

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

하향

현재주가

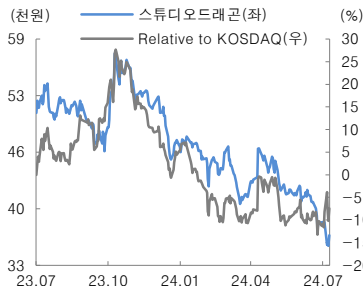
(24.08.08)

36,450

미디어업종

KOSDAQ	745.28
시가총액	1,096십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	57,300원 / 35,250원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	8.16%
주요주주	CJ ENM 외 3인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-15.3	-23.7	-29.2
상대수익률	2.5	-0.9	-15.4	-15.3



방향은 맞지만, 속도가 느리다

- 2Q24 매출 1.4천억원(-16% yoy), OP 105억원(-36% yoy)
- 쉬어가는 편성에 따른 방영회차 감소, 적은 편성 대비로는 양호한 실적
- 25년 ENM의 편성 정상화 이후 드래곤의 실적 개선 본격화 전망

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 55,000원으로 -20% 하향

목표주가 69천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
69천원은 12M FWD EPS 1,894원에 PER 30배를 적용한 수준

2Q 실적은 적은 편성 대비로는 양호했지만, 전략의 변화 과정에서 25년까지는 큰
폭의 실적 개선이 어려울 것으로 전망, 24~25E EPS를 각각 -7%, -10% 하향

2Q24 Review: 2Q 쉬어가는 편성, 적은 편성 대비로는 양호한 실적

매출 1.4천억원(-16% yoy, -29% qoq), OP 105억원(-36% yoy, -51% qoq)
쉬어가는 편성에 따른 방영회차 감소, 적은 편성 대비로는 양호한 실적

2Q 방영회차는 42회(TV 34회, OTT 8회)로 -41회 yoy, -29회 qoq

3Q 편성은 2Q의 42회 대비 증가, 3Q23의 75회 대비로는 감소, 구작 판매가 반
영되면서 이익은 2Q 대비 개선 전망. 3Q OP 143억원(-34% yoy, +37% qoq)

TV 광고 업황 부진이 지속되면서 ENM이 드라마 편성을 줄였고, 드래곤도 캡티브 의
존도를 줄이고 글로벌 OTT 및 일본/동남아 시장에 진출하는 변화의 과정

특히, 신작은 글로벌 OTT에 선판매하고 작품별 리쿠파율을 다르게 하는 “Volume
Deal+” 전략을 전개하면서 수익성 개선 추구

당사 추정 OPM 23년 7.4% → 24E 8.6% → 25E 9.8% → 26E 10.6%

추구하는 방향은 맞지만, 안정적인 캡티브 실적이 뒷받침 되어야 개선 속도가 더
빨라질 수 있을 것. ENM의 실적이 빠르게 개선되고 있고, 광고 업황도 저점을 통
과 중이어서, 25년부터는 ENM의 편성도 다시 증가하고 드래곤의 실적 개선의 성
과도 나타날 수 있을 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	163	192	144	137	-16.1	-28.6	143	105	-51.7	-23.4
영업이익	16	22	14	10	-35.7	-51.4	13	14	-34.4	37.2
순이익	10	20	12	8	-20.0	-59.6	9	13	-27.3	62.0

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	672	708	780
영업이익	65	56	57	70	83
세전순이익	59	37	69	78	92
총당기순이익	51	30	52	59	70
자배분순이익	51	30	52	59	70
EPS	1,684	1,001	1,743	1,970	2,318
PER	51.1	51.5	20.9	18.5	15.7
BPS	22,010	23,546	25,289	27,259	29,577
PBR	3.9	2.2	1.4	1.3	1.2
ROE	7.5	4.4	7.1	7.5	8.2

