

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

이재은

hojae.kim@daishin.com

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

130,000

상향

현재주가

(21.01.12)

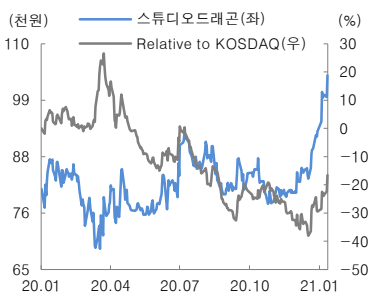
103,700

미디어업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSDAQ	973.72
시가총액	3,111십억원
시가총액비중	0.82%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	103,700원 / 69,100원
120일 평균거래대금	235억원
외국인지분율	11.25%
주요주주	CJ ENM 외 4인 56.94% 네이버 6.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.0	22.1	13.7	22.9
상대수익률	17.3	9.6	-9.8	-15.1



드래곤에 맞는 밸류를 받자

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 130,000원으로 13% 상향

- 목표주가 130,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 국내외 OTT 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수요 증가, 21년 디즈니+ 한국 진출, HBO Max 진출 가능성, 중국 OTT 사실상 개방 등을 반영하여 향후 10년 성장률을 기존 16%에서 18%로 상향하면서 목표주가 상향
- 21년 상반기 미디어 업종 내에서 콘텐츠 분야 Top Pick으로 추천

4Q20 Preview: 기대보다는 소폭 낮은 이익 전망

- 매출 1.1천억원(+8% yoy, -1% qoq), OP 88억원(흑전 yoy, -45% qoq) 전망
- 4Q19에 반영된 판권 가속 상각에 대한 기저효과로 전년 동기 대비 이익 개선
- 판매 매출 감소로 전분기 대비로는 이익 감소. 4Q20 드래곤의 드라마 제작 회차는 102회로, 2Q20 102회, 3Q20 100회와 유사하지만, 넷플릭스 동시방영의 recoup율이 낮은 작품들이 4Q20에 편성되면서 판매 매출은 3Q20대비 감소 전망. 또한, 3Q20 대비 약 70억원으로 추정되는 중국형 라이브러리 판매 매출/이익이 4Q20에는 추가로 반영되지 않음. 반면 방영 후 50여개 국가에서 넷플릭스 Top 10에 선정된 < 스위트홈 > 관련 이익이 약 50억원 정도 반영되면서, 4Q20 OP는 1Q19부터 형성된 분기 평균 100억원에 소폭 미달 전망
- 21년은 편성 증가(33편, +5편), 특히, non-Captive 증가(9편, +6편) 예정
- 국내외 OTT 경쟁 심화. 통신 3사의 OTT뿐만 아니라 쿠팡 플레이 신규 진입 및 디즈니+의 21년 한국 진출 등 콘텐츠 수요 증가는 드래곤에게 좋은 기회
- 사실상 개방된 중국 시장. 3Q20에 라이브러리 2개 판매를 통해 약 70억원의 매출/이익 인식. 보유 중인 160개의 라이브러리를 평균인 10억원에 판매해도 연간 이익의 3배 수준인 1.6천억원의 이익 발생 가능

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)				1Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	97	106	116	105	8.1	-0.9	130	122	1.0	15.4
영업이익	-4	16	14	9	흑전	-45.1	13	12	1.4	34.1
순이익	-2	11	11	7	흑전	-30.3	11	10	13.9	31.6

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	493	538	573
영업이익	40	29	53	80	106
세전순이익	46	33	55	85	111
총당기순이익	36	26	40	63	82
자비자본순이익	36	26	40	63	82
EPS	1,278	941	1,406	2,093	2,736
PER	72.3	85.9	73.7	49.5	37.9
BPS	14,312	15,258	21,824	22,727	25,463
PBR	6.5	5.3	4.8	4.6	4.1
ROE	9.3	6.4	7.6	9.7	11.4

