

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

이지은

hoijae.kim@daishin.com

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

130,000

유지

현재주가

100,100

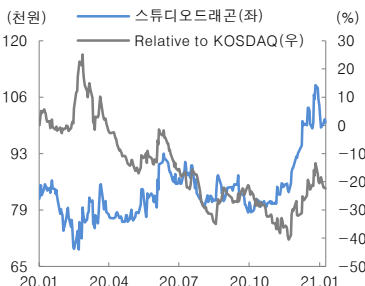
(21.02.04)

미디어업종

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

KOSDAQ	964.58
시가총액	3,003십억원
시가총액비중	0.79%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 69,100원
120일 평균거래대금	254억원
외국인자본율	12.44%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.94% 네이버 6.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	25.0	13.2	17.8
상대수익률	7.4	7.1	-1.9	-19.3



훌륭한 제작, 좋은 실적

투자의견 매수(Buy), 목표주가 130,000원 유지

- 목표주가 130,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

4Q20 Review: 편성이 적었을 뿐, 제작은 훌륭했다

- 매출 1.4천억원(+41% yoy, +30% qoq), OP 46억원(흑전 yoy, -71% qoq)
- 4Q19에 반영된 판권 가속 상각에 대한 기저효과로 전년 동기 대비 이익 개선
- 판매 매출 감소로 전분기 대비 이익 감소. 4Q20 드래곤의 드라마 제작 회차는 94회로, 3Q20 100회 및 4Q19 99회 대비 감소. 3Q20 대비 약 70억원으로 추정되는 중국향 라이브러리 판매 매출/이익이 4Q20에는 추가로 반영되지 않았고, 넷플릭스 오리지널 드라마인 <스위트홈> 관련 이익은 후반 보정 작업을 위해 제작비가 예상보다 상승하면서 이익 기여는 기존 추정 50억원 대비 낮은 30억원 수준으로 추정. 일회성 성과급 약 30억원 제외시 당사 추정 수준
- 작품 편성의 부족으로 이익은 19년 이후 분기 평균인 131억원에는 못 미쳤지만, 드래곤이 제작한 작품들의 우수성은 시청률로 입증
- 넷플릭스 오리지널인 <스위트홈>은 방영 후 50여개 국가에서 Top 10에 선정, <철인왕후>는 tN 평균인 5.9%의 두 배가 넘는 최고 14.9%의 시청률 달성. <경이로운 소문>은 OCN 역대 최고인 11%의 시청률 달성

2021년은 제작 물량과 제작 규모 모두 증가. 마진도 개선

- 21년은 편성 증가(32편, +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
- 중국 OTT향 작품 제작. 상반기 1~2편 포함 총 3편의 중국 OTT향 오리지널 드라마 제작 예정. 넷플릭스와 유사한 20% 수준의 작품 마진이 예상되나, 한국 판권은 드래곤이 보유하는 조건이 포함시 마진은 50% 수준도 가능할 것

(단위: 십억원 %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20				1Q21			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	97	106	105	138	41.3	29.6	122	126	4.7	-8.5
영업이익	-4	16	9	5	흑전	-71.2	11	12	0.5	153.7
순이익	-2	11	7	-3	적지	적전	8	10	12.9	흑전

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	526	542	573
영업이익	40	29	49	72	100
세전순이익	46	33	41	77	105
총당기순이익	36	26	30	57	77
지배자분순이익	36	26	30	57	77
EPS	1,278	941	1,044	1,905	2,582
PER	72.3	85.9	95.9	52.6	38.8
BPS	14,312	15,258	21,461	22,195	24,778
PBR	6.5	5.3	4.7	4.5	4.0
ROE	9.3	6.4	5.7	9.0	11.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오투레곤 대식증권 Research Center

