

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

120,000

유지

현재주가

69,300

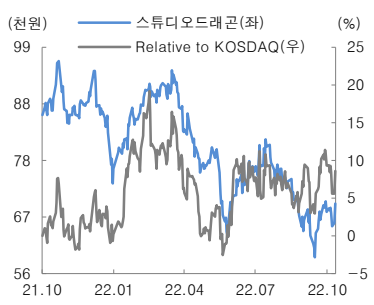
(22.11.08)

미디어업종

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

KOSDAQ	713.33
시가총액	2,080십억원
시가총액비중	0.62%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	96,400원 / 59,100원
120일 평균거래대금	79억원
외국인지분율	10.81%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.87% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.7	-9.4	-17.0	-22.3
상대수익률	7.4	5.5	2.9	9.2



예전의 드래곤이 아니야

투자의견 매수(Buy), 목표주가 120,000원 유지

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

3Q22 Review: 플랫폼 신규 개척으로 매출 급증, 초기 마진은 감소

- 매출 2,3천억원(+97% yoy, +45% qoq), OP 189억원(+30% yoy, -30% qoq)
- 매출 급증의 원인은 OTT 오리지널이 7개로 확대되었기 때문
- 넷플릭스 <더 페블러스>, 디즈니+ <커넥트>, <형사록>, Apple <The Big Door Prize> 일부 회차, tving <유미의 세포들2>, <개미가 타고있어요>, 쿠팡 <유니콘>
- 하지만, <더 페블러스>는 드래곤이 인수하기 전 길픽처스가 계약한 작품이어서 마진이 낮고, 디즈니+의 경우는 처음 콘텐츠 공급에 따라 낮은 마진으로 계약
- 중요한 점은 거래하는 플랫폼이 많아지면서 매출이 상승했다는 점. 비록, 신규 플랫폼에 공급하는 콘텐츠의 마진이 낮아서 이익률은 감소했지만, 23년부터 마진이 개선될 예정이고, 이익 규모는 꾸준히 증가

- 넷플릭스와는 계약 연장이 거의 확정적이고, 마진이 개선되는 방향으로 추정
- 디즈니+와는 올해 처음으로 오리지널 공급 계약을 체결했고, 내년부터는 오리지널의 마진도 업계 평균인 15% 수준으로 개선, 동시방영 공급 추진 등 넷플릭스와 유사한 장기계약 추진
- tving은 연말 450만명, 23년 800만명 전망. 특히, KT Seezn을 합병하면서 KT와의 협업이 강화되고 콘텐츠 공급 물량도 증가할 것으로 전망
- 아마존에도 첫 공급. 4Q <아일랜드>를 tving과 동시방영하고 구작 9편 공급

제작 편수 및 공급 플랫폼 확대. 양적인 성장과 질적인 성장 병행

- 연간 제작 편수는 21년 25편에서 22년 34편으로 확대. 23년 37편(+3편) 전망
- 23년에는 22년에서 이연된 <방과후 전쟁활동>과 <스위트홈2> 등 시즌제 등장
- 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	2022	3Q22					4Q22		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	116	157	124	229	97.2	45.4	141	176	19.1	-23.0
영업이익	15	27	19	19	30.4	-29.6	19	21	237.3	12.6
순이익	15	26	15	18	20.9	-30.0	15	17	흑전	-6.8

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	684	733	710
영업이익	49	53	86	111	128
세전순이익	42	52	99	128	145
총당기순이익	30	39	76	97	110
지배지분순이익	30	39	76	97	110
EPS	1,044	1,301	2,524	3,225	3,673
PER	88.7	69.9	27.5	21.5	18.9
BPS	21,480	22,790	25,305	28,498	32,171
PBR	4.3	4.0	2.7	2.4	2.2
ROE	5.7	6.0	10.5	12.0	12.1

