

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

이지은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

130,000

유지

현재주가

(21.10.06)

91,300

미디어업종

준비 중인 작품은 충분하다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 130,000원 유지

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

3Q21 Preview: 아쉬운 대작 부재. 그래도 견조한 실적

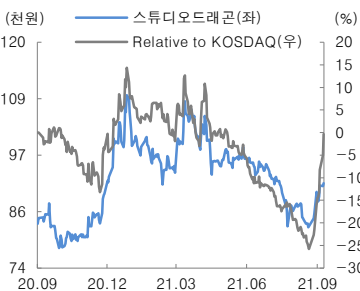
- 매출 1.2천억원(+8% yoy, +9% qoq), OP 146억원(–9% yoy, +6% qoq) 전망
- 3Q 드라마 회차수는 93회(–7회 yoy, +30회 qoq)로 전분기 대비 증가하나, 대작의 부재로 이익은 유사한 수준 전망
- 〈방과 후 전쟁활동〉, 〈아일랜드〉, 〈환혼〉, 넷플릭스/iQiyi 오리지널 등 규모가 큰 작품들은 22년 편성으로 미뤄지고, 전반적으로 규모가 작은 작품들로 편성. 연간 제작 편수도 32편(+5편 yoy) 전망에서 28편으로 감소하고, 구작의 중국 판매도 지연되면서 직전 대비 21년 영업이익의 추정은 약 90억원 하향
- 22년에는 OCN 편성이 정상화 되고, 21년에서 편성이 이연된 작품들을 감안하면 37편(+9편 yoy)으로 역대 최고 편성 전망(당사의 기존 추정은 36편)
- 연내 〈Big Door Prize〉 제작 시작 22년 하반기 방영 및 연내 미국 현지 제작 작품 추가 공개 가능성 등 22년 하반기에는 미국 현지 매출 발생 전망
- 국내 1위 사업자로서 11월에 한국 서비스를 시작하는 디즈니+에 오리지널 콘텐츠 공급의 가능성도 있어서, 22년 실적 전망의 추가 상향도 가능

단기 주가는 주요 작품의 화제성에 반응. 결국 주가는 실적에 반응할 것

- 최근 콘텐츠 업종 주가의 상승은 넷플릭스 오리지널인 〈D.P.〉 및 〈오징어 게임〉의 성공에 기인. 디즈니+의 한국 상륙에 따라 넷플릭스 오리지널이 더 증가하고 디즈니+의 투자도 진행될 것이라는 기대감 반영
- 드래곤의 작품은 〈빈센조〉 이후 대작의 부재와 화제성도 높지 않아서 주가 조정 받은 상황에서, 〈좋아하면 울리는2〉와 〈킹덤: 아신전〉 이후 넷플릭스 오리지널 라인업도 공개되지 않아서 최근 주가 상승에서는 다소 소외되어 있지만,
- 20~22년 동안 넷플릭스 오리지널 콘텐츠를 6~9편 정도 공급하기로 계약을 체결 후 아직 5개 정도 남아있고, 이미 지난 2Q21부터 넷플릭스가 선제적으로 드래곤에게 계약 연장을 요청했기 때문에, 오리지널 공급은 전혀 문제 없음
- 지금까지 방영되거나 방영될 예정인 tvING 오리지널 12개 중 5개를 드래곤이 제작할 정도로 시장의 우려와 달리 ENM과의 긴밀한 관계는 지속 유지 중
- 2Q21 건설중인자산은 1.5천억원으로 역대 최고. 즉, 방영 대기 중인 작품은 충분한 상황. 22년 제작/방영 정상화는 실적 개선으로 이어지기 때문에, 단기 시정률 및 화제성 부족으로 인한 주가 부진은 적극적인 매수 기회

KOSDAQ	922.36
시가총액	2,740십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 78,100원
120일 평균거래대금	138억원
외국인지분율	11.08%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.92% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	–4.4	–10.4	9.3
상대수익률	19.5	8.3	–5.9	2.3