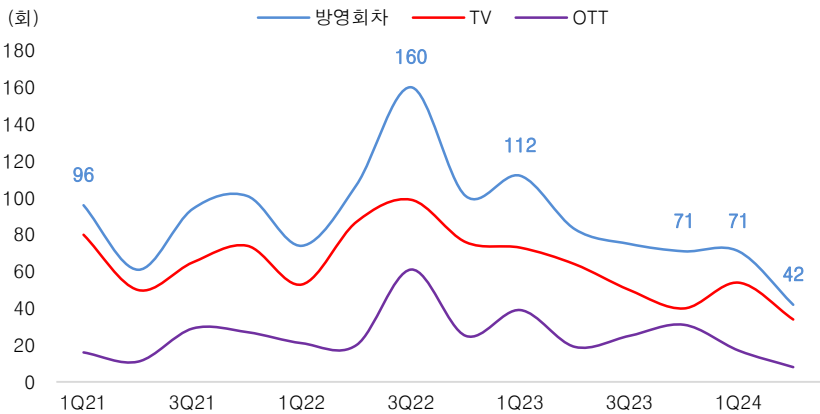
주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	691	723	672	708	-2.8	-2.0
판매비와 관리비	37	39	36	39	-2.8	1.1
영업이익	63	78	57	70	-9.2	-11.3
영업이익률	9.2	10.9	8.6	9.8	-0.6	-1.0
영업외손익	11	8	12	8	8.2	0.0
세전순이익	74	87	69	78	-6.7	-10.2
자비자분순이익	56	66	52	59	-7.3	-10.2
순이익률	8.2	9.1	7.8	8.4	-0.4	-0.8
EPS(자비자분순이익)	1,879	2,194	1,743	1,970	-7.3	-10.2

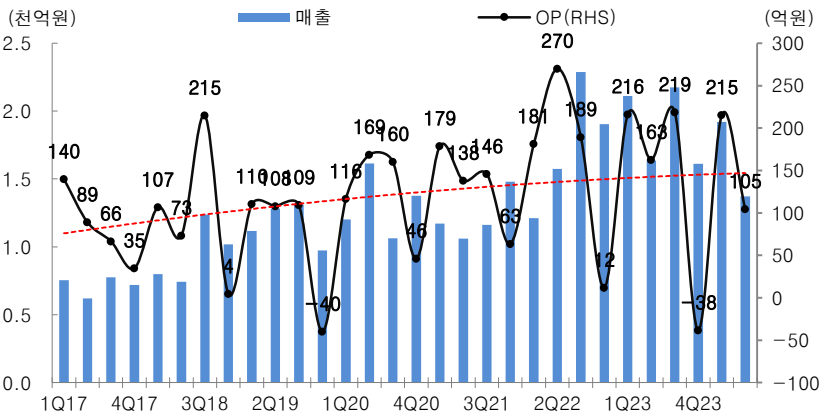
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 2Q24 방영회차는 42회(-41회 yoy, -29회 qoq)로 감소



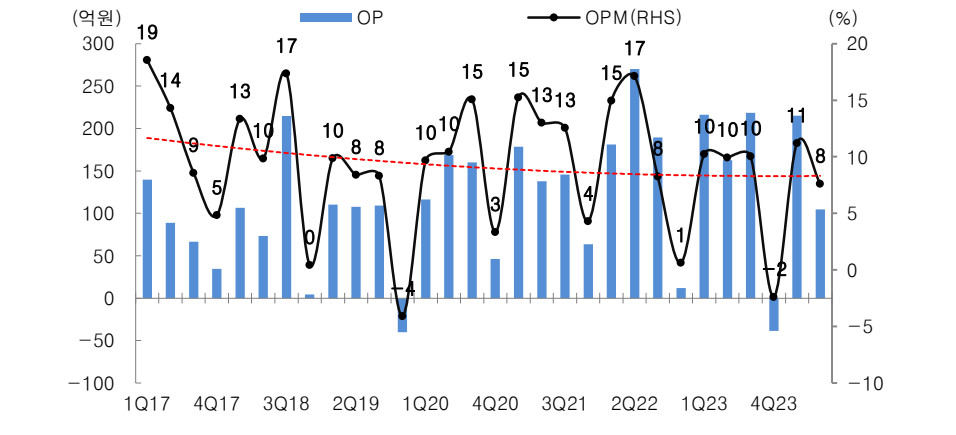
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 적은 편성 대비 양호한 실적 달성



