

스튜디오 드래곤 (253450)

김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

89,000

유지

현재주가

53,700

(23.08.10)

미디어업종

KOSDAQ	911.29
시가총액	1,614십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	88,900원 / 48,100원
120일 평균거래대금	115억원
외국인지분율	7.85%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	-15.0	-34.0	-31.2
상대수익률	3.5	-22.6	-44.1	-38.1



어려운 환경 속 양호한 실적

- 2Q23 매출 1.6천억원(+4% YoY), OP 164억원(-40% YoY)
- TV 광고 -30% YoY 상황에서도 해외 판매 확대로 우려 대비 양호한 실적
- 하반기 광고시장 회복에 따른 방영권 수익 정상화, OTT향 마진 개선

투자의견 매수(Buy), 목표주가 89,000원 유지

목표주가 89천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

2Q23 Review: TV 광고 위축에도 불구하고, 판매 확대로 양호한 실적 달성

매출 1.6천억원(+4% YoY, -23% QoQ), OP 164억원(-40% YoY, -25% QoQ)

TV 광고 시장 위축. ENM TV 광고 1Q23 -30% YoY에 이어서 2Q23 -30% YoY, 당사 추정 -20% YoY 보다 역성장 심화. 드래곤의 방영권료는 tVN의 기본 판권과 광고 판매에 연동한 인센티브로 구성되는데, TV 광고 위축으로 인센티브 축소 그럼에도 불구하고, 글로벌 OTT 등에 대한 판매 확대로 매출 증가

편성 매출 425억원(-3% YoY) vs. 해외 판매 매출 832억원(+25% YoY)

2Q22에 디즈니+에 구작 판매 매출이 약 90억원 정도 발생한 것을 감안하면, 2Q22 OP 180억원 대비 약 -16억원, -9% 이익 감소에 불과한 양호한 실적

상반기 전체로 보면 TV 광고 위축에도 불구하고 눈에 띠는 성과 달성

상반기 편성 매출 856억원(+8% YoY), 해외 판매 매출 1.9천억원(+53% YoY)

넷플릭스와 컨텐츠의 가치를 더 인정받는 조건으로 계약을 연장했고, 디즈니+와도 유사한 조건의 신규 계약을 체결한 결과 해외 매출 급증하며 TV 광고 부진 상쇄

광고 연동형 실적은 일시적 부진, 컨텐츠 본업의 전망은 여전히 좋다

드래곤 실적에서 tVN 방영권료와 직접 연동되는 부분은 25% 수준. 이 중 일부가 광고 부진의 영향을 받았으나, 하반기에는 광고 시장이 회복하면서 드래곤의 방영권 수익도 정상화될 것으로 전망

넷플릭스와의 계약 중 동시방영의 경우는 올해부터 Recoup율 증가 효과 발생하고, 오리지널은 22년부터 제작 중이던 작품들이 올해 방영중이어서, 오리지널 Recoup율 상승 효과는 내년에 발생할 전망

넷플릭스와 디즈니+ 외에 A사와의 볼룸딜 계약도 추진 중

OPM 전망. 22년 9.3%, 23E 9.5%, 24E 10.3%

미국 시장에서의 작가/배우 파업에도 불구하고 드래곤이 현지에서 제작하고 있는 〈The Big Door Prize2〉는 마무리 단계, 연내 공급 전망

〈설계자들〉, 〈사랑의 불시착〉 등 한국 IP 기반의 현지화 작품은 한국 크리에이터가 작업 중이어서 미국 시장 환경에 영향 받지 않고 예정대로 기획/개발 중

(단위: 십억원 %)

구분	2022	1Q23	직전추정	점정치	2023			3Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	157	211	170	164	3.8	-22.6	149	181	-21.1	10.5
영업이익	27	22	14	16	-40.0	-25.0	13	20	7.7	25.9
순이익	26	18	11	10	-60.6	-45.2	11	16	-10.6	58.3

