

스튜디오 드래곤 (253450)

김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

78,000

하향

현재주가
(24.01.15)

47,800

미디어업종

KOSDAQ	859.71
시가총액	1,437십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	83,400원 / 46,100원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	8.08%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	1.4	-6.5	-39.3
상대수익률	-11.7	-3.0	-2.5	-49.8



방영과 상각의 미스매치

- 4Q23 매출 2.1천억원(+12% YoY), OP 59억원(+400% YoY) 전망
- TV 광고 회복 속도 지연에 따라 tvN향 포함한 총 제작편수 추정 하향
- 글로벌 OTT향 계약 갱신 결과가 반영되면서 24년부터 마진은 개선될 전망

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 78,000원으로 -12% 하향

목표주가 78천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
23, 24년 EPS 추정을 각각 -10%, -8% 하향 적용하면서 목표주가 하향

4Q23 Preview: 방영과 상각의 미스매치

매출 2.1천억원(+12% YoY, -2% QoQ), OP 59억원(+400% YoY, -73% QoQ) 전망
총 제작 회차는 76회(-32회 YoY, +4회 QoQ). <아라문의 검>의 매출과 상각비용이
3Q~4Q23에 걸쳐서 반영. 제작비가 300억원대의 대작으로 추정되고, 프로젝트
마진은 BEP를 상회한 것으로 추정되나, 4Q23에 OTT 동시방영은 <무인도의 디바
> 1편이고 규모가 상대적으로 작아서, 증가하는 상각비를 상쇄하기에는 다소 부족
대작 방영 다음 분기에 유사한 규모의 대작이 없을 경우 향상 발생하는 이슈
TV 광고가 회복 중이긴 하지만 회복 속도가 다소 지연되고 있어서 24년 tvN향을
포함한 총 제작편수를 기준 35편 추정에서 29편 추정으로 하향
글로벌 OTT향 제작 편수는 유지되고(동시방영 4편, 오리지널 2편 수준), 23년에
갱신된 계약 조건이 24년에 온전히 반영되기 때문에, 마진은 개선될 것으로 전망
23E OP 656억원(+0.5% YoY), OPM 8.1%(-1.2%p YoY)
24E OP 804억원(+23% YoY), OPM 9.3%(+1.2%p YoY)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)			1Q24		
			직전추정	당시추정	YoY	QoQ	Consensus	당시추정
매출액	190	217	218	213	11.6	-2.2	185	196
영업이익	1	22	14	6	400.1	-73.0	10	23
순이익	-8	18	11	5	흑전	-70.1	9	19

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	805	867	997
영업이익	53	65	66	81	94
세전순이익	52	59	70	88	102
총당기순이익	39	51	52	67	77
자비자분순이익	39	51	52	67	77
EPS	1,301	1,684	1,736	2,213	2,567
PER	69.9	51.1	29.7	22.2	19.1
BPS	22,790	22,010	26,280	28,493	31,060
PBR	4.0	3.9	1.8	1.7	1.5
ROE	6.0	7.5	7.2	8.1	8.6

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

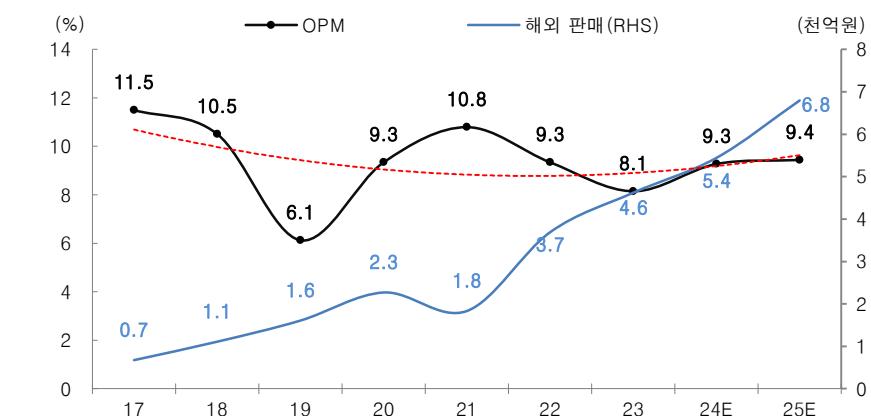
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	810	865	805	867	-0.6	0.3
판매비와 관리비	37	44	37	44	0.1	0.0
영업이익	73	88	66	81	-10.6	-8.2
영업이익률	9.1	10.1	8.2	9.3	-0.9	-0.9
영업외손익	4	7	4	7	0.0	0.0
세전순이익	78	95	70	88	-10.0	-7.6
자본지분순이익	58	72	52	67	-10.0	-7.6
순이익률	7.2	8.3	6.5	7.7	-0.7	-0.7
EPS(자본지분순이익)	1,928	2,395	1,736	2,213	-10.0	-7.6