(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21(F)					4Q21		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	106	106	151	115	8.4	8.6	136	157	13.9	36.2
영업이익	16	14	21	15	–8.7	6.1	17	16	248.5	9.8
순이익	11	9	16	12	12.8	26.5	13	13	흑전	6.9

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	495	582	639
영업이익	29	49	62	80	96
세전순이익	33	42	69	85	102
총당기순이익	26	30	50	63	75
지배지분순이익	26	30	50	63	75
EPS	941	1,044	1,660	2,103	2,513
PER	85.9	88.7	54.7	43.1	36.1
BPS	15,258	21,480	21,966	24,064	25,727
PBR	5.3	4.3	4.2	3.8	3.5
ROE	6.4	5.7	7.9	9.1	10.1

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

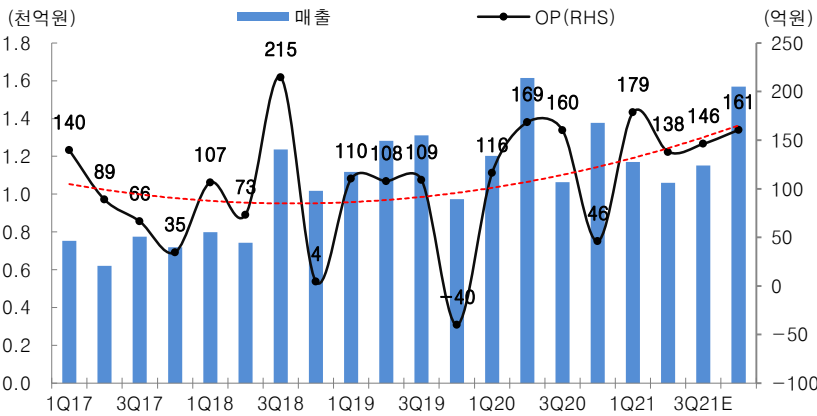
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	515	583	495	582	-3.9	-0.2
판매비와 관리비	29	31	29	31	-0.1	-0.2
영업이익	70	82	62	80	-11.5	-1.7
영업이익률	13.7	14.0	12.6	13.8	-1.1	-0.2
영업외손익	6	5	6	5	1.3	1.0
세전순이익	77	87	69	85	-10.5	-1.6
지배지분순이익	56	64	50	63	-10.7	-1.6
순이익률	10.8	11.0	10.1	10.8	-0.8	-0.2
EPS(지배지분순이익)	1,859	2,137	1,660	2,103	-10.7	-1.6

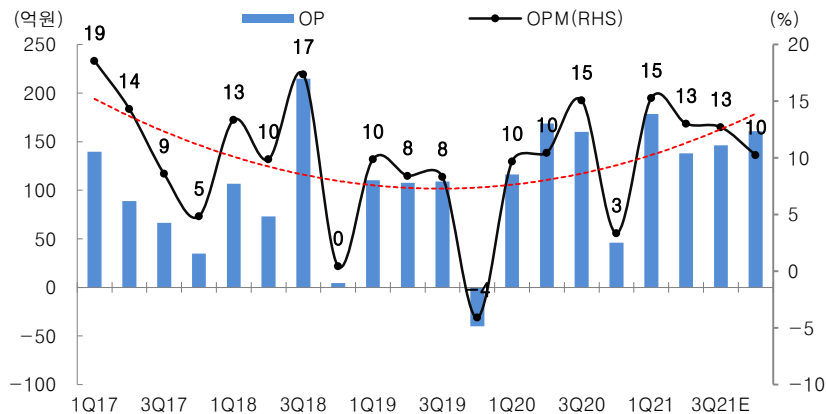
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 매출 및 영업이익 개선 추세



