

스튜디오
드래곤
(253450)

김희재

hjaje.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

유지

현재주가

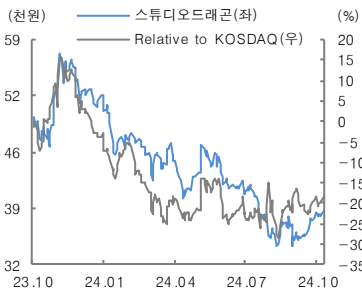
38,400

(24.10.15)

미디어업종

KOSDAQ	773.81
시가총액	1,154십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	57,300원 / 34,100원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	8.39%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	-6.2	-5.9	-18.6
상대수익률	3.8	3.4	3.7	-13.4



25년에는 편성 확대

- 3Q24 매출 1.1천억원(-50% yoy), OP 42억원(-81% yoy) 전망
- 방영회차 59회(-16회 yoy)로 감소 및 수익-비용 인식 시점 차이로 부진
- 25년 tN 수목 일부 부활, 일본/지상파향 작품 재개, 글로벌 OTT 재계약

투자의견 매수(Buy), 목표주가 55,000원 유지

목표주가 55천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
55천원은 12M FWD EPS 1,904원에 PER 29배를 적용한 수준

3Q24 Preview: 편강 감소에 상각비 부담까지

매출 1.1천억원(-50% yoy, -20% qoq), OP 42억원(-81% yoy, -60% qoq) 전망
3Q 방영회차는 59회(TV 38회, OTT 21회)로 -16회 yoy, +17회 qoq
TV: 〈플레이어2〉, 〈감사합니다〉, 〈우연일까?〉, 〈엄마친구아들〉
OTT: 〈경성크리처2〉, 〈트렁크〉, 〈나의 해리에게〉 일부

수익성이 높은 OTT 동시방영은 〈엄마친구아들〉 1작품. 반면, 4월에 종영한 〈눈물의 여왕〉은 상각비가 약 300억원으로 추정되는데, 매출 인식은 4월까지 완료, 상각비는 8월까지 인식되면서, 수익-비용 인식 시점 차이에 따른 실적 부담

4Q 방영회차는 44회(TV 28회, OTT 16회)로 3Q 대비 감소 전망하나, 상각비 부담에서 벗어나면서 이익은 개선될 것으로 전망. 4QE OP 122억원(흑전 yoy)

제작비 약 300억원대로 큰 규모인 〈장년이〉는 디즈니+ 동시방영으로 수익성이 높고, 시청률도 2회 만에 tN 평균 6.4%를 크게 상회하는 8.2% 달성

25년은 편성 확대, 다수의 대작 편성, 글로벌 OTT와 재계약 등 예정

25년 전망 양호, 24년 총 제작편수는 연초 예상했던 29편(22년 34년, 23년 29편) 대비 크게 낮아진 19편 전망하나, 25년에는 수목 드라마가 일부 부활하고, 일본 및 지상파향 작품도 재개되면서 최소 24편 이상으로 회복될 것으로 전망

역대 최대 규모 수준의 제작비가 투입된 〈별들에게 물어봐〉는 25.1월 tN 주말 슬롯에서 방영될 예정이고, 동시방영 플랫폼은 아직 미정이나 글로벌 OTT에 좋은 조건으로 판매될 가능성이 높다고 판단

〈미스터 션샤인〉, 〈더 글로리〉 등의 김은숙 작가의 차기 작품인 〈다 이루어질지니〉도 25년에 공개될 것으로 전망

또한, 글로벌 OTT와의 재계약도 기존 보다 리쿠플이 개선된 조건으로 성사되면서 수익성이 개선될 것으로 전망

당사 추정 OPM 23년 7.4% → 24E 8.8% → 25E 12.5% → 26E 13.4%

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	당사추정	3Q24(F)			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	217	137	105	110	-49.6	-20.1	135	112	-30.8	1.8
영업이익	22	10	14	4	-80.9	-60.2	11	12	흑전	192.5
순이익	18	8	13	5	-73.9	-41.9	9	12	흑전	143.4

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	550	561	610
영업이익	65	56	48	70	82
세전순이익	59	37	60	79	91
총당기순이익	51	30	45	60	69
자배지분순이익	51	30	45	60	69
EPS	1,684	1,001	1,484	1,987	2,297
PER	51.1	51.5	25.9	19.3	16.7
BPS	22,010	23,546	25,031	27,018	29,316
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
ROE	7.5	4.4	6.1	7.6	8.2

