

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재 이자은
hojae.kim@daishin.com jeeun.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **115,000**
유지

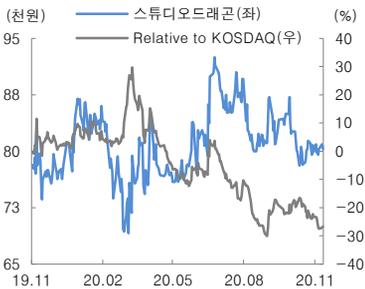
현재주가 **80,900**

미디어업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	-----------	---	---	---

KOSDAQ	865.1
시가총액	2,409십억원
시가총액비중	0.76%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 69,100원
120일 평균거래대금	234억원
외국인소유율	8.83%
주요주주	CJ ENM 외 4 인 56.94% 네이버 6.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-2.3	4.8	0.8
상대수익률	-6.3	-5.6	-12.8	-24.6



10억씩만 받아도 1,600억

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 21년 상반기 미디어 업종 내에서 콘텐츠 분야 Top Pick으로 추천

중국시장 재개방 가능성. 작품당 10억씩만 받아도 1,600억

- 스튜디오드래곤은 3Q20에 중국향 매출 발생. 구작 2편을 판매 후 매출의 일부인 약 60억원을 매출 및 이익으로 인식한 것으로 추정
- 21년 상반기 방영을 목표로 중국 OTT향 오리지널 콘텐츠 2편도 기획/제작 중
- 지난 20.6월에는 SBS의 <편의점 셋바이>, MBC의 <저녁 같이 드실래요?>가 중국 3대 OTT 중 하나인 아이치이의 글로벌 사이트를 통해 동시 방영
- 20년 드래곤의 실적이 크게 개선되고 있는 이유는, 연간 7편 수준의 드라마를 tvN 및 넷플릭스에 동시 방영(tvN 방영 후 1시간 후)하는 계약을 체결하면서 넷플릭스로부터 당사 추정 제작비의 약 60~70% 수준을 받고 있기 때문
- 중국 시장이 중요한 이유는, 넷플릭스가 중국에 진출하지 않았기 때문에, tvN-넷플릭스에 동시 방영하는 드라마를 중국에 추가로 판매할 수 있기 때문
- 물론, 연간 제작 capa. 50편 중 30편 수준의 드라마를 제작하고 있기 때문에, 넷플릭스에 방영되지 않는 23편 이상의 드라마를 대상으로 중국 OTT 뿐만 아니라 한국에 곧 진출할 가능성이 높은 디즈니+, HBO Max 등에 동시 방영 계약을 추가로 체결할 수 있어서 드래곤의 판매 매출은 크게 증가할 것으로 전망
- 이번에 중국향 매출을 인식한 작품의 정확한 판매 금액은 알려지지 않았지만, 드래곤의 작품당 판매 매출(연간 총판매 매출을 연말 기준 라이브러리 수로 나누는 금액)이 10억원대 중후반 수준임을 감안하면, 좋은 가격에 판매된 것으로 판단. 그 동안 중국에는 한국 콘텐츠가 공급되지 않았기 때문에, 드래곤의 라이브러리 160여개를 작품당 10억원씩만 받아도 1,600억원의 매출/이익 발생
- 특히, 라이브러리의 경우 감가상각이 이미 끝났기 때문에, 바로 이익으로 인식
- 제작편수 증가와 판매매출 증가를 반영하여 24년까지 연평균 매출 8.2%, 영업 이익 38.5% 성장 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	504	541	578
영업이익	40	29	58	78	106
세전순이익	46	33	59	83	111
총당기순이익	36	26	43	62	82
지배지분순이익	36	26	43	62	82
EPS	1,278	941	1,530	2,056	2,749
PER	72.3	85.9	52.5	39.1	29.2
BPS	14,312	15,258	21,947	22,806	25,555
PBR	6.5	5.3	3.7	3.5	3.2
ROE	9.3	6.4	8.3	9.4	11.4

