

스튜디오  
드래곤  
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

78,000

유지

현재주가

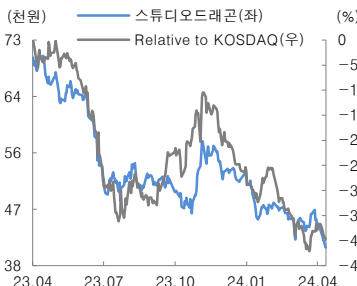
40,800

(24.04.15)

미디어업종

KOSDAQ	852.42
시가총액	1,226십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	70,600원 / 40,800원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	7.84%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-14.6	-13.5	-42.2
상대수익률	-6.1	-13.9	-16.5	-38.7



적은 물량 높은 품질

- 1Q24 매출 1.4천억원(-34% yoy), OP 172억원(-21% yoy) 전망
- 방영회차는 64회(-48회 yoy, -7회 qoq)로 적지만, 모든 작품 동시방영
- <눈물의 여왕>은 역대 최고 시청률에 따른 광고 인센티브와 높은 마진

투자의견 매수(Buy), 목표주가 78,000원 유지

목표주가 78천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

1Q24 Preview: 적은 물량 높은 품질

매출 1.4천억원(-34% yoy, -13% qoq), OP 172억원(-21% yoy, 흑전 qoq) 전망  
방영회차는 64회(TV 54회, OTT 10회)로 1Q23 112회, 4Q23 71회 대비 감소  
하지만, TV 방영 모든 작품이 글로벌 OTT와 동시 방영하면서 수익성은 양호  
<마에스트라> 디즈니+, <웨딩 임파서블>, <내 남편과 결혼해줘> 아마존, <세작, 매  
혹된 자들>, <눈물의 여왕> 넷플릭스 동시방영

특히, <눈물의 여왕>은 12회 기준 20.7%로, 드래곤-tvN 작품 중 12회 기준 역대  
최고이고, 종영 기준 <사랑의 불시착>의 21.7%에 근접. 모두 박지은 작가 작품  
비지상파 통틀어서도 12회 기준 역시 2위, 종영 기준 5위의 성과 달성 중

<눈물의 여왕>의 성과는 크게 두 가지

- 1) 높은 시청률에 따라 tvN 방영권에 더해 광고 연동한 인센티브 수익 추가
- 2) 또한, 이번 작품은 제작비가 평균의 두 배 이상으로 추정되고, 넷플릭스에 동시  
방영되며, Recoup율도 평균을 크게 상회하는 것으로 추정

전략의 변화 과정에서 일시적인 매출/이익 정체 발생 전망. 방향성은 긍정적

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 공  
급은 Volume Deal 외에 추가 수익을 추구하는 계약 형태로의 변화 추진

변화 과정에서 24년까지는 일시적인 매출/이익 정체 전망, 25년부터 다시 성장

24E OP 686억원(+23% yoy), 23년 일회성 비용 제외 기준 +9% yoy

24E OP 818억원(+19% yoy)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	당사추정	1Q24(F)			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	211	161	157	140	-33.9	-13.3	167	145	-11.4	3.7
영업이익	22	-4	17	17	-20.9	흑전	18	17	1.5	-3.5
순이익	18	-17	14	14	-22.2	흑전	15	14	35.9	-3.2

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	758	858	948
영업이익	65	56	69	82	100
세전순이익	59	37	75	89	109
총당기순이익	51	30	57	68	83
자배지분순이익	51	30	57	68	83
EPS	1,684	1,001	1,907	2,257	2,754
PER	51.1	51.5	22.0	18.6	15.2
BPS	22,010	23,546	25,453	27,710	29,965
PBR	3.9	2.2	1.7	1.5	1.4
ROE	7.5	4.4	7.8	8.5	9.6