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

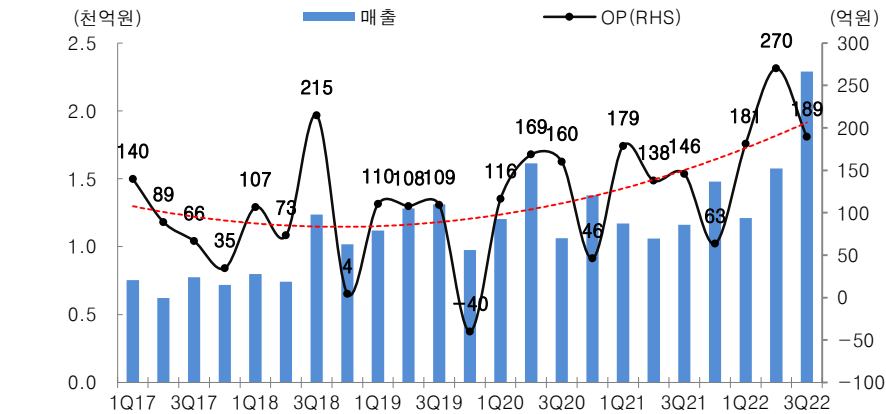
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	594	692	684	733	15.0	6.0
판매비와 관리비	31	33	33	32	4.1	-0.3
영업이익	85	111	86	111	0.4	-0.1
영업이익률	14.3	16.0	12.5	15.1	-1.8	-0.9
영업외손익	7	11	14	17	101.4	50.0
세전순이익	92	122	99	128	7.9	4.6
지배지분순이익	70	91	76	97	7.8	6.0
순이익률	11.8	13.2	11.1	13.2	-0.7	0.0
EPS(지배지분순이익)	2,342	3,048	2,524	3,225	7.8	5.8

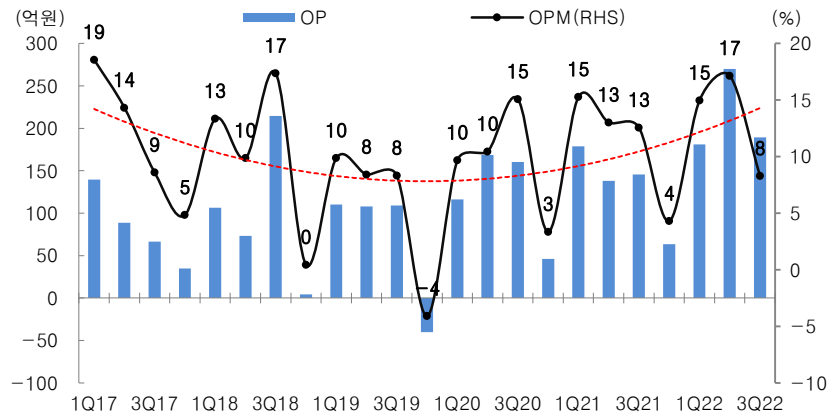
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q22 OP 189억원(+30% yoy). 이익은 꾸준히 증가. 마진은 잠시 주춤



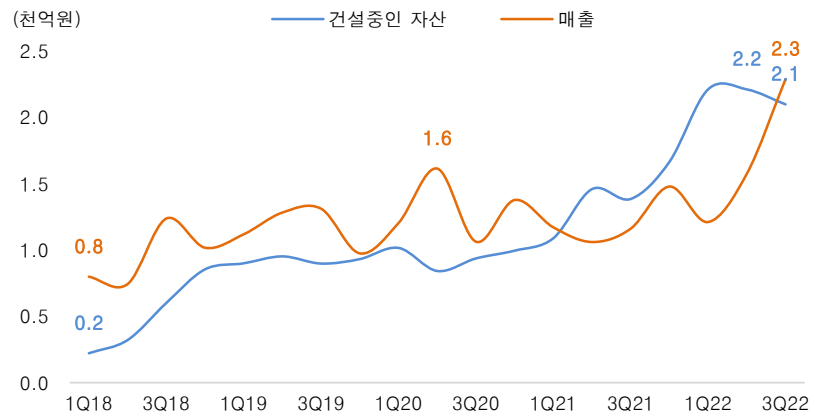
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q22 OP 189억원(+30% yoy). 이익은 꾸준히 증가. 마진은 잠시 주춤



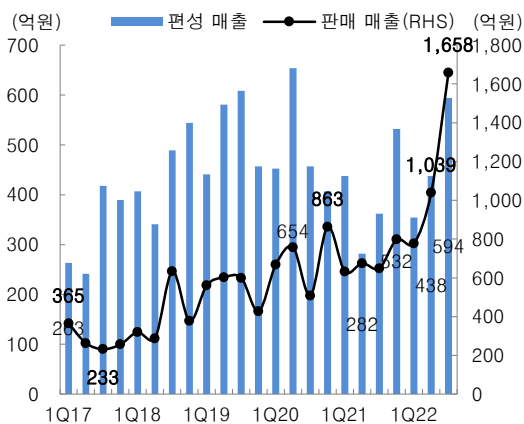
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 3. 준비 중인 작품은 충분