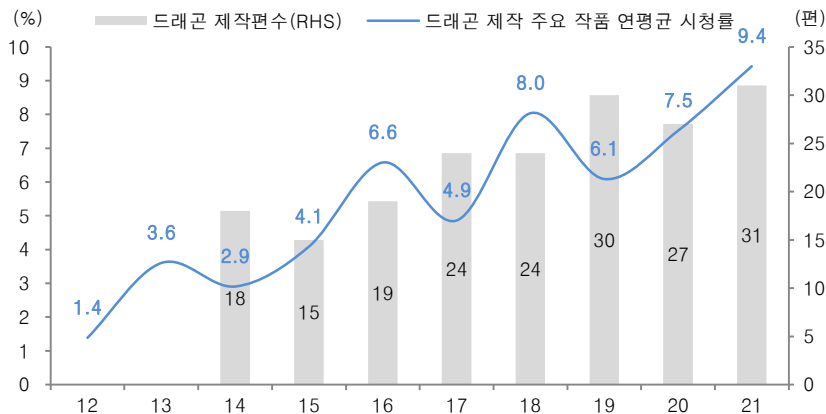
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 영업이익 및 영업이익률 개선 추세



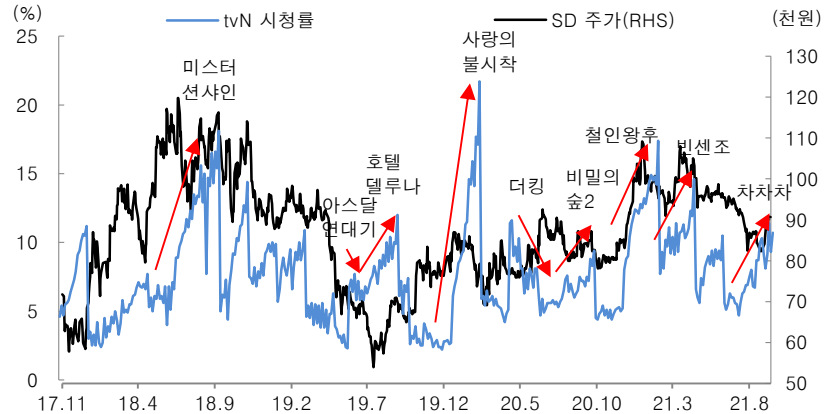
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 제작편수와 시청률은 꾸준히 우상향



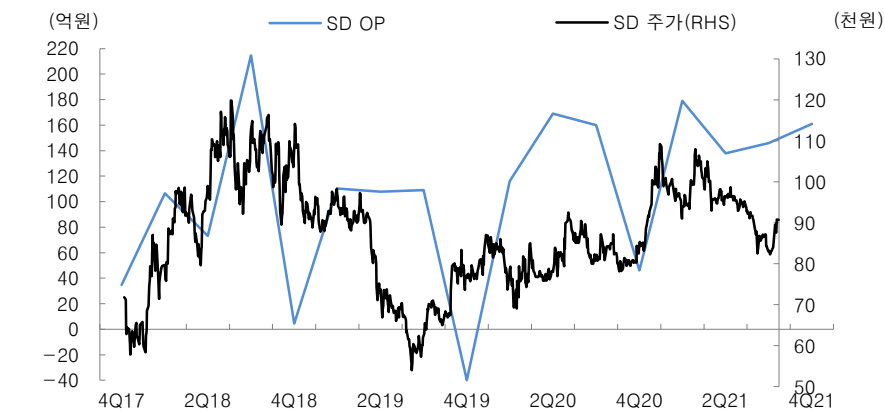
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 4. 단기 주가는 주요 작품의 시청률에 반응



