

스튜디오 드래곤 (253450)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 130,000
유지

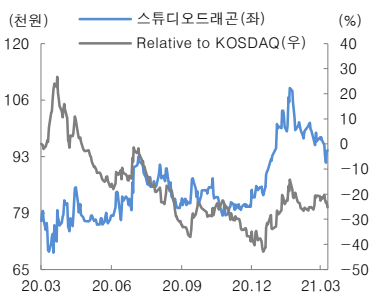
현재주가 94,000
(21.03.12)

미디어업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSDAQ	925.49
시가총액	2,820십억원
시가총액비중	0.74%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 69,100원
120일 평균거래대금	244억원
외국인지분율	11.64%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.94% 네이버 6.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	11.5	15.9	34.9
상대수익률	-0.8	11.9	11.3	-17.9



시청률도 좋고 판매도 좋고

투자이건 매수(Buy), 목표주가 130,000원 유지. 콘텐츠 Top Pick
- 목표주가 130,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

1Q21 Preview: 1Q부터 호실적으로 시작

- 매출 1,300억원(+6% yoy), OP 137억원(+18% yoy, +200% qoq) 전망
- 20.12월~21.2월 방영한 <철인왕후>는 최고 시청률 17.4%로, <사랑의 불시착> 21.7%, <도깨비> 20.5%, <미스터 션샤인> 18.1%에 이은 역대 4위 달성. 높은 시청률은 종영 후 판권판매 증가로 이어지기 때문에, 1Q21 실적에 크게 기여
- 1) <빈센조> 21년 첫 작품인 <빈센조>도 6회 11.1% 달성하며 좋은 성과 보이는 중. 넷플릭스 동시방영 중에서도 Recoup율이 높은 작품이어서, tN 방영권료와 넷플릭스 동시방영 판권만으로도 작품마진 30% 이상 가능할 것으로 전망
- 2) 중국. 21년 3편의 중국 OTT향 오리지널 드라마 제작, 1편은 2Q21에 방영. 한국 판권은 드래곤이 보유, 기본 제작마진과 한국 방영권을 합치면 작품마진이 50% 이상 발생 가능. 또한, <여신강림>, <빈센조> 등 최근 작품들에 중국 PPL이 많이 등장하고 있어서 중국시장 개방시 이들 작품이 우선적으로 판매될 가능성도 높다고 판단. 드래곤은 이미 3Q21에 아이치이에 작품을 판매했고, 텐센트는 JCon 제작 자회사의 주주이기 때문에, 중국 시장 개방시 드래곤과 JCon 주목
- 3) 제작 증가: 21년 ENM향(tving 오리지널 포함) 23편, 넷플릭스 오리지널 3편, 지상파 등 타 플랫폼향 3편, 중국 OTT향 3편 등 총 32편(+5편) 제작
- 4) 마진 개선: 제작 물량도 증가하지만, ENM향 이외의 작품 9편은 당사추정 기본 제작마진 20% 수준 보장. 특히, 중국향의 경우는 한국 판권까지 보유하면서 추가 마진도 확보 가능하기 때문에, 21년은 물량증가와 마진 개선이 동시에 발생
- 5) 넷플릭스: 한국 드라마 투자 증가 추세 속에 드래곤과 JCon의 비중 증가. 17년 3편, 33% → 20년 24편, 58%(드래곤 38%, JCon 21%). 한국 시장 진출 초기에는 다양한 제작자들과 계약했지만, 20년부터 제작능력을 검증받았고 제작 Capa.가 충분한 드래곤 및 JCon과 3년 계약. 풀림은 더 커질 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21(F)				2Q21			
			작전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	120	138	126	128	6.4	-7.0	124	137	-15.4	6.7
영업이익	12	5	12	14	17.8	197.8	14	17	-0.3	22.6
순이익	9	-3	10	11	30.3	흑전	11	13	0.5	20.6

