

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

하향

현재주가

83,400

(23.02.09)

미디어업종

23년에도 채널 고정

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가는 110,000원으로 -8% 하향

- 목표주가 110,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

4Q22 Review: 외형은 성장, 수익성은 아쉬움

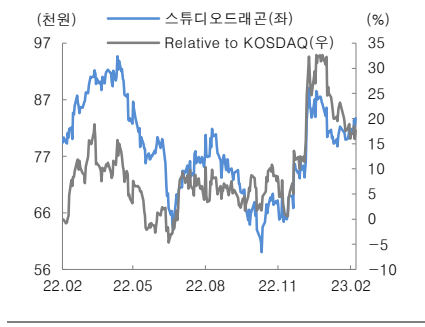
- 매출 1,9천억원(+29% yoy, -17% qoq), OP 12억원(-81% yoy, -94% qoq)
- 길픽쳐스 인수에 따른 PPA 상각 비용 반영(23년은 분기별 인식), 3Q 종영 작품에 대한 상각비 부담 증가 등으로 이익 부진
- 4Q는 상각비 증가 등 매년 연간 가장 낮은 실적 달성. 하지만, 이익 레벨 상승
- 1~3Q 평균 OP 19년 109억원, 20년 150억원, 21년 154억원, 22년 213억원
- 22년 매출 7,0천억원(+43% yoy), OP 652억원(+24% yoy)
- 23E 매출 8,1천억원(+15% yoy), OP 913억원(+40% yoy)

시즌제로 여는 23년. 제작 확대, 규모 증가, 마진 개선

- 1) 제작 편수 22년 33편(+8편 yoy), 23E 35편(+2편 yoy)
- 2) 제작 규모 증가. 17년 회차당 매출은 7.3억원, 22년 19.2억원으로 증가
 - 주요 대작: <더 글로리 S>, <아일랜드 Part2>, <방과 후 전쟁활동>, <도적>
- 3) 동시방영 증가. 넷플릭스 및 디즈니+향 동시방영은 17년 1편, 22년 10편
- 4) 시즌제 본격 도입: 시즌제는 이미 검증받은 작품의 후속편이나 프리퀄이어서 판권 판매가 안정적이고, 인센티브가 추가되는 케이스도 발생
 - <조선 정신과 의사 유세풍2>, <구미호전 1938>, <아스달 연대기2>, <경이로운 소문2>, <스위트홈2>, <형사록2>, <소년심판2> 등
- 5) 마진 개선. 넷플릭스와 재계약 및 다른 글로벌 OTT와 장기공급계약 추진
 - 넷플릭스와는 20~22년 계약(연간 동시방영 6편, 오리지널 2편 수준)을 토대로 동시방영과 오리지널 작품 제작이라는 새로운 영역 탄생. 동시방영은 tN 방영 권리와 넷플릭스의 판권이 반영되면서 작품마진 20% 이상 추정
 - 재계약을 통해 양사에 각각 우선권 부여와 상호 협의 등 3가지 tier 모두 마진 증가 추정. 이외에도 다른 글로벌 OTT와도 넷플릭스와 유사한 계약 체결 추진
 - 11월 이후 주가 급등 후 조정 국면. 넷플릭스 주가 상승에 따른 밸류에이션 부담 완화, 11월 이후 22년 주요 기대작 방영, 중국 재개방 기대감
 - 23년 첫 작품인 <일타스캔들>은 8회 11.8%로 21년 이후 최고 시청률
 - 부진한 실적 확인했고, 23년 성장 및 수익성 개선이라는 전략 목표도 확인했으며, 첫 작품부터 좋은 성과를 보이고 있어서, 다시 상승 흐름 전망

KOSDAQ	784.58
시가총액	2,507십억원
시가총액비중	0.75%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	94,600원 / 59,100원
120일 평균거래대금	117억원
외국인지분율	10.94%
주요주주	CJ ENM 외 3인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	26.7	4.5	3.3
상대수익률	-8.3	15.4	11.0	19.9