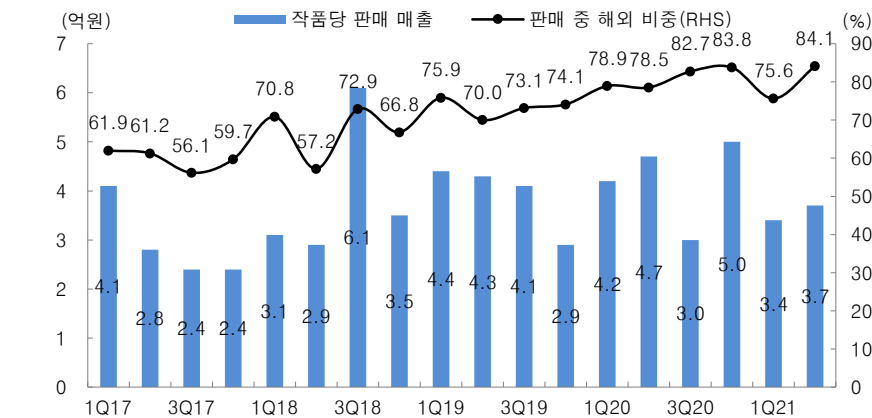
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 5. 이익 개선 추세가 주가에 반영될 것으로 전망



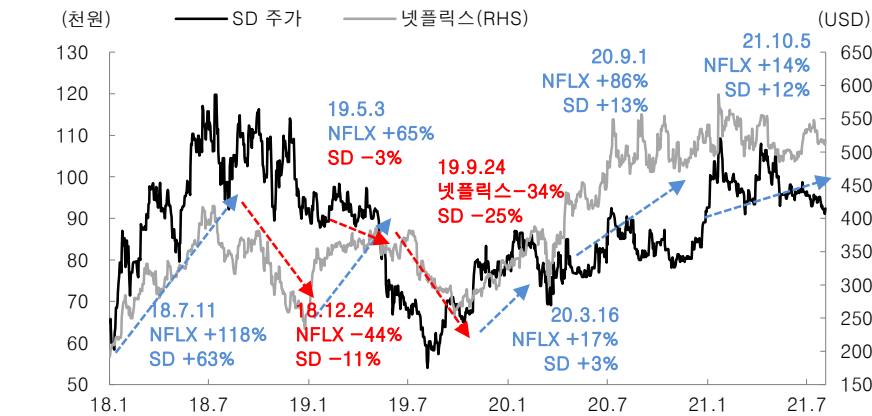
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 해외 판매가 꾸준히 증가하면서 마진 개선



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

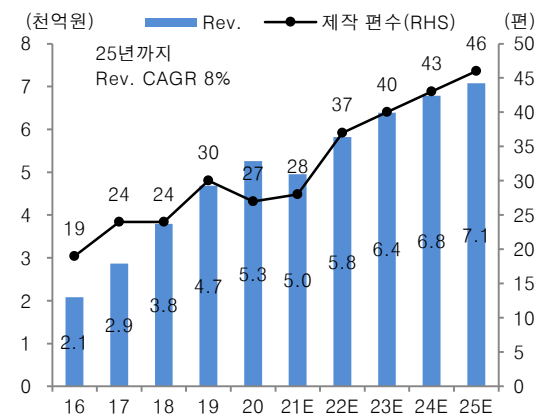
그림 7. 넷플릭스와의 주가 커플링



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

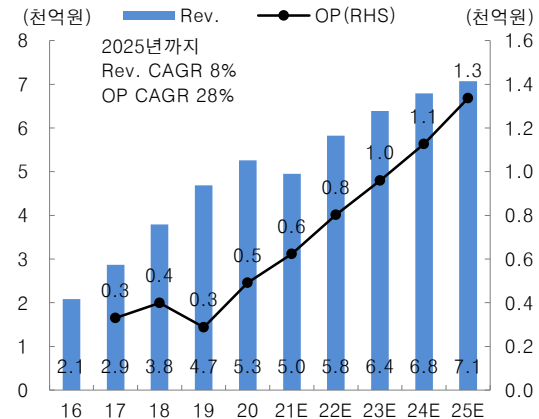
주: 주가 상승률은 직전 고점/저점 대비 상승률

그림 8. 꾸준한 제작 편수 증가



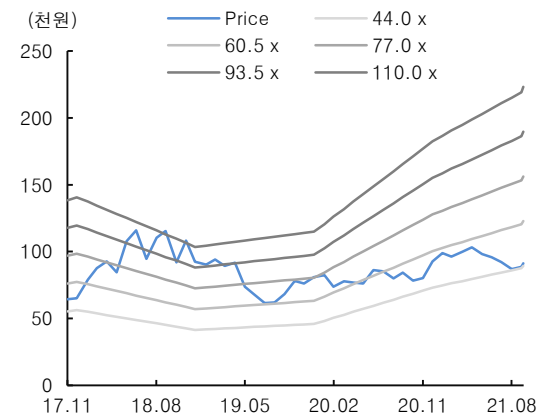
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 매출 및 이익 전망 맑음