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	742	802	920
영업이익	53	65	70	82	101
세전순이익	52	59	72	86	105
총당기순이익	39	51	54	66	79
지배지분순이익	39	51	54	66	79
EPS	1,301	1,684	1,812	2,183	2,643
PER	69.9	51.1	28.6	23.7	19.6
BPS	22,790	22,010	26,355	28,538	31,181
PBR	4.0	3.9	2.0	1.9	1.7
ROE	6.0	7.5	7.5	8.0	8.9

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

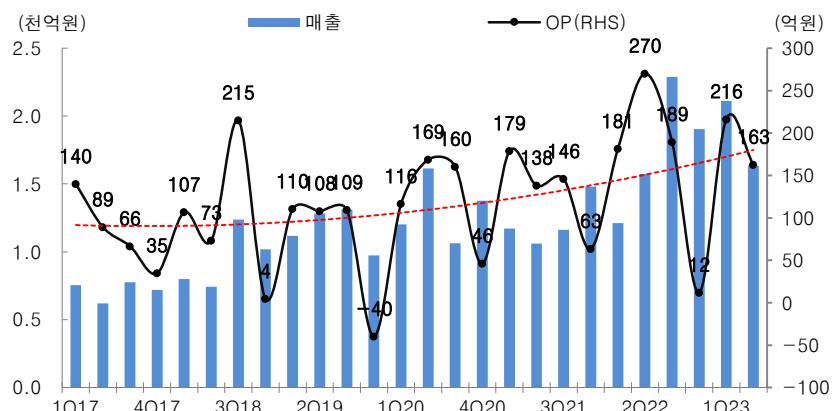
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원 %, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	876	938	742	802	-15.4	-14.5
판매비와 관리비	42	46	39	45	-6.2	-1.5
영업이익	72	80	70	82	-2.2	2.4
영업이익률	8.2	8.6	9.5	10.2	1.3	1.7
영업외손익	3	4	2	4	-42.4	0.0
세전순이익	75	84	72	86	-3.6	2.3
지배지분순이익	58	64	54	66	-6.6	2.3
순이익률	6.7	6.8	7.3	8.2	0.7	1.3
EPS(지배지분순이익)	1,940	2,135	1,812	2,183	-6.6	2.3

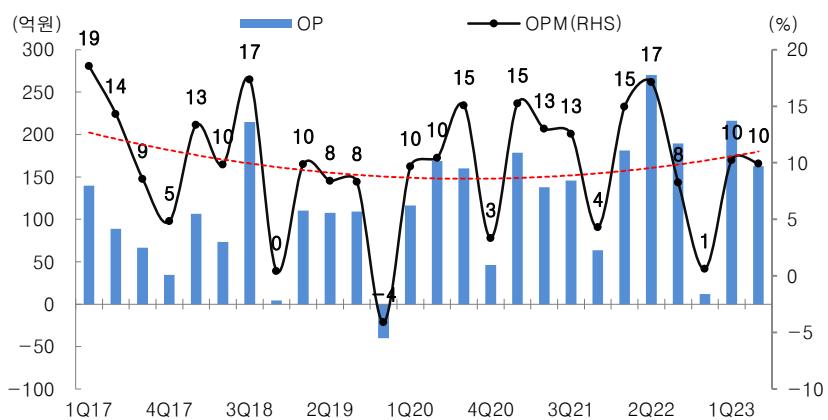
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 점진적으로 개선되는 실적. TV 광고 위축에도 불구하고 판매 확대로 무난한 실적 달성