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

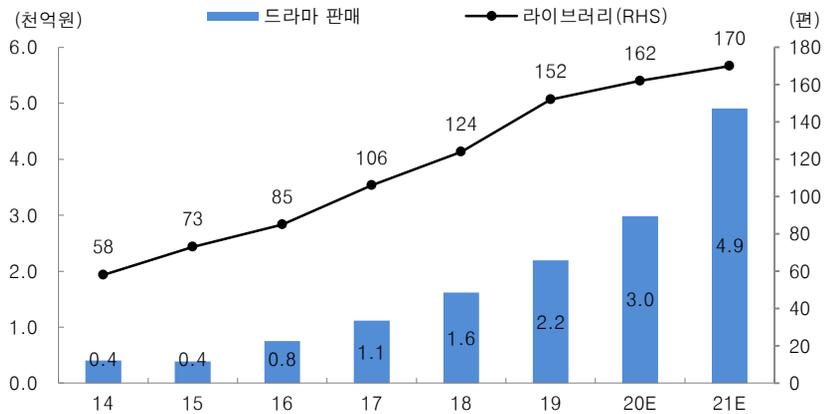
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	519	518	504	541	-2.8	4.4
판매비와 관리비	21	23	21	23	-0.5	-0.4
영업이익	62	77	58	78	-6.7	1.3
영업이익률	12.0	14.9	11.5	14.4	-0.5	-0.4
영업외손익	1	5	1	5	0.0	0.0
세전순이익	63	82	59	83	-6.6	1.2
지배지분순이익	46	61	43	62	-6.6	1.2
순이익률	9.0	11.8	8.6	11.4	-0.3	-0.4
EPS(지배지분순이익)	1,638	2,031	1,530	2,056	-6.6	1.2

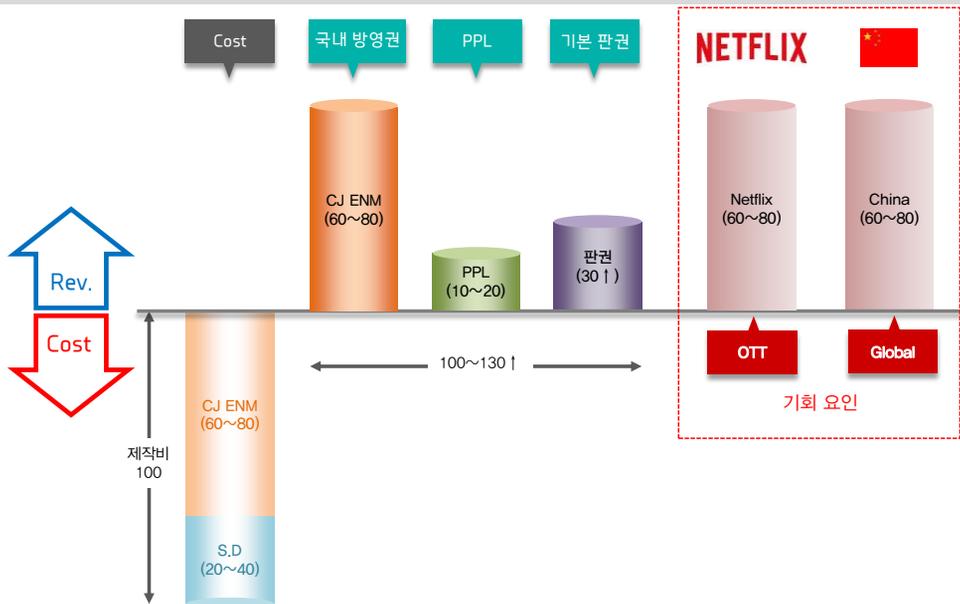
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 라이브러리 확대에 따라 판매 매출 증가. 신규 시장에 작품당 10억씩만 받아도 1,600억



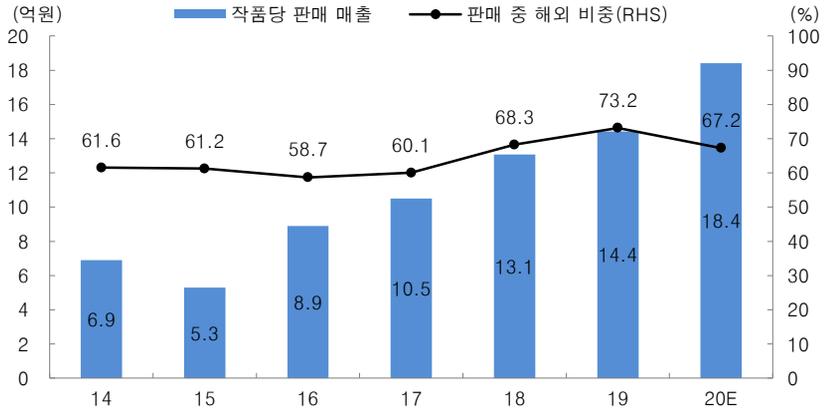
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. Netflix와 중국은 새로운 기회 요인. 드디어 열리는 중국 시장



