

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

hjjae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

유지

현재주가

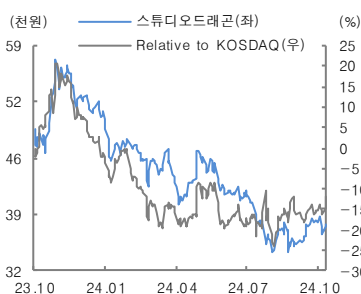
37,450

(24.10.22)

미디어업종

KOSDAQ	738.34
시가총액	1,126십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	57,300원 / 34,100원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	8.42%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	-5.3	-8.9	-21.7
상대수익률	6.9	3.9	4.4	-18.4



정년 연장의 꿈

- <정년이> 4회 12.7%, 역대 2위. 시청률은 실적과 주가의 중요 지표
- TV광고 저점 통과, 시청률 상승, 수목 부활, 리튬을 개선, 넷플릭스 호조
- OPM 두 자릿 수 복귀하면, 창립 10주년인 26년부터는 주주환원도 가능

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 55,000원 유지

목표주가 55천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
55천원은 12M FWD EPS 1,782 원에 PER 31배를 적용한 수준

<정년이> 4회 12.7%. 드래곤-tN 드라마 시청률 역대 2위

드래곤 제작 tN 방영 토일 드라마 <정년이> 4회 시청률 12.7%, 역대 2위
1위는 24.3월 방영한 <눈물의 여왕> 4회 13%. 최종회 24.8%로 1위로 종영

화제작들은 방영 중 또는 종영 후 스페셜 회차를 편성하여 광고수익 극대화

역대 1위 <눈물의 여왕> 종영 후 스페셜 2회 편성, 역대 2위 <사랑의 불시착> 방
영 중 2회, 3위 <도깨비> 종영 후 2회, 4위 <미스터 션샤인> 방영 중 1회

<정년이>는 통상 16부작으로 편성되는 드라마 대비 짧은 12부작

TV광고의 역성장이 저점을 지나서 상승 추세에 진입하는 시점에 등장한 화제적인
만큼, 과거에 만연했던 인위적인 회차 늘리기까지는 아니어도 스페셜 편성 등을 통
한 광고수익 극대화가 이루어질 수 있지 않을까 전망

TV광고 저점 통과, 시청률 상승, 수목 부활, 리튬을 개선, 넷플릭스 실적 호조

드래곤 실적에서 ENM의 광고 수익에 직접 연동되는 비중은 20%대 중반 수준
이익이 감소한 23년에도 OTT항 이익은 증가한 것으로 추정

하지만, 전방산업인 광고의 부진이 투자심리에는 실적보다 더 큰 부담으로 작용

ENM의 TV광고 수익은 22년 -6%, 23년 -28%, 24E -4%, 25E +15%

광고주의 긴축 및 시청률 부진이 겹친 결과. TV광고는 3Q24를 저점으로 회복 전
망. 펀더멘탈 대비 지나친 위축에 대한 반등

드래곤 제작 tN 주요 드라마의 평균 시청률은 21년 9.2% 정점 후 22년 8.3%,
23년 6%까지 하락. 24년은 <눈물의 여왕>과 <정년이> 등 역대 1, 2위 작품의 편
성 영향으로 10월 기준 8.3%까지 회복

tN 드라마 포함 드래곤 제작 편수는 22년 34편을 고점으로 23년 29편, 24E 19
편으로 급감. TV광고 부진 및 ENM 실적 악화 영향으로 수목 폐지 및 전반적인 편
성 축소, 25년 하반기 수목 부활, 25년 드래곤 제작 24편(+5편) 이상 전망

20~22년 넷플릭스와 3년 볼륨딜 계약, 23년 재계약시 조건 상향
현재 재계약 추진중이고 25년 이후 조건은 추가로 개선될 것으로 전망

넷플릭스는 3Q 가입자 및 실적 모두 호조, 역사적 고점 경신 중
넷플릭스를 대상으로 더 좋은 조건으로 계약을 갱신해 오고 있는 드래곤의 주가는
역사적 저점 경신 중. 펀더멘탈과 주변 환경을 감안하면 추가 반등 이유는 충분

25년에 다시 두 자릿 수 OPM으로 복귀하면, 창립 10주년이 되는 26년부터는
20% 수준의 배당성향으로 주주환원도 시작될 수 있을 것으로 전망