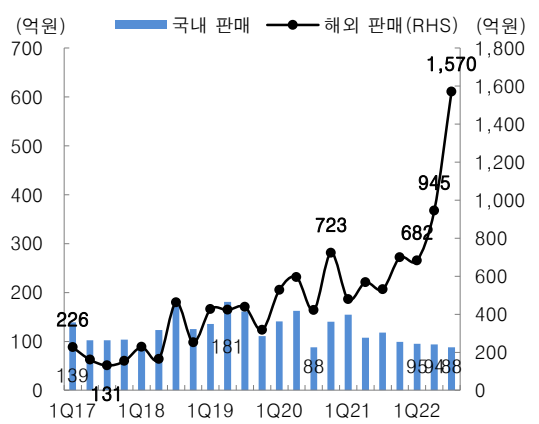
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대산증권 Research Center

그림 4. 역대 최대 판매 매출



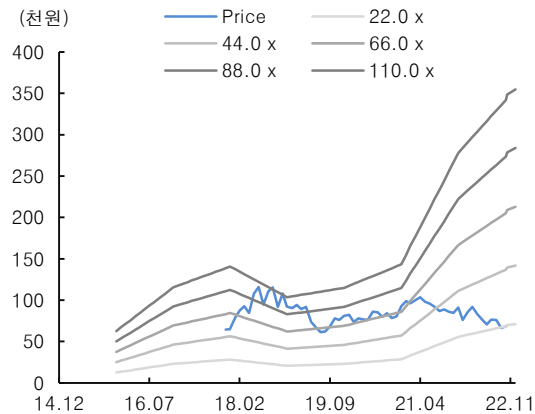
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 5. 신규 플랫폼 발굴로 해외 판매 급증



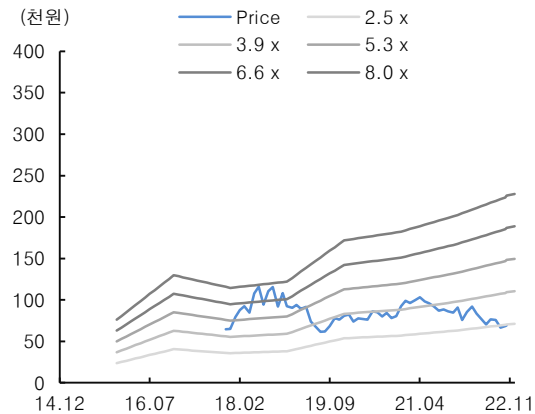
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 6. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	76	97	110	125	143	164	189	217	250	287
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	760	857	967	1,062	1,170	1,295	1,435	1,595	1,769	1,968
추정ROE	10.5	12.0	12.1	11.8	12.2	12.7	13.2	13.6	14.1	14.6
III 필요수익률 ^(주3)	6.2									
무위험이자율 ^(주4)	2.9									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	4.3	5.8	6.0	5.6	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0	8.4
V 필요수익	42	47	53	60	65	52	80	8	98	109
VI 잔여이익(Ⅰ-V)	34	50	58	66	77	92	109	129	151	178
현가계수	0.99	0.94	0.88	0.83	0.78	0.74	0.70	0.66	0.61	0.58
잔여이익의 현가	34	47	51	55	61	68	76	84	93	104
VII 잔여이익의 합계	672									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,684									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	684									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,040									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	101,118									
현재가치(원)	69,300									
Potential (%)	45.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상잔적을 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 지배지분 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 자성장 국면에서의 낮은 가치를 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
- 3Q22 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 26%, 판매 72%, 기타 2%
- 3Q22 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 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(3Q22)

사업부문	비중 (%)
드라마 편성	26%
판매	72%
기타	2%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q22)

기간	편성 매출 (억원)	Captive(RHS) (%)
1Q17	263	76.4
1Q18	400	80
1Q19	450	90
1Q20	99.9	57.8
1Q21	282	90
1Q22	594	85.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(3Q22)

기간	드라마 판매 (억원)	라이브러리(RHS) (%)
1Q17	365	89
1Q18	233	97
1Q19	600	106
1Q20	800	140
1Q21	863	188
1Q22	777	187

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(3Q22)

기간	국내 판매 (억원)	해외 판매(RHS) (억원)
1Q17	226	139
1Q18	131	181
1Q19	181	200
1Q20	88	250
1Q21	723	682
1Q22	954	945

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률

드라마	시청률 (%)
도깨비	20.5%
응팔	18.8%
선샤인	18.1%
호텔 델루나	12.0%
차차차	12.7%
사랑의 불시착	21.7%
철인왕후	17.4%
빈센조	14.6%
블루스	14.6%