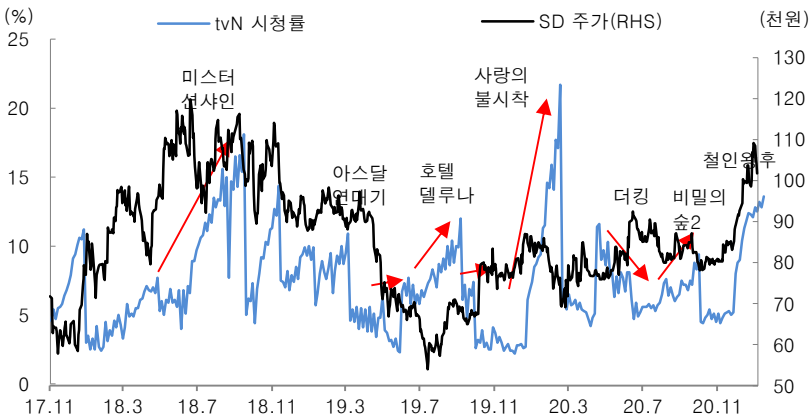
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	493	538	526	542	6.6	0.8
판매비와 관리비	21	23	26	23	20.7	0.9
영업이익	53	80	49	72	-7.9	-9.6
영업이익률	10.8	14.8	9.3	13.3	-1.5	-1.5
영업외손익	1	5	-8	5	적자조정	0.0
세전순이익	55	85	41	77	-23.9	-9.0
자비자분순이익	40	63	30	57	-25.8	-9.0
순이익률	8.1	11.7	5.6	10.5	-2.5	-1.1
EPS(자비자분순이익)	1,406	2,093	1,044	1,905	-25.8	-9.0

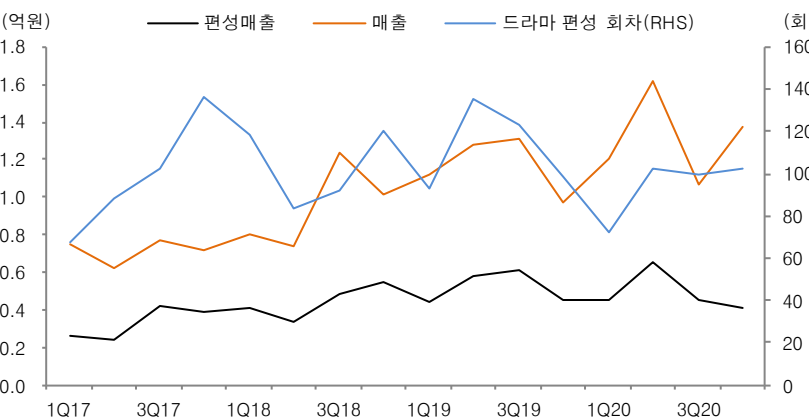
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. tvN 시청률 vs. 드래곤 주가



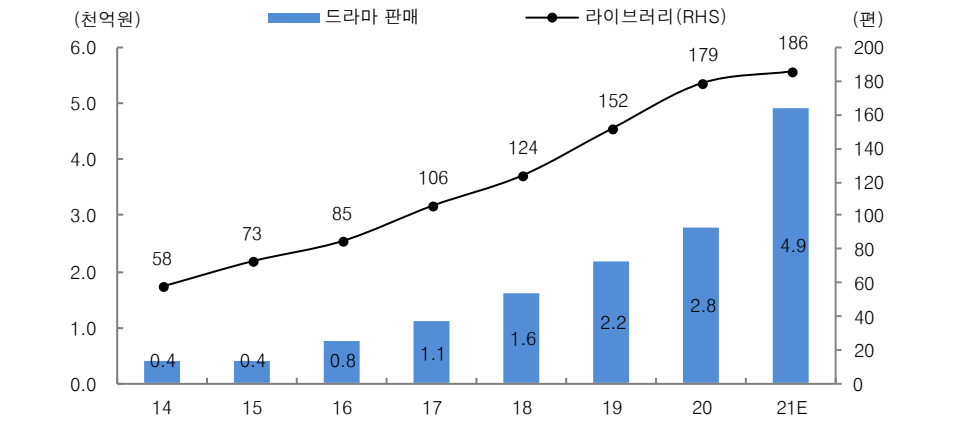
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 편성 회차 vs. 편성 매출 및 총매출



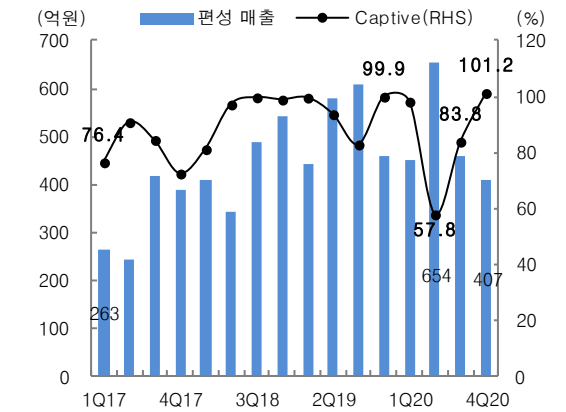
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 라이브러리 확대에 따라 판매 매출 증가. 신규 시장에 작품당 10억씩만 받아도 1,800억



