

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

89,000

유지

현재주가

47,150

(23.10.13)

미디어업종

KOSDAQ	822.78
시가총액	1,417십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	88,900원 / 47,150원
120일 평균거래대금	82억원
외국인지분율	7.04%
주요주주	CJENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.7	-8.4	-33.3	-20.2
상대수익률	-1.0	-0.6	-27.5	-36.8



실적의 재해석

- 3Q23 매출 1.6천억원(-29% yoy), OP 184억원(-3% yoy) 전망
- 제작 회차는 72회(-53회 yoy). OTT와의 계약 갱신 효과로 양호한 실적
- 광고시장 위축 영향은 크지 않음. 오히려, 리튬을 상승이 실적 견인

투자의견 매수(Buy), 목표주가 89,000원 유지

목표주가 89천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

3Q23 Preview: 부족한 회차에도 불구하고 양호한 실적

매출 1.6천억원(-29% yoy, -0.1% qoq), OP 184억원(-3% yoy, +13% qoq) 전망
총 제작 회차는 72회(-53회 yoy, -25회 qoq)로 감소 추정. tvN 광고가 상반기 대비 개선되는 중이고, OTT와의 동시방영 및 오리지널이 많아졌으며, OTT와의 계약 갱신으로 리튬율이 상향되면서, 부족한 회수에도 불구하고 양호한 이익 전망

실적의 재해석. OTT와의 계약 갱신 효과는 있다

3Q 누적 OP 560억원으로, 전년 동기 640억원 대비 -13% yoy 감익
하지만, 2Q22에 발생한 구작 판매 약 90억원 제외시는 +2% yoy 증익
광고시장 부진을 감안하면 더 좋은 실적

드래곤의 주가가 연초대비 -45% 하락한 이유 중 하나는 광고시장 위축이 드래곤의 실적에 큰 영향을 줄 것이라는 우려때문인데, 드래곤 실적 중 tvN 광고와 직접 연동되는 실적은 약 26% 수준, tvN 광고가 -30% yoy 감소한 것을 감안하면 광고 연동형 실적은 약 -40억원 정도 감소한 것으로 추정

반면, 실적의 65%에 해당하는 OTT 등 판권 수익은 약 +15% yoy, 50억원 가량 증가한 것으로 추정. 글로벌 OTT와 재계약/신규 계약을 통한 리튬을 상승 효과

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23(F)			4Q23				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	229	163	181	164	-28.5	0.1	187	235	23.1	43.3
영업이익	19	16	20	18	-2.8	13.2	18	14	1,069.8	-25.0
순이익	18	10	16	14	-19.1	41.5	13	11	흑전	-22.5

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	773	668	766
영업이익	53	65	70	86	100
세전순이익	52	59	72	90	104
총당기순이익	39	51	54	68	79
지배지분순이익	39	51	54	68	79
EPS	1,301	1,684	1,803	2,269	2,636
PER	69.9	51.1	28.6	22.7	19.5
BPS	22,790	22,010	26,346	28,615	31,251
PBR	4.0	3.9	1.8	1.6	1.5
ROE	6.0	7.5	7.5	8.3	8.8

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

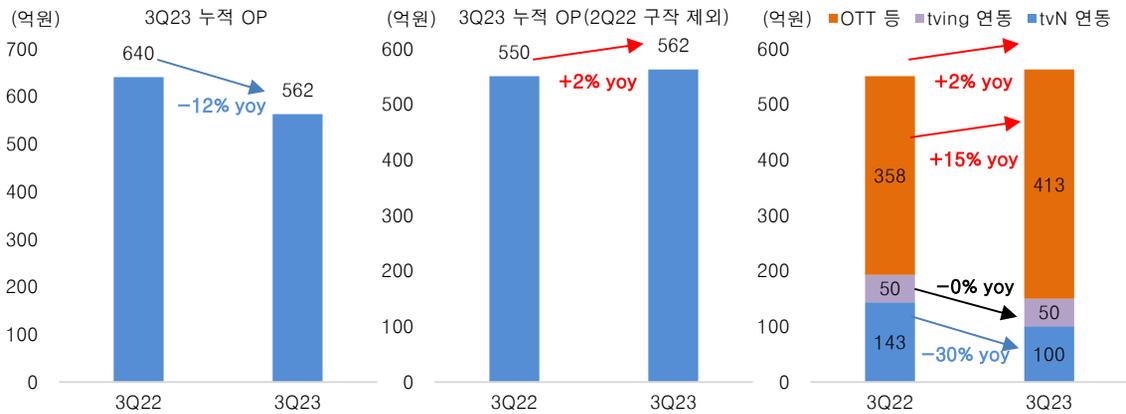
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	742	802	773	668	4.2	-16.7
판매비와 관리비	39	45	40	45	1.4	0.0
영업이익	70	82	70	86	-0.5	4.1
영업이익률	9.5	10.2	9.1	12.8	-0.4	2.6
영업외손익	2	4	2	4	0.0	0.0
세전순이익	72	86	72	90	-0.5	3.9
지배지분순이익	54	66	54	68	-0.5	3.9
순이익률	7.3	8.2	7.0	10.2	-0.3	2.0
EPS(지배지분순이익)	1,812	2,183	1,803	2,269	-0.5	3.9