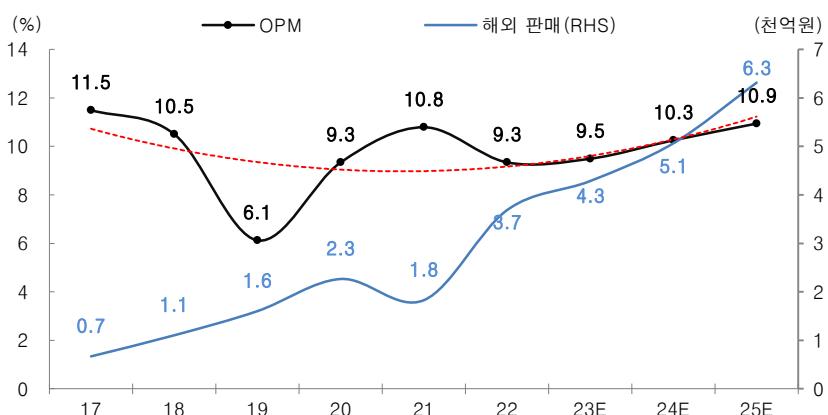
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 점진적으로 개선되는 실적. TV 광고 위축에도 불구하고 판매 확대로 무난한 실적 달성



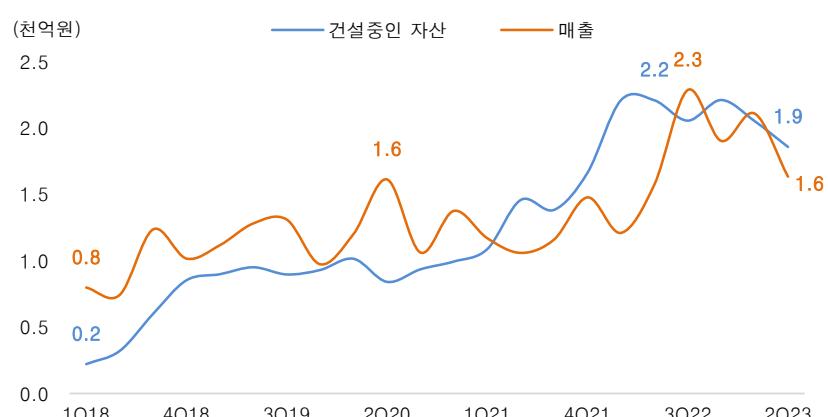
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 넷플릭스 리ップ을 상향, 디즈니+ 계약. 24년부터 이익을 점진적인 개선 전망



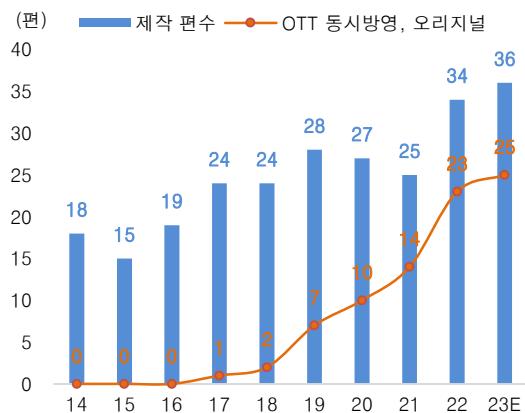
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 준비 중인 작품도 충분. 대작 방영/납품에 따라 건설중인 자산 소폭 감소



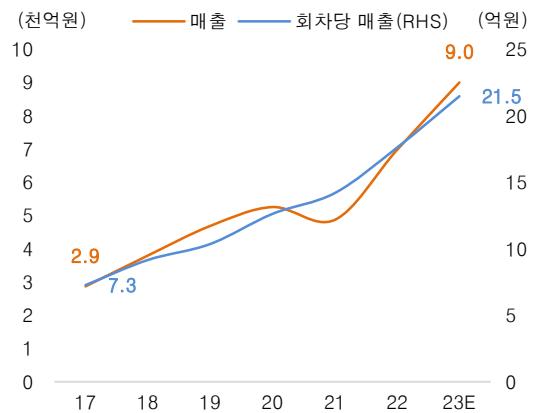
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. OTT 동시방영 및 오리지널 작품 꾸준히 증가