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	542	573	630
영업이익	29	49	72	100	121
세전순이익	33	41	77	105	127
총당기순이익	26	30	57	77	94
지배지분순이익	26	30	57	77	94
EPS	941	1,043	1,905	2,579	3,125
PER	85.9	88.7	49.3	36.5	30.1
BPS	15,258	21,461	22,196	24,775	27,000
PBR	5.3	4.3	4.2	3.8	3.5
ROE	6.4	5.7	9.0	11.0	12.1

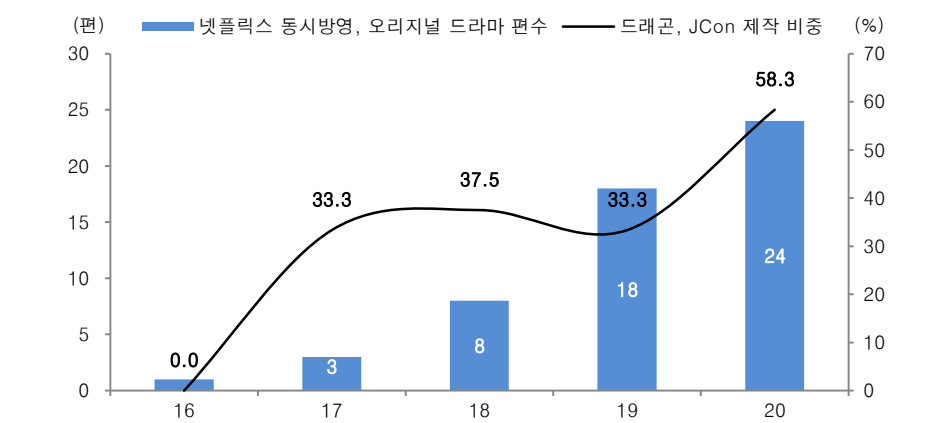
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	542	573	542	573	0.0	0.0
판매비와 관리비	23	25	23	25	-0.1	0.0
영업이익	72	100	72	100	0.0	-0.1
영업이익률	13.3	17.4	13.3	17.4	0.0	0.0
영업외손익	5	5	5	5	0.0	0.0
세전순이익	77	105	77	105	0.0	-0.1
지배지분순이익	57	77	57	77	0.0	-0.1
순이익률	10.5	13.5	10.5	13.5	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	1,905	2,582	1,905	2,579	0.0	-0.1

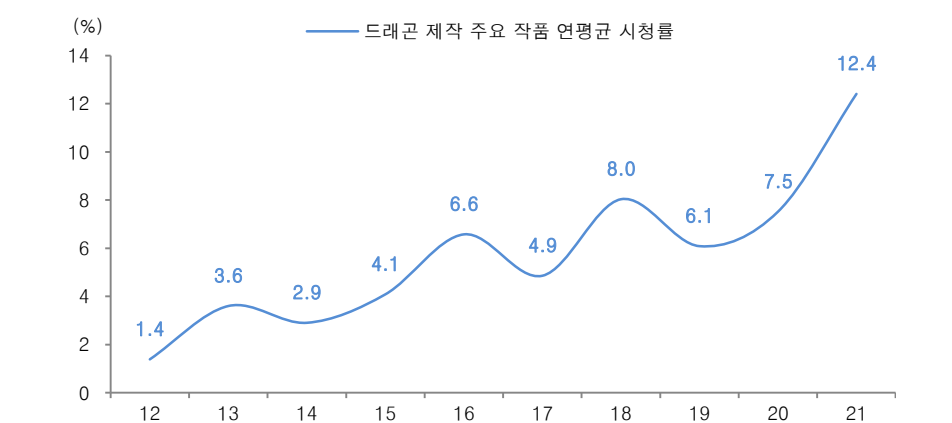
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 넷플릭스 동시방영 및 오리지널 드라마의 드래곤, JCon 비중 증가



