

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojjae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

120,000

유지

현재주가

(22,11.30)

72,500

미디어업종

왜 커질 수 밖에 없는가

투자의견 매수(Buy), 목표주가 120,000원 유지

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

왜 커질 수 밖에 없는가

– 제작 편수 증가, 글로벌 OTT 공급 확대 등 거래 플랫폼 증가, 콘텐츠 파워에 따른 마진 개선, 미국 시장 직접 진출

1) 제작 편수 증가

– 16년 19편, 17~21년 24~28편, 22E 34편, 23E 37편, 24E 40편

– 국내 No.1을 넘어 글로벌 진출을 계기로 제작 편수 증가

– 3Q22 기준 건설중인자산 2.1천억원으로 역대 최대 규모

2) 글로벌 OTT 공급 확대 등 거래 플랫폼 증가

– 21년까지는 tvN, OCN, 넷플릭스, tving 위주로 콘텐츠 공급

– 3Q22 쿠팡플레이 <유니콘> / 애플TV+ <The Big Door Prize>

– 4Q22 디즈니+ <형사록>, <커넥트> / 아마존 프라임 <아일랜드>

3) 콘텐츠 파워에 따른 마진 개선

– 넷플릭스와 20~22년 콘텐츠 공급 계약 체결. 연간 6편 수준의 동시방영과 2편 수준의 오리지널 공급. 넷플릭스와의 계약 이후 마진 개선

– OPM 19년 6.1%, 20년 9.3%, 21년 10.8%, 22E 11.6%

– 넷플릭스와 재계약을 체결한 것으로 알려짐. 자세한 조건은 알 수 없지만, 지난 3년 대비 마진이 개선되는 방향으로 추정

– 당사 추정 OPM 22E 11.6%, 23E 13.8%, 24E 17.0%

– 올해 처음 콘텐츠를 공급한 디즈니+와도 유사한 계약 추진

4) 미국 시장 직접 진출

– 회당 제작비. 미국 110억원 vs. 한국 8억원. 미국이 한국의 14배 수준

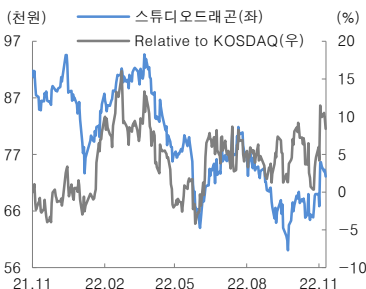
– 에피소드 20개로 구성된 시즌1의 제작비 2.2천억원. 드래곤 연간 매출의 3배

– 드래곤은 <The Big Door Prize> 이후 <설계자들> 등 현지향 작품을 준비 중이고, 한국 IP의 미국향 리메이크 버전 등 15편 정도의 작품 준비 중

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

KOSDAQ	729.54
시가총액	2,176십억원
시가총액비중	0.65%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	94,600원 / 59,100원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	10.81%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.87% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.1	-4.5	-6.5	-14.3
상대수익률	0.9	4.4	13.7	13.4



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	708	755	766
영업이익	49	53	82	105	130
세전순이익	42	52	96	122	150
총당기순이익	30	39	73	92	114
자혜자분순이익	30	39	73	92	114
EPS	1,044	1,301	2,435	3,074	3,802
PER	88.7	69.9	29.8	23.6	19.1
BPS	21,480	22,790	25,216	28,258	32,059
PBR	4.3	4.0	2.9	2.6	2.3
ROE	5.7	6.0	10.1	11.5	12.6