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	684	733	710
매출원가	451	407	565	590	548
매출총이익	75	80	118	143	162
판매비와관리비	26	27	33	32	34
영업이익	49	53	86	111	128
영업외수익	9.3	10.8	12.5	15.1	18.0
EBITDA	165	152	269	327	375
영업외손익	-8	-1	14	17	18
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	14	37	36	37
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-10	-23	-21	-20
외환관련손실	10	5	0	0	0
기타	-4	-5	0	1	1
법인세비용차감전순이익	42	52	99	128	145
법인세비용	-12	-13	-24	-31	-35
계속사업순이익	30	39	76	97	110
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	76	97	110
당기순이익률	5.6	8.0	11.1	13.2	15.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	39	76	97	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	35	35	35	35
포괄순이익	32	74	111	132	146
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	32	74	111	132	146

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,044	1,301	2,524	3,225	3,673
PER	88.7	69.9	27.5	21.5	18.9
BPS	21,480	22,790	25,305	28,498	32,171
PBR	4.3	4.0	2.7	2.4	2.2
EBITDAPS	5,828	5,054	8,955	10,894	12,492
EV/EBITDA	16.3	17.6	7.7	6.1	5.0
SPS	18,532	16,233	22,774	24,366	23,611
PSR	5.0	5.6	3.0	2.8	2.9
CFPS	5,803	5,254	9,188	11,216	12,821
DPS	0	0	0	0	1,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감률	122	-7.3	40.4	7.2	-3.2
영업이익 증/감률	71.1	7.0	62.6	29.2	15.6
순이익 증/감률	12.1	31.8	94.1	28.0	13.9
수익성					
ROIC	12.7	12.4	16.1	17.3	19.1
ROA	7.3	6.4	9.2	10.9	11.4
ROE	5.7	6.0	10.5	12.0	12.1
안정성					
부채비율	24.3	29.3	27.3	24.4	21.5
순차입금비율	-14.8	-8.6	-2.8	-8.4	-19.2
이자보상비율	84.8	67.6	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	228	233	245	308	416
현금및현금성자산	49	65	27	77	192
매출채권 및 기타채권	107	124	174	186	180
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	73	44	44	44	44
비유동자산	529	652	722	758	759
유형자산	8	8	7	6	6
관계기업투자지분	0	0	0	0	0
기타비유동자산	521	644	715	751	753
자산총계	757	884	967	1,065	1,175
유동부채	132	184	190	192	191
매입채무 및 기타채무	57	78	85	86	85
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	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	207	209	208
자본부분	609	684	760	857	967
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
이익잉여금	123	162	238	334	445
기타자본변동	1	37	37	37	37
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	760	857	967
순차입금	-90	-59	-22	-72	-186

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5	-8	48	135	196
당기순이익	30	39	76	97	110
비현금항목의 가감	135	119	200	240	275
감가상각비	116	99	183	217	248
외환손익	3	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	15	21	17	23	27
자산부채의 증감	-144	-155	-219	-187	-171
기타현금흐름	-15	-11	-9	-15	-19
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	-37	50	114
기초 현금	60	49	65	27	77
기말 현금	49	65	27	77	192
NOPLAT	35	39	65	84	97
FCF	143	135	-5	47	95

[Compliance Notice]

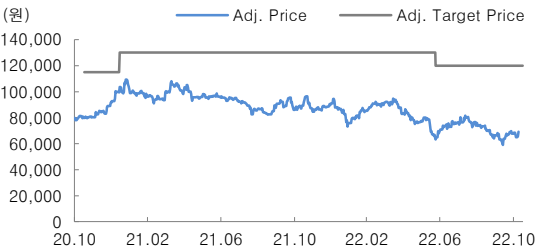
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	22.11.09	22.06.23	22.01.12	21.07.12	21.01.12	20.11.14
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	130,000	130,000	130,000	115,000
과다율(평균%)		(40.36)	(35.98)	(31.37)	(24.22)	(25.04)
과다율(최대/최소%)		(32.08)	(27.23)	(25.85)	(16.00)	(12.70)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 2022.11.06)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

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

[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 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

B⁺

- 스튜디오드래곤은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 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

(최근 2평가 기간)

B+

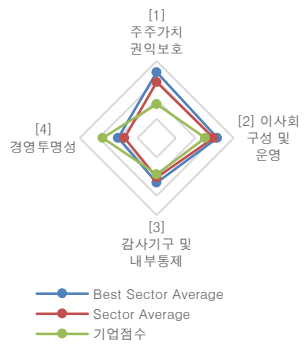
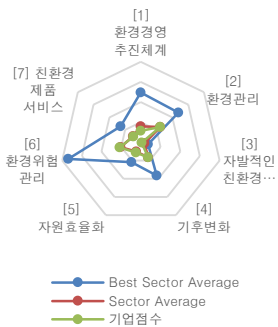
B+

2020. 상

2020. 하

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 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 이용하는 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 저작권산권은 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.