(단위: 십억원 %)

구분	4Q21	3Q22	4Q22					1Q23		
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	148	229	173	191	28.8	-16.8	163	208	71.7	9.1
영업이익	6	19	7	1	-81.1	-93.7	9	22	21.5	1,733.3
순이익	-1	18	7	-8	작지	작전	3	17	10.5	흑전

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	698	805	916
영업이익	49	53	65	91	106
세전순이익	42	52	59	94	108
총당기순이익	30	39	51	71	82
지배지분순이익	30	39	51	71	82
EPS	1,044	1,301	1,683	2,376	2,740
PER	88.7	69.9	51.1	35.1	30.4
BPS	21,480	22,790	21,892	26,810	29,550
PBR	4.3	4.0	3.8	3.1	2.8
ROE	5.7	6.0	7.5	9.8	9.7

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

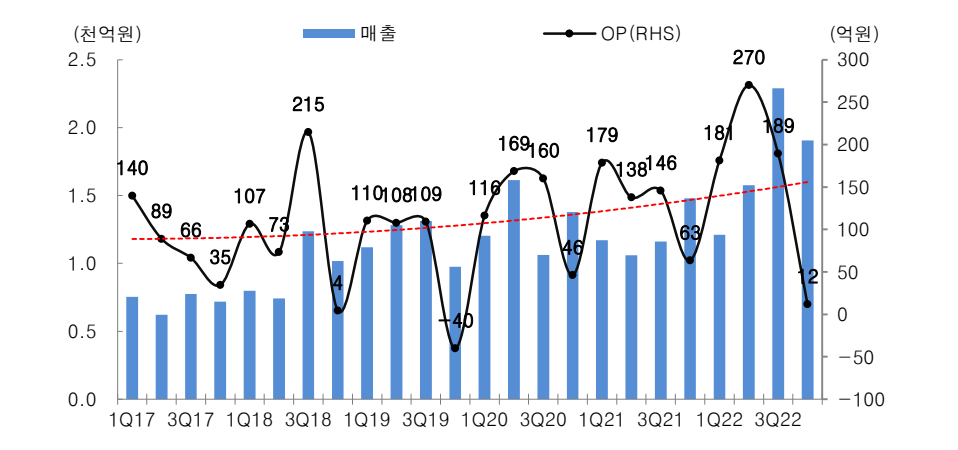
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	680	774	698	805	2.6	4.0
판매비와 관리비	37	39	35	40	-6.2	1.5
영업이익	71	91	65	91	-8.7	0.4
영업이익률	10.5	11.7	9.3	11.3	-1.2	-0.4
영업외손익	14	16	-7	3	적자조정	-82.1
세전순이익	85	106	59	94	-31.4	-11.6
지배지분순이익	66	81	51	71	-23.3	-11.6
순이익률	9.7	10.4	7.2	8.9	-2.4	-1.6
EPS(지배지분순이익)	2,196	2,689	1,683	2,376	-23.3	-11.6

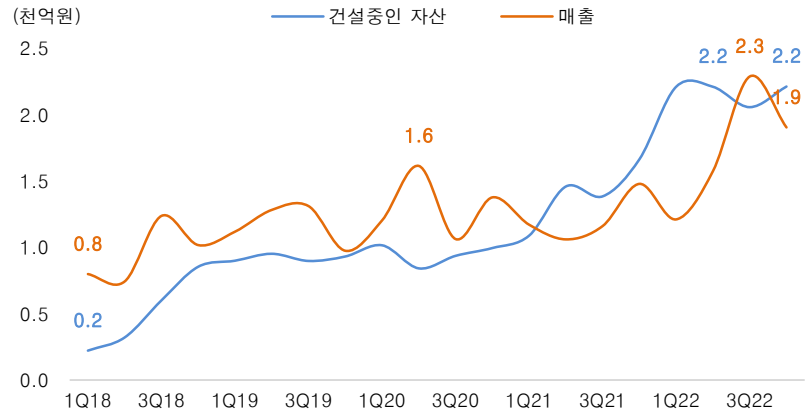
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 점진적으로 개선되는 실적, 4Q는 상각비 등 비용 부담 발생