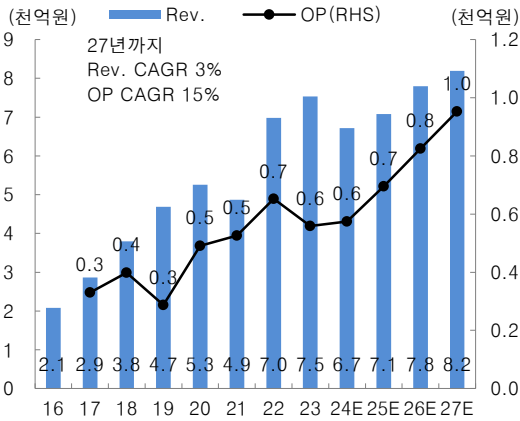
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 적은 편성 대비 양호한 실적 달성



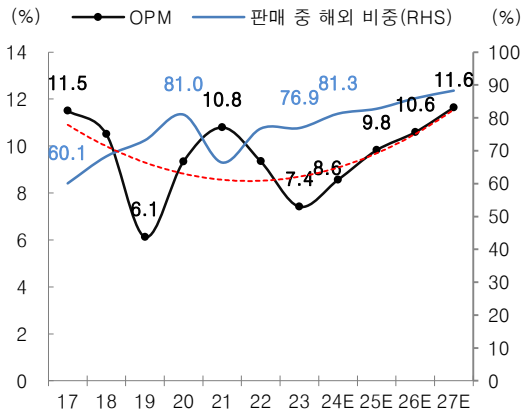
자료: 스튜디오투레콘, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출, 영업이익의 전망



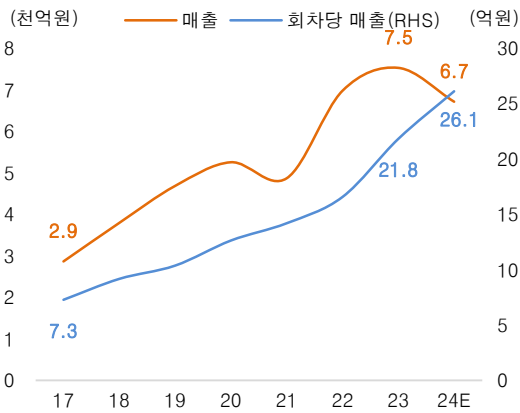
자료: 스튜디오투레콘, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 해외 판매 증가에 따른 마진 개선 전망



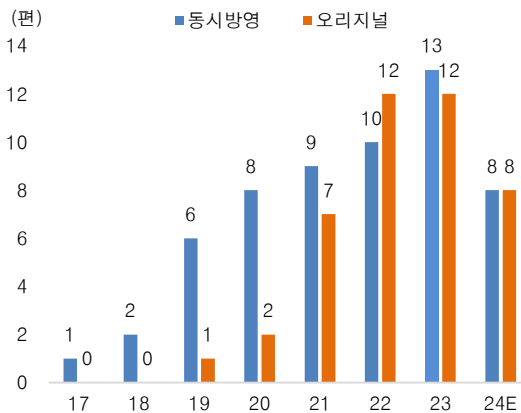
자료: 스튜디오투레콘, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 대작과 확대로 수익성 개선 추진



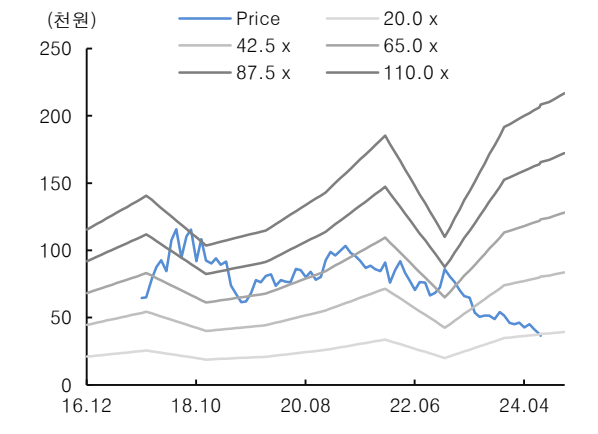
자료: 스튜디오투레콘, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 동시방영 및 오리지널은 잠시 주춤