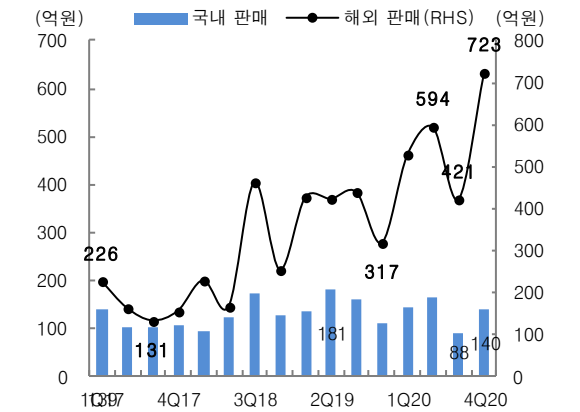
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 편성 매출은 든든한 캐쉬카우



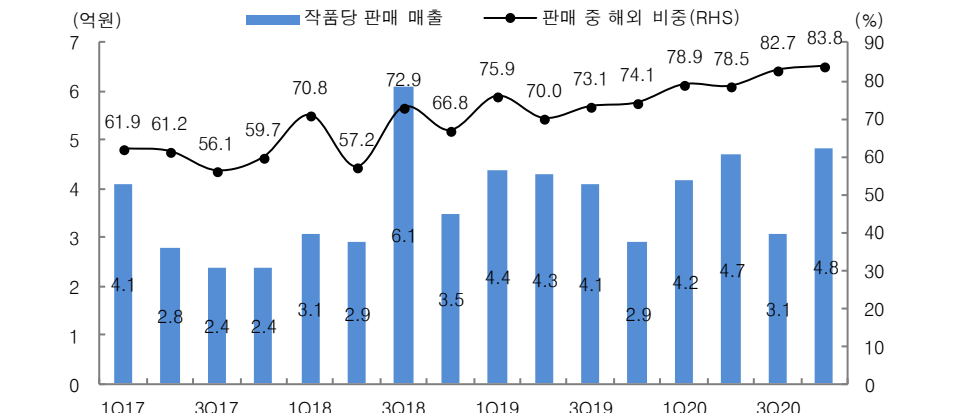
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 해외 판매 증가가 실적 견인



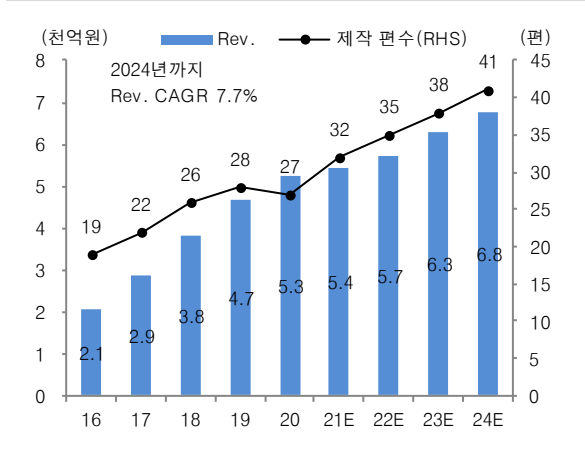
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 작품당 판매 매출과 판매 중 해외 비중 증가



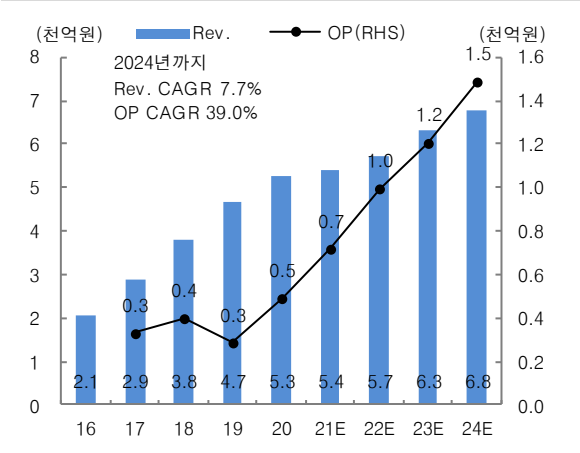
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 7. 꾸준한 제작 편수 증가