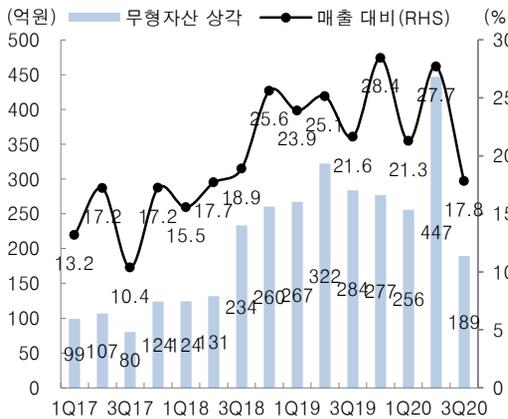
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 작품당 판매 매출, 신규 시장에 작품당 10억씩만 받아도 1,600억



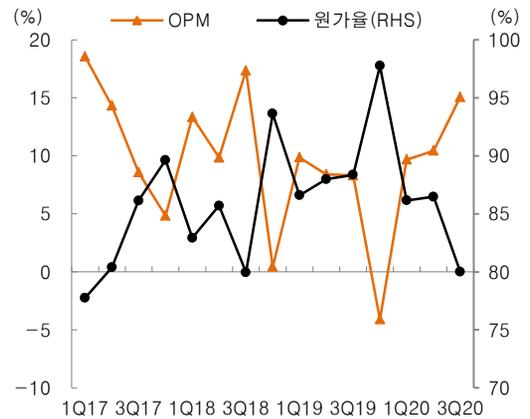
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center / 주: 작품당 판매 매출은 연간 판매 매출을 라이브러리 수로 나눈 금액

그림 4. 무형자산 상각, 매출 대비 20~25% 수준



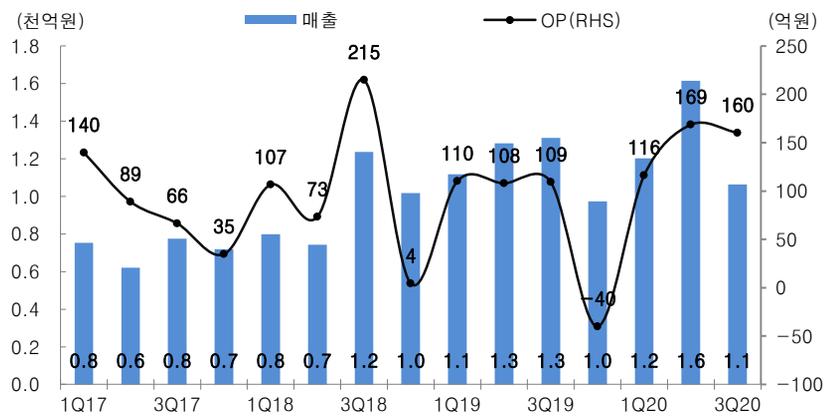
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 5. 원가율 감소에 따른 OPM 개선 사업 안정화



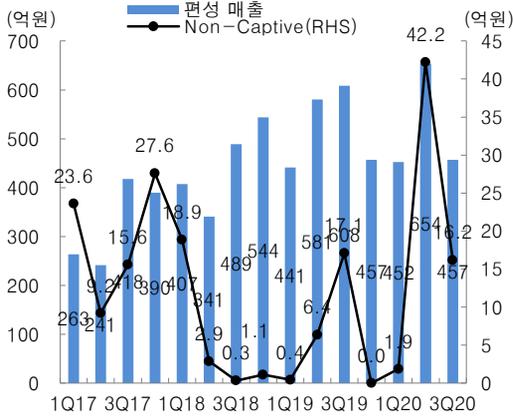
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 6. 분기 110억원 수준의 OP + 대작 or 해외 판매 확대로 이익이 증가하는 구조



