스튜디오 드래곤 (253450)

김회재

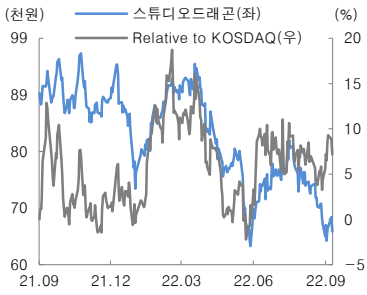
hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	120,000 유지
현재주가 (22.10.06)	67,400 미디어업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSDAQ	705.99
시가총액	2,023십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	96,400원 / 63,200원
120일 평균거래대금	90억원
외국인지분율	10.75%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.87% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.6	-11.1	-28.3	-27.6
상대수익률	-0.5	-2.6	-0.3	1.0



Another Level

투자의견 매수(Buy), 목표주가 120,000원 유지

- 목표주가 120,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

3Q22 Preview: 이익과 마진 상승 추세

- 매출 1.2천억원(+7% yoy, -21% qoq), OP 191억원(+31% yoy, -29% qoq) 전망. 2Q22 OP 270억원에는 디즈니+에 대한 10여편의 구작 판매 이익이 50~70억원 정도 반영되어 있기 때문에, 이를 제외하면 2Q22와 유사한 수준
- 3Q 작품: 〈아다마스〉 tvN-디즈니+, 〈빅마우스〉 MBC-디즈니+, 〈유니콘〉 쿠팡 플레이, 〈개미가 타고 있어요〉 tving, 〈환혼 Part1〉, 〈작은 아씨들〉 tvN-넷플릭스, 〈조선 정신과 의사 유세풍〉, 〈멘탈코치 제갈길〉, 〈블라인드〉, 〈월수금화목토〉
- 4Q 주요 작품: 넷플릭스 오리지널 〈더 글로리〉, 디즈니+ 오리지널 〈형사록〉, 〈커넥트〉, 아마존 동시방영 〈아일랜드〉, 애플TV+ 오리지널 〈The Big Door Prize〉 등 글로벌 OTT향 대작들이 다수 편성 예정
- 이익의 점진적 개선. 19년 분기별 110억원 수준, 20~21년 분기별 150억원 수준, 22년은 분기별 200억원 수준까지 상승
- 동시방영 및 오리지널 공급이 많아지면서 마진도 개선. OPM은 19년 6.1%, 20년 9.3%, 21년 10.8%. 22년은 15% 수준의 마진 달성 중

제작 편수 및 공급 플랫폼 확대. 양적인 성장과 질적인 성장 병행

- 넷플릭스 계약 연장 예정: 기존 계약은 20~22년. 연간 7개 수준의 동시방영 및 2~3개 오리지널 공급. 동시방영과 오리지널의 경우 작품 마진 약 15~20% 수준 추정. 늦어도 11월까지는 계약 연장하고, 기존 조건과 유사하되 마진은 상승하는 방향으로 계약이 이루어질 것으로 전망
- 디즈니+에도 공급 확대: 2~3Q에 〈링크: 먹고 사랑하라, 죽이게〉, 〈아다마스〉, 〈빅마우스〉 등 3편을 동시방영으로 공급. 2Q에 12편의 구작 판매. 4Q 중 〈형사록〉, 〈커넥트〉 등 2편의 오리지널 공급 예정
- 아마존 프라임에 신규 공급: 4Q 중 〈아일랜드〉 동시방영 및 구작 9편 공급
- 애플TV+에 신규 공급: 4Q 중 오리지널인 〈The Big Door Prize〉 공급