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

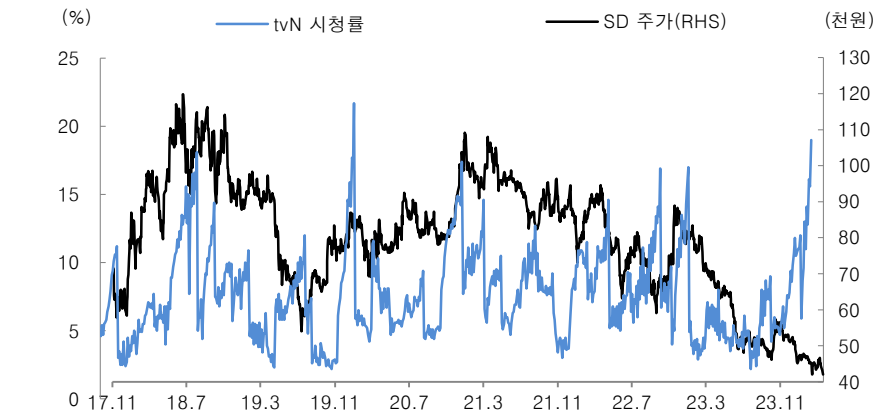
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	716	816	758	858	5.9	5.2
판매비와 관리비	38	38	38	38	0.0	0.0
영업이익	74	88	69	82	-7.1	-7.3
영업이익률	10.3	10.8	9.0	9.5	-1.3	-1.3
영업외손익	7	8	7	7	-1.7	-0.9
세전순이익	81	96	75	89	-6.6	-6.8
자배지분순이익	61	73	57	68	-6.6	-6.8
순이익률	8.6	8.9	7.6	7.9	-1.0	-1.0
EPS(자배지분순이익)	2,041	2,421	1,907	2,257	-6.6	-6.8

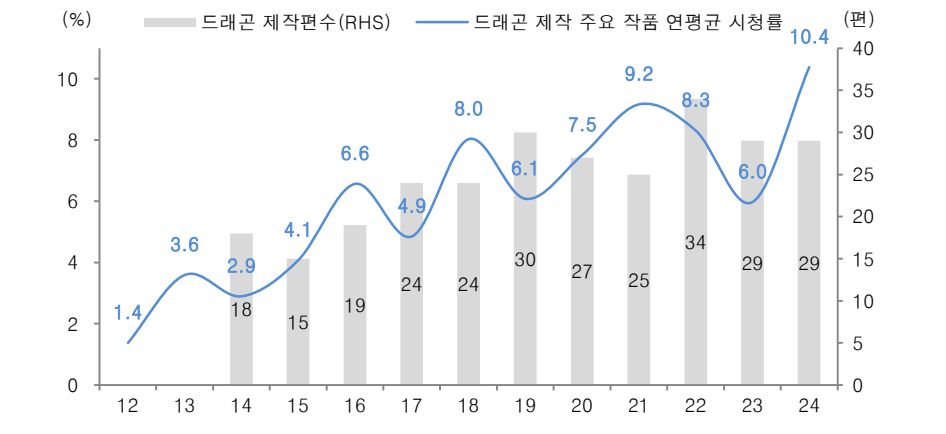
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 주요 작품의 시청률은 단기 주가에 영향. 현재의 시청률은 아직 주가에 미반영



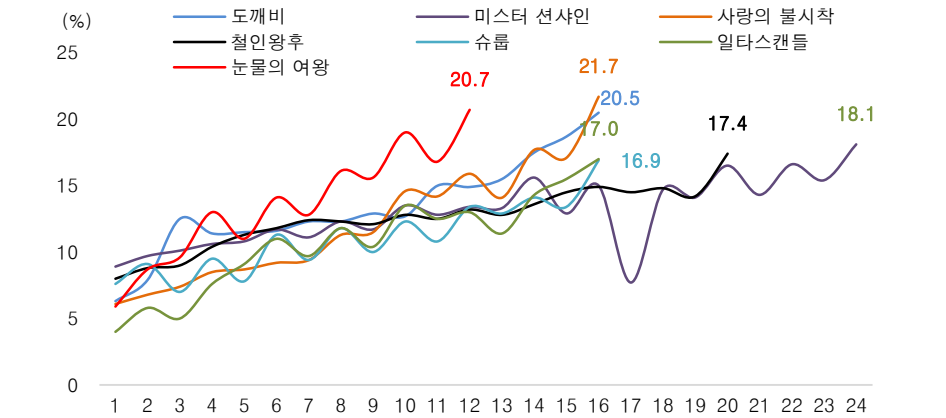
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 2. 23 년의 부진을 딛고, 시청률의 반등은 이미 시작됐다! 연평균 시청률 역대 최고