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

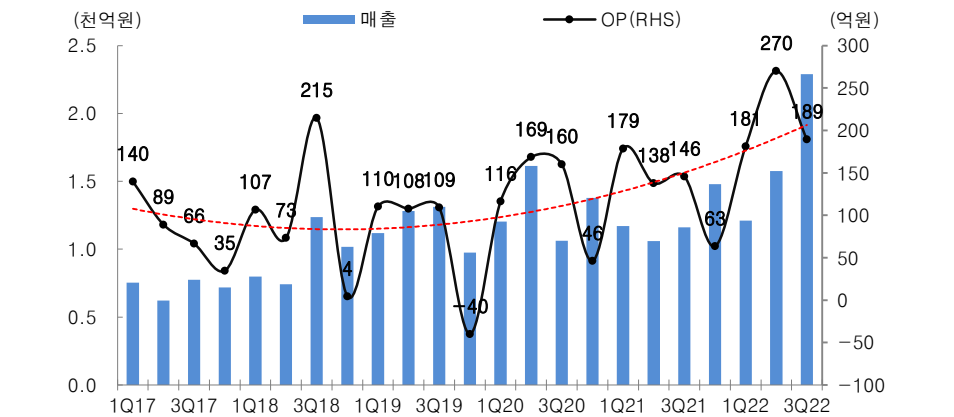
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	684	733	708	755	3.5	3.0
판매비와 관리비	33	32	32	34	-2.1	5.2
영업이익	86	111	82	105	-4.1	-5.4
영업이익률	12.5	15.1	11.6	13.8	-0.9	-1.2
영업외손익	14	17	14	17	0.0	0.0
세전순이익	99	128	96	122	-3.5	-4.7
자비자분순이익	76	97	73	92	-3.5	-4.7
순이익률	11.1	13.2	10.3	12.2	-0.8	-1.0
EPS(자비자분순이익)	2,524	3,225	2,435	3,074	-3.5	-4.7

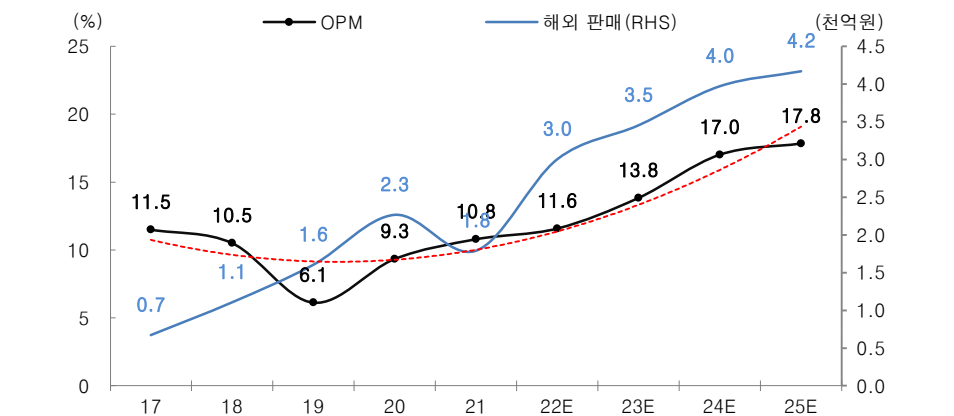
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 점진적으로 개선되는 실적



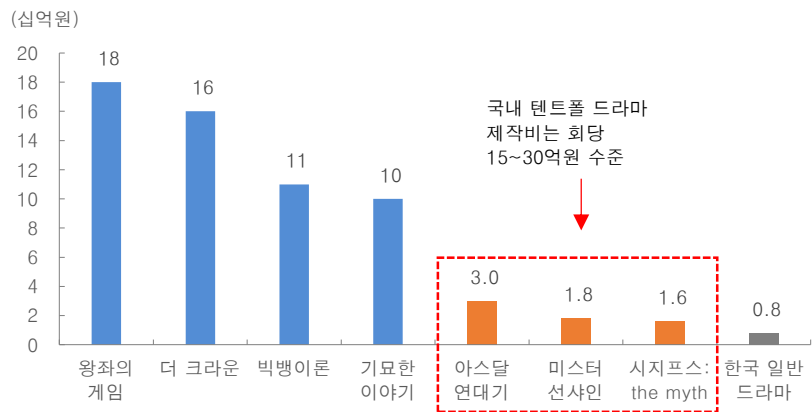
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 해외 판매 증가에 따라 개선되는 마진



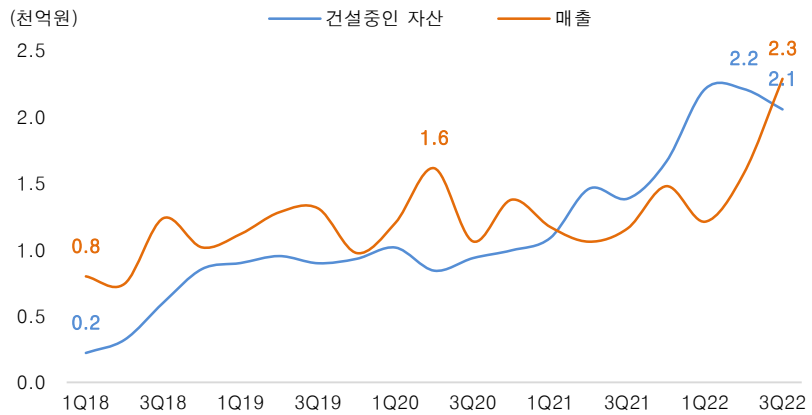
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 드라마 제작비는 한국의 10 배 수준