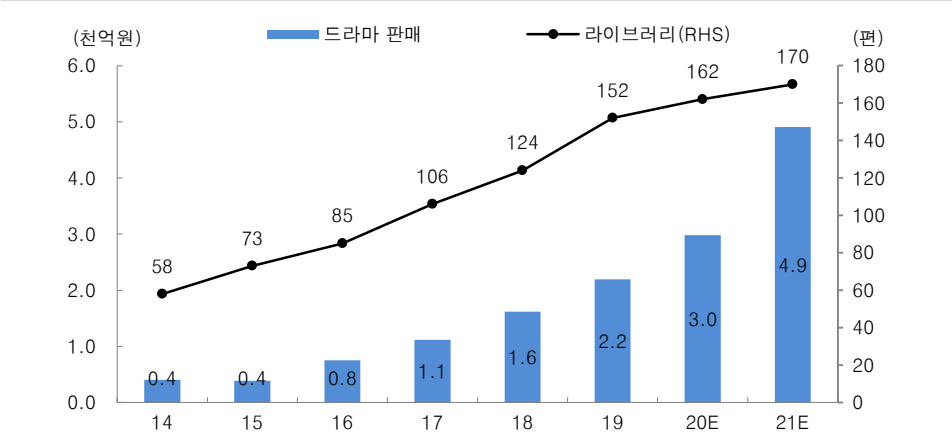
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	504	541	493	538	-2.2	-0.6
판매비와 관리비	21	23	21	23	-0.3	0.0
영업이익	58	78	53	80	-8.2	1.9
영업이익률	11.5	14.4	10.8	14.8	-0.7	0.4
영업외손익	1	5	1	5	0.0	0.0
세전순이익	59	83	55	85	-8.1	1.8
자비자분순이익	43	62	40	63	-8.1	1.8
순이익률	8.6	11.4	8.1	11.7	-0.5	0.3
EPS(자비자분순이익)	1,530	2,056	1,406	2,093	-8.1	1.8

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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



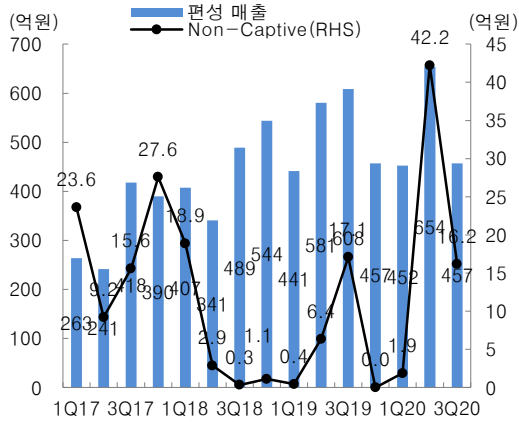
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. tvN 시청률 vs. 드래곤 주가



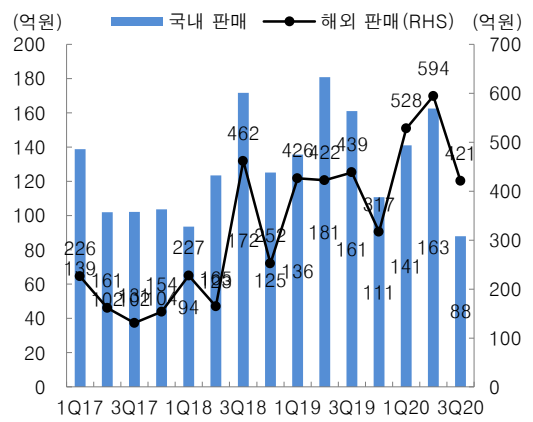
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 3. 편성 매출은 든든한 캐쉬카우



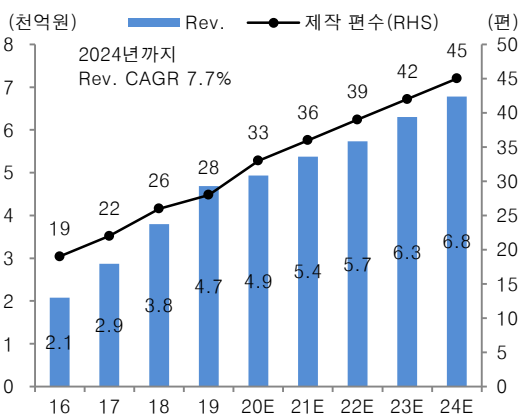
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. 해외 판매 증가가 실적 견인