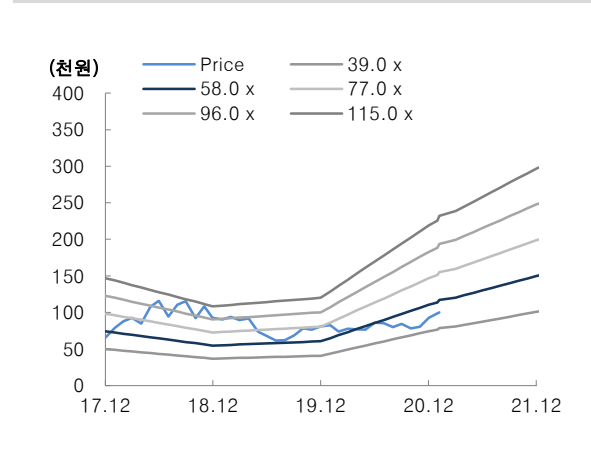
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 매출 및 이익 전망 밝음



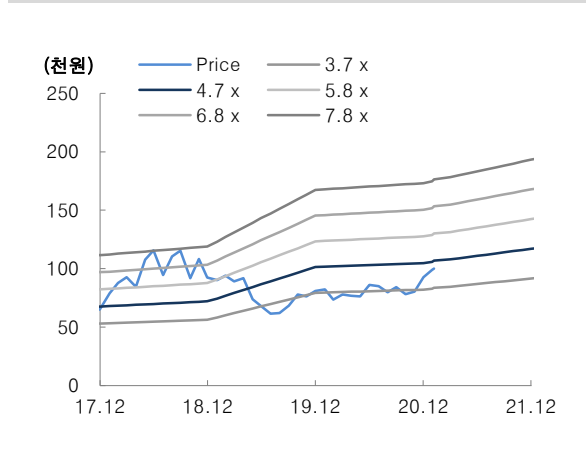
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 10. 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)	30	57	77	94	115	130	146	165	187	211
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	609	666	743	810	895	988	1,096	1,218	1,355	1,510
	추정ROE	5.7	9.0	11.0	11.6	12.8	13.1	13.4	13.6	13.8	14.0
III	필요수익률 ^(주3)	4.0									
	무위험이자율 ^(주4)	1.2									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	1.7	5.0	7.0	7.6	8.8	9.1	9.4	9.6	9.8	10.0
V	필요수익	17	24	27	30	32	36	40	44	49	54
VI	잔여이익(Ⅰ-Ⅴ)	12	33	51	64	82	94	107	122	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	12	32	47	57	70	77	84	92	101	110
VII	잔여이익의 합계	684									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,759									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	428									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,871									
	총주식수(천주)	30,004									
XI	적정주당가치(원)	129,013									
	현재가치(원)	100,100									
	Potential (%)	28.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재점에서의 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

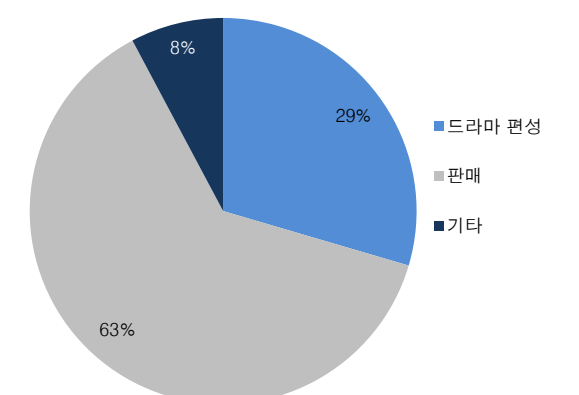
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2020년 매출 5,257억원 영업이익 491억원, 당기순이익 296억원
- 4Q20 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 29%, 판매 63%, 기타 8%
- 3Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 60.93%