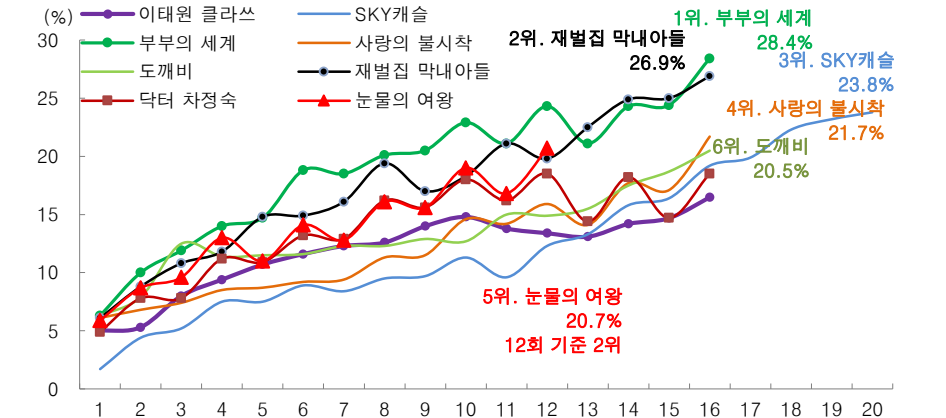
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 3. <눈물의 여왕> 12 회 20.7%. 드래곤-tN 드라마 중 역대 최고 기록 경신 중



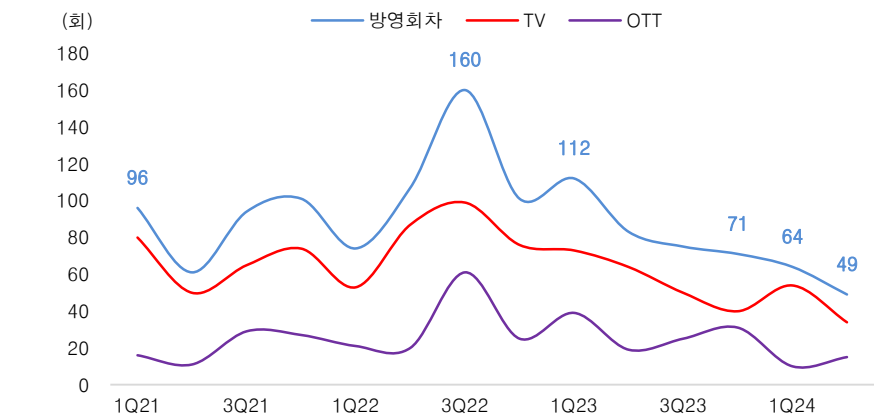
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 4. <눈물의 여왕>. 비자상파 드라마 중 역대 5 위, 12 회 방영 기준으로는 역대 2 위



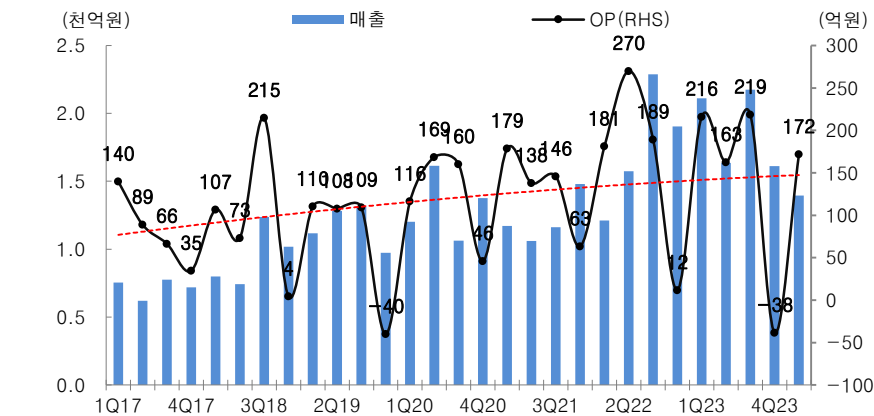
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 5. 1Q24 방영회차는 64 회(-48 회 yoy, -7 회 qoq)로 감소