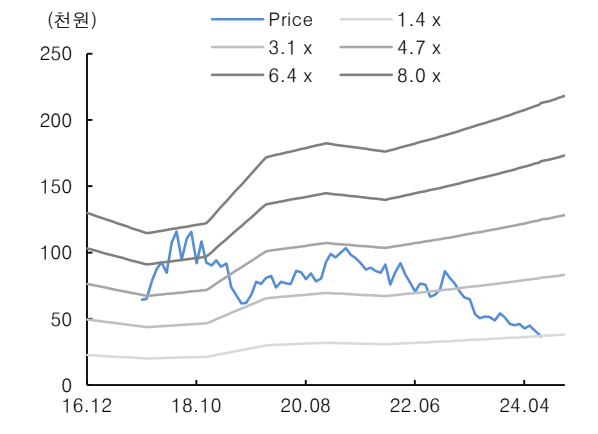
자료: 스튜디오투레콘, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 9. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

R I M(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	52	59	70	80	92	101	111	122	134	147
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	760	819	889	955	1,030	1,113	1,183	1,261	1,346	1,440
	추정ROE	7.1	7.5	8.2	8.4	8.9	9.0	9.4	9.7	9.9	10.2
III	필요수익률 ^(주3)	5.8									
	무위험이자율 ^(주4)	3.5									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.58									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	1.3	1.7	2.3	2.5	3.0	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4
V	필요수익	41	44	48	52	56	60	65	69	74	79
VI	잔여이익(Ⅰ-V)	11	15	22	28	36	41	46	53	60	69
	현가계수	0.98	0.93	0.88	0.83	0.78	0.74	0.70	0.66	0.62	0.59
	잔여이익의 현가	11	14	19	23	28	30	32	35	38	41
VII	잔여이익의 합계	270									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	695									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	708									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,673									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	55,640									
	현재가치(원)	36,450									
	Potential (%)	52.6%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 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 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 자성장 국면에서의 낮은 가치를 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

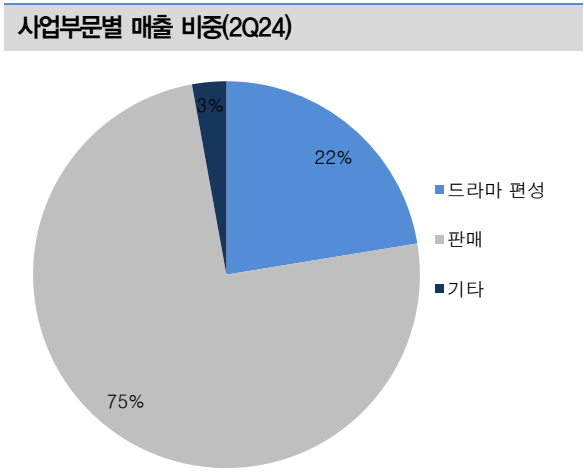
기업 및 주요 주주 현황

- 스튜디오드래곤은 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 23년 매출 7,531억원 영업이익 559억원 당기순이익 301억원
- 2Q24 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 22%, 판매 75%, 기타 3%
- 2Q24 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

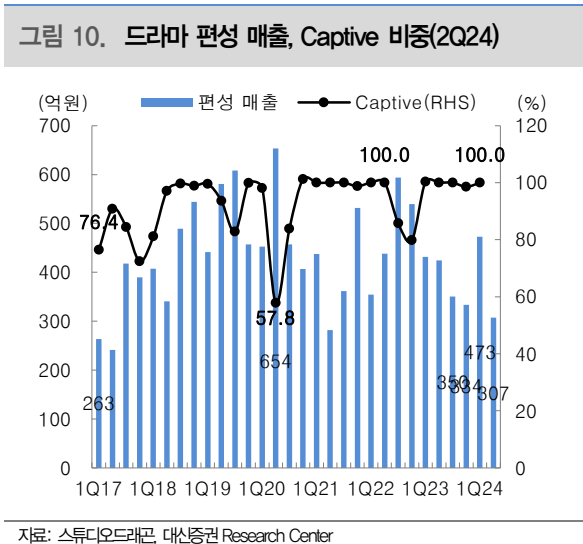
- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