- 연간 제작 편수는 21년 25편에서 22년 34편으로 확대. 23년 37편(+3편) 전망
- 공급 플랫폼은 21년까지 tvN/OCN, tving 및 넷플릭스 → 22년 디즈니+, 쿠팡 플레이, 아마존 프라임, 애플TV+ 추가
- 22년 〈The Big Door Prize〉를 시작으로 23년 〈설계자들〉 등 본격적인 미국 현지 제작 시작. 현재 기획중인 작품은 현지 IP 및 한국 IP의 리메이크 등 15편 정도인 것으로 파악. 미국 드라마는 통상적으로 한국 대비 10배 정도의 규모이고 시즌제의 경우 인센티브 제도도 있기 때문에, 미국 프로젝트들이 자리를 잡는 향후 2~3년 후에 드래곤의 실적은 큰 도약을 이룰 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q21	2Q22	3Q22(F)					4Q22		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	116	157	165	124	6.7	-21.3	157	192	29.7	54.8
영업이익	15	27	20	19	31.1	-29.2	21	21	231.0	9.9
순이익	15	26	16	15	2.0	-40.9	17	14	흑전	-7.4

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	594	692	696
영업이익	49	53	85	111	128
세전순이익	42	52	92	122	141
총당기순이익	30	39	70	91	105
지배지분순이익	30	39	70	91	105
EPS	1,044	1,301	2,342	3,048	3,512
PER	88.7	69.9	28.1	21.6	18.7
BPS	21,480	22,790	25,127	28,175	31,687
PBR	4.3	4.0	2.6	2.3	2.1
ROE	5.7	6.0	9.8	11.4	11.7

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

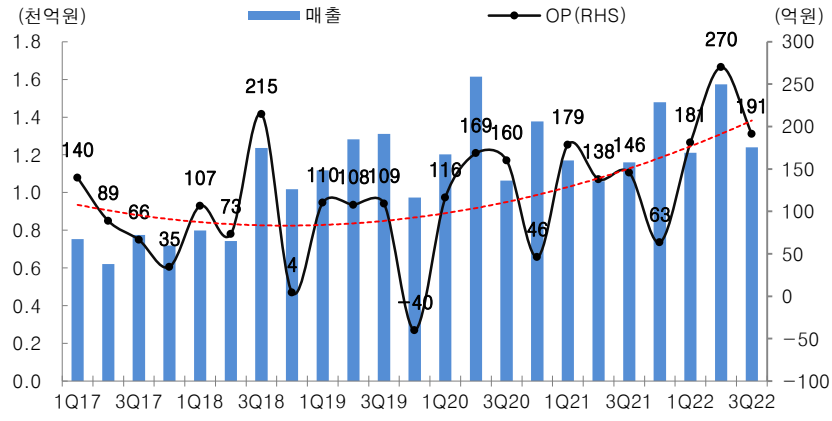
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	606	621	594	692	-1.9	11.4
판매비와 관리비	31	33	31	33	0.0	0.0
영업이익	93	111	85	111	-8.7	-0.2
영업이익률	15.4	17.8	14.3	16.0	-1.1	-1.9
영업외손익	9	8	7	11	-21.7	50.3
세전순이익	102	118	92	122	-9.8	3.0
지배지분순이익	79	88	70	91	-10.6	4.4
순이익률	13.0	14.1	11.8	13.2	-1.2	-0.9
EPS(지배지분순이익)	2,620	2,918	2,342	3,048	-10.6	4.4

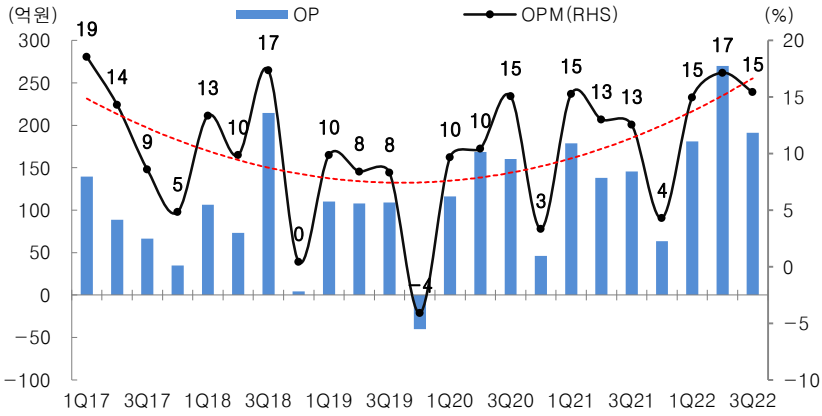
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q22 OP 191 억원(+31% yoy) 전망. 이익과 마진은 점진적 개선 추세