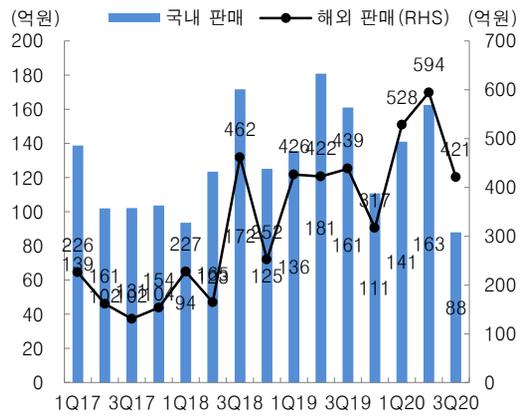
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 7. 편성 매출은 든든한 캐쉬카우



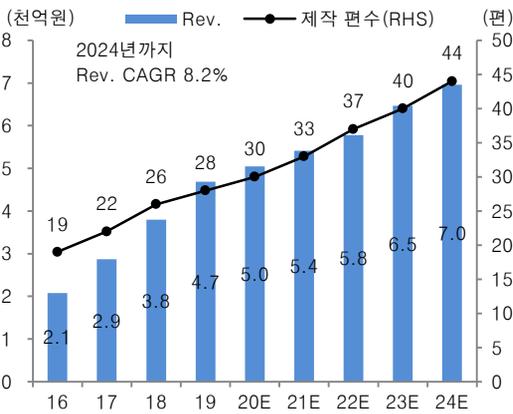
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. 해외 판매 증가가 실적 견인



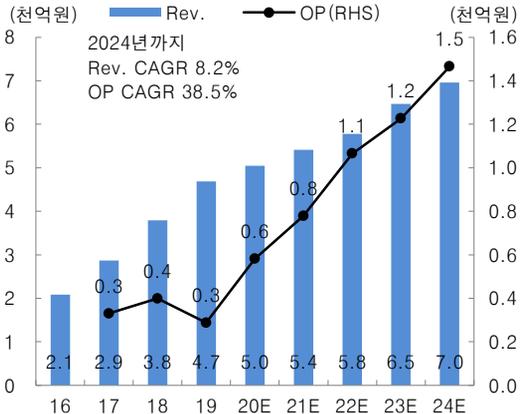
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 9. 꾸준한 제작 편수 증가



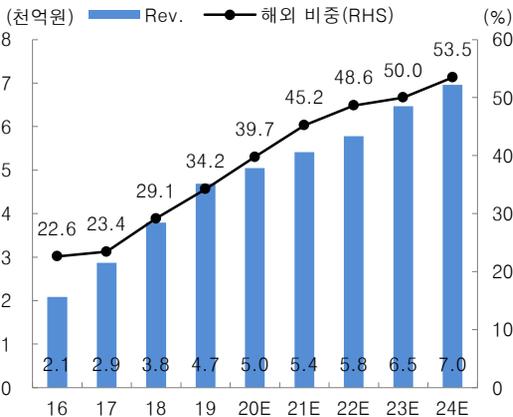
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. 매출 및 이익 전망 밝음



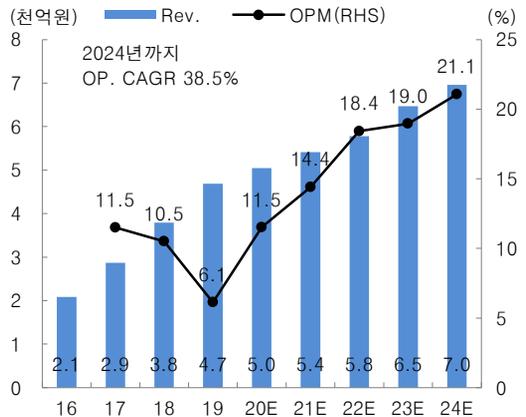
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. 해외 판매가 성장 견인