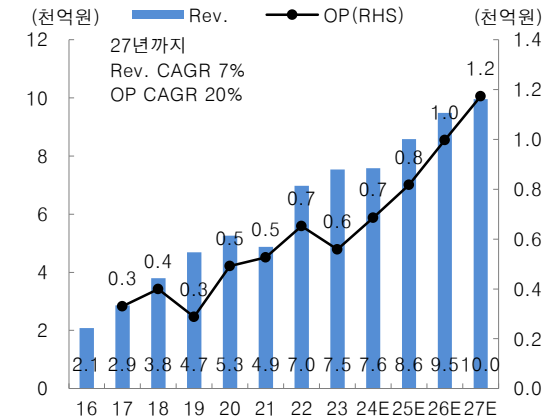
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 적은 편성 대비 양호한 실적 전망



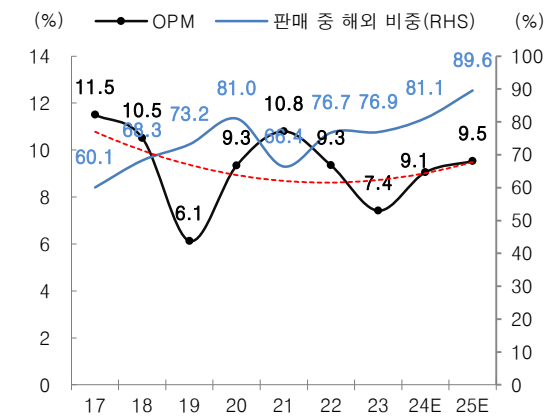
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 매출, 영업이익 전망



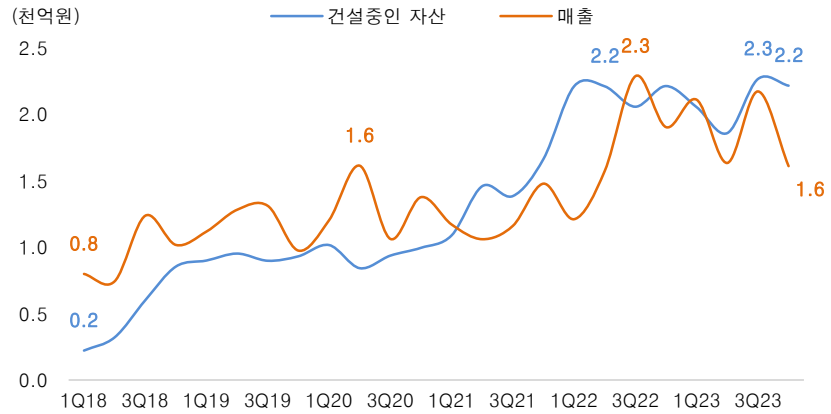
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 해외 판매 증가에 따른 마진 개선 전망



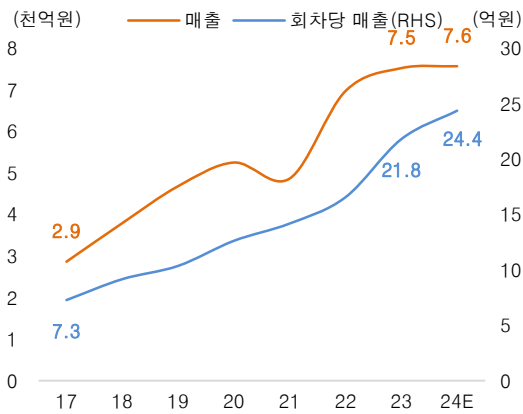
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 기획 중인 작품은 충분