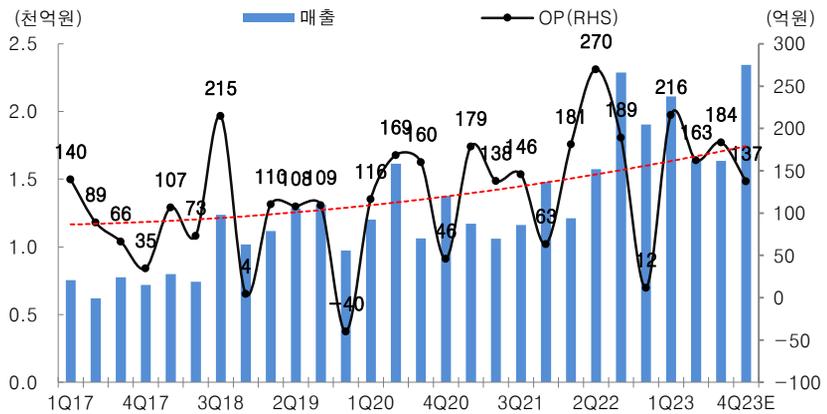
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q23 누적 실적의 재해석. OTT 등 Non-Captive 항 실적은 크게 증가



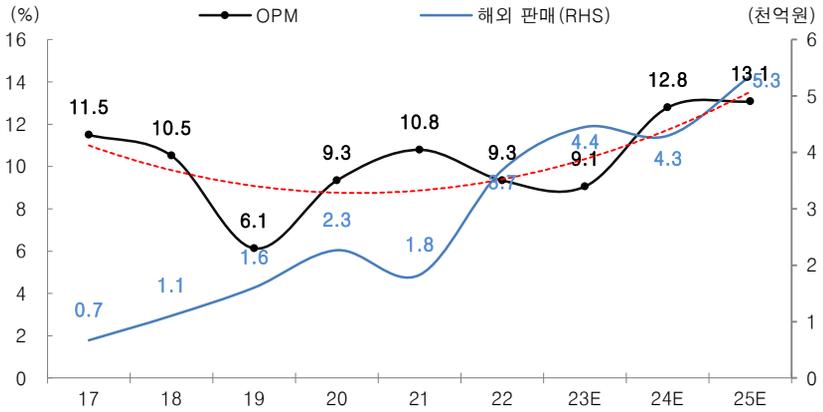
자료: 스튜디오드래곤 추정, 대신증권 Research Center

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



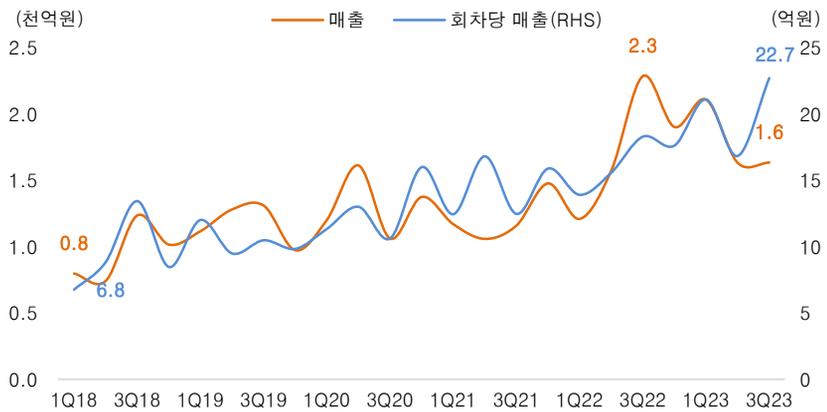
자료: 스튜디오드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 3. 넷플릭스 리콕을 상향, 디즈니+ 계약, TV 광고 회복까지 더해져 24년 실적 큰 폭 개선



