채의 증감	-280	-266	-249	-274	-272
기타현금흐름	-10	9	4	0	-5
투자활동 현금흐름	-43	-297	-241	-274	-372
투자자산	-12	-13	-13	-13	-13
유형자산	-4	-4	-4	-4	-4
기타	-28	-281	-225	-257	-356
재무활동 현금흐름	165	-57	-8	-8	-36
단기차입금	170	-50	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	-1	-1	-1	-1
유상증자	3	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-29
기타	-7	-6	-7	-7	-7
현금의 증감	59	-7	121	139	81
기초 현금	65	124	117	238	377
기말 현금	124	117	238	377	459
NOPLAT	56	45	56	67	79
FCF	203	4	122	164	131

[Compliance Notice]

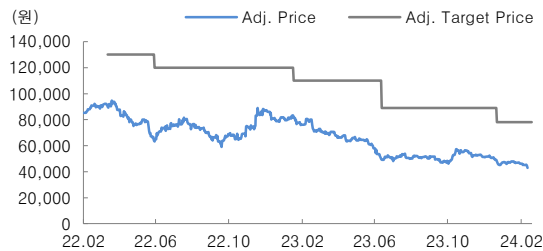
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.03.08	24.01.15	24.01.07	23.07.07	23.02.10	22.12.23
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	78,000	78,000	89,000	89,000	110,000	120,000
과다율(평균%)		(40.57)	(44.00)	(42.05)	(38.30)	(31.97)
과다율(최대/최소%)		(38.72)	(42.47)	(35.62)	(26.73)	(27.25)
제시일자	22.06.23	22.04.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	120,000	130,000				
과다율(평균%)	(39.41)	(37.79)				
과다율(최대/최소%)	(25.92)	(27.23)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240305)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상