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

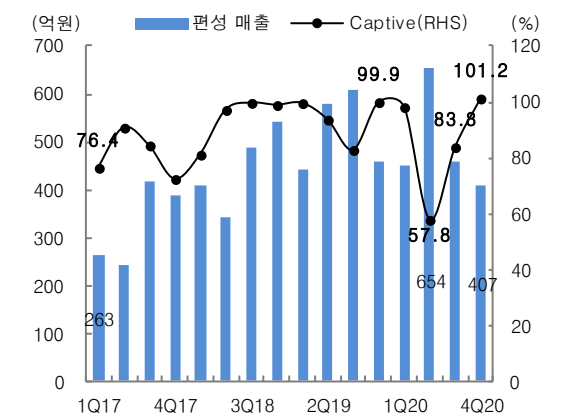
사업부문별 매출 비중(4Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

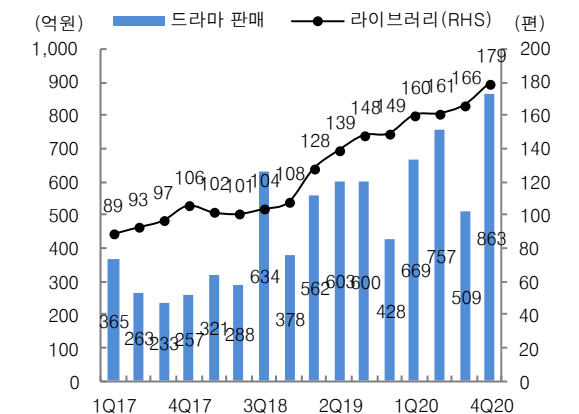
2. Earnings Driver

그림 11. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q20)



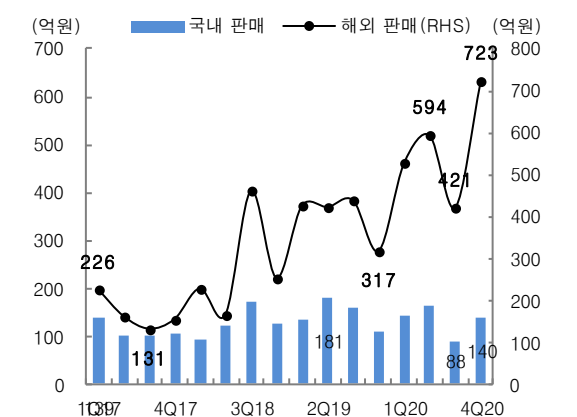
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 12. 드라마 판매 매출 구성(4Q20)



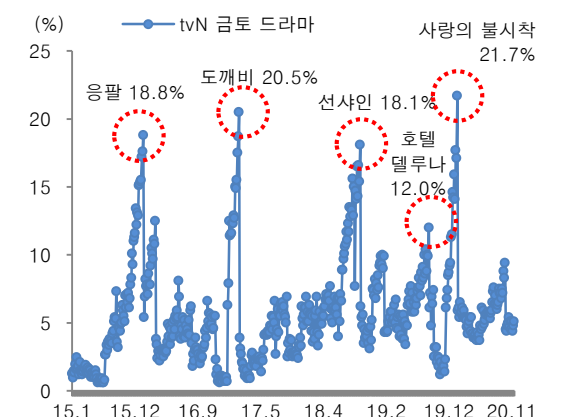
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 13. 드라마 국내외 판매 비중(4Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 14. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	526	542	573
매출원가	324	421	451	447	449
매출총이익	56	48	75	95	124
판매비와관리비	16	19	26	23	25
영업이익	40	29	49	72	100
영업외수익	10.5	6.1	9.3	13.3	17.4
EBITDA	115	146	174	210	258
영업외손익	6	4	-8	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	10	13	13
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-14	-9	-9
외환보통손실	0	4	0	0	0
기타	0	0	-4	1	1
법인세비용차감전순이익	46	33	41	77	106
법인세비용	-10	-7	-12	-20	-27
계속사업순이익	36	26	30	57	77
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	30	57	77
당기순이익	9.4	5.6	5.6	10.5	13.5
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	36	26	30	57	77
매분기금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	29	56	77
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	35	26	29	56	77