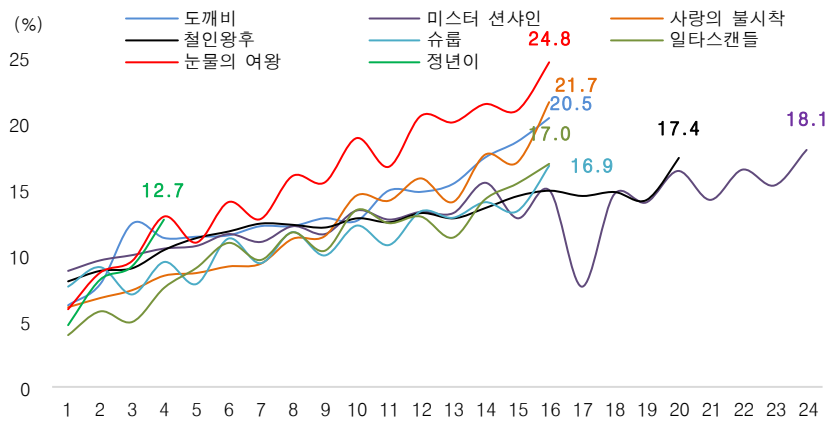
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	550	553	613
영업이익	65	56	48	64	79
세전순이익	59	37	60	73	88
총당기순이익	51	30	45	55	67
자배분순이익	51	30	45	55	67
EPS	1,684	1,001	1,484	1,842	2,224
PER	51.1	51.5	25.1	20.2	16.7
BPS	22,010	23,546	25,030	26,872	29,096
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
ROE	7.5	4.4	6.1	7.1	7.9

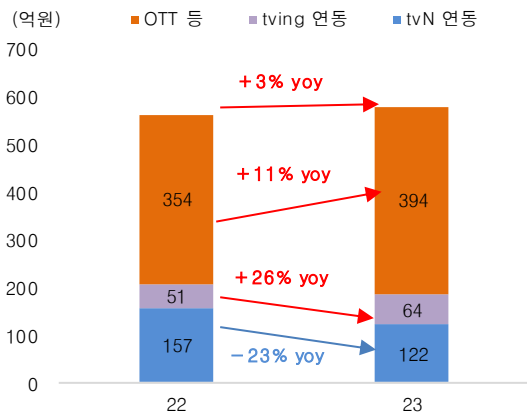
주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준 순출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. <정년이> 4회 12.7%, 역대 2위



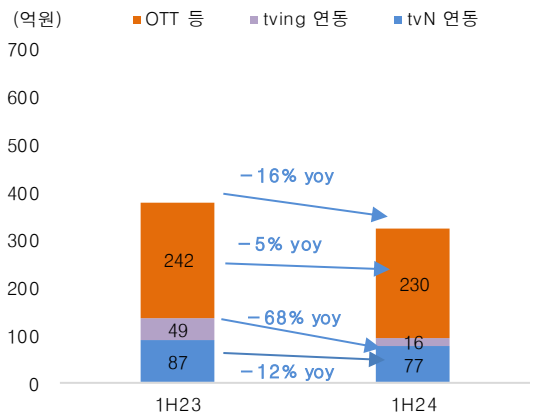
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 2. 23년 실적의 재해석. OTT 향 실적은 양호



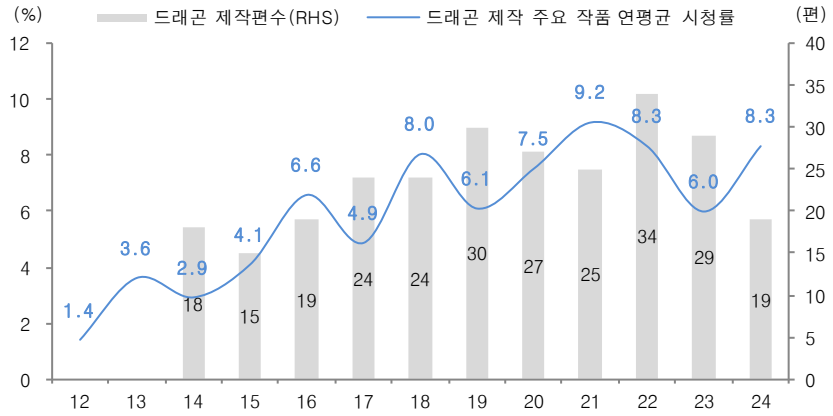
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 24년 상반기 실적의 재해석. OTT 향 실적은 양호