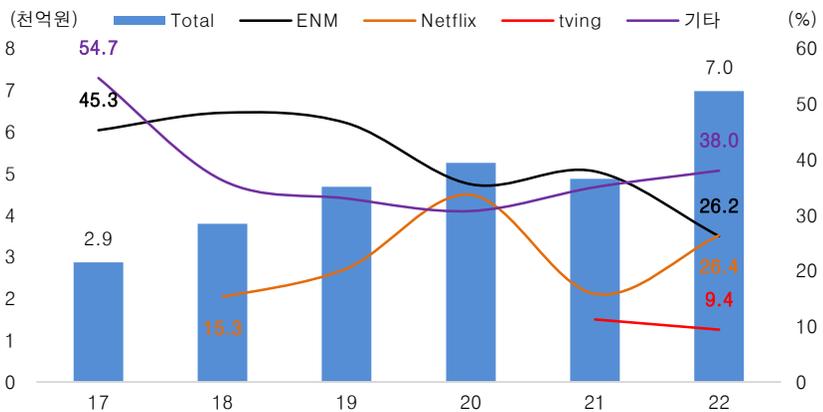
자료: 스튜디오드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 4. 작품당 제작 규모 증가. 회차당 매출은 18억원 수준 추정



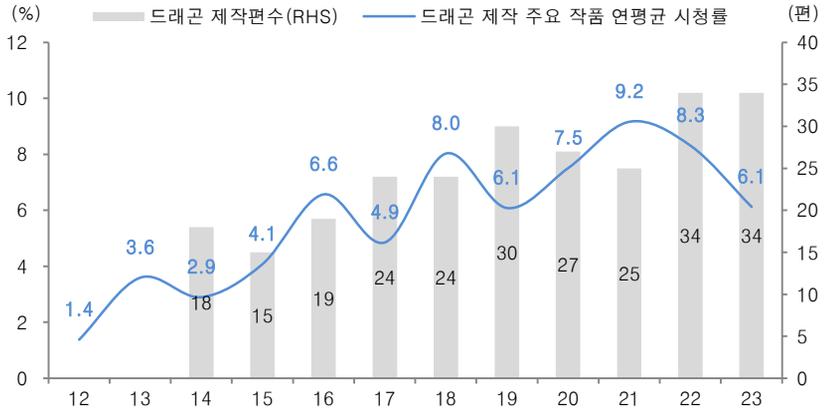
자료: 스튜디오드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 5. 특정 플랫폼에 지나치게 의존하지 않는 매출 다변화



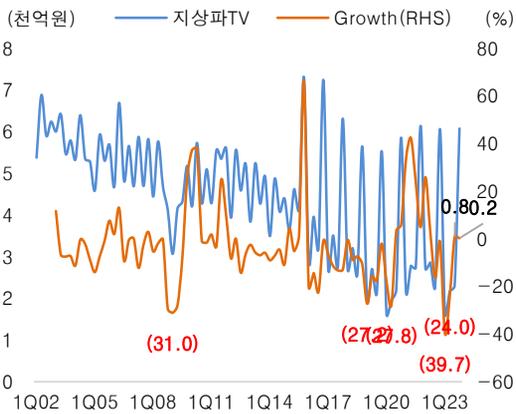
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 드래곤 주요 작품 시청률 및 연간 제작편수. 시청률 부진은 아쉬움