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,044	1,905	2,582
PER	72.3	85.9	95.9	52.6	38.8
BPS	14,312	15,258	21,461	22,195	24,778
PBR	6.5	5.3	4.7	4.5	4.0
EBITDAPS	4,108	5,185	6,118	7,003	8,600
EV/EBITDA	21.1	14.9	16.4	13.3	10.4
SPS	13,539	16,698	18,532	18,072	19,100
PSR	6.8	4.8	5.4	5.5	5.2
CFPS	4,280	5,346	5,578	6,835	8,420
DPS	0	0	0	0	900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증/감	32.4	23.5	12.2	3.1	5.7
영업이익 증/감	21.0	-28.1	71.1	46.3	38.7
순이익 증/감	50.3	-26.3	12.0	93.0	35.6
수익성					
ROIC	16.0	9.4	13.4	21.0	30.9
ROA	8.2	5.2	7.3	9.1	11.6
ROE	9.3	6.4	5.7	9.0	11.0
안정성					
부채비율	27.7	35.8	25.5	23.5	21.2
순채입금비율	-39.2	-24.9	-24.4	-31.4	-42.2
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오투모래온 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	297	360	470
현금및현금성자산	153	60	102	162	267
매출채권 및 기타채권	69	84	94	97	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
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	264	336	467	461	430
자산총계	512	582	764	822	901
유동부채	108	145	147	148	149
매입채무 및 기타채무	60	66	68	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	156	156	157
자본부분	401	428	609	666	743
자본금	14	14	16	16	16
자본잉여금	320	322	471	471	471
이익잉여금	68	94	123	180	258
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	609	666	743
순차입금	-157	-106	-149	-209	-314

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	18	65	104
당기순이익	36	26	30	57	77
비현금성항목의가감	84	124	129	148	175
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	4	10	17
자산부채의증감	-139	-143	-138	-132	-134
기타현금흐름	-10	-19	-2	-7	-14
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
현금의증감	102	-93	42	60	105
기초 현금	51	153	60	102	162
기말 현금	153	60	102	162	267
NOPLAT	31	23	35	53	74
FCF	106	139	55	58	105

[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

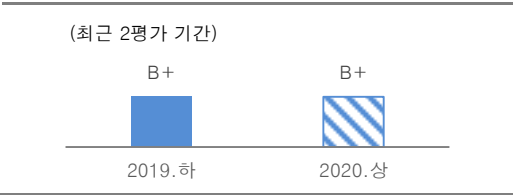
B+

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

– ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다

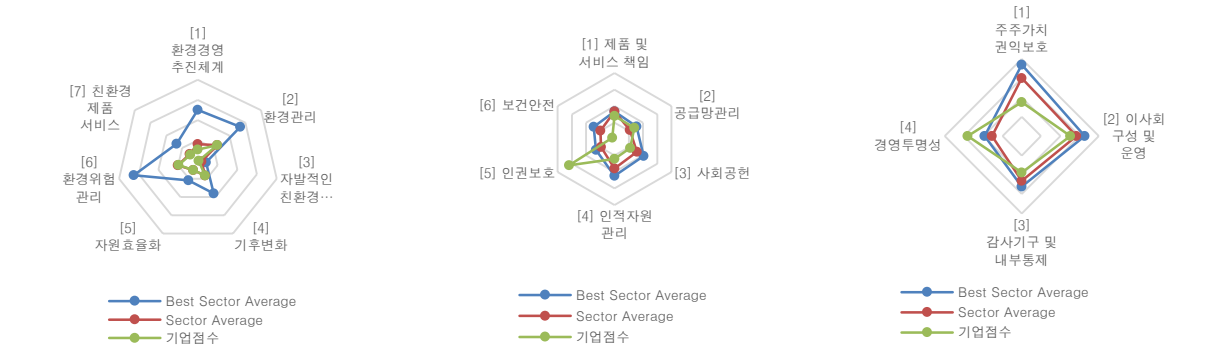
– ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다

– ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다



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	■				



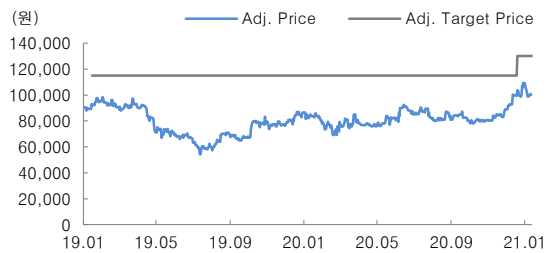
[Compliance Notice]

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	21.02.05	21.01.12	20.08.08	20.02.08	19.08.08	19.02.08
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	130,000	130,000	115,000	115,000	115,000	115,000
과다율(평균%)		(20.95)	(26.92)	(29.89)	(35.96)	(29.66)
과다율(최대/최소%)		(16.00)	(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:20210202)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.9%	8.1%	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