

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

hjaje.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

유지

현재주가

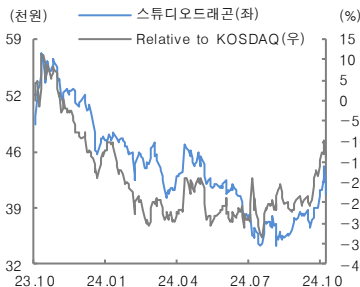
40,350

(24.11.07)

미디어업종

KOSDAQ	733.52
시가총액	1,213십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	57,300원 / 34,100원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	8.60%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	14.5	-6.3	-26.2
상대수익률	13.5	16.8	11.3	-17.1



드래곤 2.0을 향한 여정

- 3Q24 매출 903억원(-59% yoy), OP -9억원(적전 yoy), 3Q 첫 적자
- 방영회차 59회(-16회 yoy)로 감소 및 수익-비용 인식 시점 차이로 부진
- 25년 TV회복, 편성 확대, 리튬 개선 등 OPM 10%대 복귀, 26E 배당

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 55,000원 유지

목표주가 55천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
55천원은 12M FWD EPS 1,622원에 PER 34배를 적용한 수준

3Q24 Review: 편성 감소에 상각비 부담까지

매출 903억원(-59% yoy, -34% qoq), OP -9억원(적전 yoy, 적전 qoq)
3Q 적자는 처음. 방영회차 감소와 상각비 부담이 겹치면서 부진한 실적 달성

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 43회(TV 26회, OTT 17회)로 3Q 대비 감소 전망하나, 상각비 부담에서 벗어나면서 이익은 개선될 것으로 전망. 4QE OP 65억원(흑전 yoy)

제작비 약 300억원대로 큰 규모인 〈정년아〉는 디즈니+ 동시방영으로 수익성이 높고, 8회 기준 12.8%로 tN 평균 6.4%를 크게 상회

25년 TV 회복, 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 전망. 25년에는 TV광고 개선으로 수목 드라마 일부 부활, 일본 및 지상파향 작품도 재개되면서 최소 24편 이상으로 회복 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 〈다 이루어질지니〉도 25년 전망 20~22년 넷플릭스와 3년 볼륨딜 계약. 23년 재계약시 조건 상향 현재 재계약 추진중이고 25년 이후 조건은 추가로 개선될 것으로 전망

당사 추정 OPM 23년 7.4% → 24E 6.8% → 25E 10.5% → 26E 10.8%
25년에 다시 두 자릿 수 OPM으로 복귀하면, 창립 10주년이 되는 26년부터는 20% 수준의 배당성향으로 주주환원도 시작될 수 있을 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	217	137	110	90	-58.5	-34.1	129	132	-18.0	46.3
영업이익	22	10	5	-1	적전	적전	6	6	흑전	흑전
순이익	18	8	5	-6	적전	적전	6	7	흑전	흑전

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	552	556	616
영업이익	65	56	38	58	67
세전순이익	59	37	45	67	76
총당기순이익	51	30	29	51	58
자배지분순이익	51	30	29	51	58
EPS	1,684	1,001	967	1,682	1,917
PER	51.1	51.5	41.7	24.0	21.1
BPS	22,010	23,546	24,514	26,196	28,112
PBR	3.9	2.2	1.6	1.5	1.4
ROE	7.5	4.4	4.0	6.6	7.1

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

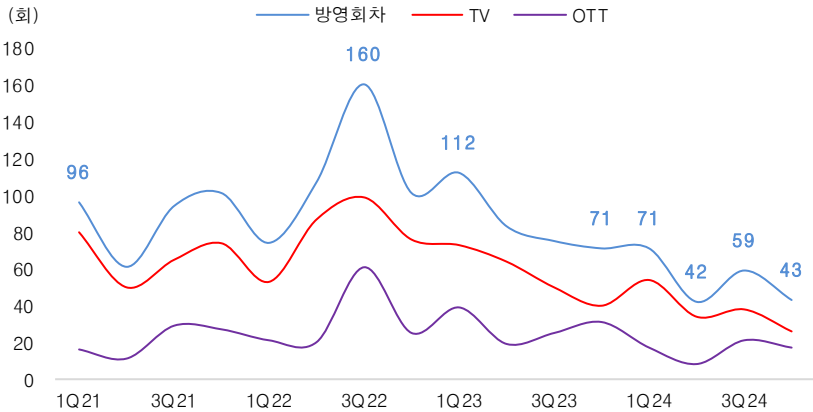
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	550	553	552	556	0.2	0.4
판매비와 관리비	36	39	34	39	-4.6	-1.5
영업이익	48	64	38	58	-22.3	-9.8
영업이익률	8.8	11.7	6.8	10.5	-2.0	-1.2
영업외손익	12	8	7	8	-40.6	0.0
세전순이익	60	73	45	67	-25.9	-8.7
자배지분순이익	45	55	29	51	-34.8	-8.7
순이익률	8.1	10.0	5.3	9.1	-2.8	-0.9
EPS(자배지분순이익)	1,484	1,842	967	1,682	-34.8	-8.7