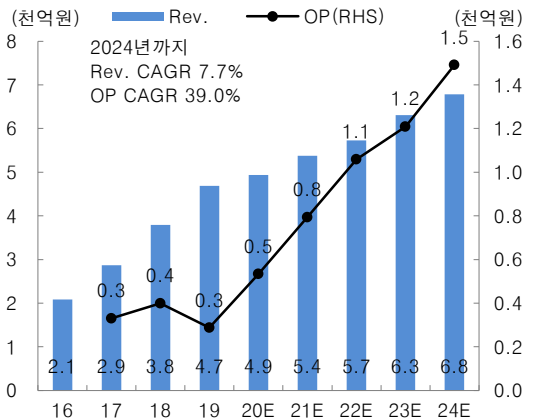
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 꾸준한 제작 편수 증가



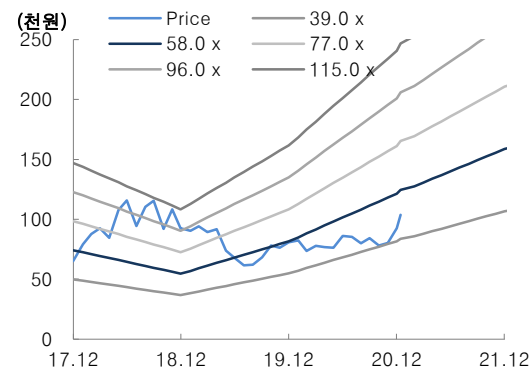
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 매출 및 이익 전망 밝음



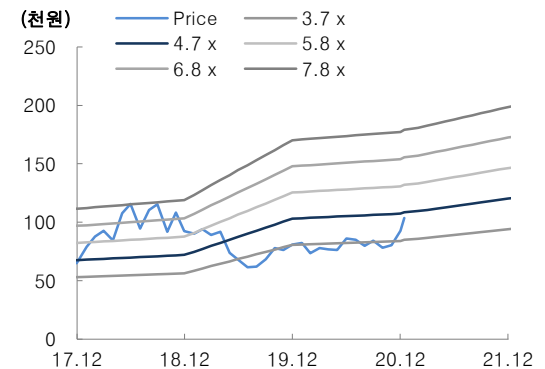
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	40	63	82	94	115	130	147	166	187	212
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	619	682	764	831	916	1,010	1,118	1,239	1,377	1,533
	추정ROE	7.6	9.7	11.4	11.3	12.5	12.9	13.1	13.4	13.6	13.8
III	필요수익률 ^(주3)	4.0									
	무위험이자율 ^(주4)	1.2									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	3.6	5.7	7.4	7.3	8.5	8.9	9.1	9.4	9.6	9.8
V	필요수익	17	25	27	31	33	37	40	45	50	55
VI	잔여이익(- V)	23	38	55	63	82	93	106	121	138	157
	현가계수	1.00	0.96	0.92	0.89	0.85	0.82	0.79	0.76	0.73	0.70
	잔여이익의 현가	23	37	51	56	70	77	84	92	101	110
VII	잔여이익의 합계	700									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,752									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	428									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,880									
	총주식수(천주)	30,004									
XI	적정주당가치(원)	129,318									
	현재가치(원)	103,700									
	Potential (%)	24.7%									

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 지회사가 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

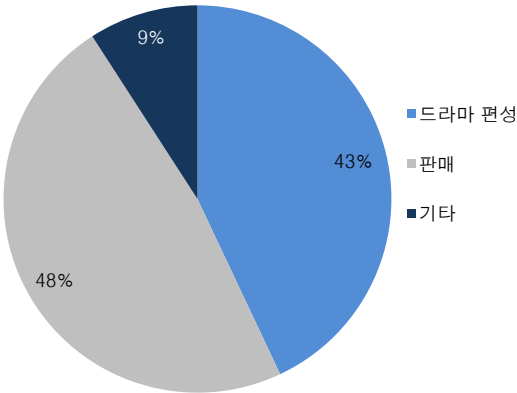
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원 영업이익 287억원 당기순이익 265억원
- 3Q20 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 43%, 판매 48%, 기타 9%
- 3Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 60.93%