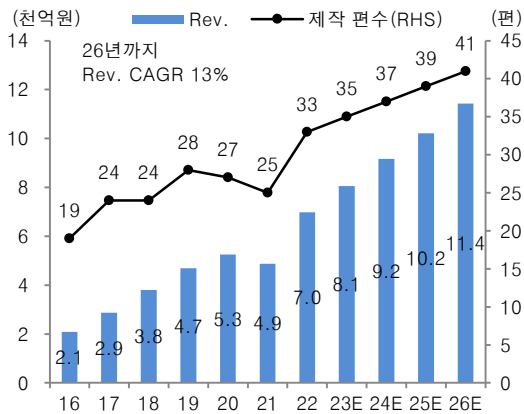
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 준비 중인 작품은 충분



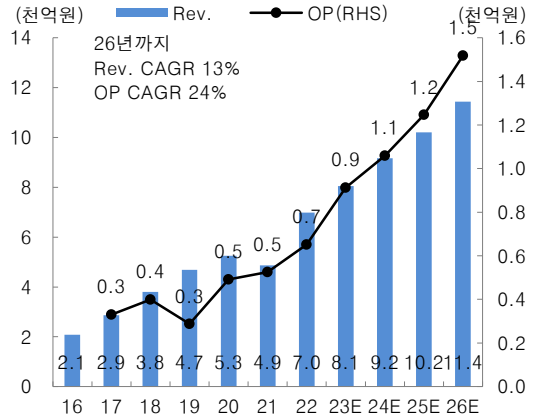
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 3. 제작 편수 증가에 따른 매출 성장



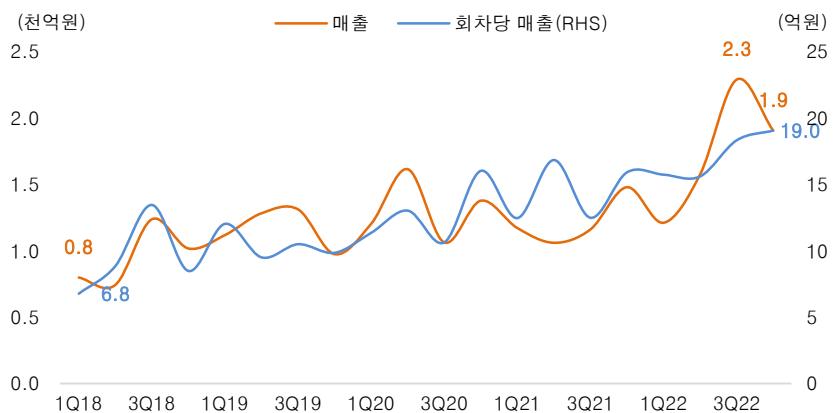
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대산증권 Research Center

그림 4. 매출 성장보다 빠른 이익 성장



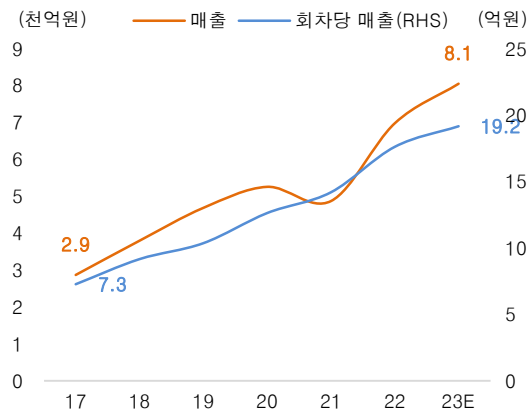
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대산증권 Research Center