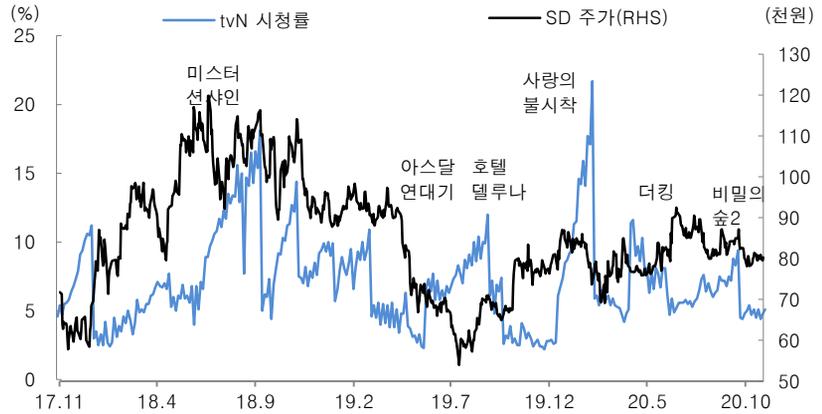
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12. 마진 정상화 과정



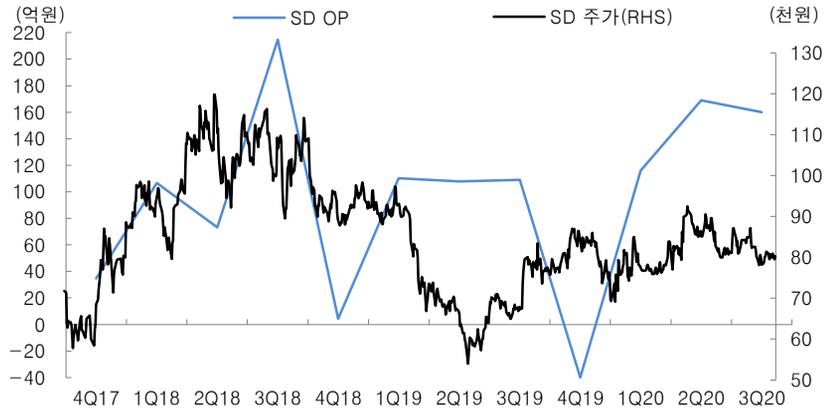
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13.tvN 시청률 vs. 드래곤 주가



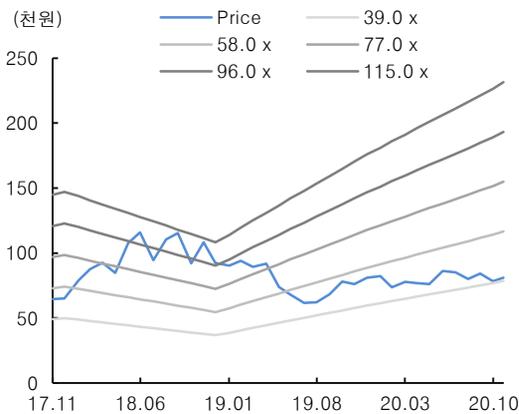
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 14.드래곤 영업이익 vs. 드래곤 주가



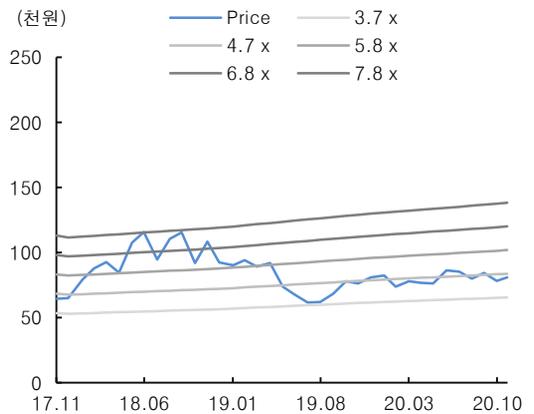
자료: 스튜디오드래곤 대신증권 Research Center

그림 15.12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 16.12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	43	62	83	95	113	124	137	150	166	182
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	623	684	767	835	918	1,007	1,106	1,216	1,336	1,468
추정ROE	8.3	9.4	11.4	11.4	12.3	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
III 필요수익률 ^(주3)	4.0									
무위험이자율 ^(주4)	1.2									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	4.3	5.4	7.4	7.4	8.3	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
V 필요수익	17	25	27	31	33	37	40	44	49	53
VI 잔여이익(-V)	26	37	55	65	80	88	97	106	117	129
현가계수	1.00	0.96	0.92	0.89	0.85	0.82	0.79	0.75	0.73	0.70
잔여이익의 현가	26	35	51	57	68	72	76	81	85	90
VII 잔여이익의 합계	641									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,253									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	428									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,322									
총주식수(천주)	30,004									
XI 적정주당가치(원)	110,723									
현재가치(원)	80,300									
Potential (%)	37.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)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 비지배지분 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 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