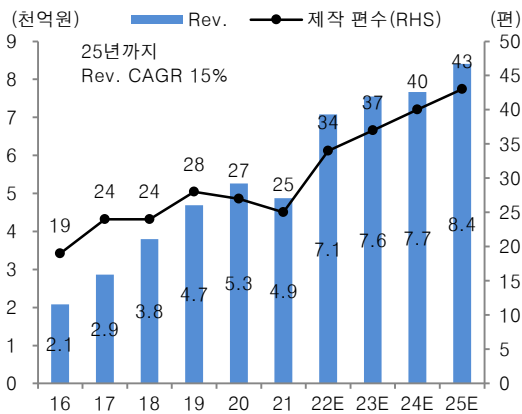
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 준비 중인 작품은 충분



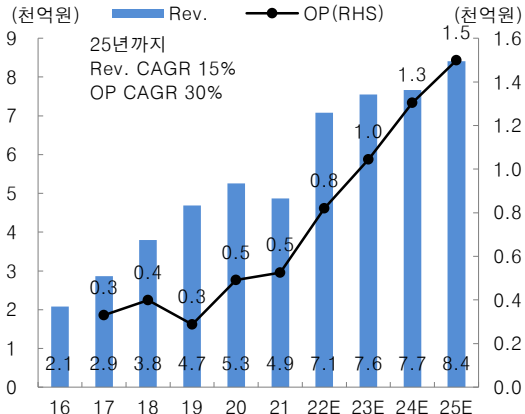
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 제작 편수 증가에 따른 매출 성장



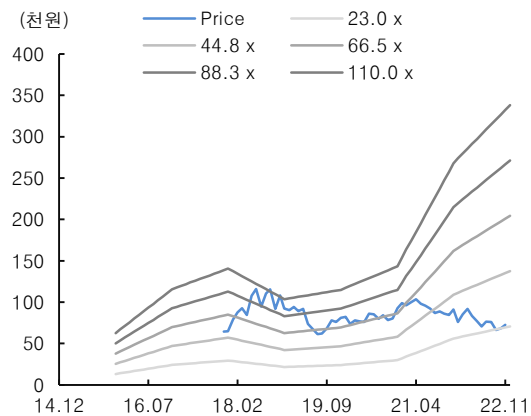
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 매출 성장보다 빠른 이익 성장



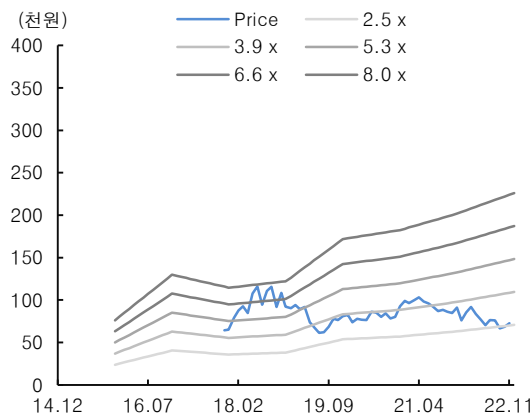
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 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)	73	92	114	129	144	166	191	219	252	290
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	757	849	964	1,062	1,172	1,299	1,440	1,602	1,777	1,979
	추정ROE	10.1	11.5	12.6	12.1	12.3	12.8	13.2	13.7	14.2	14.7
III	필요수익률 ^(주3)	6.3									
	무위험이자율 ^(주4)	3.0									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.8									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	3.8	5.2	6.3	5.8	6.0	6.5	6.9	7.4	7.9	8.4
V	필요수익	43	48	54	61	67	74	82	91	101	112
VI	잔여이익(I - V)	30	45	61	68	77	92	109	129	151	178
	현가계수	0.99	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.69	0.65	0.61	0.57
	잔여이익의 현가	30	42	54	56	60	67	75	83	92	102
VII	잔여이익의 합계	662									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	1,621									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	684									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,967									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	98,712									
	현재가치(원)	72,500									
	Potential (%)	36.2%									

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 지배배분 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