주가 코멘트

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

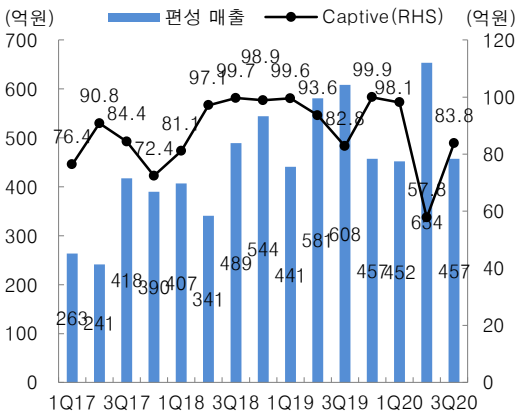
사업부문별 매출 비중(3Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

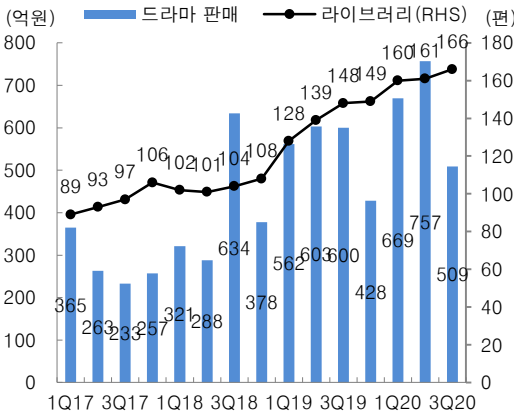
2. Earnings Driver

그림 9. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q20)



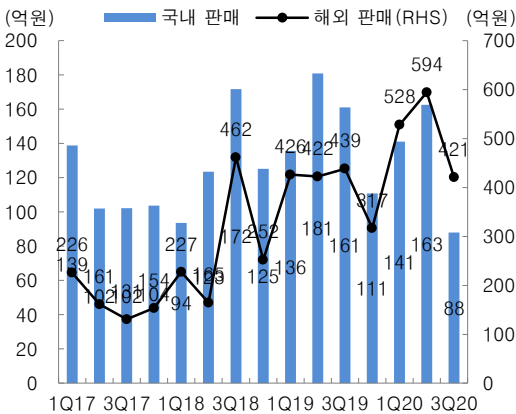
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 10. 드라마 판매 매출 구성(3Q20)



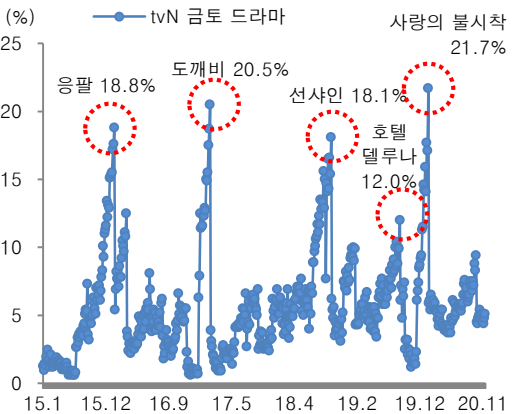
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 11. 드라마 국내외 판매 비중(3Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 12. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nelson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	493	538	573
매출원가	324	421	419	436	443
매출총이익	56	48	75	102	130
판매비와관리비	16	19	21	23	24
영업이익	40	29	53	80	106
영업외수익	10.5	6.1	10.8	14.8	18.5
EBITDA	115	146	178	218	264
영업외손익	6	4	1	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	11	13	13
외환판권이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-9	-9	-9
외환판권손실	0	4	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	46	33	55	85	111
법인세비용	-10	-7	-15	-22	-29
계속사업순이익	36	26	40	63	82
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	40	63	82
당기순이익률	9.4	5.6	8.1	11.7	14.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	36	26	40	63	82
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	39	62	81
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	35	26	39	62	81

