Issue & News

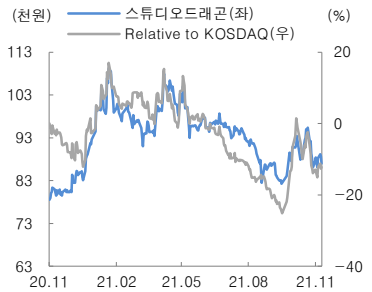
스튜디오 드래곤 (253450)

김회재 hoijae.kim@daishin.com
이지은 jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	130,000 유지
현재주가 (21.11.10)	87,000
	미디어업종

KOSDAQ	987.75
시가총액	2,611십억원
시가총액비중	0.60%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 79,500원
120일 평균거래대금	133억원
외국인지분율	11.94%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 55.92% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-4.5	-13.2	8.6
상대수익률	-9.0	1.7	-12.7	-7.5



5~7차 Wave의 주역

투자의견 매수(Buy), 목표주가 130,000원 유지. 22년 Top Pick

- 목표주가 130,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 22년 상반기 미디어 업종 내 컨텐츠 산업 Top Pick 제시

컨텐츠 산업 5~7차 Wave의 주역

- 21년 하반기 현재 나타나고 있는 컨텐츠 산업의 변화는, 넷플릭스 뿐만 아니라 디즈니+, 애플TV+ 및 tving, Wavve, Seezn 등 국내외 OTT들이 국내에서 무한 경쟁을 벌이는 4차 wave
- 이후 나타날 5~6차 wave는 중국 공략 및 미국 정복이고, 7차 wave는 국내 OTT들의 통합. 드래곤은 5~7차 wave를 이끌 것으로 전망
- 이미 드래곤은 CJ ENM 및 JCon과 더불어 11년 PP와 종편이 등장한 1차 Wave를 이끌었고, 17년 넷플릭스의 등장 및 동시방영과 오리지널 시장이 등장한 2~3차 Wave 역시 드래곤이 주도
- 특히, 넷플릭스와는 20년부터 3년간 동시방영 및 오리지널 컨텐츠 공급 계약을 체결했고, 21년 하반기 현재 넷플릭스는 계약 기간이 절반 남았음에도 불구하고 드래곤에게 선제적으로 계약 연장 요청 중

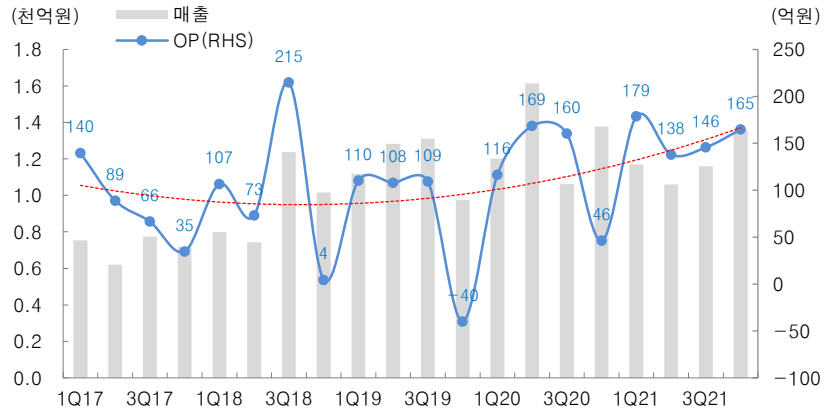
- 또한, 20년부터 중국에 구작 판매를 시작했고, 21년에는 iQiYi향 오리지널 드라마 〈간 떨어지는 동거〉 등 연간 2~3편 정도의 오리지널 드라마 공급 계약 체결. 22년초에 미국 현지에서 애플TV+향 오리지널 드라마인 〈The Big Door Prize〉의 제작을 시작하고 22년말 방영 및 〈사랑의 불시착〉의 미국판 리메이크 버전 제작도 추진하는 등 컨텐츠 산업의 6~7차 Wave도 드래곤이 주도할 것
- 24년 이후 나타날 컨텐츠 산업 7차 wave인 국내 OTT 통합에 있어서도, ENM의 tving/OCN 뿐만 아니라 tving과도 협업하면서 산업의 변화를 주도할 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	475	581	639
영업이익	29	49	63	80	96
세전순이익	33	42	71	85	102
총당기순이익	26	30	53	63	75
지배지분순이익	26	30	53	63	75
EPS	941	1,044	1,766	2,104	2,507
PER	85.9	88.7	49.3	41.3	34.7
BPS	15,258	21,480	22,073	24,172	25,829
PBR	5.3	4.3	3.9	3.6	3.4
ROE	6.4	5.7	8.3	9.1	10.0