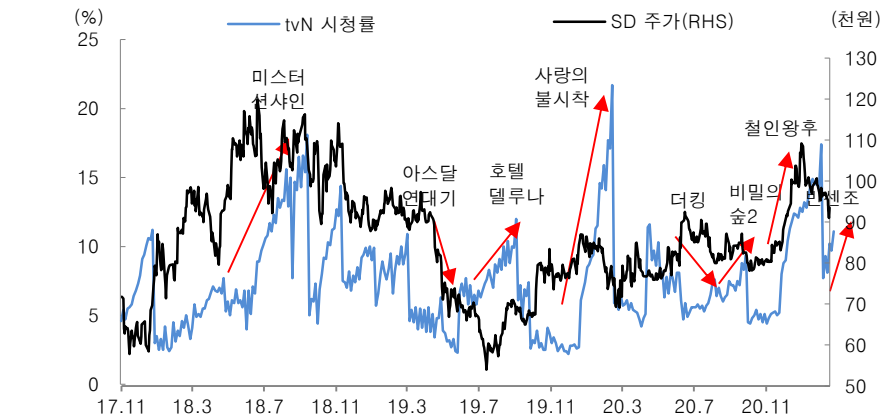
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 드래곤 제작 주요 작품 연평균 시청률



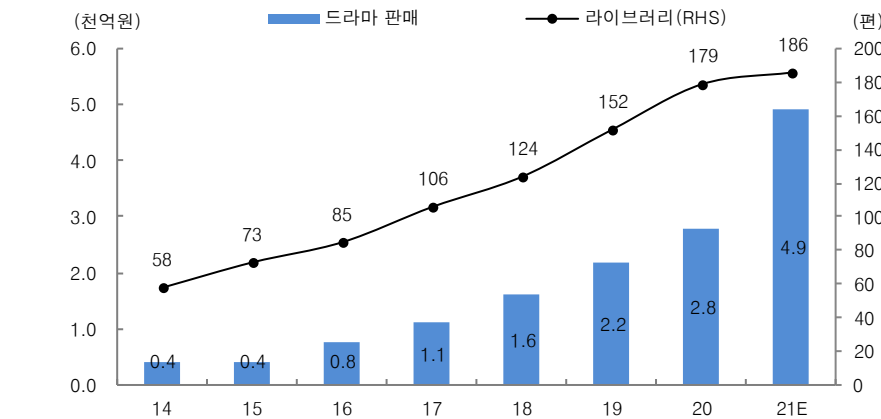
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 3. tvN 시청률 vs. 드래곤 주가



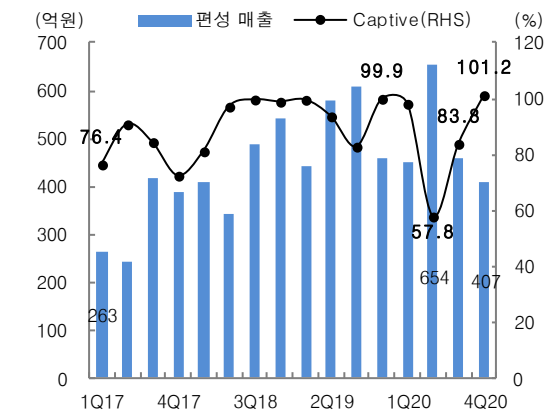
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 4. 라이브러리 확대에 따라 판매 매출 증가. 신규 시장에 작품당 10억씩만 받아도 1,800억