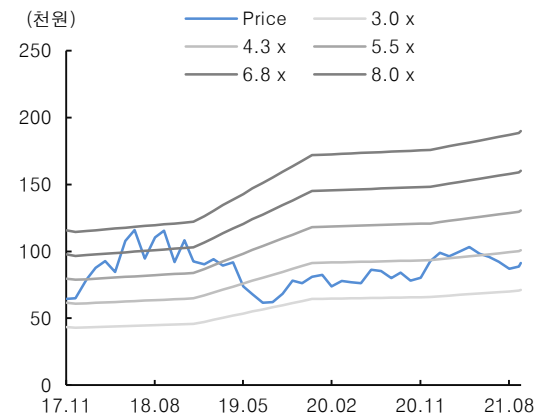
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

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, %)									
		2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	50	63	75	88	103	119	137	157	181	208
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	659	722	772	830	899	977	1,066	1,169	1,287	1,422
	추정ROE	7.9	9.1	10.1	10.6	11.5	12.2	12.8	13.4	14.0	14.6
III	필요수익률 ^(주3)	3.8									
	무위험이자율 ^(주4)	1.7									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.53									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	4.1	5.3	6.3	6.8	7.7	8.4	9.0	9.6	10.2	10.8
V	필요수익	23	25	27	29	32	34	37	41	44	49
VI	잔여이익(I-V)	27	38	48	58	72	85	100	117	136	159
	현가계수	0.99	0.96	0.92	0.89	0.86	0.82	0.79	0.77	0.74	0.71
	잔여이익의 현가	26	36	44	52	61	70	79	89	101	113
VII	잔여이익의 합계	672									
VIII	추정기간이후 현가	잔여이익의 2,971									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	609									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	4,253									
	총주식수(천주)	30,014									
XI	적정주당가치(원)	141,697									
	현재가치(원)	91,300									
	Potential (%)	55.2%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 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 입장에서의 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 낮아진 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

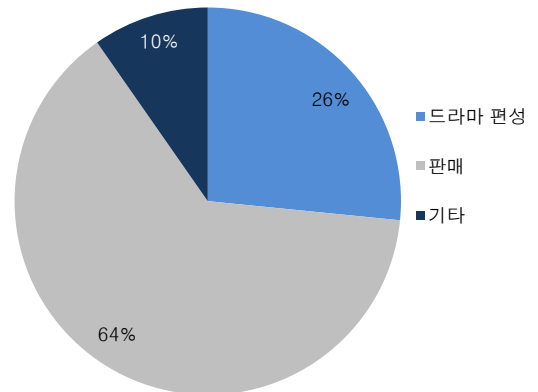
- 스튜디오드래곤은 16,533 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17,11.24 KOSDAQ 상장
- 2020년 매출 5,257억원, 영업이익 491억원, 당기순이익 296억원
- 1Q21 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 26%, 판매 64%, 기타 10%
- 1Q21 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 55.94%, 네이버 6.26%

주가 코멘트

- CJ ENM의 채널인 tvN과 OCN의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 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