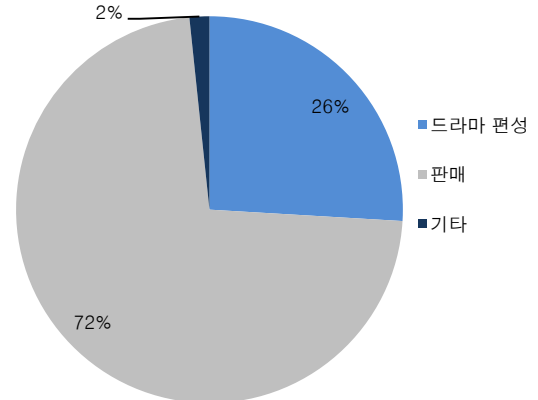
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2021년 매출 4,871억원 영업이익 526억원 당기순이익 390억원
- 3Q22 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 26%, 판매 72%, 기타 2%
- 3Q22 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.9%, 네이버 6.3%

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

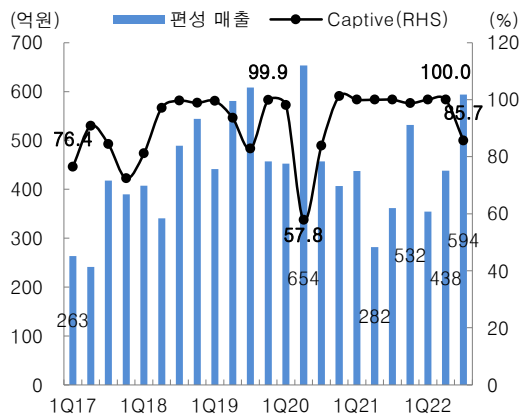
사업부문별 매출 비중(3Q22)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

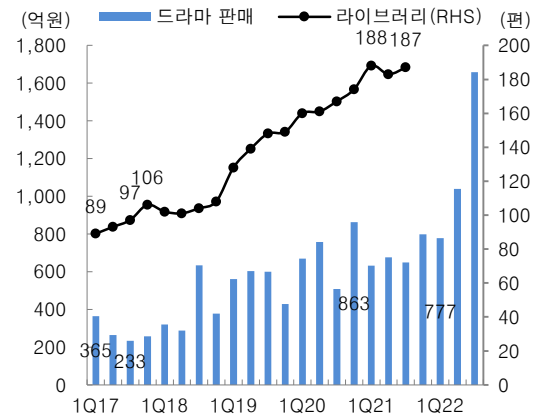
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q22)



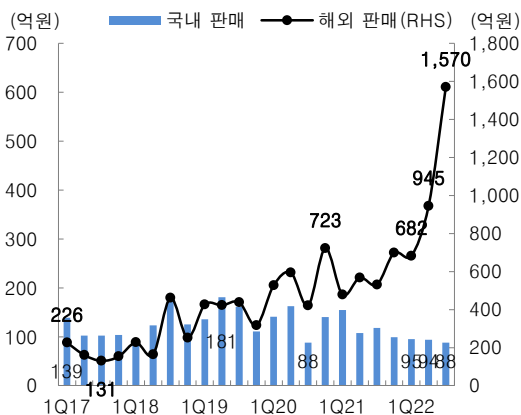
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(3Q22)



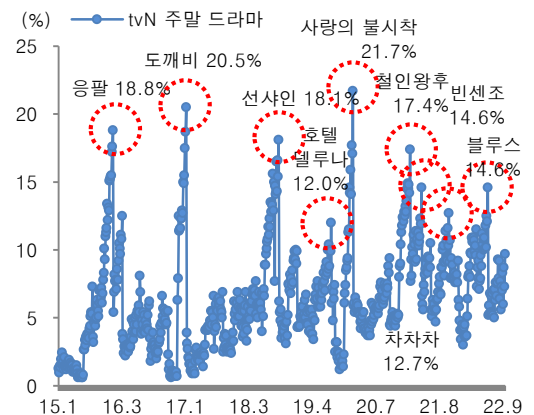
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(3Q22)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	708	755	766
매출원가	451	407	594	616	600
매출총이익	75	80	114	139	167
판매비와관리비	26	27	32	34	36
영업이익	49	53	82	105	130
영업외수익	9.3	10.8	11.6	13.8	17.0
EBITDA	165	152	265	321	378
영업외손익	-8	-1	14	17	20
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	14	37	36	37
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-10	-23	-21	-18
외환관련손실	10	5	0	0	0
기타	-4	-5	0	1	1
법인세비용차감전순이익	42	52	96	122	150
법인세비용	-12	-13	-23	-29	-36
계속사업순이익	30	39	73	92	114
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	73	92	114
당기순이익률	5.6	8.0	10.3	12.2	14.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	39	73	92	114
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	35	35	35	35
포괄순이익	32	74	108	128	149
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	32	74	108	128	149