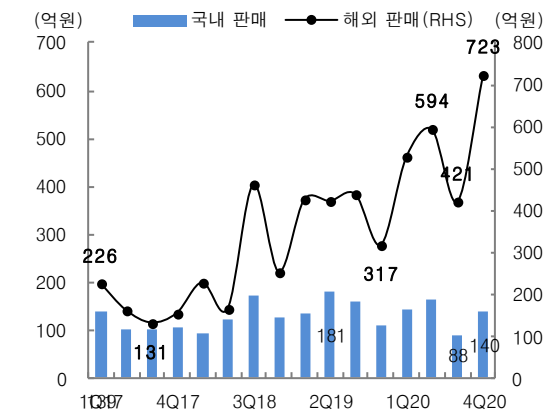
자료: 스튜디오드래곤 추장은 대신증권 Research Center

그림 5. 편성 매출은 든든한 캐쉬카우



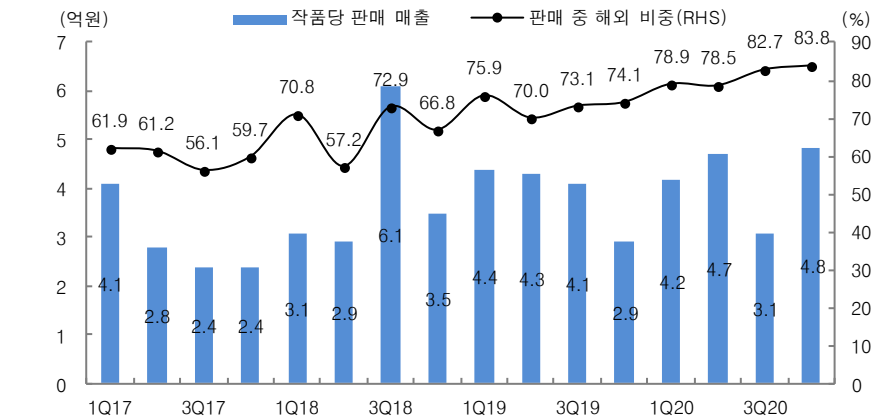
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 해외 판매 증가가 실적 견인



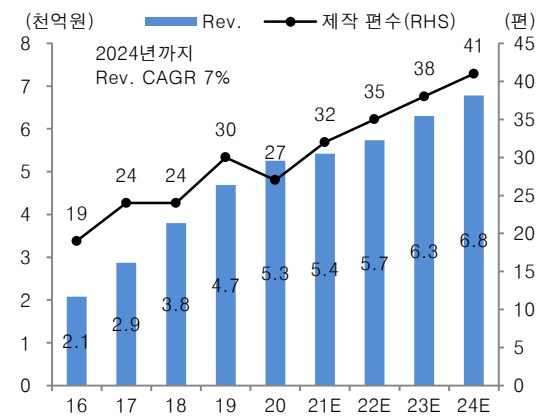
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 7. 작품당 판매 매출과 판매 중 해외 비중 증가



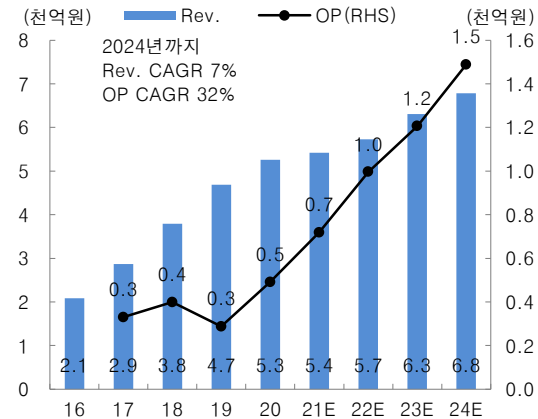
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. 꾸준한 제작 편수 증가



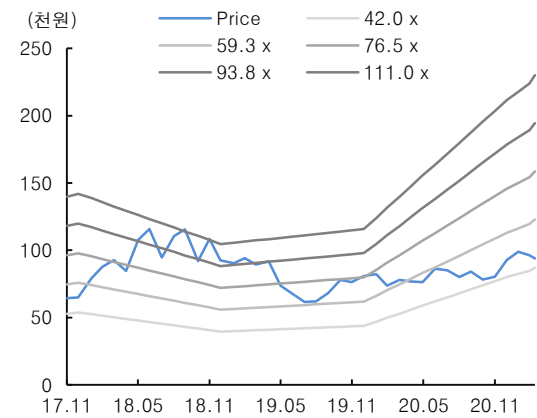
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 매출 및 이익 전망 밝음