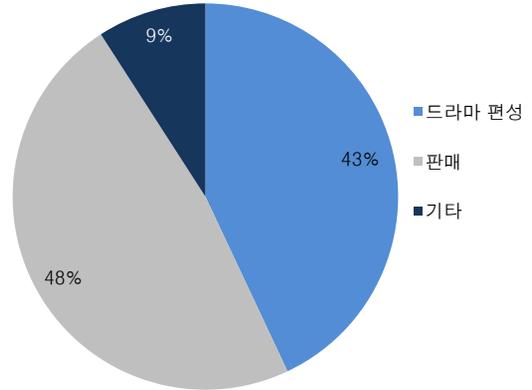
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원, 영업이익 287억원, 당기순이익 265억원
- 3Q20 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 43%, 판매 48%, 기타 9%
- 3Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 60.93%

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

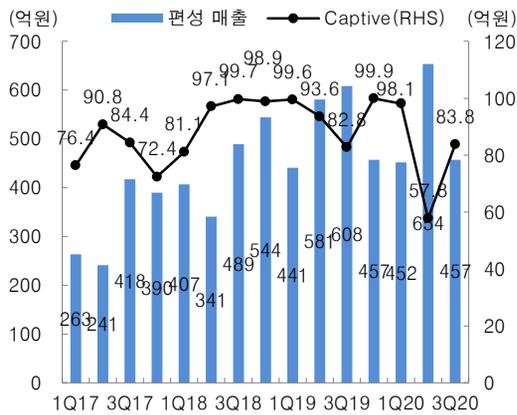
사업부문별 매출 비중(3Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

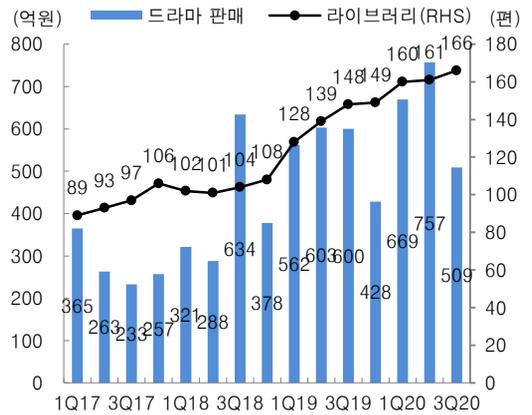
2. Earnings Driver

그림 17. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q20)



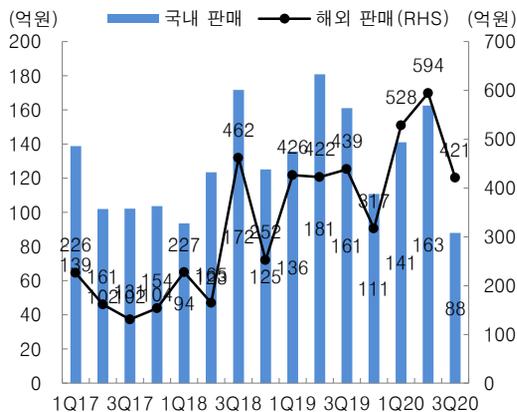
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 18. 드라마 판매 매출 구성(3Q20)



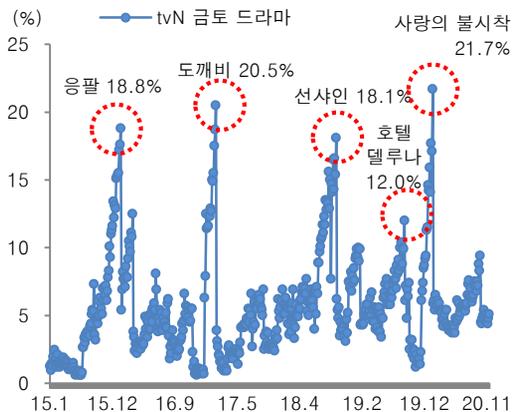
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 19. 드라마 국내외 판매 비중(3Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 20. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nelson, 대신증권 Research Center