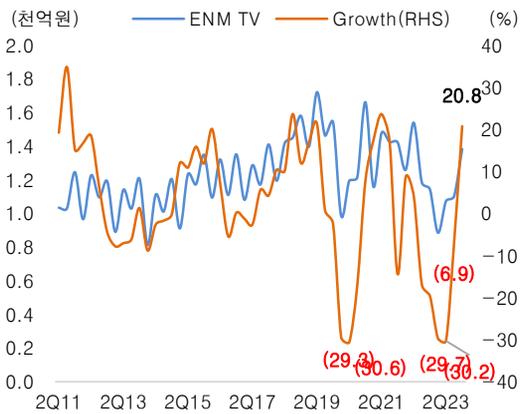
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 7. 지상파 TV 광고, 하반기 개선 전망



자료: 제일기획, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. ENM TV 광고, 하반기 개선 전망



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

표 1. 스튜디오드래곤 동시방영 콘텐츠

(%)

제목	회차	채널	동시방영 OTT	방영 시점
2022 9편 넷플릭스 6편, 디즈니+ 2편, 아마존 프라임 1편				
스물다섯 스물하나	16	tN	넷플릭스	1Q22
우리들의 블루스	20	tN	넷플릭스	2Q22
링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	16	tN	디즈니+	2Q22
환혼	30	tN	넷플릭스	2Q22, 4Q22
아다마스	16	tN	디즈니+	3Q22
작은아씨들	12	tN	넷플릭스	3Q22
슈룹	16	tN	넷플릭스	4Q22
연예인 매니저로 살아남기	12	tN	넷플릭스	4Q22
이일랜드	12	tvN	아마존 프라임	4Q22, 1Q23
2023 10편 + 1~2편 넷플릭스 4편, 디즈니+ 3편, 아마존 프라임 3편 + 1~2편				
일타스캔들	16	tN	넷플릭스	1Q23
청춘월담	20	tN	아마존 프라임	1Q23
판도라: 조작된 낙원	16	tN	디즈니+	1Q23
스타라-일곱 개의 조선통보	12	tN	아마존 프라임	2Q23
패밀리	12	tN	디즈니+	2Q23
구미호던 1938	12	tN	아마존 프라임	2Q23
이번 생도 잘 부탁해	12	tN	넷플릭스	2Q23
경이로운 소문2: 카운터 펀치	12	tN	넷플릭스	3Q23
아리문의 검	12	tN	디즈니+	3Q23
무인도의 다바	12	tN	넷플릭스	4Q23
별들에게 물어봐	미정	tN	미정	1Q24~
눈물의 여왕	미정	tN	미정	1Q24~

자료: 대신증권 Research Center

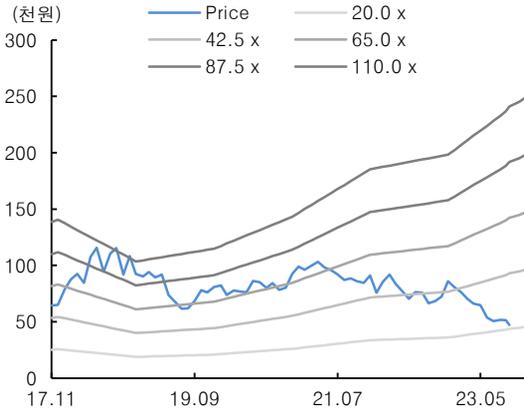
표 2. 스튜디오드래곤 오리지널 콘텐츠

(%)

제목	회차	OTT	방영 시점
2022 6편, 넷플릭스 3편, 디즈니+ 2편, 애플 TV+ 1편			
소년심판	10	넷플릭스	1Q22
형사록 S1	8	디즈니+	4Q22,
커넥트	6	디즈니+	4Q22
더 패블러스	8	넷플릭스	4Q22
더 글로리	16	넷플릭스	4Q22, 1Q23
The Big Door Prize S1	10	애플 TV+	4Q22
2023 7편 + 1~2편, 넷플릭스 5편, 디즈니+ 1편, 애플 TV+ 1편			
셀레브리티	12	넷플릭스	2Q23
형사록 S2	8	디즈니+	2Q23
도적: 칼의 소리	9	넷플릭스	3Q23
경성크리처	10	넷플릭스	4Q23
스위트홈2	10	넷플릭스	4Q23
이두내!	9	넷플릭스	4Q23
The Big Door Prize S2	10	애플 TV+	4Q23