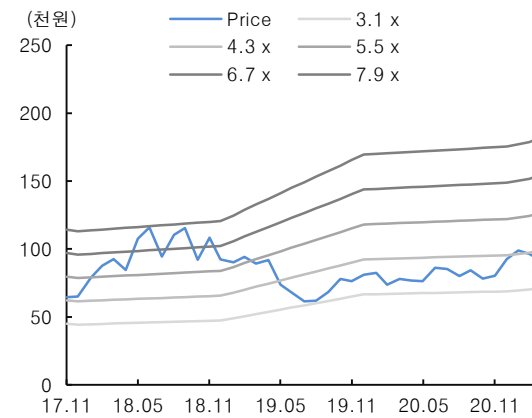
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 11. 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)	1.3									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	1.6	4.9	6.9	7.5	8.7	9.0	9.3	9.5	9.7	9.9
V	필요수익	18	25	27	30	33	37	41	45	50	56
VI	잔여이익(Ⅰ-Ⅴ)	12	32	50	63	82	93	106	121	137	156
	현가계수	1.00	0.96	0.92	0.89	0.85	0.82	0.79	0.76	0.73	0.70
	잔여이익의 현가	12	31	46	56	69	76	83	91	99	109
VII	잔여이익의 합계	673									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,647									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	428									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,748									
	총주식수(천주)	31,450									
XI	적정주당가치(원)	124,916									
	현재가치(원)	94,000									
	Potential (%)	32.9%									

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 자회사 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

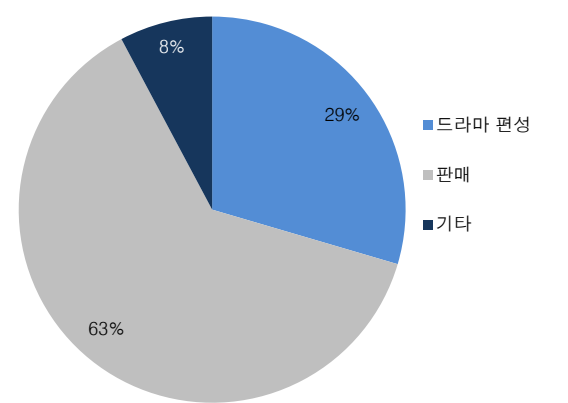
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2020년 매출 5,257억원 영업이익 491억원 당기순이익 296억원
- 4Q20 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 29%, 판매 63%, 기타 8%
- 3Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 60.93%

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

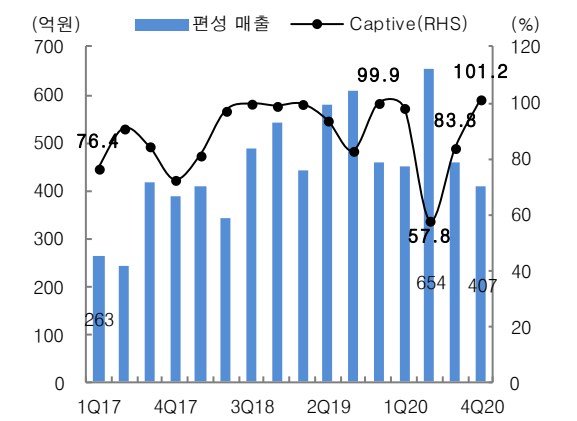
사업부문별 매출 비중(4Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