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 작품당 제작 규모도 증가



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

표 1. 동시방영 컨텐츠

제목	채널	동시방영 OTT	방영 시점 (%)
2022 9편 넷플릭스 4편 디즈니+ 2편 아마존 프리임 1편			
스물다섯 스물하나	tvn	넷플릭스	1Q22
우리들의 블루스	tvn	넷플릭스	2Q22
링크: 먹고 사랑하라. 죽이게	tvn	디즈니+	2Q22
화훈	tvn	넷플릭스	2Q22
아이마스	tvn	디즈니+	3Q22
작은아씨들	tvn	넷플릭스	3Q22
슈롭	tvn	넷플릭스	4Q22
연예인 매니저로 살아남기	tvn	넷플릭스	4Q22
아일랜드	tving	아마존 프리임	4Q22, 1Q23
2023 10편 + 1~2편 넷플릭스 4편 디즈니+ 3편 아마존 프리임 3편 + 1~2편			
일타스캔들	tvn	넷플릭스	1Q23
청춘월담	tvn	아마존 프리임	1Q23
판도라: 조작된 낙원	tvn	디즈니+	1Q23
스틸라-일곱 개의 조선통보	tvn	아마존 프리임	2Q23
페밀리	tvn	디즈니+	2Q23
구미호뎐 1938	tvn	아마존 프리임	2Q23
이번 생도 잘 부탁해	tvn	넷플릭스	2Q23
경이로운 소문2: 카운터 편지	tvn	넷플릭스	3Q23
이라문의 검	tvn	디즈니+	3Q23
눈물의 여왕	tvn	넷플릭스	4Q23 or 1Q24

자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 작품당 제작 규모 증가. 회차당 매출은 17 억원 수준