그림 5. 제작규모 확대. 회차당 매출 상승



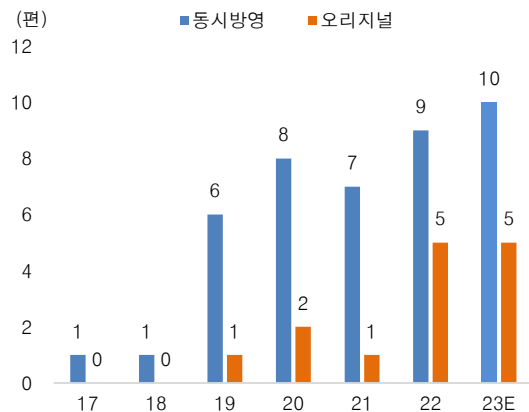
자료: 스튜디오드래곤 대산증권 Research Center

그림 6. 회차당 매출



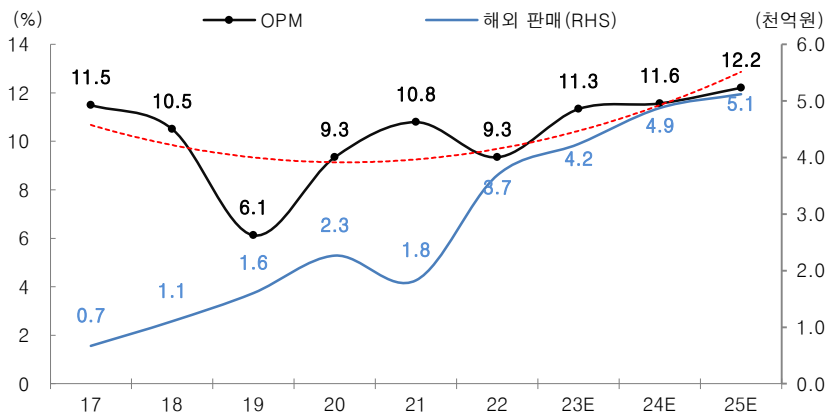
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 동시방영, 오리지널 증가(넷플릭스, 디즈니+)



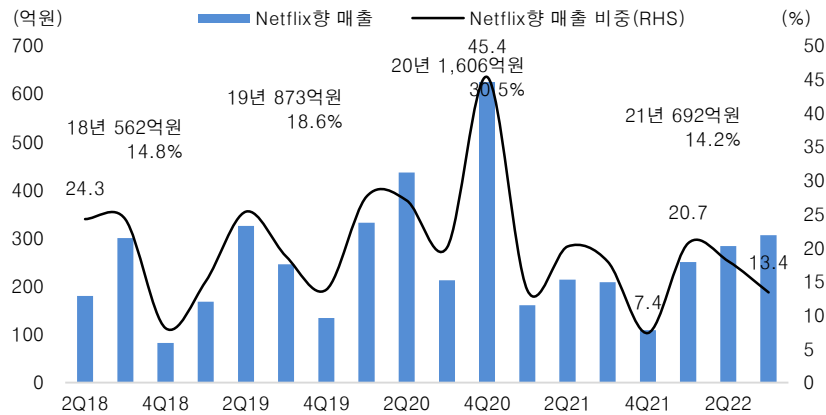
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 해외 판매 증가에 따라 개선되는 마진



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 넷플릭스는 중요한 플랫폼이지만, 매출 비중은 15% 수준



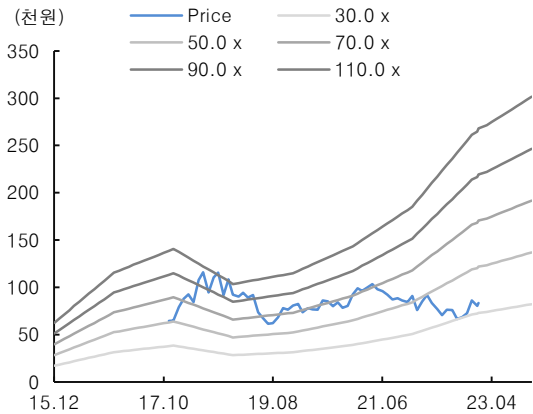
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