재무제표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	504	541	578
매출원가	324	421	425	440	448
매출총이익	56	48	79	101	131
판매비와관리비	16	19	21	23	24
영업이익	40	29	58	78	106
영업외수익	105	6.1	11.5	14.4	18.4
EBITDA	115	146	183	216	265
영업외손익	6	4	1	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	11	13	13
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-9	-9	-9
외환포함손실	0	4	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	46	33	59	83	111
법인세비용	-10	-7	-16	-22	-29
계속사업순이익	36	26	43	62	82
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	43	62	82
당기순이익	9.4	5.6	8.6	11.4	14.3
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	36	26	43	62	82
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	43	61	82
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	35	26	43	61	82

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,530	2,056	2,749
PER	72.3	85.9	52.9	39.3	29.4
BPS	14,312	15,258	21,947	22,806	25,555
PBR	6.5	5.3	3.7	3.5	3.2
EBITDAPS	4,108	5,185	6,434	7,207	8,825
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.4	10.2	7.9
SPS	13,539	16,698	17,782	18,034	19,271
PSR	6.8	4.8	4.5	4.5	4.2
CFPS	4,280	5,346	6,197	7,040	8,645
DPS	0	0	0	0	900

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	32.4	23.5	7.6	7.3	6.9
영업이익 증감률	21.0	-28.1	102.4	34.3	36.4
순이익 증감률	50.3	-26.3	64.2	42.1	33.7
수익성					
ROIC	16.0	9.4	16.4	22.9	33.0
ROA	8.2	5.2	8.5	9.6	12.1
ROE	9.3	6.4	8.3	9.4	11.4
안정성					
부채비율	27.7	35.8	24.8	22.8	20.6
순차입금비율	-39.2	-24.9	-26.6	-33.2	-43.8
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	310	378	494
현금및현금성자산	153	60	119	181	290
매출채권 및 기타채권	69	84	90	97	103
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	25	101	101	101	101
비유동자산	265	337	467	462	431
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	264	336	467	461	430
자산총계	512	582	777	840	924
유동부채	108	145	147	148	149
매입채무 및 기타채무	60	66	68	69	71
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	48	79	79	79	79
비유동부채	3	8	8	8	8
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	8	8	8	8
부채총계	111	153	155	156	158
자비자분	401	428	623	684	767
자본금	14	14	16	16	16
자본잉여금	320	322	471	471	471
이익잉여금	68	94	137	199	281
기타자비자분	0	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	623	684	767
순차입금	-157	-106	-165	-227	-336

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	35	67	108
당기순이익	36	26	43	62	82
비현금성항목의 기입	84	124	132	150	177
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	8	11	19
자산부채의 증감	-139	-143	-135	-135	-135
기타현금흐름	-10	-19	-5	-9	-16
투자활동 현금흐름	141	-81	-278	-156	-150
투자자산	138	-57	-150	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	3	-23	-127	-155	-150
재무활동 현금흐름	-10	0	149	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	2	151	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-10	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	102	-93	59	62	109
기초 현금	51	153	60	119	181
기말 현금	153	60	119	181	290
NOPLAT	31	23	43	58	79
FCF	106	139	62	63	110

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

스튜디오드래곤 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.06.30

B+

- 스튜디오드래곤은 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 전년 대비 등급이 동일합니다

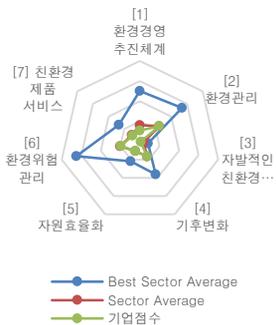
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■
환경관리	■	공급망관리	■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■	인적자원 관리	■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■■■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자선이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변경 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[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 리서치센터의 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	20.11.26	20.05.31	19.11.30	19.05.31	18.11.30
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
과다율(평균%)		(27.50)	(31.36)	(40.47)	(20.93)
과다율(최대/최소%)		(19.57)	(24.35)	(27.48)	(5.13)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201123)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.5%	10.6%	1.0%

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