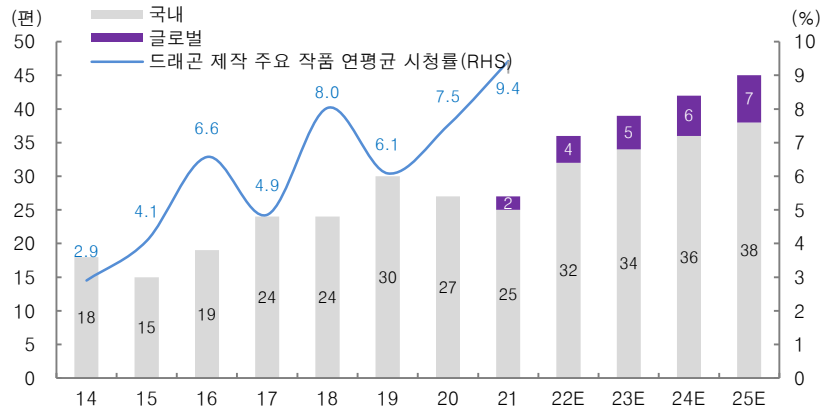
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 54. 매출 및 영업이익 개선 추세. 캡티브 및 OTT 오리지널의 안정적 마진에 기인



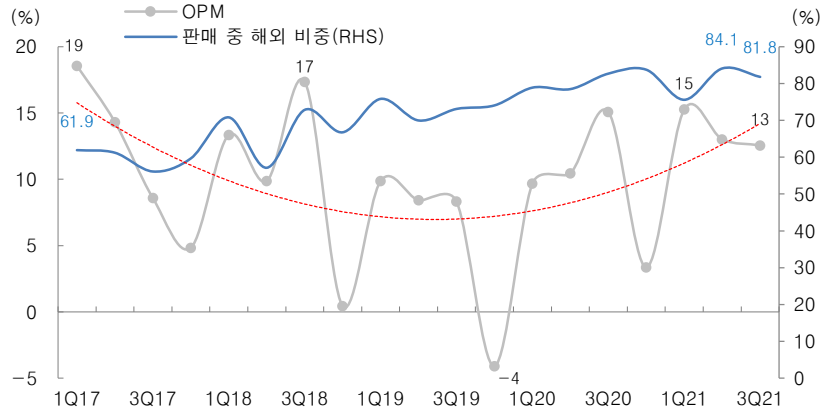
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 55. 제작편수와 시청률은 꾸준히 우상향



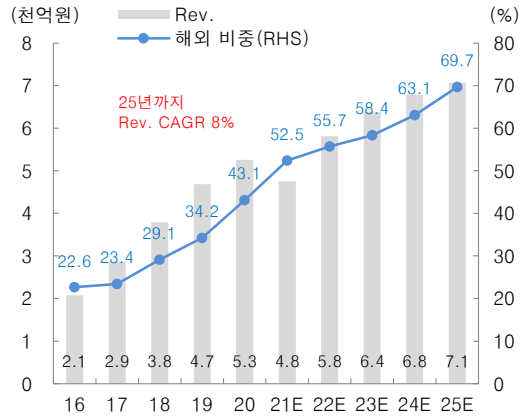
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 56. 해외 판매가 꾸준히 증가하면서 마진 개선



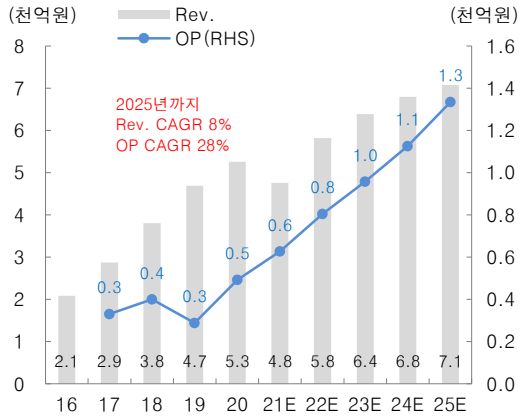
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 57. 22 년 애플 TV+ 오리지널 등 미국향 매출 시작