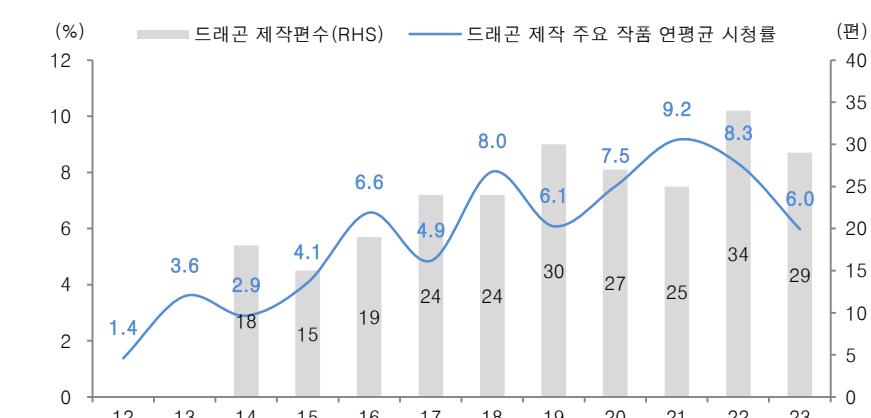
자료: 스튜디오드래곤 대신증권 Research Center

그림 1. 수익률이 개선되고 있는 방향은 유효하나, 속도는 다소 더딘 상황



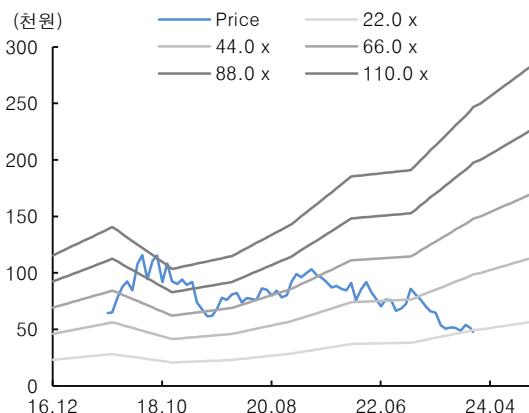
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 드래곤 주요 작품 시청률 및 연간 제작편수. 23년은 제작편수 감소, 시청률 부진



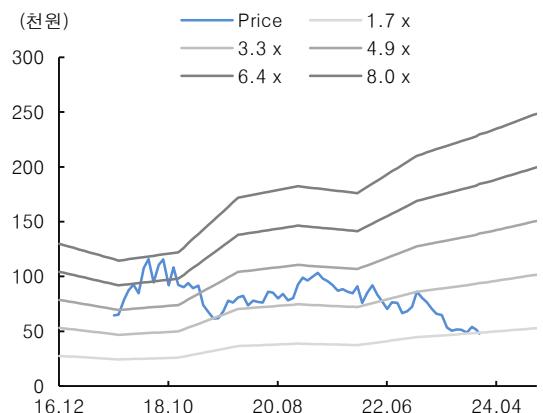
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 3. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

	(단위: 십억원 원 %)									
	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	52	67	77	89	108	126	148	173	203	237
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	790	856	934	991	1,062	1,146	1,243	1,357	1,491	1,647
추정ROE	7.2	8.1	8.6	9.0	10.2	11.0	11.9	12.8	13.6	14.4
III 필요수익률 ^(주3)	6.4									
무위험이자율 ^(주4)	3.6									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	0.8	1.7	2.2	2.6	3.8	4.6	5.5	6.3	7.2	8.0
V 필요수익	42	51	55	60	64	68	73	80	7	96
VI 잔여이익(I-V)	10	16	22	29	45	58	75	93	116	141
현가계수	1.00	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.69	0.65	0.61	0.57
잔여이익의 현가	10	15	20	24	35	43	51	60	70	81
VII 잔여이익의 합계	409									
VIII 추정기간 이후 잔여이익의 현가	1,261									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	661									
X 주주지분기자본(VII+VIII+IX)	2,331									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	77,538									
현재가치(원)	47,800									
Potential (%)	62.2%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 조과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분기자본을 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질기자본을 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 지회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비자비자분 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 기대평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 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
- 3Q23 매출 2,174억원 영업이익 219억원 당기순이익 182억원
- 3Q23 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 16%, 판매 83%, 기타 1%
- 3Q23 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