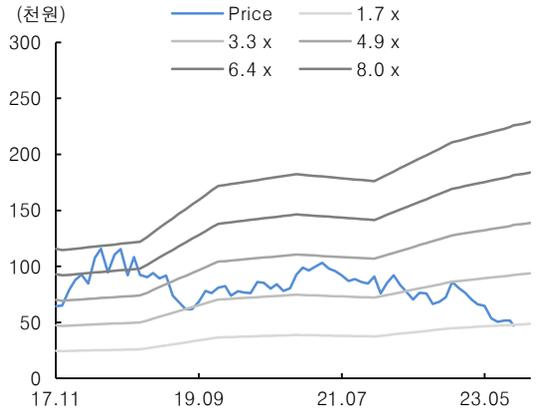
자료: 대신증권 Research Center

그림 15. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 16. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 3. 22년 이후 한국드라마 중국 OTT 방영 현황

No.	방영일	작품	중국 플랫폼	한국 플랫폼	한국 방영시점	제작사
1	22.1.4	사임당, 빛의 일기	망고TV	SBS	1Q17	그룹에이트, 엠퍼러 엔터테인먼트 코리아
2	22.3.3	밥 잘 사주는 예쁜 누나	아이치이	JTBC	1Q18	SLI, 콘텐츠케이
3	22.3.3	또 오해영	비리버리	tN	2Q16	스튜디오드래곤, 초록박스미디어
4	22.3.3	인현왕후의 남자	비리버리	tN	2Q12	초록박스미디어
5	22.3.6	슬기로운 김빵생활	비리버리	tN	4Q17	CJ ENM
6	22.3.8	지금 헤어지는 중입니다.	유쿠	SBS	4Q21	삼화네트웍스, UAA
7	22.3.26	김비서가 왜 그럴까	아이치이	tN	2Q18	스튜디오드래곤, 본팩토리
8	22.4.11	슬기로운 의사생활 시즌2	비리버리	tN	2Q21	에그이즈커밍
9	22.4.22	당신이 잠든 사이에	텐센트 비디오	SBS	3Q17	iHQ
10	22.4.	순정에 반하다	비리버리	JTBC	2Q15	김중학 프로덕션, 도레미 엔터테인먼트
11	22.5.16	이태원 클라쓰	유쿠	JTBC	1Q20	SLI, 쇼박스, 콘텐츠지음
12	22.5월	나인: 아홉 번의 시간 여행		tN	1Q13	초록박스미디어, JS 픽처스
13	22.5.25	배드 앤 크레이지	아이치이	tN	4Q21	스튜디오드래곤, 링크엔터테인먼트
14	22.12.8	슬기로운 의사생활 시즌1	비리버리	tN	1Q20	에그이즈커밍
15	22.12.12	스물다섯 스물하나	유쿠	tN	1Q22	스튜디오드래곤, 화인담픽처스
16	22.12.12	힘쎈여자 도봉순	아이치이	JTBC	1Q17	SLI, JS 픽처스
17	방영예정	구경이	유쿠	JTBC	4Q21	SLI, 키이스트, 그룹에이트
1	23.1.13	갯마을 차차차	비리버리	tN	3Q21	스튜디오드래곤, 차티스트
2	23.2.14	나의 해방일지	유쿠	JTBC	2Q22	SLI, 스튜디오파닉스, 초록박스미디어

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)	54	68	79	94	108	130	156	187	225	270
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	792	860	939	1,005	1,079	1,170	1,274	1,398	1,548	1,728
추정ROE	7.5	8.3	8.8	9.4	10.0	11.1	12.3	13.4	14.5	15.6
III 필요수익률 ^(주3)	6.7									
무위험이자율 ^(주4)	3.6									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	0.7	1.5	2.1	2.6	3.3	4.4	5.5	6.7	7.8	8.9
V 필요수익	44	53	58	63	68	73	79	86	94	104
VI 잔여이익(-V)	10	15	21	31	41	58	77	102	131	166
현가계수	0.99	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.67	0.63	0.59	0.55
잔여이익의 현가	10	14	19	25	31	41	52	64	77	91
VII 잔여이익의 합계	423									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,354									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	661									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,437									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	81,085									
현재가치(원)	47,150									
Potential (%)	72.0%									