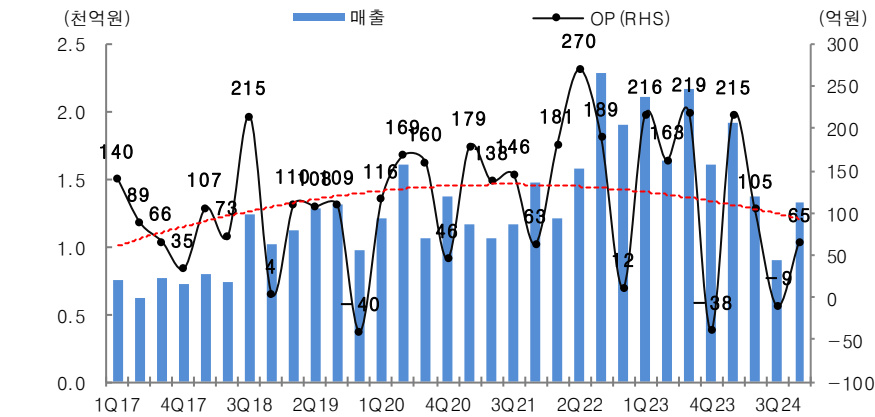
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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



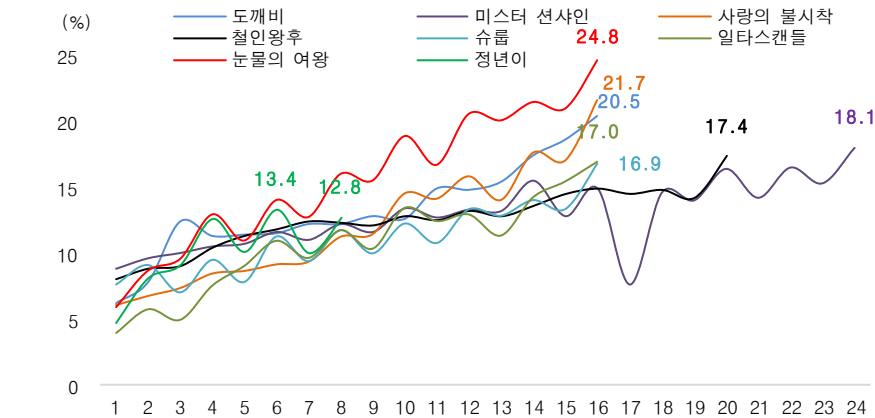
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q24 OP -9 억원(적전 yoy, 적전 qoq), 4QE 65 억원(흑전 yoy)



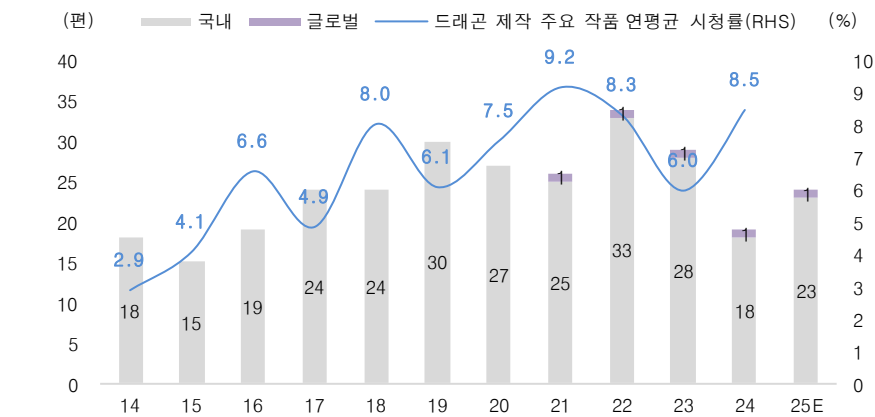
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. <정년이> 6 회 13.4%, 8 회 12.8% 드래곤 제작 tvN 역대 2 위