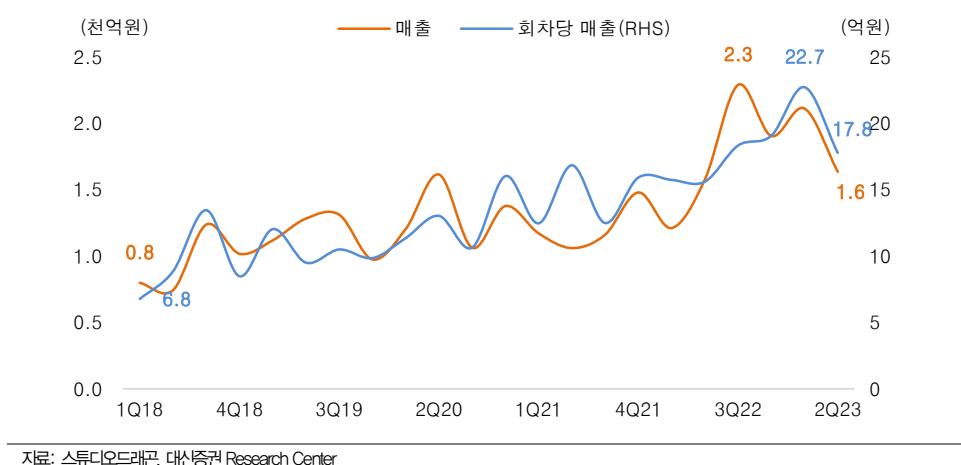


그림 8. 특점 플랫폼에 지나치게 의존하지 않는 매출 다변화

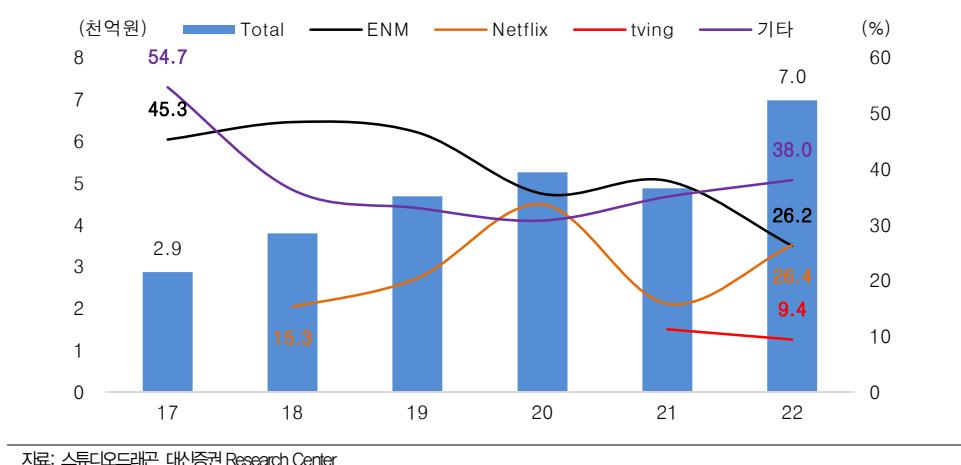
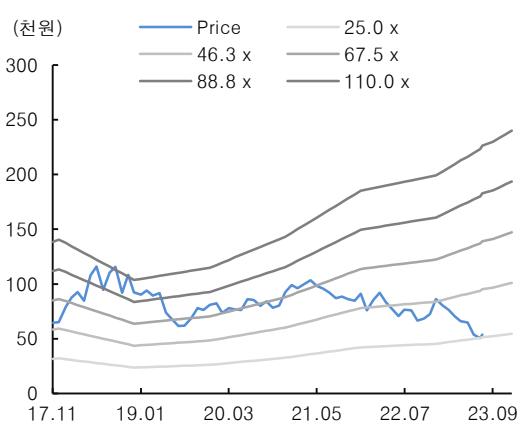
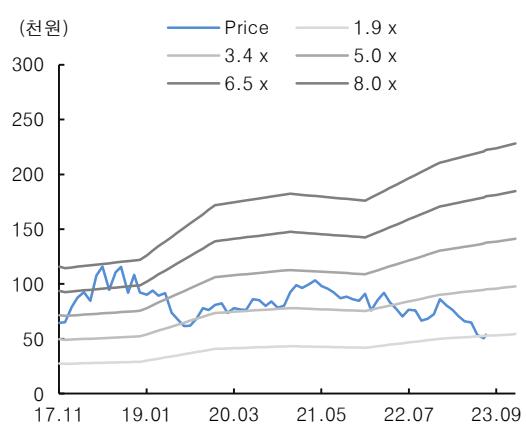


그림 9. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 10. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 2. 22년 한국드라마 중국 OTT 방영 현황

No.	방영일	작품	중국 플랫폼	한국 플랫폼	한국 방영시점	제작사
1	22.1.4	시집당, 별의 일기	망고TV	SBS	1Q17	그룹에이트, 앰파리 엔터테인먼트 코리아
2	22.3.3	밥 잘 사주는 예쁜 누나	아이치아이	JTBC	1Q18	SJT, 콘텐츠케이
3	22.3.3	또 오해영	비리비리	tN	2Q16	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어
4	22.3.3	인현왕후의 남자	비리비리	tN	2Q12	초록뱀미디어
5	22.3.6	슬기로운 김빵생활	비리비리	tN	4Q17	CJ ENM
6	22.3.8	지금 헤어지는 중입니다.	유쿠	SBS	4Q21	심화네트웍스 UAA
7	22.3.26	김비서가 왜 그럴까	아이치아이	tN	2Q18	스튜디오드래곤, 본팩토리
8	22.4.11	슬기로운 의사생활 시즌2	비리비리	tN	2Q21	에그이즈커밍
9	22.4.22	당신이 잠든 사이에	텐센트 비디오	SBS	3Q17	iHQ
10	22.4.	순정애 빙하다	비리비리	JTBC	2Q15	김종학 프로덕션, 도레미 엔터테인먼트
11	22.5.16	이태원 클라쓰	유쿠	JTBC	1Q20	SJT, 소박스, 콘텐츠자음
12	22.5월	나인: 아홉 번의 시간 여행		tN	1Q13	초록뱀미디어, JS 픽쳐스
13	22.5.25	배드 앤 크레이지	아이치아이	tN	4Q21	스튜디오드래곤, 링크엔터테인먼트
14	22.12.8	슬기로운 의사생활 시즌1	비리비리	tN	1Q20	에그이즈커밍
15	22.12.12	스물다섯 스물하나	유쿠	tN	1Q22	스튜디오드래곤, 화앤담픽쳐스
16	22.12.12	햄센여자 도봉소	아이치아이	JTBC	1Q17	SJT, JS 픽쳐스
17	방영예정	구경이	유쿠	JTBC	4Q21	SJT, 키아스트, 그룹에이트
1	23.1.13	갓마을 차차차	비리비리	tN	3Q21	스튜디오드래곤, 지티스트
2	23.2.14	나의 해방일지	유쿠	JTBC	2Q22	SJT, 스튜디오파닉스, 초록뱀미디어