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 입장에서의 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 없다는 가정 하에 0%를 반영

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

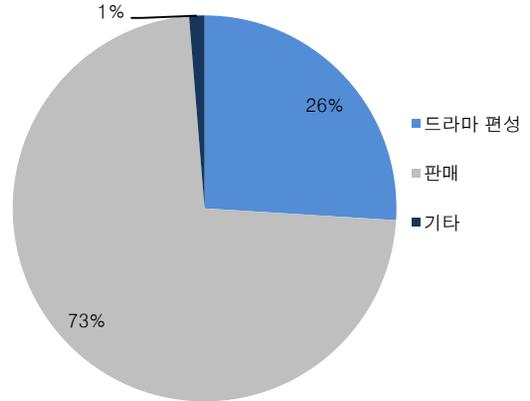
- 스튜디오드래곤은 16,533 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2Q23 매출 1,635억원 영업이익 163억원 당기순이익 102억원
- 2Q23 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 26%, 판매 73%, 기타 1%
- 2Q23 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

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

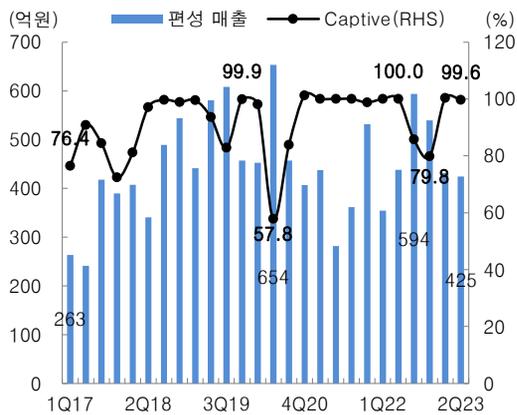
사업부문별 매출 비중(2Q23)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

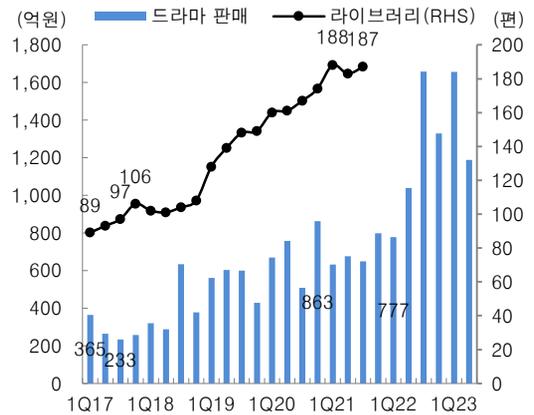
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q23)



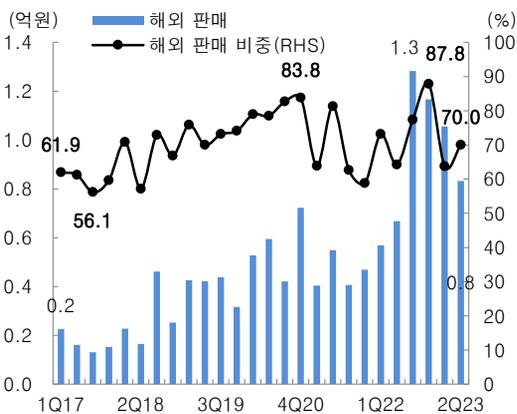
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q23)



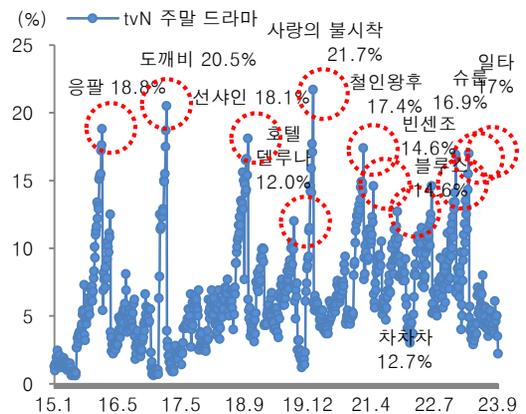
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(2Q23)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	773	668	766
매출원가	407	598	663	538	618
매출총이익	80	100	110	130	148
판매비와관리비	27	35	40	45	47
영업이익	53	65	70	86	100
영업외수익	108	93	91	128	131
EBITDA	152	219	289	355	434
영업외손익	-1	-7	2	4	4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	21	20	22	22
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10	-19	-18	-20	-20
외환포함손실	5	8	0	0	0
기타	-5	-9	0	1	1
법인세비용감전순이익	52	59	72	90	104
법인세비용	-13	-8	-17	-22	-25
계속사업순이익	39	51	54	68	79
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	54	68	79
당기순이익	80	72	70	102	103
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	39	51	54	68	79
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-77	-77	-77	-77
포괄순이익	74	-26	-23	-9	2
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	74	-26	-23	-9	2