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 58. 매출 및 이익 전망 맑음



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

주당 내재가치

R I M(잔여이익모델) (단위: 십억원, 원, %)

		2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
I	순이익(지배지분)(주2)	53	63	75	88	103	119	136	157	180	207
II	자기자본(지배지분)(주2)	662	726	775	833	902	980	1,069	1,171	1,289	1,424
	추정ROE	8.3	9.1	10.0	10.5	11.4	12.1	12.8	13.4	14.0	14.6
III	필요수익률(주3)	4.2									
	무위험이자율(주4)	1.5									
	시장위험프리미엄(주5)	4.0									
	베타	0.66									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	4.2	4.9	5.9	6.4	7.3	7.9	8.6	9.2	9.8	10.4
V	필요수익	25	28	30	32	35	37	41	44	49	54
VI	잔여이익(I - V)	28	36	45	55	68	81	96	112	132	154
	현가계수	1.00	0.96	0.92	0.88	0.85	0.81	0.78	0.75	0.72	0.69
	잔여이익의 현가	28	34	41	49	58	66	75	84	95	106
VII	잔여이익의 합계	636									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,554									
	영구성장률(g)(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	609									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,799									
	총주식수(천주)	30,014									
XI	적정주당가치(원)	126,581									
	현재가치(원)	87,000									
	Potential (%)	45.5%									

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 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

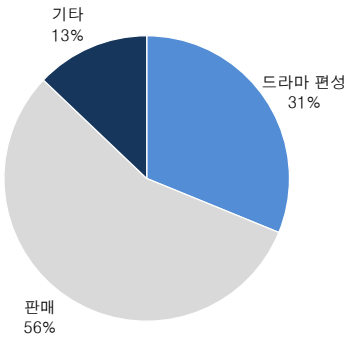
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2020년 매출 5,257억원, 영업이익 491억원, 당기순이익 296억원
- 1Q21 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 26%, 판매 64%, 기타 10%
- 1Q21 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 55.94%, 네이버 6.26%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 컨텐츠 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

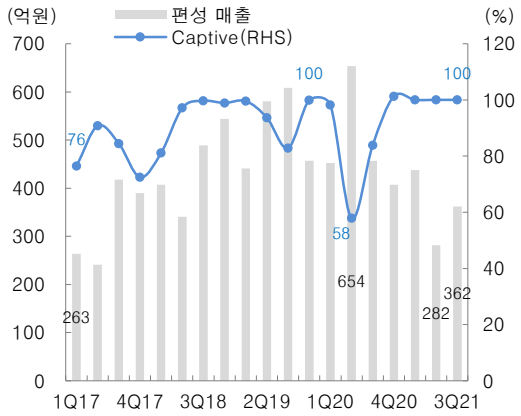
사업부문별 매출 비중(3Q21)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

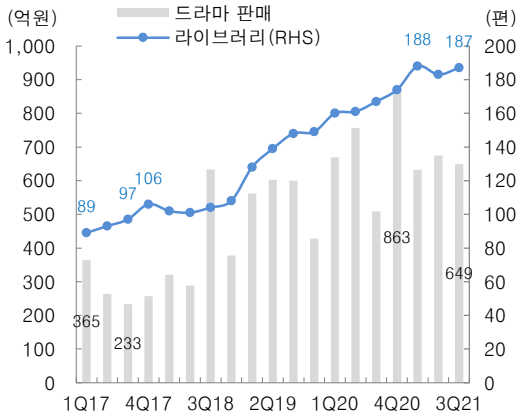
2. Earnings Driver

드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q21)