자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

	(단위: 십억원 원 %)									
	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	55	66	80	94	108	130	156	187	224	269
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	792	858	937	1,003	1,076	1,167	1,270	1,395	1,544	1,723
추정ROE	7.5	8.0	8.9	9.4	10.0	11.1	12.2	13.4	14.5	15.6
III 필요수익률 ^(주3)	6.6									
무위험이자율 ^(주4)	3.5									
시장우험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	0.9	1.4	2.3	2.8	3.4	4.5	5.6	6.8	7.9	9.0
V 필요수익	44	52	57	62	66	71	77	84	92	102
VI 잔여이익(-V)	11	13	23	32	42	59	79	103	132	167
현가계수	0.98	0.92	0.86	0.81	0.76	0.71	0.67	0.63	0.59	0.55
잔여이익의 현가	11	12	20	26	32	42	52	64	77	92
VII 잔여이익의 합계	428									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,392									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	661									
X 주주지분가치(VI+VIII+IX)	2,481									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	82,534									
현재가치(원)	53,700									
Potential (%)	53.7%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)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 비자배지분 가치를 차감하여 반영

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

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

주5: 시장우험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대수익률 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

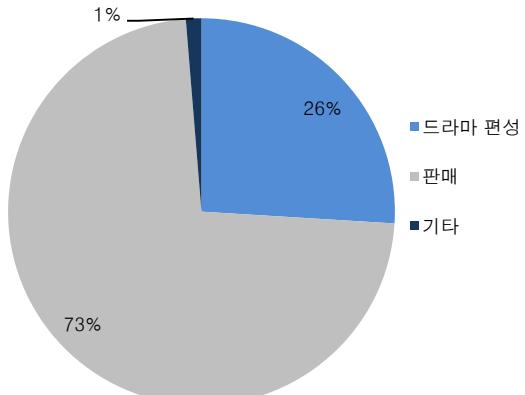
- 스튜디오드래곤은 16.5 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2Q23 매출 1,635억원 영업이익 163억원 당기순이익 102억원
- 2Q23 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 26%, 판매 73%, 기타 1%
- 2Q23 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 상장 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

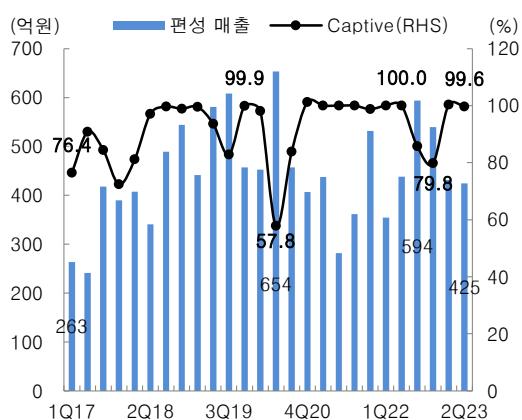
사업부문별 매출 비중(2Q23)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

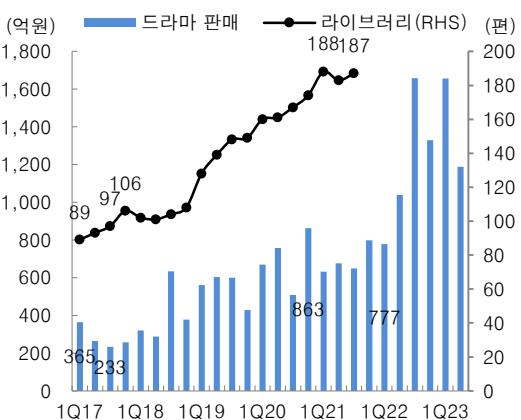
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q23)