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

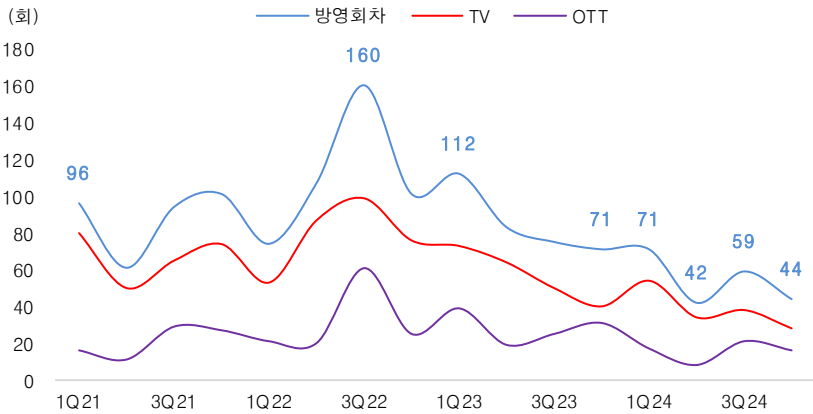
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	672	708	550	561	-18.1	-20.7
판매비와 관리비	36	39	36	39	0.5	0.0
영업이익	57	70	48	70	-15.9	1.0
영업이익률	8.6	9.8	8.8	12.5	0.2	2.7
영업외손익	12	8	12	8	0.0	0.0
세전순이익	69	78	60	79	-13.2	0.9
자배지분순이익	52	59	45	60	-14.8	0.9
순이익률	7.8	8.4	8.1	10.6	0.3	2.3
EPS(자배지분순이익)	1,743	1,970	1,484	1,987	-14.8	0.9

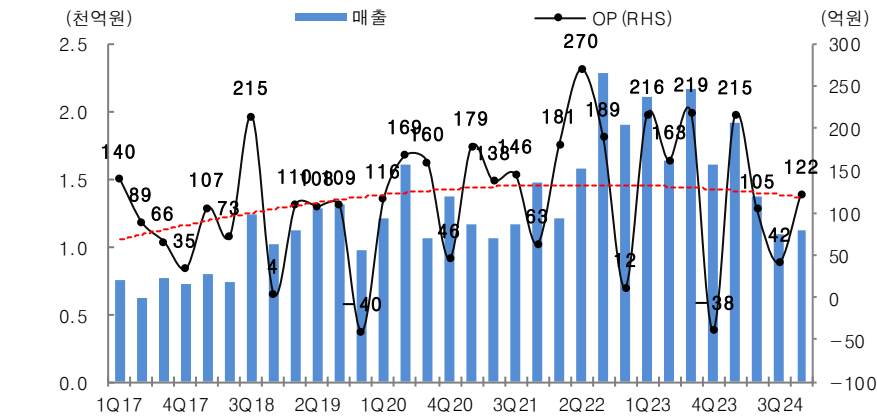
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q24 방영회차는 59 회(-16 회 yoy, +17 회 qoq)로 감소



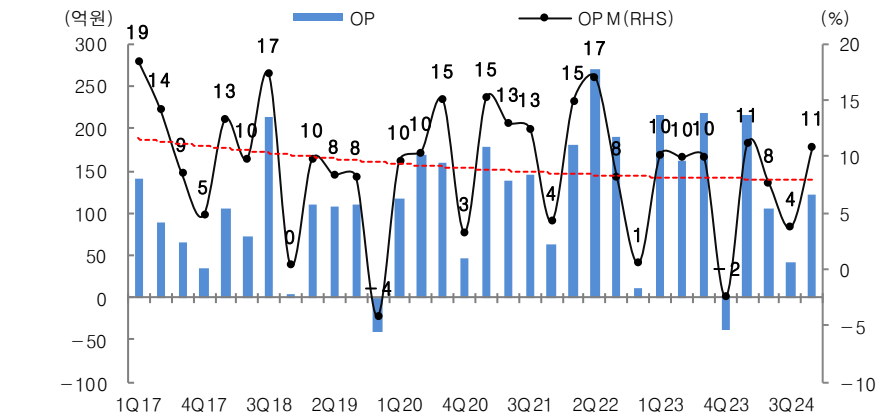
자료: 스튜디오드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q24 OP 42 억원(-81% yoy, -60% qoq) 전망