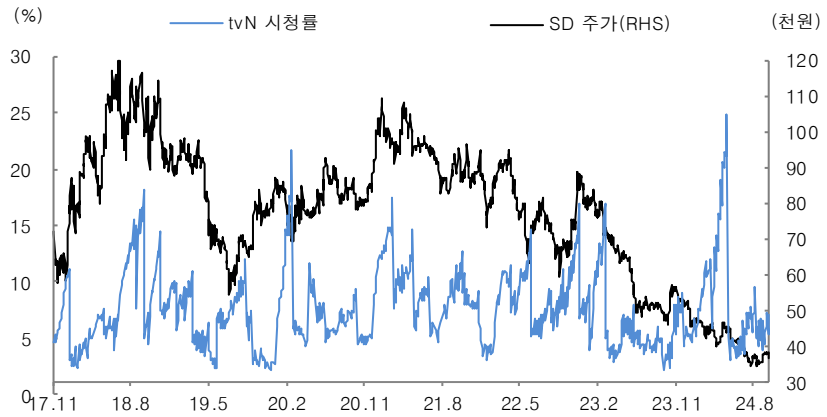
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 드래곤 제작 주요 작품 연평균 시청률



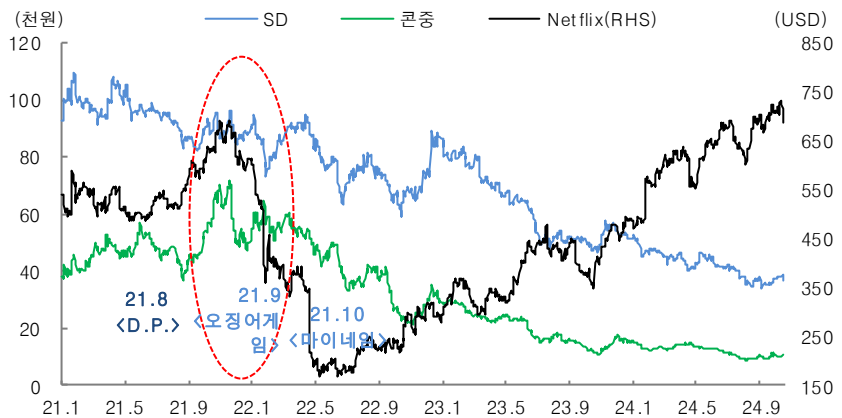
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. tvN 주요 드라마 시청률 vs. 드래곤 주가



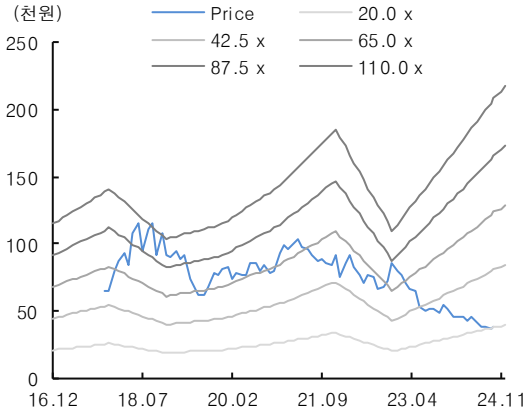
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 6. 넷플릭스 주가는 역사적 신고가 수준 vs. 드래곤/콘중 주가는 역사적 저점 수준



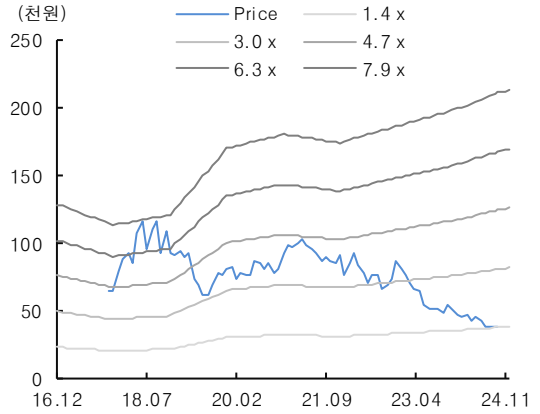
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RI M(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(-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)	37,450									
Potential (%)	37.2%									

주1: RI M(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 추정치의 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 5년반기 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