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q22 OPM 15%. 꾸준한 이익 개선



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델) (단위: 십억원, 원, %)

		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
I	순이익(지배지분)(주2)	70	92	105	121	138	158	182	209	241	277
II	자기자본(지배지분)(주2)	754	846	951	1,042	1,145	1,264	1,399	1,553	1,721	1,913
	추정ROE	9.8	11.4	11.7	11.6	12.0	12.5	13.0	13.5		
III	필요수익률(주3)	5.8									
	무위험이자율(주4)	2.7									
	시장위험프리미엄(주5)	4.0									
	베타	0.8									
IV	Spread(추정ROE−필요수익률)	5.5	5.5	5.9	5.9	6.4	6.9	7.4	7.9	8.4	8.9
V	필요수익	40	44	49	55	60	66	73	81	90	99
VI	잔여이익(I − V)	31	48	57	66	78	92	109	129	151	178
	현가계수	0.99	0.94	0.86	0.84	0.79	0.75	0.71	0.67	0.63	0.60
	잔여이익의 현가	31	45	50	55	61	69	77	86	96	106
VII	잔여이익의 합계	675									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	1,837									
	영구성장률(g)(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	684									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,196									
	총주식수(천주)	30,014									
XI	**적정주당가치(원)**	106,484									
	현재가치(원)	67,400									
	Potential (%)	58.0%									

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

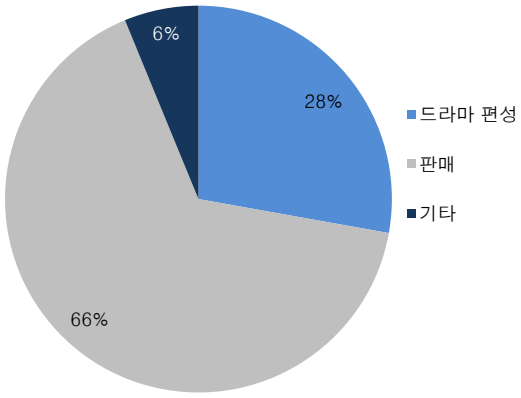
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2021년 매출 4,871억원, 영업이익 526억원, 당기순이익 390억원
- 2Q22 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 28%, 판매 66%, 기타 6%
- 2Q22 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.9%, 네이버 6.3%

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

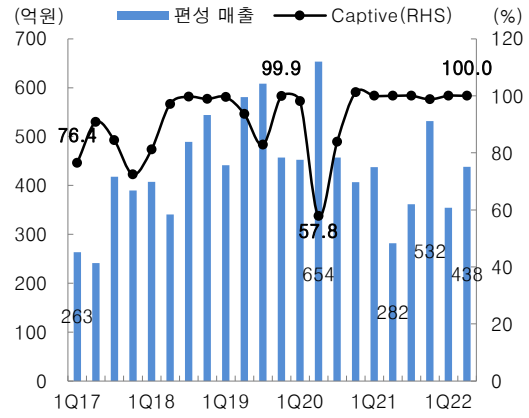
사업부문별 매출 비중(2Q22)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

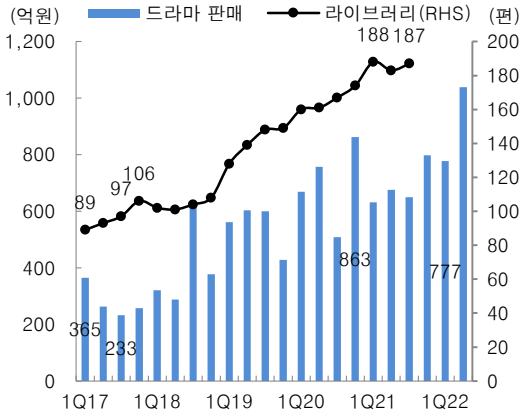
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q22)