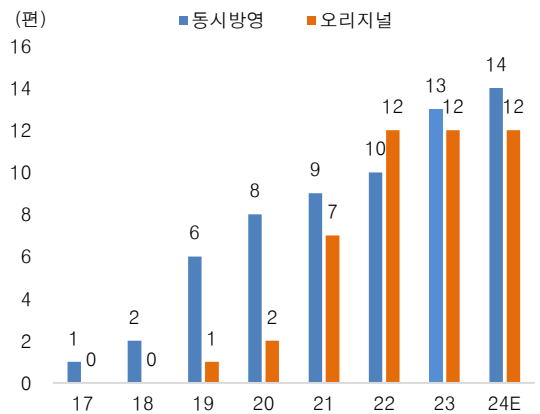
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 10. 대작과 동시방영 확대로 수익성 개선 추진



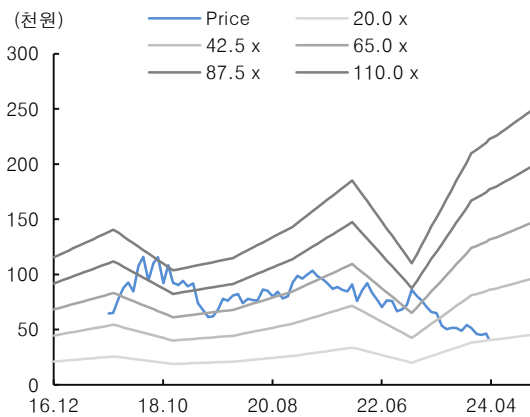
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. 대작과 동시방영 확대로 수익성 개선 추진



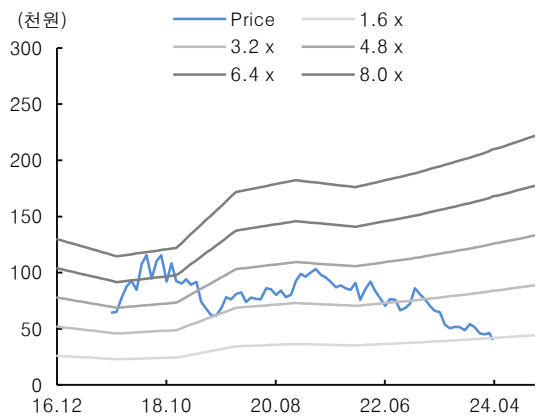
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	57	68	83	97	111	128	147	169	194	223
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	765	833	901	973	1,055	1,149	1,245	1,355	1,482	1,627
추정ROE	7.8	8.5	9.6	9.9	10.5	11.1	11.8	12.4	13.1	13.7
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	6.3									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	3.5									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	0.68									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	1.5	2.2	3.3	3.7	4.2	4.8	5.5	6.2	6.8	7.4
V 필요수익	44	48	52	57	61	66	72	78	85	93
VI 잔여이익(I - V)	13	20	31	40	50	61	75	91	109	130
현가계수	0.96	0.90	0.85	0.80	0.75	0.71	0.67	0.63	0.59	0.55
잔여이익의 현가	12	18	26	32	38	43	50	57	64	72
VII 잔여이익의 합계	412									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,148									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	708									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,268									
총주식수(천주)	30,058									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	75,442									
현재가치(원)	40,800									
Potential (%)	84.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 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 지배지분 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 5년단기 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 없다는 가정 하에 0%를 반영

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

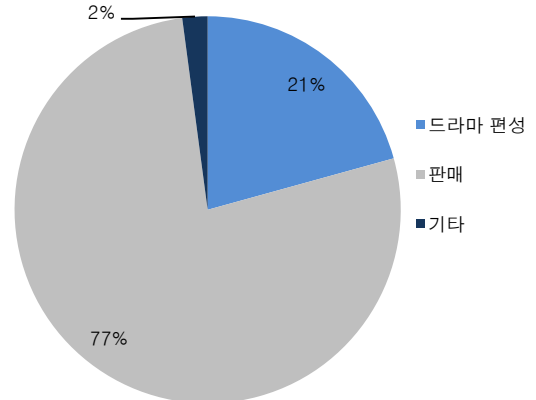
- 스튜디오드래곤은 16,5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 23년 매출 7,531억원 영업이익 559억원 당기순이익 301억원
- 4Q23 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 21%, 판매 77%, 기타 2%
- 4Q23 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