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,044	1,301	2,435	3,074	3,802
PER	88.7	69.9	29.8	23.6	19.1
BPS	21,480	22,790	25,216	28,258	32,059
PBR	4.3	4.0	2.9	2.6	2.3
EBITDAPS	5,828	5,054	8,838	10,694	12,582
EV/EBITDA	16.3	17.6	8.1	6.6	5.3
SPS	18,532	16,233	23,570	25,118	25,497
PSR	5.0	5.6	3.1	2.9	2.8
CFPS	5,803	5,254	9,071	11,017	12,991
DPS	0	0	0	0	1,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감률	122	-7.3	45.3	6.7	1.5
영업이익 증/감률	71.1	7.0	56.0	27.4	24.8
순이익 증/감률	12.1	31.8	87.2	26.4	23.7
수익성					
ROIC	12.7	12.4	15.3	16.2	19.2
ROA	7.3	6.4	8.9	10.3	11.7
ROE	5.7	6.0	10.1	11.5	12.6
안정성					
부채비율	24.3	29.3	27.5	24.7	21.8
순차입금비율	-14.8	-8.6	-1.8	-7.0	-17.6
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	243	301	415
현금및현금성자산	49	65	19	65	176
매출채권 및 기타채권	107	124	180	192	195
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	965	1,059	1,174
유동부채	132	184	191	193	193
매입채무 및 기타채무	57	78	85	87	87
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	208	209	210
자본부분	609	684	757	849	964
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
이익잉여금	123	162	235	327	442
기타자본변동	1	37	37	37	37
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	757	849	964
순차입금	-90	-59	-14	-60	-170

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5	-8	41	131	192
당기순이익	30	39	73	92	114
비현금항목의 가감	135	119	199	239	276
감가상각비	116	99	183	217	248
외환손익	3	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	15	21	16	22	28
자산부채의 증감	-144	-155	-224	-186	-178
기타현금흐름	-15	-11	-8	-14	-20
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	-45	46	110
기초 현금	60	49	65	19	65
기말 현금	49	65	19	65	176
NOPLAT	35	39	62	79	99
FCF	143	135	-8	43	97

[Compliance Notice]

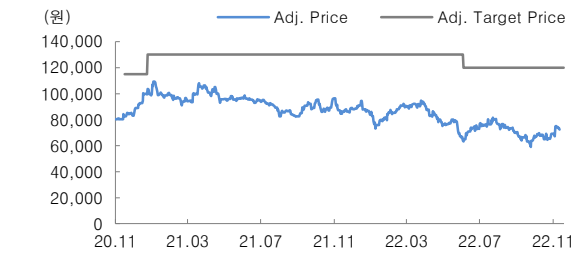
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	22.12.01	22.06.23	22.01.12	21.07.12	21.01.12	20.12.05
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	130,000	130,000	130,000	115,000
과다율(평균%)		(40.59)	(35.98)	(31.37)	(24.22)	(21.98)
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: 20221127)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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	■				

The figure consists of three radar charts, each representing a different ESG category: Environmental, Social, and Governance. Each chart has six axes representing sub-categories. The Environmental chart compares Studio Dragon (green line) against the Best Sector Average (blue line) and Sector Average (red line) across six sub-categories: Environmental Management System, Environmental Management, Voluntary Environmental Activities, Climate Change, Resource Efficiency, and Environmental Risk Management. The Social chart compares Studio Dragon across six sub-categories: Product and Service Responsibility, Supply Chain Management, Social Contribution, Human Resource Management, Human Rights Protection, and Health and Safety. The Governance chart compares Studio Dragon across four sub-categories: Shareholder Value and Rights Protection, Board Composition and Operation, Audit Committee and Internal Control, and Management Transparency. In all three charts, Studio Dragon's performance (green line) is generally higher than the Sector Average (red line) and comparable to or slightly below the Best Sector Average (blue line).

* 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 저작권은 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.

8