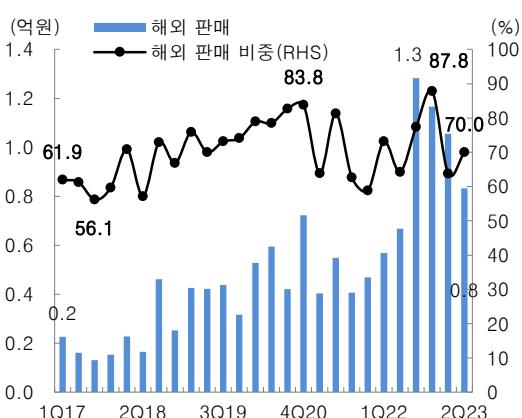
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q23)



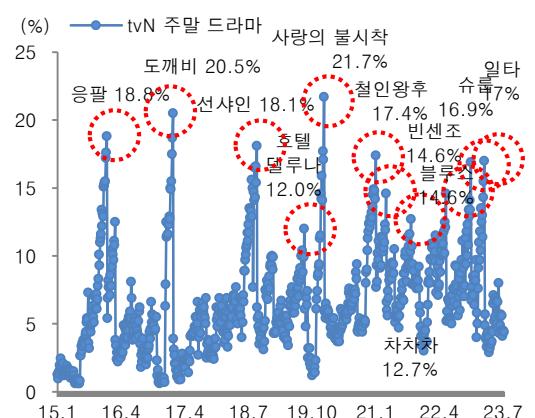
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(2Q23)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F			2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액		487	698	742	802	920	유동자산		233	400	393	633	920
매출원가		407	598	632	675	772	현금및현금성자산		65	124	108	336	598
매출총이익		80	100	110	127	148	마출자본 및 기타자본		124	142	151	163	187
판매비와관련비		27	35	39	45	47	재고자산		0	0	0	0	0
영업이익		53	65	70	82	101	기타유동자산		44	135	135	135	135
영업이익률		10.8	9.3	9.5	10.2	10.9	비유동자산		652	691	744	690	605
EBITDA		152	219	289	352	434	유형자산		8	11	12	13	14
영업외손익		-1	-7	2	4	4	관계기업부지금		0	13	25	38	51
관계기업손익		0	0	0	0	0	기타비유동자산		644	667	707	639	541
금융수익		14	21	20	22	22	자산총계		884	1,091	1,137	1,323	1,525
외환판전이익		0	0	0	0	0	유동부채		184	416	332	454	576
금융비용		-10	-19	-18	-20	-20	매입채무 및 기타채무		78	87	88	89	92
외환판전손실		5	8	0	0	0	차입금		0	170	340	510	680
기타		-5	-9	0	1	1	유동부채		0	0	1	1	1
법인세비용차감전순이익		52	59	72	86	105	기타유동부채		106	159	-97	-147	-197
법인세비용		-13	-8	-17	-21	-25	비유동부채		17	14	13	12	11
계속사업순이익		39	51	54	66	79	차입금		0	0	-1	-2	-2
중단사업순이익		0	0	0	0	0	전환기증권		0	0	0	0	0
당기순이익		39	51	54	66	79	기타비유동부채		17	14	14	14	14
당기순이익률		8.0	7.2	7.3	8.2	8.6	부채총계		200	430	345	466	588
비자자본순이익		0	0	0	0	0	자자본		684	661	792	858	937
자자본순이익		39	51	54	66	79	자본금		15	15	15	15	15
매도기금운용수평가		0	0	0	0	0	자본잉여금		470	473	473	473	473
기타포괄이익		35	-77	-77	-77	-77	이익잉여금		162	213	267	333	412
포괄손이익		74	-26	-22	-11	3	기타자본변동		37	-40	37	37	37
비자자본포괄이익		0	0	0	0	0	비자자본		0	0	0	0	0
자자본포괄이익		74	-26	-22	-11	3	자본총계		684	661	792	858	937
Valuation 지표		(단위: 원 배 %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F			2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS		1,301	1,684	1,812	2,183	2,643	영업활동 현금흐름		-8	-63	18	77	145
PER		69.9	51.1	28.6	23.7	19.6	당기순이익		39	51	54	66	79
BPS		22,790	22,010	26,355	28,538	31,181	비현금화목의기감		119	176	224	276	345
PBR		40	39	20	1.9	1.7	감가상각비		99	153	218	270	334
EBITDAPS		5,054	7,279	9,610	11,710	14,446	외환손익		-1	4	0	0	0
EV/EBITDA		17.6	12.1	6.4	5.1	3.9	자본법평가손익		0	0	0	0	0
SPS		16,233	23,250	24,677	26,685	30,604	기타		21	19	6	6	11
PSR		5.6	3.7	2.2	2.0	1.8	자산부채의증감		-155	-280	-264	-267	-277
CFPS		5,254	7,544	9,272	11,373	14,112	기타현금흐름		-11	-10	3	2	-2
DPS		0	0	0	0	950	투자활동 현금흐름		27	-43	-297	-241	-274
자유부채율		(단위 원 배 %)					투자자산		28	-12	-13	-13	-13
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	유형자산		-2	-4	-4	-4	-4
성장성							기타		0	-28	-281	-225	-257
매출액증가율		-7.3	43.3	6.3	8.1	14.7	자유활동 현금흐름		-3	165	163	162	162
영업이익증가율		7.0	24.0	8.0	16.7	22.4	단기차입금		0	170	170	170	170
순이익증가율		31.8	29.5	7.7	20.5	21.1	사채		0	0	0	0	0
수익성							장기차입금		0	-1	-1	-1	-1
ROIC		12.4	13.4	8.3	7.9	9.9	유상증자		0	3	0	0	0
ROA		6.4	6.6	6.3	6.7	7.1	현금배당		0	0	0	0	0
ROE		6.0	7.5	7.5	8.0	8.9	기타		-3	-7	-6	-7	-7
인정성							현금의증감		16	59	-16	228	262
부채비율		29.3	65.1	43.6	54.3	62.7	기초현금		49	65	124	108	336
순자본비율		-8.6	8.2	30.3	21.1	9.4	기말현금		65	124	108	336	598
이자부담비율		67.6	13.2	0.0	0.0	0.0	NOPLAT		39	56	53	62	76
							FCF		135	203	12	129	173