### 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

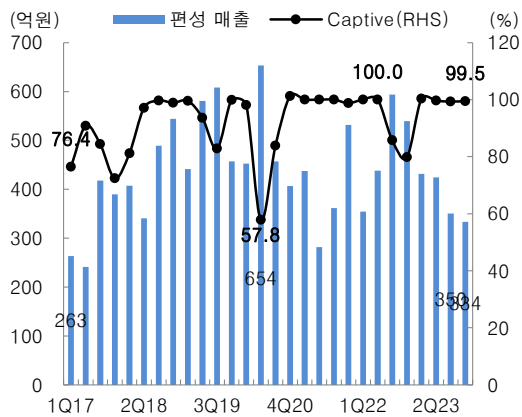
### 사업부문별 매출 비중(4Q23)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

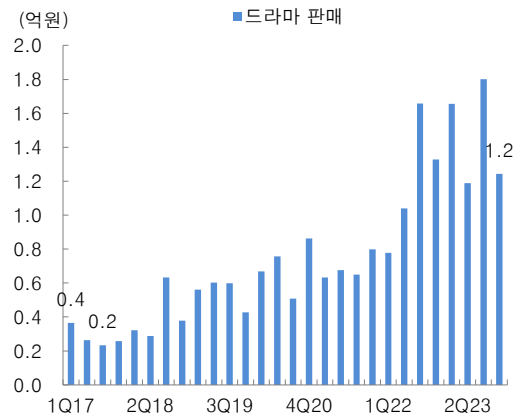
## 2. Earnings Driver

### 그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q23)



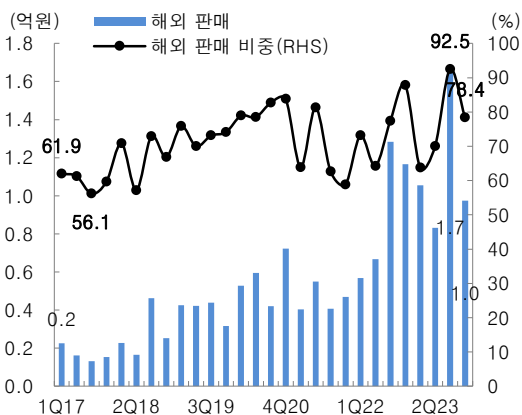
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 2. 드라마 판매 매출(4Q23)



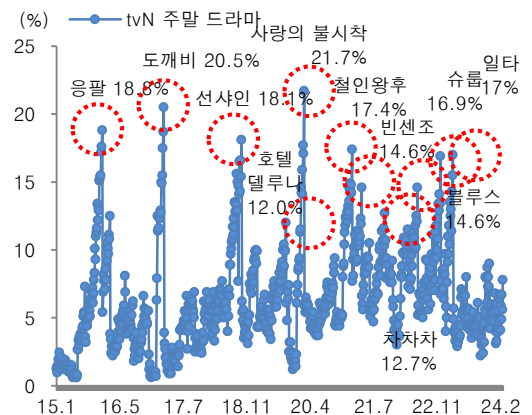
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 3. 드라마 해외 판매 비중(4Q23)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 4. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	758	858	948
매출원가	598	665	662	738	814
매출총이익	100	88	106	120	134
판매비와관리비	35	32	38	38	34
영업이익	65	56	69	82	100
영업외수익	9.3	7.4	9.0	9.5	10.5
EBITDA	219	242	275	257	292
영업외손익	-7	-19	7	7	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	21	15	22	22	22
외환보편이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-18	-17	-16	-14
외환보편손실	8	7	0	0	0
기타	-9	-16	1	1	1
법인세비용차감전순이익	59	37	75	89	109
법인세비용	-8	-7	-18	-21	-26
계속사업순이익	51	30	57	68	83
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	57	68	83
당기순이익률	7.2	4.0	7.6	7.9	8.7
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	51	30	57	68	83
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-77	17	17	17	17
포괄순이익	-26	47	74	85	100
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-26	47	74	85	100