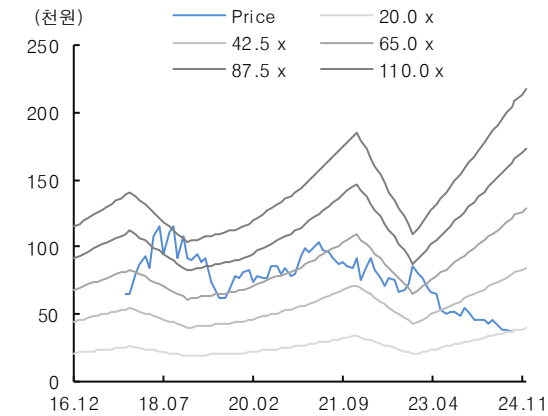
자료: 스튜디오패곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 3Q24 OP 42 억원(-81% yoy, -60% qoq) 전망



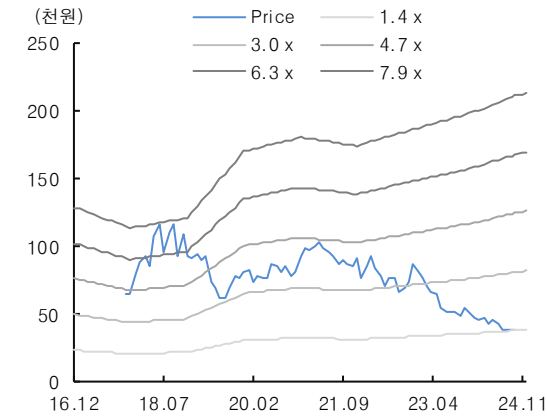
자료: 스튜디오패곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. 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) ^(주2)	45	60	69	80	91	100	110	121	133	146
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	752	812	881	947	1,021	1,103	1,173	1,250	1,334	1,427
	추정ROE	6.1	7.6	8.2	8.4	8.9	9.0	9.3	9.7	9.9	10.2
III	필요수익률 ^(주3)	6.1									
	무위험이자율 ^(주4)	3.4									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.68									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	0.0	1.5	2.0	2.3	2.7	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1
V	필요수익	44	46	50	54	58	63	68	72	77	82
VI	잔여이익(I - V)	1	14	19	26	32	37	42	49	56	64
	현가계수	0.99	0.93	0.88	0.83	0.78	0.73	0.69	0.65	0.61	0.58
	잔여이익의 현가	1	13	17	21	25	27	29	32	34	37
VII	잔여이익의 합계	236									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	600									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	708									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,544									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	51,375									
	현재가치(원)	38,400									
	Potential (%)	33.8%									

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 16,53 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

사업부문별 매출 비중(2Q24)

사업부문	비중 (%)
드라마 편성	22%
판매	75%
기타	3%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q24)

기간	편성 매출 (억 원)	Captive (RHS) (%)
1Q17	263	76.4
1Q18	410	85
1Q19	450	95
1Q20	654	57.8
1Q21	450	95
1Q22	550	95
1Q23	100.0	100.0
1Q24	473	100.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(2Q24)

기간	드라마 판매 매출 (억 원)
1Q17	0.4
2Q18	0.2
3Q19	0.6
4Q20	0.9
1Q22	1.0
2Q23	1.8
1Q24	1.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(2Q24)

기간	해외 판매 (억 원)	해외 판매 비중 (RHS) (%)
1Q17	0.2	61.9
1Q18	0.2	56.1
1Q19	0.4	75
1Q20	0.5	85
1Q21	0.6	90
1Q22	0.7	85
1Q23	1.7	92.5
1Q24	0.9	86.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률

드라마	시청률 (%)
응팔	18.8%
도깨비	20.5%
선샤인	18.1%
사랑의 불시착	21.7%
철인왕후	17.4%
일타	17%
눈물	24.8%

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	550	561	610
매출원가	598	665	466	452	493
매출총이익	100	88	84	110	117
판매비와관리비	35	32	36	39	35
영업이익	65	56	48	70	82
영업외수익	9.3	7.4	8.8	12.5	13.4
EBITDA	219	242	179	194	199
영업외손익	-7	-19	12	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	21	15	26	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-18	-15	-15	-14
외환관련손실	8	7	0	0	0
기타	-9	-16	1	1	1
법인세비용차감전순이익	59	37	60	79	91
법인세비용	-8	-7	-16	-19	-22
계속사업순이익	51	30	45	60	69
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	45	60	69
당기순이익률	7.2	4.0	8.1	10.6	11.3
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	51	30	45	60	69
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-77	17	17	17	17
포괄순이익	-26	47	61	77	86
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	-26	47	61	77	86