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,301	1,684	1,803	2,269	2,636
PER	69.9	51.1	28.6	22.7	19.5
BPS	22,790	22,010	26,346	28,615	31,251
PBR	4.0	3.9	1.8	1.6	1.5
EBITDAPS	5,054	7,279	9,598	11,823	14,436
EV/EBITDA	17.6	12.1	5.8	4.4	3.4
SPS	16,233	23,250	25,708	22,237	25,480
PSR	5.6	3.7	1.8	2.1	1.9
CFPS	5,254	7,544	9,261	11,486	14,102
DPS	0	0	0	0	950

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	-7.3	43.3	10.7	-13.5	14.6
영업이익 증/감률	7.0	24.0	7.4	22.2	17.2
순이익 증/감률	31.8	29.5	7.2	25.8	16.2
수익성					
ROIC	12.4	13.4	8.2	8.3	10.2
ROA	6.4	6.6	6.3	7.0	7.0
ROE	6.0	7.5	7.5	8.3	8.8
안정성					
부채비율	29.3	65.1	43.7	53.8	62.2
순차입금비율	-8.6	8.2	31.0	18.0	6.2
이자보상비율	67.6	13.2	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	233	400	394	633	918
현금및현금성자산	65	124	102	362	628
매출채권 및 기타채권	124	142	157	136	156
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	135	135	135	135
비유동자산	652	691	744	690	605
유형자산	8	11	12	13	14
관계기업투자지분	0	13	25	38	51
기타비유동자산	644	667	707	639	541
자산총계	884	1,091	1,138	1,323	1,523
유동부채	184	416	333	450	573
매입채무 및 기타채무	78	87	89	86	89
차입금	0	170	340	510	680
유동상채무	0	0	1	1	1
기타유동부채	106	159	-97	-147	-197
비유동부채	17	14	13	12	11
차입금	0	0	-1	-2	-2
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	14	14	14	14
부채총계	200	430	346	463	584
자본부분	684	661	792	860	939
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	267	335	414
기타보전비	37	-40	37	37	37
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	792	860	939
순차입금	-59	54	246	155	58

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	12	110	148
당기순이익	39	51	54	68	79
비현금항목의기감	119	176	224	277	345
감가상각비	99	153	218	270	334
외환손익	-1	4	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	21	19	6	7	11
자산부채의증감	-155	-280	-270	-237	-274
기타현금흐름	-11	-10	3	2	-2
투자활동 현금흐름	27	-43	-297	-241	-274
투자자산	28	-12	-13	-13	-13
유형자산	-2	-4	-4	-4	-4
기타	0	-28	-281	-225	-257
재무활동 현금흐름	-3	165	163	162	162
단기차입금	0	170	170	170	170
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-3	-7	-6	-7	-7
현금의증감	16	59	-22	260	266
기초 현금	49	65	124	102	362
기말 현금	65	124	102	362	628
NOPLAT	39	56	53	65	76
FCF	135	203	12	131	173

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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	23.10.16	23.07.07	23.02.10	22.12.23	22.06.23	22.05.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과
목표주가	89,000	89,000	110,000	120,000	120,000	130,000
과다율(평균%)		(42.74)	(38.30)	(31.97)	(39.41)	(41.86)
과다율(최대/최소%)		(39.44)	(26.73)	(27.25)	(25.92)	(35.77)

제시일자	21.11.05
투자의견	Buy
목표주가	130,000
과다율(평균%)	(32.68)
과다율(최대/최소%)	(25.85)

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

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

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231011)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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