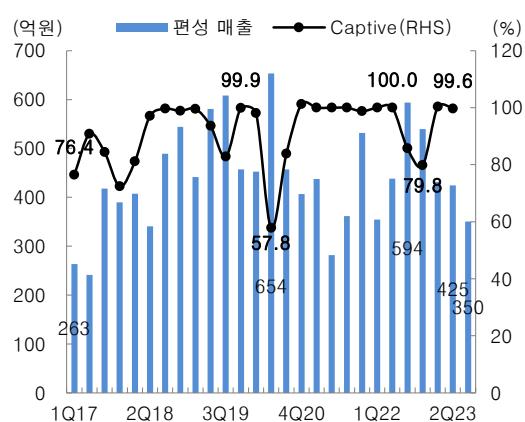
주가 코멘트

- 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

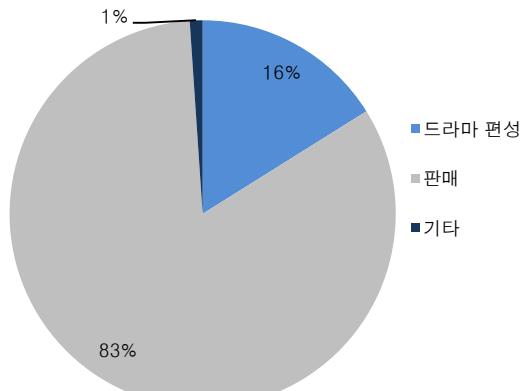
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q23)



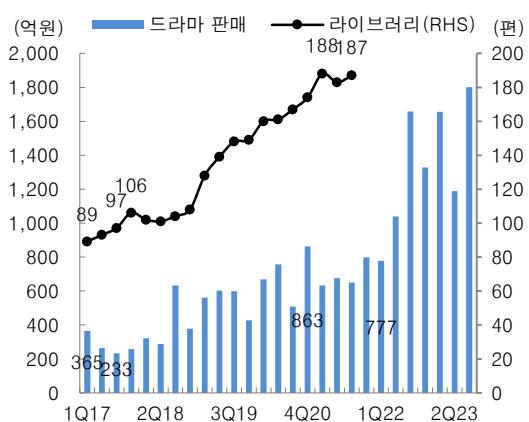
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

사업부문별 매출 비중(3Q23)



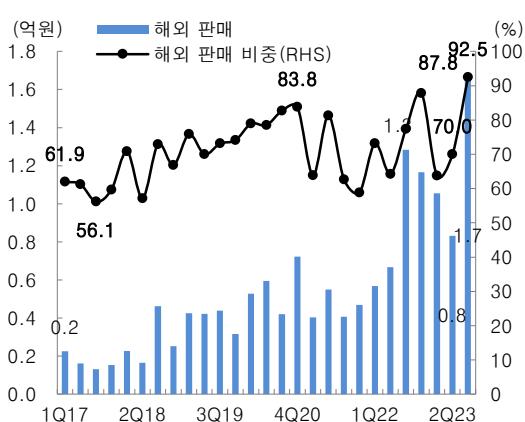
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(3Q23)



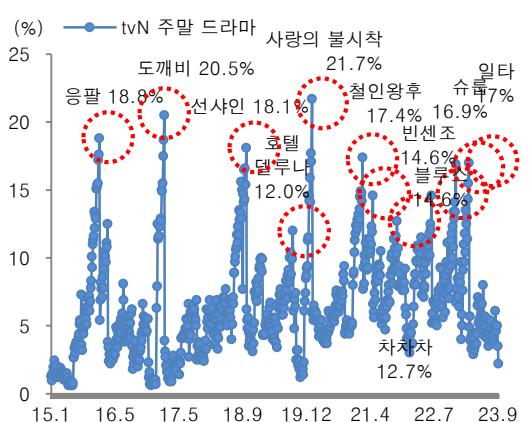
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(3Q23)