자료: 스튜디오드래곤 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

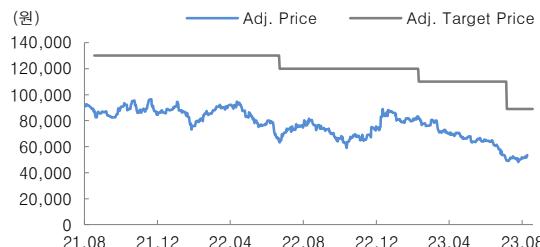
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 시장고지와 관련한 시험이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 등 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김화재)

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 등 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.08.11	23.07.07	23.02.10	22.12.23	22.06.23	22.02.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과
목표주가	89,000	89,000	110,000	120,000	120,000	130,000
고민율(평균%)	(42.65)	(38.47)	(31.97)	(39.41)	(35.56)	
고민율(최대/최소%)	(39.66)	(26.73)	(27.25)	(25.92)	(27.23)	
제시일자	21.08.18					
투자의견	Buy					
목표주가	130,000					
고민율(평균%)	(33.09)					
고민율(최대/최소%)	(25.85)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고민율(평균%)						
고민율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고민율(평균%)						
고민율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20230808)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

- Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

- Underweight(비중축소)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

- Marketperform(시장수익률)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

- Underperform(시장수익률 하회)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상