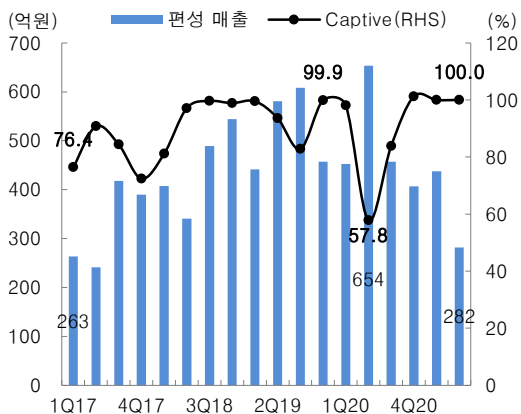
사업부문별 매출 비중(2Q21)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

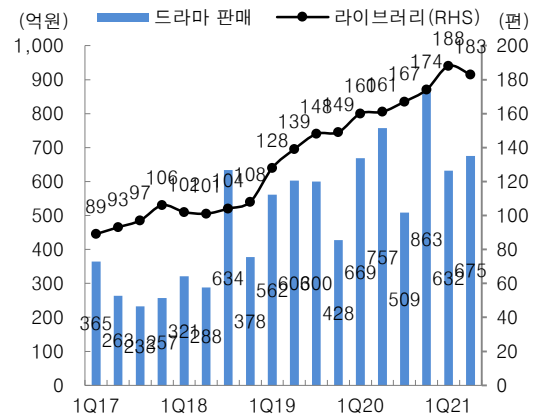
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q21)



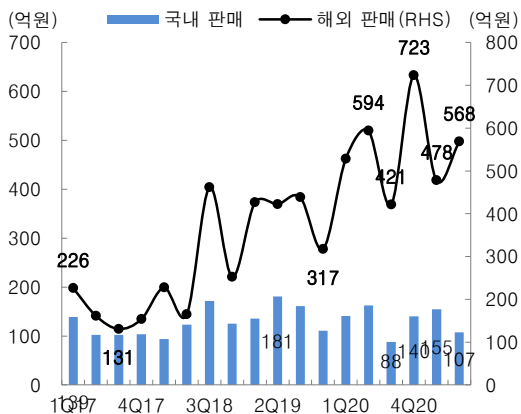
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q21)



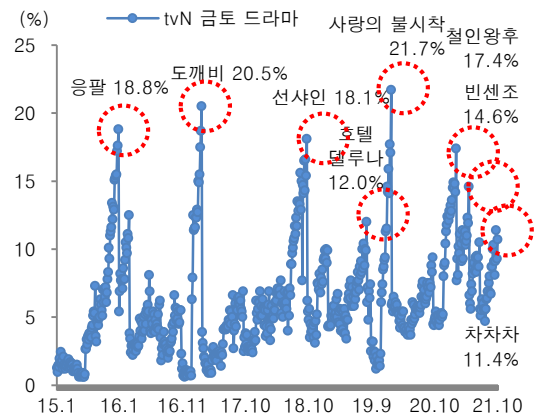
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(2Q21)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	495	582	639
매출원가	421	451	404	471	510
매출총이익	48	75	91	111	129
판매비와관리비	19	26	29	31	33
영업이익	29	49	62	80	96
영업이익률	6.1	9.3	12.6	13.8	15.0
EBITDA	146	165	219	273	315
영업외손익	4	-8	6	5	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	10	13	13	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-14	-7	-9	-9
외환관련손실	4	10	0	0	0
기타	0	-4	0	1	1
법인세비용차감전순손익	33	42	69	85	102
법인세비용	-7	-12	-19	-22	-26
계속사업순손익	26	30	50	63	75
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	30	50	63	75
당기순이익률	5.6	5.6	10.1	10.8	11.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	26	30	50	63	75
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	3	3	3	3
포괄순이익	26	32	52	66	78
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	26	32	52	66	78