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	805	867	997	유동자산		233	400	392	634	918
매출원가		407	598	702	743	856	현금및현금성자산		65	124	94	323	581
매출총이익		80	100	102	125	141	마출채권 및 기타채권		124	142	163	176	202
판매비와관련비		27	35	37	44	재고자산		0	0	0	0	0	
영업이익		53	65	66	81	94	기타유동자산		44	135	135	135	135
영업이익률		10.8	9.3	8.2	9.3	9.4	비유동자산		652	691	744	690	605
EBITDA		152	219	284	350	428	유형자산		8	11	12	13	14
영업외손익		-1	-7	4	7	8	관계기업부지금		0	13	25	38	51
관계기업손익		0	0	0	0	0	기타비유동자산		644	667	707	639	541
금융수익		14	21	21	22	22	자산총계		884	1,091	1,136	1,324	1,523
외환판전이익		0	0	0	0	0	유동부채		184	416	334	455	578
금융비용		-10	-19	-16	-17	-16	매입채무 및 기타채무		78	87	89	91	94
외환판전손실		5	8	0	0	0	차입금		0	170	340	510	680
기타		-5	-9	-1	1	1	유동부채		0	0	1	1	1
법인세비용차감전순이익		52	59	70	88	102	기타유동부채		106	159	-97	-147	-197
법인세비용		-13	-8	-18	-21	-24	비유동부채		17	14	13	12	11
계속사업순이익		39	51	52	67	77	차입금		0	0	-1	-2	-2
중단사업순이익		0	0	0	0	0	전환증권		0	0	0	0	0
당기순이익		39	51	52	67	77	기타비유동부채		17	14	14	14	14
당기순이익률		8.0	7.2	6.5	7.7	7.7	부채총계		200	430	347	467	589
비자자본순이익		0	0	0	0	0	자자본		684	661	790	856	934
자자본순이익		39	51	52	67	77	자본금		15	15	15	15	15
매도기금용지수평가		0	0	0	0	0	자본잉여금		470	473	473	473	473
기타포괄이익		35	-77	-77	-77	-77	이익잉여금		162	213	265	331	408
포괄손이익		74	-26	-25	-10	0	기타자본변동		37	-40	37	37	37
비자자본포괄이익		0	0	0	0	0	비자자본		0	0	0	0	0
자자본포괄이익		74	-26	-25	-10	0	자본총계		684	661	790	856	934
Valuation 지표		(단위: 원 배 %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F			2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS		1,301	1,684	1,736	2,213	2,567	영업활동 현금흐름		-8	-63	4	78	140
PER		69.9	51.1	29.7	22.2	19.1	당기순이익		39	51	52	67	77
BPS		22,790	22,010	26,280	28,493	31,060	비현금화목의기감		119	176	224	277	344
PBR		40	39	1.8	1.7	1.5	감가상각비		99	153	218	270	334
EBITDAPS		5,054	7,279	9,450	11,654	14,226	외환손익		-1	4	0	0	0
EV/EBITDA		17.6	12.1	6.0	4.7	3.6	자본법평가손익		0	0	0	0	0
SPS		16,233	23,250	26,769	28,857	33,152	기타		21	19	5	7	10
PSR		5.6	3.7	1.8	1.7	1.4	자산부채의증감		-155	-280	-275	-267	-279
CFPS		5,254	7,544	9,182	11,413	14,012	기타현금흐름		-11	-10	3	2	-2
DPS		0	0	0	0	1,050	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	15.3	7.8	14.9	자유활동 현금흐름		-3	165	163	162	162
영업이익증가율		7.0	24.0	0.6	22.7	168	단기차입금		0	170	170	170	170
순이익증가율		31.8	29.5	3.2	27.5	16.0	사채		0	0	0	0	0
수익성							장기차입금		0	-1	-1	-1	-1
ROIC		12.4	13.4	7.6	7.6	9.1	유상증자		0	3	0	0	0
ROA		6.4	6.6	5.9	6.5	6.6	현금배당		0	0	0	0	0
ROE		6.0	7.5	7.2	8.1	8.6	기타		-3	-7	-6	-7	-7
인정성							현금의증감		16	59	-29	228	258
부채비율		29.3	65.1	43.9	54.5	63.1	기초현금		49	65	124	94	323
순자본비율		-8.6	8.2	32.1	22.7	11.3	기말현금		65	124	94	323	581
이자부담비율		67.6	13.2	0.0	0.0	0.0	NOPLAT		39	56	49	61	71
							FCF		135	203	7	127	168

자료: 스튜디오드래곤 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

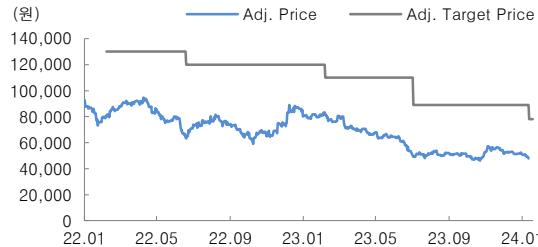
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 시장고지와 관련한 시향이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 등 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

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



제작일자	24.01.16	24.01.07	23.07.07	23.02.10	22.12.23	22.06.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	78,000	89,000	89,000	110,000	120,000	120,000
고민율(평균%)	(44.00)	(42.05)	(38.30)	(31.97)	(39.41)	
고민율(최대/최소%)	(42.47)	(35.62)	(26.73)	(27.25)	(25.92)	
제작일자	22.02.10					
투자의견	Buy					
목표주가	130,000					
고민율(평균%)	(35.43)					
고민율(최대/최소%)	(27.23)					
제작일자						
투자의견						
목표주가						
고민율(평균%)						
고민율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240113)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	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