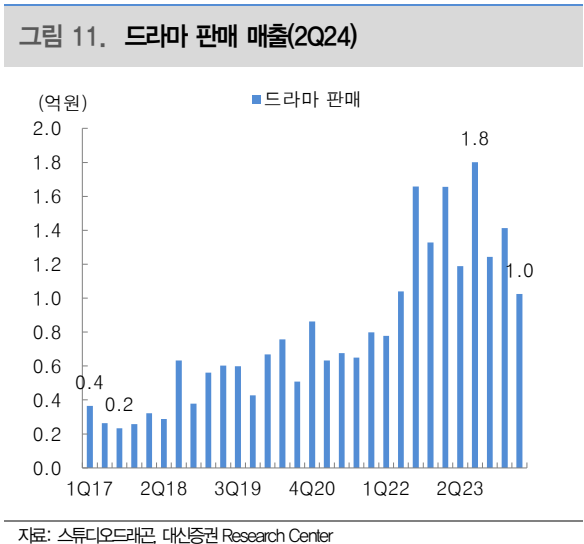


자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

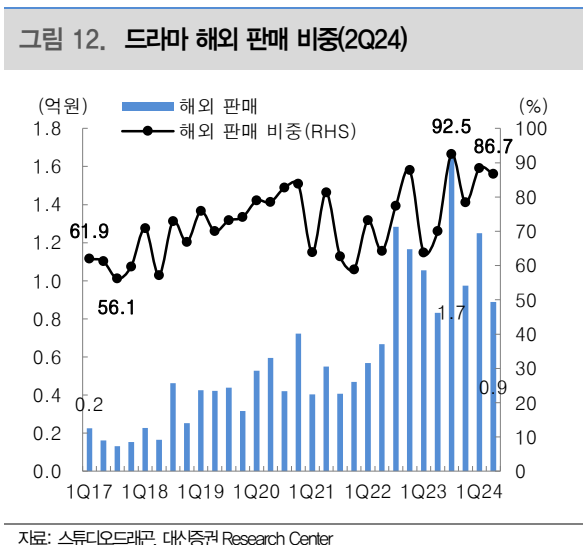
2. Earnings Driver



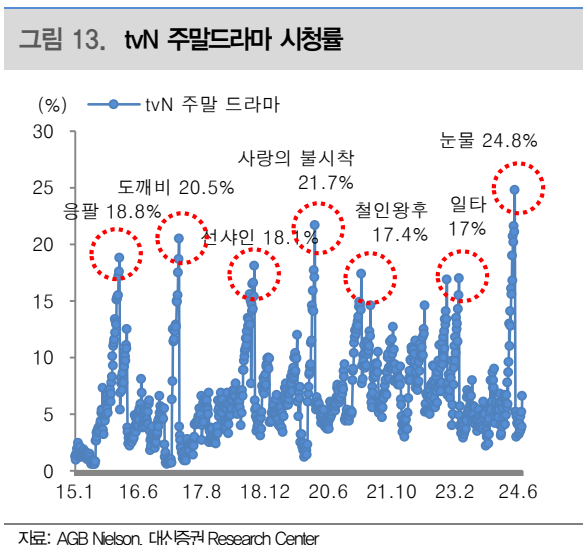
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	672	708	780
매출원가	598	665	578	599	662
매출총이익	100	88	93	109	118
판매비와관리비	35	32	36	39	35
영업이익	65	56	57	70	83
영업외수익	9.3	7.4	8.6	9.8	10.6
EBITDA	219	242	264	244	275
영업외손익	-7	-19	12	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	21	15	26	22	22
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-18	-15	-15	-14
외환손실	8	7	0	0	0
기타	-9	-16	1	1	1
법인세비용차감전순이익	59	37	69	78	92
법인세비용	-8	-7	-17	-19	-22
계속사업순이익	51	30	52	59	70
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	52	59	70
당기순이익	7.2	4.0	7.8	8.4	8.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
자계분순이익	51	30	52	59	70
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-77	17	17	17	17
포괄순이익	-26	47	69	76	87
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
자계분포괄이익	-26	47	69	76	87