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,684	1,001	1,484	1,987	2,297
PER	51.1	51.5	25.9	19.3	16.7
BPS	22,010	23,546	25,031	27,018	29,316
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	7,279	8,050	5,957	6,467	6,636
EV/EBITDA	12.1	6.5	6.0	5.1	4.6
SPS	23,250	25,066	18,309	18,672	20,289
PSR	3.7	2.1	2.1	2.1	1.9
CFPS	7,544	8,185	7,051	7,441	7,630
DPS	0	0	0	0	450

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	43.3	7.9	-26.9	2.0	8.7
영업이익 증/감률	24.0	-14.3	-13.5	45.3	16.4
순이익 증/감률	29.5	-40.5	48.3	33.9	15.6
수익성					
ROIC	13.4	9.3	7.9	13.0	15.7
ROA	6.6	5.1	4.3	6.0	6.7
ROE	7.5	4.4	6.1	7.6	8.2
안정성					
부채비율	65.1	54.3	50.7	47.0	43.4
순차입금비율	8.2	2.9	-10.4	-20.4	-27.1
이자보상비율	13.2	6.4	5.5	8.3	10.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	463	552	635
현금및현금성자산	124	158	257	344	417
매출채권 및 기타채권	142	149	109	111	121
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	135	97	97	97	97
비유동자산	691	688	671	641	629
유형자산	11	12	12	12	12
관계기업투자지분	13	12	12	12	12
기타비유동자산	667	663	646	617	604
자산총계	1,091	1,092	1,134	1,194	1,264
유동부채	416	368	365	365	366
매입채무 및 기타채무	87	71	68	68	69
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	381	382	382
자비자분	661	708	752	812	881
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	242	287	346	415
기타자비자분	-40	-23	-23	-23	-23
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	752	812	881
순차입금	54	20	-78	-166	-239

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	45	55	25	21
당기순이익	51	30	45	60	69
비현금항목의 가감	176	216	167	164	160
감가상각비	153	186	131	124	118
외환손익	4	2	0	0	0
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	28	37	40	43
자산부채의 증감	-280	-179	-138	-177	-184
기타현금흐름	-10	-22	-18	-22	-24
투자활동 현금흐름	-43	-1	-112	-92	-102
투자자산	-12	-1	0	0	0
유형자산	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-28	3	-109	-89	-100
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	98	88	73
기초 현금	65	124	158	257	344
기말 현금	124	158	257	344	417
NOPLAT	56	45	36	53	62
FCF	203	229	52	83	75

[Compliance Notice]

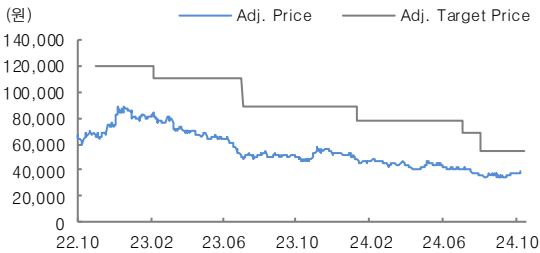
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.10.16	24.08.08	24.07.09	24.05.13	24.04.15	24.03.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	69,000	78,000	78,000	78,000
과다율(평균%)		(33.95)	(44.10)	(43.51)	(42.66)	(41.64)
과다율(최대/최소%)		(30.18)	(39.64)	(38.72)	(38.72)	(38.72)
제시일자	24.01.15	24.01.07	23.12.02	23.11.09	23.10.15	23.08.23
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	78,000	89,000	89,000	89,000	89,000	89,000
과다율(평균%)	(40.57)	(44.00)	(42.05)	(42.19)	(43.12)	(42.81)
과다율(최대/최소%)	(38.72)	(42.47)	(35.62)	(35.62)	(35.62)	(39.44)
제시일자	23.08.10	23.07.07	23.06.28	23.05.11	23.05.05	23.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	89,000	89,000	110,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)	(42.56)	(42.78)	(38.30)	(37.27)	(34.43)	(34.03)
과다율(최대/최소%)	(39.44)	(41.01)	(26.73)	(26.73)	(26.73)	(26.73)
제시일자	23.04.07	23.02.10	23.01.13	22.12.01	22.11.09	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	120,000	120,000	120,000	120,000
과다율(평균%)	(33.18)	(32.12)	(34.70)	(35.45)	(42.11)	(43.79)
과다율(최대/최소%)	(26.73)	(26.73)	(25.92)	(25.92)	(37.42)	(42.25)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241012)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	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