표 1. 22년 한국드라마 중국 OTT 방영 현황

No.	방영일	작품	중국 플랫폼	한국 플랫폼	한국 방영시점	제작사
1	22.1.4	사임당, 빛의 일기	망고TV	SBS	1Q17	그룹에이트, 앰퍼러 엔터테인먼트 코리아
2	22.3.3	밥 잘 사주는 예쁜누나	아이치이	JTBC	1Q18	JTBC 스튜디오, 콘텐츠케이
3	22.3.3	또 오해영	비리버리	tN	2Q16	스튜디오드래곤, 초록밤미디어
4	22.3.3	인현왕후의 남자	비리버리	tN	2Q12	초록밤미디어
5	22.3.6	슬기로운 감빵생활	비리버리	tN	4Q17	CJ ENM
6	22.3.8	지금 헤어지는 중입니다.	유쿠	SBS	4Q21	심화네트웍스, UAA
7	22.3.26	감버서가 왜 그럴까	아이치이	tN	2Q18	스튜디오드래곤, 본팩토리
8	22.4.11	슬기로운 의사생활 시즌 2	비리버리	tN	2Q21	에그이즈커밍
9	22.4.22	당신이 잠든 사이에	텐센트 비디오	SBS	3Q17	iHQ
10	22.4.	순정에 반하다	비리버리	JTBC	2Q15	김종학 프로덕션, 도레미 엔터테인먼트
11	22.5.16	이태원 클라쓰	유쿠	JTBC	1Q20	JTBC 스튜디오, 쇼박스, 콘텐츠지움
12	22.5.월	나인: 아홉 번의 시간 여행		tN	1Q13	초록밤미디어, JS 픽처스
13	22.5.25	배드 앤 크레이지	아이치이	tN	4Q21	스튜디오드래곤, 링크엔터테인먼트
14	22.12.8	슬기로운 의사생활 시즌 1	비리버리	tN	1Q20	에그이즈커밍
15	22.12.12	스물다섯 스물하나	유쿠	tN	1Q22	스튜디오드래곤, 화앤담픽처스
16	방영예정	구경이	유쿠	JTBC	4Q21	JTBC 스튜디오, 카이스트, 그룹에이트
1	23.1.13	갯마을 차차차	비리버리	tN	3Q21	스튜디오드래곤, 자티스트

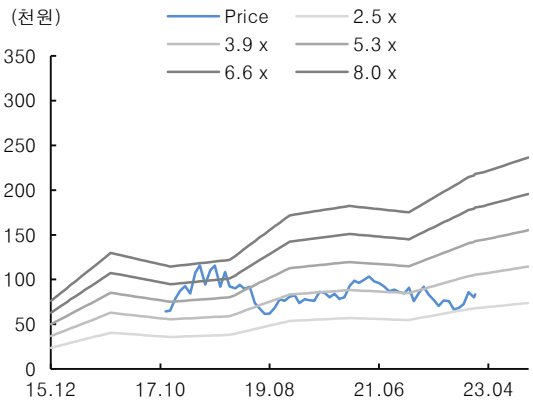
자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

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 %)

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	71	82	96	116	140	167	201	241	289	347
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	806	888	960	1,048	1,153	1,279	1,429	1,600	1,805	2,051
추정ROE	9.8	9.7	10.0	11.1	12.1	13.1	14.1	15.1	16.0	16.9
III 필요수익률 ^(주3)	6.6									
무위험이자율 ^(주4)	3.2									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	3.2	3.2	3.5	4.6	5.6	6.6	7.5	8.5	9.5	10.4
V 필요수익	43	53	58	63	68	75	84	93	105	118
VI 잔여이익(I - V)	29	30	38	54	71	92	117	148	185	229
현가계수	0.94	0.88	0.83	0.78	0.72	0.68	0.64	0.60	0.56	0.53
잔여이익의 현가	27	26	32	42	52	63	75	89	105	122
VII 잔여이익의 합계	632									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,865									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	657									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,154									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	104,914									
현재가치(원)	83,400									
Potential (%)	25.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 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 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 저성장 국면에서의 낮은 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 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2022년 매출 6,979억원 영업이익 652억원 당기순이익 506억원
- 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(4Q22)