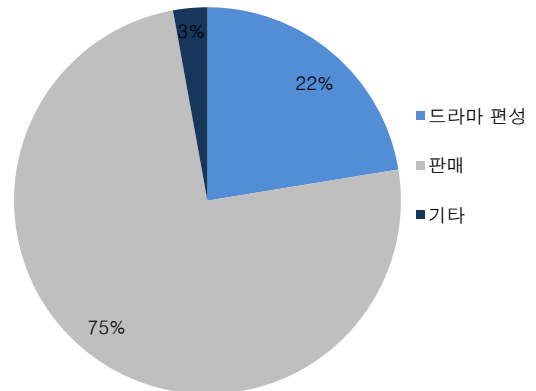
- 스튜디오드래곤은 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 23년 매출 7,531억원 영업이익 559억원 당기순이익 301억원
- 2Q24 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 22%, 판매 75%, 기타 3%
- 2Q24 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

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

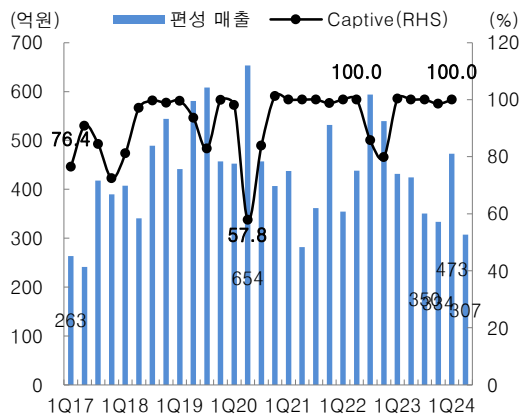
사업부문별 매출 비중(2Q24)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

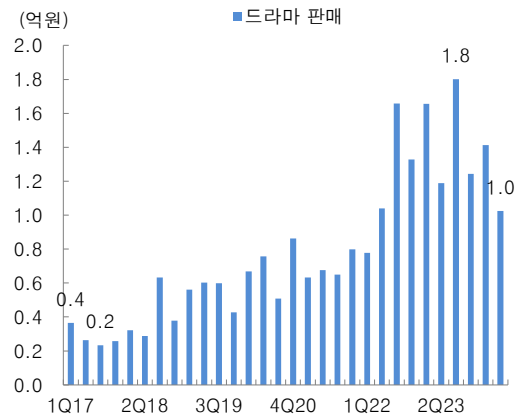
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q24)



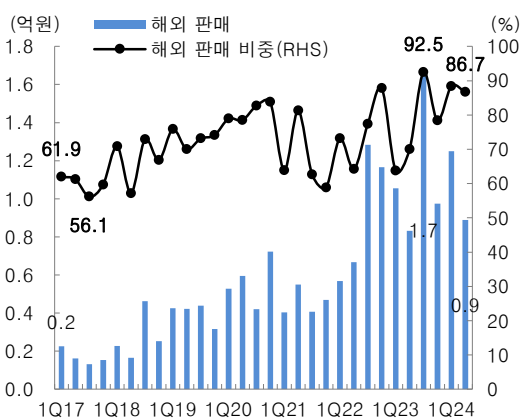
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(2Q24)



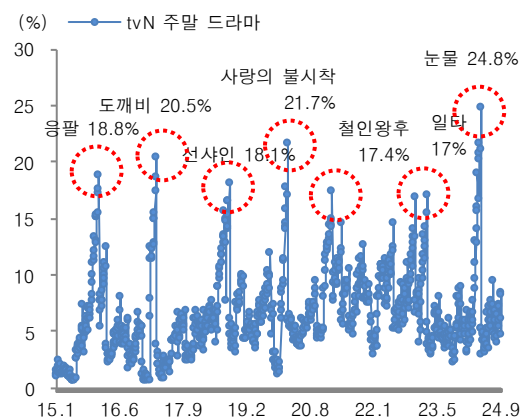
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(2Q24)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	550	553	613
매출원가	598	665	466	449	499
매출총이익	100	88	84	104	114
판매비와관리비	35	32	36	39	35
영업이익	65	56	48	64	79
영업외수익	9.3	7.4	8.8	11.7	12.9
EBITDA	219	242	226	230	233
영업외손익	-7	-19	12	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	21	15	26	22	22
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-18	-15	-15	-14
외환포괄손실	8	7	0	0	0
기타	-9	-16	1	1	1
법인세비용차감전순이익	59	37	60	73	88
법인세비용	-8	-7	-16	-17	-21
계속사업순이익	51	30	45	55	67
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	45	55	67
당기순이익	7.2	4.0	8.1	10.0	10.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	51	30	45	55	67
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
가액포괄이익	-77	17	17	17	17
포괄순이익	-26	47	61	72	84
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-26	47	61	72	84