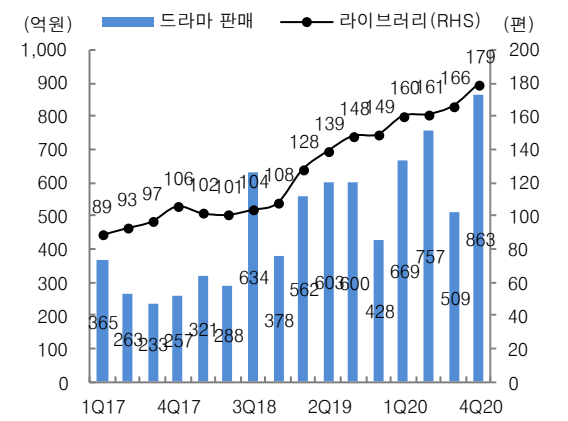
2. Earnings Driver

그림 12. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q20)



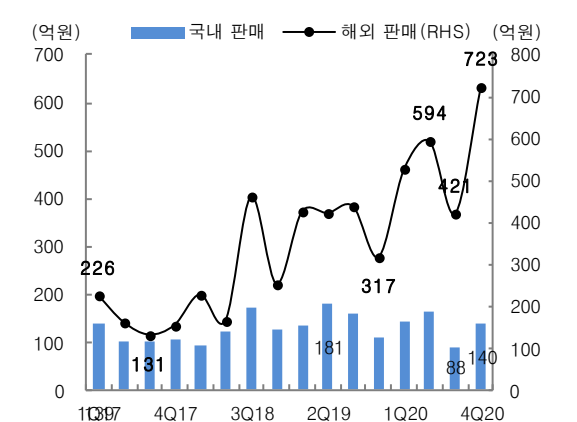
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 13. 드라마 판매 매출 구성(4Q20)



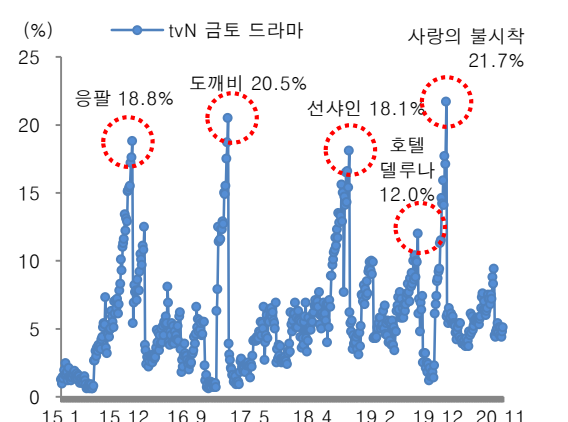
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 14. 드라마 국내외 판매 비중(4Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 15. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	542	573	630
매출원가	421	451	448	449	484
매출총이익	48	75	95	124	147
판매비와관리비	19	26	23	25	26
영업이익	29	49	72	100	121
영업외수익	6.1	9.3	13.3	17.4	19.1
EBITDA	146	174	210	258	289
영업외손익	4	-8	5	5	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	10	13	13	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-14	-9	-9	-9
외환관련손실	4	0	0	0	0
기타	0	-4	1	1	1
법인세비용차감전순이익	33	41	77	105	127
법인세비용	-7	-12	-20	-27	-33
계속사업순이익	26	30	57	77	94
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	30	57	77	94
당기순이익률	5.6	5.6	10.5	13.5	14.9
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	26	30	57	77	94
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	26	29	56	77	93
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	26	29	56	77	93