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,406	2,093	2,736
PER	72.3	85.9	73.7	49.5	37.9
BPS	14,312	15,258	21,824	22,727	25,463
PBR	6.5	5.3	4.8	4.6	4.1
EBITDAPS	4,108	5,185	6,265	7,257	8,809
EV/EBITDA	21.1	14.9	16.6	13.3	10.5
SPS	13,539	16,698	17,390	17,927	19,097
PSR	6.8	4.8	6.0	5.8	5.4
CFPS	4,280	5,346	6,028	7,090	8,628
DPS	0	0	0	0	900

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증/감	32.4	23.5	5.3	9.0	6.5
영업이익 증/감	21.0	-28.1	85.7	49.1	33.2
순이익 증/감	50.3	-26.3	51.0	57.4	30.7
수익성					
ROIC	16.0	9.4	15.1	23.4	32.9
ROA	8.2	5.2	7.9	9.9	12.0
ROE	9.3	6.4	7.6	9.7	11.4
안정성					
부채비율	27.7	35.8	24.9	22.9	20.6
순차입금비율	-39.2	-24.9	-26.4	-33.1	-43.7
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	306	376	491
현금및현금성자산	153	60	117	179	288
매출채권 및 기타채권	69	84	88	96	102
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	25	101	101	101	101
비유동자산	265	337	467	462	431
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	264	336	467	461	430
자산총계	512	582	773	838	921
유동부채	108	145	146	148	149
매입채무 및 기타채무	60	66	67	69	70
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	154	156	157
자본부분	401	428	619	682	764
자본금	14	14	16	16	16
자본잉여금	320	322	471	471	471
이익잉여금	68	94	133	196	278
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	401	428	619	682	764
순차입금	-157	-106	-164	-226	-334

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	33	67	108
당기순이익	36	26	40	63	82
비현금항목의 가감	84	124	131	150	177
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	7	12	18
자산부채의 증감	-139	-143	-134	-136	-135
기타현금흐름	-10	-19	-4	-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	57	62	109
기초 현금	51	153	60	117	179
기말 현금	153	60	117	179	288
NOPLAT	31	23	39	59	78
FCF	106	139	59	64	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 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

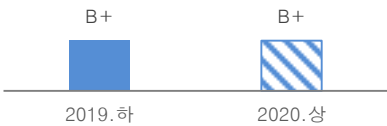
기준일: 2020.06.30

B+

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

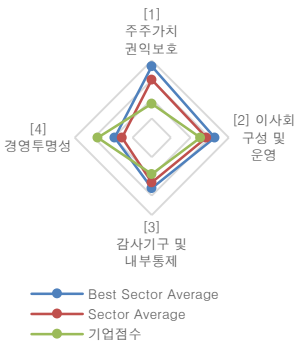
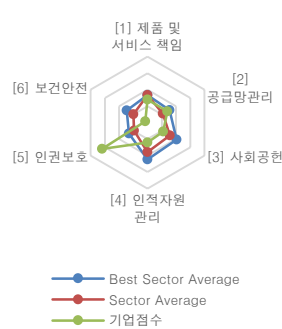
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

(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 적합하지 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 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것들을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

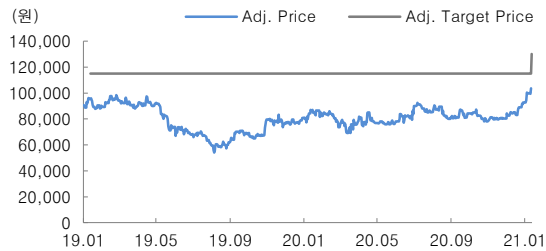
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 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	21.01.13	20.07.13	20.01.13	19.07.13	19.01.13
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	130,000	115,000	115,000	115,000	115,000
과다율(평균%)		(26.50)	(30.29)	(38.70)	(26.10)
과다율(최대/최소%)		(9.83)	(19.57)	(24.35)	(14.52)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210109)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	9.4%	0.9%

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