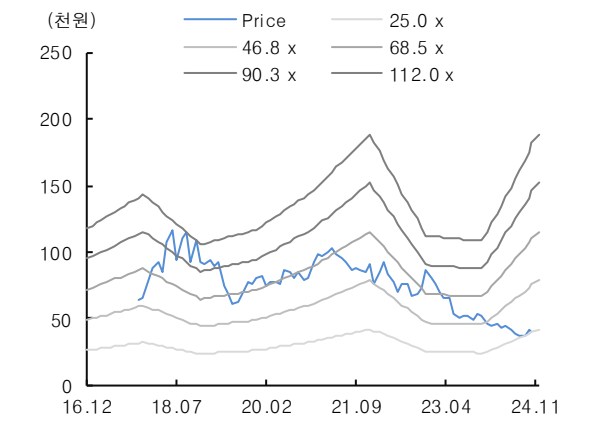
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 4. 드래곤 제작 주요 작품 연평균 시청률



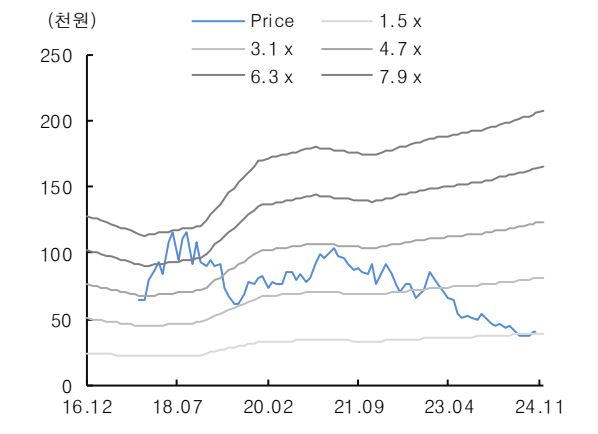
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 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)	29	51	58	70	85	94	103	113	125	137
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	737	787	845	901	970	1,046	1,111	1,183	1,263	1,350
	추정ROE	4.0	6.6	7.1	7.7	8.8	9.0	9.3	9.6	9.9	10.2
III	필요수익률 ^(주3)	5.9									
	무위험이자율 ^(주4)	3.4									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.63									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-1.8	0.8	1.2	1.9	2.9	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3
V	필요수익	42	43	46	50	53	57	61	65	70	74
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	-13	7	11	20	32	37	42	48	55	63
	현가계수	1.00	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.71	0.67	0.63	0.60
	잔여이익의 현가	-12	7	10	17	26	28	30	32	35	38
VII	잔여이익의 합계	209									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	640									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	708									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,557									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	51,783									
	현재가치(원)	40,350									
	Potential (%)	28.3%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 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 지배배치분 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 16,533 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 23년 매출 7,531억원 영업이익 559억원 당기순이익 301억원
- 23Q4 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 24%, 판매 71%, 기타 5%
- 3Q24 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(3Q24)

사업부문	비중 (%)
드라마 편성	24%
판매	71%
기타	5%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q24)

기간	편성 매출 (억원)	Captive (RHS) (%)
1Q17	263	76.4
2Q18	400	85
3Q19	500	95
4Q20	654	57.8
1Q22	100.0	95
2Q23	473	95
3Q24	216	99.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(3Q24)

기간	드라마 판매 매출 (억원)
1Q17	0.4
2Q18	0.2
3Q19	0.6
4Q20	0.8
1Q22	1.0
2Q23	1.8
3Q24	0.6

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(3Q24)

기간	해외 판매 (억원)	해외 판매 비중 (RHS) (%)
1Q17	0.2	61.9
2Q18	0.2	56.1
3Q19	0.4	75
4Q20	0.7	85
1Q22	1.2	90
2Q23	1.7	92.5
3Q24	0.9	86.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률

날짜	시청률 (%)
16.7	18.8 (응팔)
17.9	20.5 (도깨비)
19.2	18.1 (선샤인)
20.8	21.7 (사랑의 불시착)
22.1	17.4 (철인왕후)
23.6	17.0 (일타)
24.10	24.8 (눈물)

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	552	556	616
매출원가	598	665	480	459	515
매출총이익	100	88	72	97	101
판매비와관리비	35	32	34	39	35
영업이익	65	56	38	58	67
영업외수익	9.3	7.4	6.8	10.5	10.8
EBITDA	219	242	215	224	221
영업외손익	-7	-19	7	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	21	15	20	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-18	-13	-15	-14
외환관련손실	8	7	0	0	0
기타	-9	-16	0	1	1
법인세비용차감전순이익	59	37	45	67	76
법인세비용	-8	-7	-15	-16	-18
계속사업순이익	51	30	29	51	58
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	29	51	58
당기순이익률	7.2	4.0	5.3	9.1	9.4
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	51	30	29	51	58
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-77	17	17	17	17
포괄순이익	-26	47	46	67	74
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-26	47	46	67	74