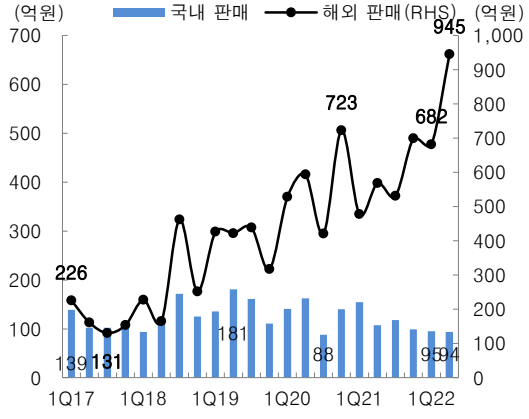
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q22)



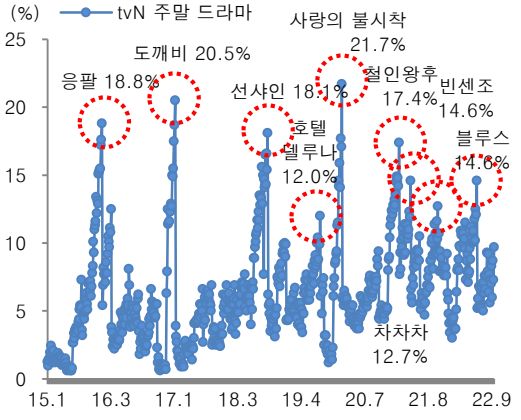
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(2Q22)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	594	692	696
매출원가	451	407	478	549	534
매출총이익	75	80	117	143	162
판매비와관리비	26	27	31	33	35
영업이익	49	53	85	111	128
영업이익률	9.3	10.8	14.3	16.0	18.4
EBITDA	165	152	269	328	376
영업외손익	-8	-1	7	11	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	14	20	21	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-10	-13	-11	-11
외환관련손실	10	5	0	0	0
기타	-4	-5	0	1	1
법인세비용차감전순손익	42	52	92	122	141
법인세비용	-12	-13	-22	-30	-35
계속사업순손익	30	39	70	91	105
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	70	91	105
당기순이익률	5.6	8.0	11.8	13.2	15.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	30	39	70	91	105
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	35	35	35	35
포괄순이익	32	74	105	127	141
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	32	74	105	127	141

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	228	233	237	295	399
현금및현금성자산	49	65	41	75	179
매출채권 및 기타채권	107	124	151	176	177
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	73	44	44	44	44
비유동자산	529	652	722	758	759
유형자산	8	8	7	6	6
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	521	644	715	751	753
자산총계	757	884	958	1,053	1,158
유동부채	132	184	187	191	191
매입채무 및 기타채무	57	78	81	85	85
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	75	106	106	106	106
비유동부채	16	17	17	17	17
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	17	17	17	17
부채총계	148	200	204	207	207
지배지분	609	684	754	846	951
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
이익잉여금	123	162	232	324	429
기타자본변동	1	37	37	37	37
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	754	846	951
순차입금	-90	-59	-36	-70	-173