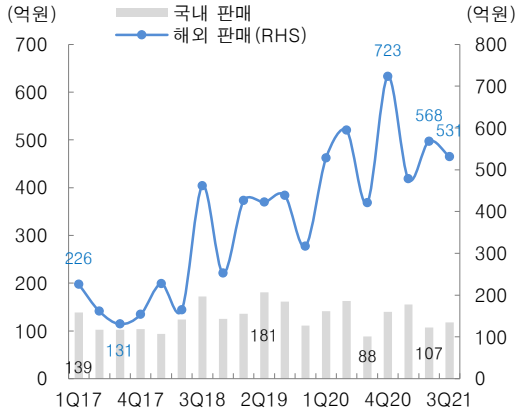
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

드라마 판매 매출 구성(3Q21)



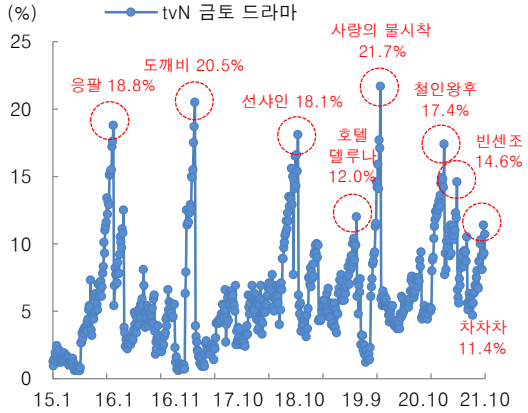
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

드라마 국내외 판매 비중(3Q21)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	469	526	475	581	639
매출원가	421	451	383	470	509
매출총이익	48	75	92	112	129
판매비와관리비	19	26	29	31	34
영업이익	29	49	63	80	96
영업이익률	6.1	9.3	13.2	13.8	15.0
EBITDA	146	165	219	274	315
영업외손익	4	-8	9	5	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	10	15	13	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-14	-5	-9	-9
외환관련손실	4	10	0	0	0
기타	0	-4	-1	1	1
법인세비용차감전순손익	33	42	71	85	102
법인세비용	7	12	-18	-22	-26
계속사업순손익	26	30	53	63	75
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	30	53	63	75
당기순이익률	5.6	5.6	11.2	10.9	11.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	26	30	53	63	75
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	3	3	3	3
포괄순이익	26	32	56	66	78
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	26	32	56	66	78

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	244	228	288	375	476
현금및현금성자산	60	49	119	185	274
매출채권 및 기타채권	84	107	96	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	810	874	924
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	147	149	149
지배지분	428	609	662	726	775
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	176	239	289
기타자본변동	-1	1	1	1	1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	662	726	775
순차입금	-107	-90	-160	-226	-315

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	941	1,044	1,766	2,104	2,507
PER	85.9	88.7	49.3	41.3	34.7
BPS	15,258	21,480	22,073	24,172	25,829
PBR	5.3	4.3	3.9	3.6	3.4
EBITDAPS	5,185	5,828	7,295	9,114	10,483
EV/EBITDA	14.9	16.3	11.2	8.7	7.3
SPS	16,698	18,532	15,837	19,371	21,273
PSR	4.8	5.0	5.5	4.5	4.1
CFPS	5,346	5,803	7,267	9,019	10,395
DPS	0	0	0	850	1,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	23.5	12.2	-9.6	22.3	9.8
영업이익 증가율	-28.1	71.1	27.8	27.9	19.2
순이익 증가율	-26.3	12.1	79.0	19.2	19.1
수익성					
ROIC	9.4	12.7	16.8	22.1	28.6
ROA	5.2	7.3	8.0	9.5	10.6
ROE	6.4	5.7	8.3	9.1	10.0
안정성					
부채비율	35.8	24.3	22.3	20.5	19.2
순차입금비율	-24.9	-14.8	-24.1	-31.1	-40.7
이자보상배율	58.1	84.8	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-12	5	123	140	187
당기순이익	26	30	53	63	75
비현금항목의 가감	124	135	165	208	237
감가상각비	117	116	156	193	219
외환손익	1	3	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	15	9	14	18
자산부채의 증감	-143	-144	-91	-121	-112
기타현금흐름	-19	-15	-4	-9	-13
투자활동 현금흐름	-81	-16	-149	-169	-168
투자자산	-57	-9	0	0	0
유형자산					0
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	69	66	89
기초 현금	153	60	49	119	185
기말 현금	60	49	119	185	274
NOPLAT	23	35	47	59	71
FCF	139	143	53	83	121

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center