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,684	1,001	967	1,682	1,917
PER	51.1	51.5	41.7	24.0	21.1
BPS	22,010	23,546	24,514	26,196	28,112
PBR	3.9	2.2	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	7,279	8,050	7,149	7,452	7,353
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.9	4.1	3.5
SPS	23,250	25,066	18,353	18,490	20,495
PSR	3.7	2.1	2.2	2.2	2.0
CFPS	7,544	8,185	8,083	8,426	8,347
DPS	0	0	0	0	450

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	43.3	7.9	-26.8	0.7	10.8
영업이익 증/감률	24.0	-14.3	-32.8	54.9	14.7
순이익 증/감률	29.5	-40.5	-3.3	73.8	14.0
수익성					
ROIC	13.4	9.3	6.1	15.7	25.4
ROA	6.6	5.1	3.4	5.1	5.6
ROE	7.5	4.4	4.0	6.6	7.1
안정성					
부채비율	65.1	54.3	51.8	48.5	45.3
순차입금비율	8.2	2.9	-21.7	-38.5	-51.0
이자보상비율	13.2	6.4	4.2	6.8	8.2

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	545	689	829
현금및현금성자산	124	158	339	482	610
매출채권 및 기타채권	142	149	109	110	122
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	135	97	97	97	97
비유동자산	691	688	573	480	399
유형자산	11	12	12	12	12
관계기업투자지급	13	12	12	12	12
기타비유동자산	667	663	548	455	374
자산총계	1,091	1,092	1,118	1,169	1,227
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
자본부분	661	708	737	787	845
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	242	271	322	379
기타자본변동	-40	-23	-23	-23	-23
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	737	787	845
순차입금	54	20	-160	-303	-431

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	45	86	98	94
당기순이익	51	30	29	51	58
비현금항목의 가감	176	216	214	203	193
감가상각비	153	186	177	166	154
외환손익	4	2	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	28	37	37	39
자산부채의 증감	-280	-179	-138	-136	-136
기타현금흐름	-10	-22	-18	-19	-21
투자활동 현금흐름	-43	-1	-60	-70	-70
투자자산	-12	-1	0	0	0
유형자산	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-28	3	-58	-68	-68
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	180	143	128
기초 현금	65	124	158	339	482
기말 현금	124	158	339	482	610
NOPLAT	56	45	25	44	51
FCF	203	229	139	137	132

[Compliance Notice]

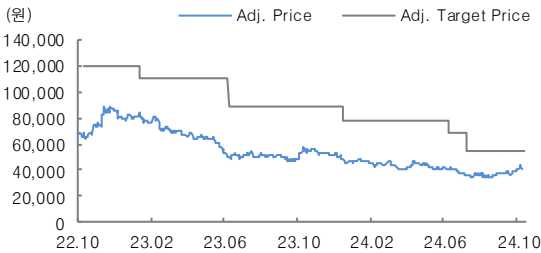
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.11.08	24.10.22	24.10.15	24.08.08	24.07.09	24.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	55,000	55,000	69,000	78,000
과다율(평균%)		(32.24)	(33.73)	(33.86)	(44.10)	(43.51)
과다율(최대/최소%)		(20.36)	(30.18)	(30.18)	(39.64)	(38.72)
제시일자	24.04.15	24.03.07	24.01.15	24.01.07	23.12.02	23.11.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	78,000	78,000	78,000	89,000	89,000	89,000
과다율(평균%)	(42.66)	(41.64)	(40.57)	(44.00)	(42.05)	(42.19)
과다율(최대/최소%)	(38.72)	(38.72)	(38.72)	(42.47)	(35.62)	(35.62)
제시일자	23.10.15	23.08.23	23.08.10	23.07.07	23.06.28	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	89,000	89,000	89,000	89,000	110,000	110,000
과다율(평균%)	(43.12)	(42.81)	(42.56)	(42.78)	(38.30)	(37.27)
과다율(최대/최소%)	(35.62)	(39.44)	(39.44)	(41.01)	(26.73)	(26.73)
제시일자	23.05.05	23.04.24	23.04.07	23.02.10	23.01.13	22.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	120,000	120,000
과다율(평균%)	(34.43)	(34.03)	(33.18)	(32.12)	(34.25)	(34.86)
과다율(최대/최소%)	(26.73)	(26.73)	(26.73)	(26.73)	(25.92)	(25.92)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 2024.11.05)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	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