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,684	1,001	1,743	1,970	2,318
PER	51.1	51.5	20.9	18.5	15.7
BPS	22,010	23,546	25,289	27,259	29,577
PBR	3.9	2.2	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	7,279	8,050	8,789	8,130	9,149
EV/EBITDA	12.1	6.5	3.8	3.9	3.3
SPS	23,250	25,056	22,342	23,555	25,933
PSR	3.7	2.1	1.6	1.5	1.4
CFPS	7,544	8,185	9,883	9,104	10,143
DPS	0	0	0	0	450

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
상장성					
매출액 증감률	43.3	7.9	-10.8	5.4	10.1
영업이익 증감률	24.0	-14.3	2.9	21.0	18.7
순이익 증감률	29.5	-40.5	74.1	13.0	17.7
수익성					
ROIC	13.4	9.3	9.8	12.6	14.4
ROA	6.6	5.1	5.1	5.9	6.7
ROE	7.5	4.4	7.1	7.5	8.2
안정성					
부채비율	65.1	54.3	50.4	46.8	43.3
순차입금비율	8.2	2.9	-13.1	-17.4	-22.1
이자보상비율	13.2	6.4	6.5	8.2	10.1

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	508	558	627
현금및현금성자산	124	158	278	321	375
매출채권 및 기타채권	142	149	133	140	154
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	1,143	1,203	1,274
유동부채	416	368	367	367	368
매입채무 및 기타채무	87	71	70	70	71
차입금	170	170	170	170	170
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	159	127	127	127	127
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	383	384	385
자본자본	661	708	760	819	889
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	242	294	354	423
기타자본변동	-40	-23	-23	-23	-23
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	760	819	889
순차입금	54	20	-100	-143	-197

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	45	117	70	92
당기순이익	51	30	52	59	70
비현금항목의 가감	176	216	245	214	235
감가상각비	153	186	207	175	192
외환손익	4	2	0	0	0
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	19	28	38	40	43
자산부채의 증감	-280	-179	-160	-182	-188
기타현금흐름	-10	-22	-20	-21	-25
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	-9
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	0
기타	-7	-9	-9	-9	-9
현금의 증감	59	35	120	43	54
기초 현금	65	124	158	278	321
기말 현금	124	158	278	321	375
NOPLAT	56	45	43	53	63
FCF	203	229	96	43	60

자료: 스튜디오드래곤 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

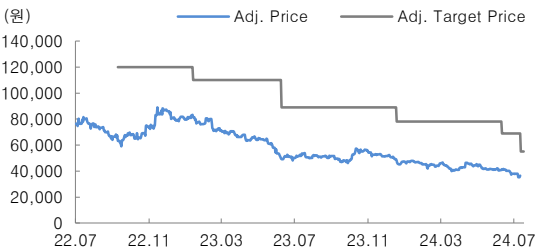
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	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

제시일자	2408.09	2407.09	2405.13	2404.15	2403.07	2401.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	69,000	78,000	78,000	78,000	78,000
과리율(평균%)		(44.10)	(43.51)	(42.66)	(41.64)	(40.57)
과리율(최대/최소%)		(39.64)	(38.72)	(38.72)	(38.72)	(38.72)
제시일자	2401.07	2312.02	2311.09	2310.15	2308.23	2308.10
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000
과리율(평균%)	(44.00)	(42.05)	(42.19)	(43.12)	(42.81)	(42.56)
과리율(최대/최소%)	(42.47)	(35.62)	(35.62)	(35.62)	(39.44)	(39.44)
제시일자	2307.07	2306.28	2305.11	2305.05	2304.24	2304.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	89,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과리율(평균%)	(42.78)	(38.30)	(37.27)	(34.43)	(34.03)	(33.18)
과리율(최대/최소%)	(41.01)	(26.73)	(26.73)	(26.73)	(26.73)	(26.73)
제시일자	2302.10	2301.13	2212.01	2211.09	2211.05	2210.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
과리율(평균%)	(32.12)	(36.96)	(38.10)	(43.49)	(44.70)	(44.79)
과리율(최대/최소%)	(26.73)	(25.92)	(25.92)	(37.42)	(41.92)	(41.92)