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,044	1,301	2,342	3,048	3,512
PER	88.7	69.9	28.1	21.6	18.7
BPS	21,480	22,790	25,127	28,175	31,687
PBR	4.3	4.0	2.6	2.3	2.1
EBITDAPS	5,828	5,054	8,946	10,913	12,517
EV/EBITDA	16.3	17.6	7.2	5.8	4.8
SPS	18,532	16,233	19,800	23,046	23,196
PSR	5.0	5.6	3.3	2.9	2.8
CFPS	5,803	5,254	8,786	10,856	12,457
DPS	0	0	0	0	1,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	12.2	-7.3	22.0	16.4	0.7
영업이익 증가율	71.1	7.0	62.1	29.8	15.6
순이익 증가율	12.1	31.8	80.0	30.2	15.2
수익성					
ROIC	12.7	12.4	16.4	17.6	19.1
ROA	7.3	6.4	9.3	11.0	11.6
ROE	5.7	6.0	9.8	11.4	11.7
안정성					
부채비율	24.3	29.3	27.0	24.5	21.8
순차입금비율	-14.8	-8.6	-4.7	-8.2	-18.2
이자보상배율	84.8	67.6	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5	-8	63	119	185
당기순이익	30	39	70	91	105
비현금항목의 가감	135	119	193	234	268
감가상각비	116	99	183	217	248
외환손익	3	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	15	21	10	17	21
자산부채의 증감	-144	-155	-199	-197	-177
기타현금흐름	-15	-11	-2	-9	-12
투자활동 현금흐름	-16	27	-252	-252	-248
투자자산	-9	28	0	0	0
유형자산	-7	-2	-2	-2	-2
기타	0	0	-250	-250	-246
재무활동 현금흐름	0	-3	-3	-3	-3
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	149	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-149	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	-11	16	-23	34	103
기초 현금	60	49	65	41	75
기말 현금	49	65	41	75	179
NOPLAT	35	39	65	83	96
FCF	143	135	-6	46	94

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

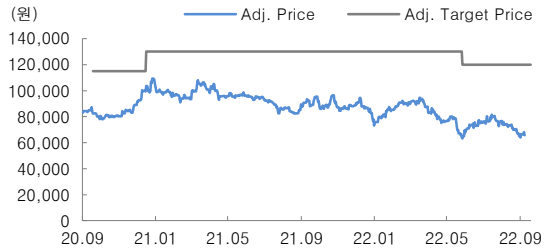
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

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	22.10.07	22.06.23	22.01.12	21.07.12	21.01.12	20.10.15
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	130,000	130,000	130,000	115,000
괴리율(평균,%)		(38.91)	(35.98)	(31.37)	(24.22)	(26.88)
괴리율(최대/최소,%)		(32.08)	(27.23)	(25.85)	(16.00)	(12.70)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20221004)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(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

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 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 ESG 에 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

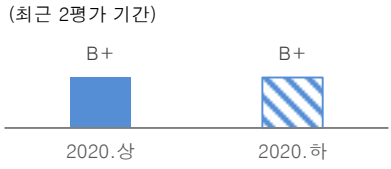
스튜디오드래곤 통합 ESG 등급

B+

- 스튜디오드래곤은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20 년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

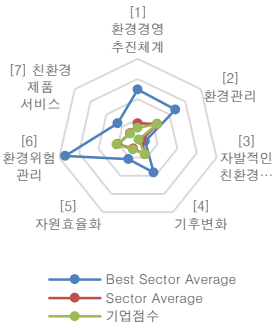


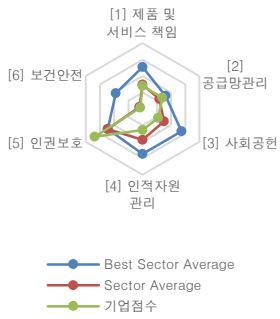
영역별 대분류 평가 결과

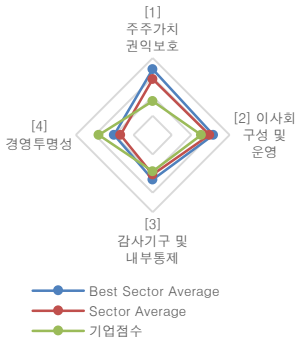
환경 (Environmental)	
환경 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■
환경관리	■
자발적인 친환경 활동	■
기후변화	■
자원효율화	■■
환경위험 관리	■■
친환경 제품 서비스	■

사회 (Social)	
사회 대분류	평가기업 수준
제품 및 서비스 책임	■■
공급망관리	■■■
사회공헌	■■
인적자원 관리	■■
인권보호	■■■■■
보건안전	■

지배구조 (Governance)	
지배구조 대분류	평가기업 수준
주주가치 권익보호	■■
이사회 구성 및 운영	■■
감사기구 및 내부통제	■■■
경영투명성	■■■■■







* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 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 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.