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,684	1,001	1,484	1,842	2,224
PER	51.1	51.5	25.1	20.2	16.7
BPS	22,010	23,546	25,030	26,872	29,096
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	7,279	8,050	7,507	7,663	7,757
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.2	3.5	2.8
SPS	23,250	25,056	18,309	18,408	20,387
PSR	3.7	2.1	2.0	2.0	1.8
CFPS	7,544	8,185	8,601	8,637	8,751
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	0.5	10.8
영업이익 증/감률	24.0	-14.3	-13.6	33.5	22.2
순이익 증/감률	29.5	-40.5	48.3	24.2	20.7
수익성					
ROIC	13.4	9.3	8.9	17.5	30.1
ROA	6.6	5.1	4.3	5.6	6.4
ROE	7.5	4.4	6.1	7.1	7.9
안정성					
부채비율	65.1	54.3	50.7	47.2	43.7
순차입금비율	8.2	2.9	-23.4	-40.1	-52.7
이자보상비율	13.2	6.4	5.5	7.6	9.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	561	709	858
현금및현금성자산	124	158	355	502	640
매출채권 및 기타채권	142	149	109	110	121
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	1,134	1,189	1,257
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
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	16	16	16	16
부채총계	430	384	381	382	382
자본부분	661	708	752	808	875
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	242	287	342	409
기타보전비	-40	-23	-23	-23	-23
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	752	808	875
순차입금	54	20	-176	-324	-461

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	45	102	103	103
당기순이익	51	30	45	55	67
비현금항목의기감	176	216	214	204	196
감가상각비	153	186	177	166	154
외환손익	4	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	28	37	38	42
자산부채의증감	-280	-179	-138	-136	-136
기타현금흐름	-10	-22	-18	-20	-24
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
현금의증감	59	35	196	148	137
기초 현금	65	124	158	355	502
기말 현금	124	158	355	502	640
NOPLAT	56	45	36	49	60
FCF	203	229	150	142	141

[Compliance Notice]

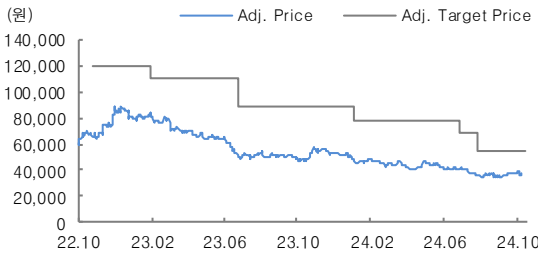
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.10.23	24.10.15	24.08.08	24.07.09	24.05.13	24.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	55,000	69,000	78,000	78,000
과다율(평균%)		(33.77)	(33.86)	(44.10)	(43.51)	(42.66)
과다율(최대/최소%)		(30.18)	(30.18)	(39.64)	(38.72)	(38.72)
제시일자	24.03.07	24.01.15	24.01.07	23.12.02	23.11.09	23.10.15
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	78,000	78,000	89,000	89,000	89,000	89,000
과다율(평균%)	(41.64)	(40.57)	(44.00)	(42.05)	(42.19)	(43.12)
과다율(최대/최소%)	(38.72)	(38.72)	(42.47)	(35.62)	(35.62)	(35.62)
제시일자	23.08.23	23.08.10	23.07.07	23.06.28	23.05.11	23.05.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	89,000	89,000	89,000	110,000	110,000	110,000
과다율(평균%)	(42.81)	(42.56)	(42.78)	(38.30)	(37.27)	(34.43)
과다율(최대/최소%)	(39.44)	(39.44)	(41.01)	(26.73)	(26.73)	(26.73)
제시일자	23.04.24	23.04.07	23.02.10	23.01.13	22.12.01	22.11.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	120,000	120,000	120,000
과다율(평균%)	(34.03)	(33.18)	(32.12)	(34.70)	(35.45)	(42.11)
과다율(최대/최소%)	(26.73)	(26.73)	(26.73)	(25.92)	(25.92)	(37.42)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241020)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.0%	6.0%	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