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,684	1,001	1,907	2,257	2,754
PER	51.1	51.5	22.0	18.6	15.2
BPS	22,010	23,546	25,453	27,710	29,965
PBR	3.9	2.2	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	7,279	8,050	9,155	8,538	9,724
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.7	4.9	4.1
SPS	23,250	25,066	25,208	28,554	31,539
PSR	3.7	2.1	1.7	1.5	1.3
CFPS	7,544	8,185	10,086	9,482	10,718
DPS	0	0	0	500	825

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	43.3	7.9	0.6	13.3	10.5
영업이익 증/감률	24.0	-14.3	22.6	19.4	22.0
순이익 증/감률	29.5	-40.5	90.5	18.4	22.0
수익성					
ROIC	13.4	9.3	10.1	11.0	12.9
ROA	6.6	5.1	6.5	7.7	8.8
ROE	7.5	4.4	7.8	8.5	9.6
안정성					
부채비율	65.1	54.3	33.9	31.4	29.1
순차입금비율	8.2	2.9	4.7	-0.5	-5.8
이자보상비율	13.2	6.4	7.7	9.6	12.2

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	390	449	516
현금및현금성자산	124	158	143	182	231
매출채권 및 기타채권	142	149	150	170	188
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	135	97	97	97	97
비유동자산	691	688	635	645	647
유형자산	11	12	12	12	12
관계기업투자지분	13	12	12	12	12
기타비유동자산	667	663	610	620	622
자산총계	1,091	1,092	1,025	1,094	1,163
유동부채	416	368	243	245	246
매입채무 및 기타채무	87	71	71	73	74
차입금	170	170	170	170	170
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	159	127	2	2	2
비유동부채	14	16	16	16	16
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	16	16	16	16
부채총계	430	384	260	261	262
자본부분	661	708	765	833	901
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	242	299	367	435
기타자본변동	-40	-23	-23	-23	-23
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	765	833	901
순차입금	54	20	36	-4	-53

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	45	106	67	102
당기순이익	51	30	57	68	83
비현금항목의 가감	176	216	246	217	239
감가상각비	153	186	207	175	192
외환손익	4	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	28	39	42	47
자산부채의 증감	-280	-179	-176	-194	-192
기타현금흐름	-10	-22	-21	-24	-29
투자활동 현금흐름	-43	-1	-152	-182	-192
투자자산	-12	-1	0	0	0
유형자산	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-28	3	-149	-179	-190
재무활동 현금흐름	165	-9	-9	-9	-24
단기차입금	170	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	3	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-15
기타	-7	-9	-9	-9	-9
현금의 증감	59	35	-16	40	49
기초 현금	65	124	158	143	182
기말 현금	124	158	143	182	231
NOPLAT	56	45	52	62	76
FCF	203	229	105	53	73



[Compliance Notice]

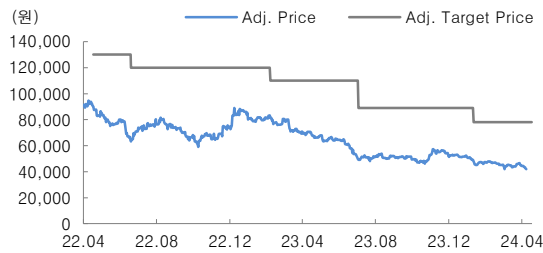
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.04.16	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%)		(41.64)	(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	22.04.21
투자의견	Buy	Buy
목표주가	120,000	130,000
과다율(평균%)	(39.41)	(40.01)
과다율(최대/최소%)	(25.92)	(32.46)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240413)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.8%	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