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	941	1,044	1,660	2,103	2,513
PER	85.9	88.7	54.7	43.1	36.1
BPS	15,258	21,480	21,966	24,064	25,727
PBR	5.3	4.3	4.2	3.8	3.5
EBITDAPS	5,185	5,828	7,282	9,110	10,490
EV/EBITDA	14.9	16.3	11.8	9.2	7.7
SPS	16,698	18,532	16,502	19,393	21,286
PSR	48	5.0	5.5	4.7	4.3
CFPS	5,346	5,803	7,214	9,015	10,402
DPS	0	0	0	850	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	23.5	12.2	-5.8	17.5	9.8
영업이익 증가율	-28.1	71.1	26.9	28.6	19.6
순이익 증가율	-26.3	12.1	68.1	26.7	19.5
수익성					
ROIC	9.4	12.7	16.2	21.9	28.7
ROA	5.2	7.3	8.0	9.6	10.7
ROE	6.4	5.7	7.9	9.1	10.1
안정성					
부채비율	35.8	24.3	22.4	20.6	19.3
순차입금비율	-24.9	-14.8	-23.2	-30.8	-40.4
이자보상배율	58.1	84.8	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	244	228	285	372	473
현금및현금성자산	60	49	112	181	271
매출채권 및 기타채권	84	107	100	118	130
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	101	73	73	73	73
비유동자산	337	529	522	499	448
유형자산	1	8	11	14	16
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	336	521	511	485	432
자산총계	582	757	807	871	921
유동부채	145	132	132	133	133
매입채무 및 기타채무	66	57	56	57	58
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	79	75	75	75	75
비유동부채	8	16	16	16	16
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	16	16	16	16
부채총계	153	148	148	149	149
자배지분	428	609	659	722	772
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	173	236	286
기타지분변동	-1	1	1	1	1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	659	722	772
순차입금	-107	-90	-153	-223	-312

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-12	5	116	144	187
당기순이익	26	30	50	63	75
비현금항목의 가감	124	135	167	207	237
감가상각비	117	116	156	193	219
외환손익	1	3	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	15	11	14	18
자산부채의 증감	-143	-144	-95	-118	-112
기타현금흐름	-19	-15	-5	-9	-13
투자활동 현금흐름	-81	-16	-149	-169	-168
투자자산	-57	-9	0	0	0
유형자산	0	-7	-7	-7	-7
기타	-23	0	-141	-162	-160
재무활동 현금흐름	0	0	-149	-149	-175
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	2	149	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-26
기타	-2	-149	-149	-149	-149
현금의 증감	-93	-11	62	70	90
기초 현금	153	60	49	112	181
기말 현금	60	49	112	181	271
NOPLAT	23	35	45	59	71
FCF	139	143	52	83	122

[Compliance Notice]

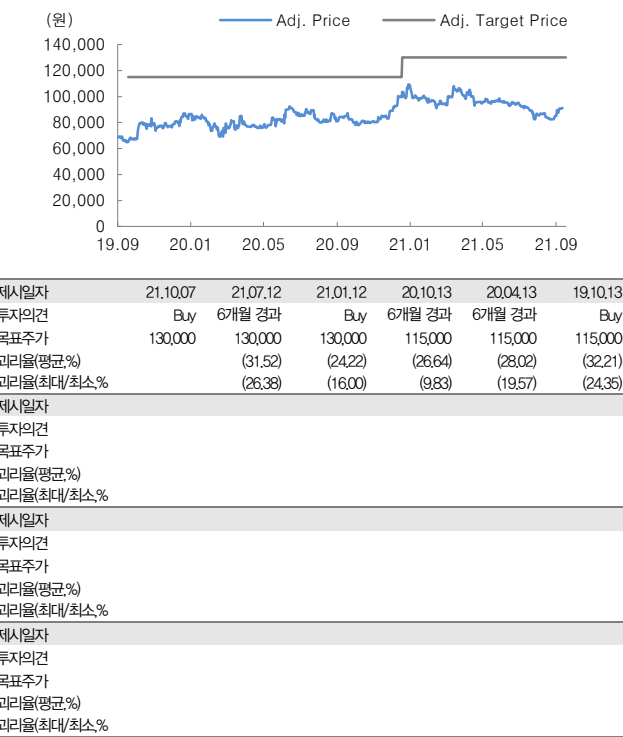
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211004)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.0%	0.5%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상