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	941	1,043	1,905	2,579	3,125
PER	85.9	88.7	49.3	36.5	30.1
BPS	15,258	21,461	22,196	24,775	27,000
PBR	5.3	4.3	4.2	3.8	3.5
EBITDAPS	5,185	6,117	7,004	8,595	9,617
EV/EBITDA	14.9	15.2	12.4	9.7	8.3
SPS	16,698	18,532	18,074	19,097	21,010
PSR	4.8	5.0	5.2	4.9	4.5
CFPS	5,346	5,577	6,837	8,415	9,443
DPS	0	0	0	900	1,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	23.5	12.2	3.2	5.7	10.0
영업이익 증감률	-28.1	71.1	46.4	38.4	21.2
순이익 증감률	-26.3	12.0	93.1	35.3	21.2
수익성					
ROIC	9.4	13.4	21.0	30.9	43.5
ROA	5.2	7.3	9.1	11.6	12.9
ROE	6.4	5.7	9.0	11.0	12.1
안정성					
부채비율	35.8	25.6	23.5	21.2	19.7
순차입금비율	-24.9	-24.4	-31.4	-42.2	-51.8
이자보상비율	58.1	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오투모래온 대선증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	244	297	360	470	587
현금및현금성자산	60	102	162	267	373
매출채권 및 기타채권	84	94	97	102	113
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	101	101	101	101	101
비유동자산	337	467	462	431	383
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	336	467	461	430	383
자산총계	582	764	822	901	970
유동부채	145	147	148	149	152
매입채무 및 기타채무	66	68	69	70	73
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	79	79	79	79	79
비유동부채	8	8	8	8	8
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	8	8	8
부채총계	153	156	156	157	160
자비자분	428	609	666	743	810
자본금	14	16	16	16	16
자본잉여금	322	471	471	471	471
이익잉여금	94	123	180	258	324
기타자비자분	-1	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	666	743	810
순차입금	-106	-149	-209	-313	-420

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-12	18	65	104	126
당기순이익	26	30	57	77	94
비현금성항목의가감	124	129	148	175	190
감가상각비	117	124	138	158	168
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	4	10	17	22
자산부채의증감	-143	-138	-132	-134	-138
기타현금흐름	-19	-2	-7	-14	-19
투자활동 현금흐름	-81	-278	-156	-150	-143
투자자산	-57	-150	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-23	-127	-155	-150	-143
재무활동 현금흐름	0	149	-2	-2	-29
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	2	151	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-27
기타	-2	-2	-2	-2	-2
현금의증감	-93	42	60	104	106
기초 현금	153	60	102	162	267
기말 현금	60	102	162	267	373
NOPLAT	23	35	53	74	89
FCF	139	55	58	105	137

[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 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

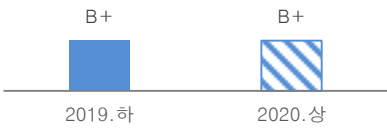
기준일: 2020.06.30

B+

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

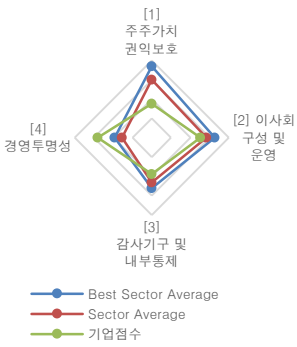
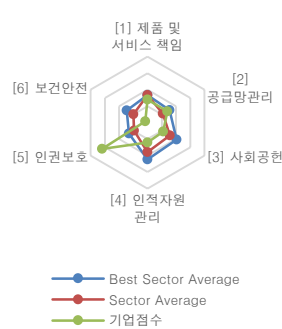
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

(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 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.

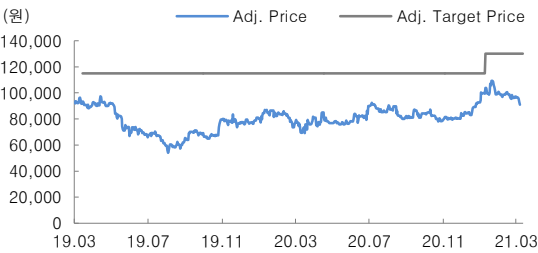
[Compliance Notice]

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	21.03.15	21.01.12	20.09.17	20.03.17	19.09.17	19.03.17
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%)		(23.34)	(26.69)	(28.96)	(33.12)	(35.06)
과다율(최대/최소%)		(16.00)	(9.83)	(19.57)	(24.36)	(15.39)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210310)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	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