사업부문	비중 (%)
드라마 편성	28%
판매	70%
기타	2%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q22)

기간	편성 매출 (억원)	Captive (RHS) (%)
1Q17	263	76.4
1Q18	410	85.0
1Q19	440	95.0
1Q20	654	57.8
1Q21	282	95.0
1Q22	532	95.0
4Q22	594	85.8

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(4Q22)

기간	드라마 판매 (억원)	라이브러리 (RHS) (편)
1Q17	365	89
1Q18	233	97
1Q19	600	106
1Q20	863	188
1Q21	777	187
4Q22	1650	187

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(4Q22)

기간	해외 판매 (억원)	해외 판매 비중 (RHS) (%)
1Q17	0.2	61.9
1Q18	0.2	56.1
1Q19	0.4	75.0
1Q20	0.6	83.8
1Q21	0.7	85.0
1Q22	1.3	87.8

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률

프로그램	시청률 (%)
응팔	18.8%
도깨비	20.5%
선샤인	18.1%
호텔	12.0%
달루나	12.0%
사랑의 불시착	21.7%
철인왕후	17.4%
빈센조	14.6%
슈룹	16.9%
차차차	12.7%

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	526	487	698	805	916
매출원가	451	407	598	674	768
매출총이익	75	80	100	131	148
판매비와관리비	26	27	35	40	42
영업이익	49	53	65	91	106
영업외수익	9.3	10.8	9.3	11.3	11.6
EBITDA	165	152	170	379	397
영업외손익	-8	-1	-7	3	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	14	21	21	21
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-10	-19	-19	-20
외환관련손실	10	5	0	0	0
기타	-4	-5	-9	1	1
법인세비용차감전순이익	42	52	59	94	108
법인세비용	-12	-13	-8	-23	-26
계속사업순이익	30	39	51	71	82
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	51	71	82
당기순이익률	5.6	8.0	7.2	8.9	9.0
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	30	39	51	71	82
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	35	35	35	35
포괄순이익	32	74	86	107	118
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	32	74	86	107	118

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,044	1,301	1,683	2,376	2,740
PER	88.7	69.9	51.1	35.1	30.4
BPS	21,480	22,790	21,892	26,810	29,550
PBR	4.3	4.0	3.8	3.1	2.8
EBITDAPS	5,828	5,054	5,655	12,613	13,208
EV/EBITDA	16.3	17.6	14.1	6.2	5.9
SPS	18,532	16,233	23,250	26,788	30,481
PSR	5.0	5.6	3.6	3.1	2.7
CFPS	5,803	5,254	4,995	12,287	12,849
DPS	0	0	0	0	800

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감률	122	-7.3	43.3	15.4	13.8
영업이익 증/감률	71.1	7.0	24.1	39.8	16.2
순이익 증/감률	12.1	31.8	29.4	41.3	15.3
수익성					
ROIC	12.7	12.4	19.5	24.8	21.8
ROA	7.3	6.4	6.6	8.2	9.2
ROE	5.7	6.0	7.5	9.8	9.7
안정성					
부채비율	24.3	29.3	65.4	41.4	32.3
순차입금비율	-14.8	-8.6	-18.4	-20.6	-19.3
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	328	401	434
현금및현금성자산	49	65	126	172	177
매출채권및기타채권	107	124	177	204	233
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	73	44	24	24	24
비유동자산	529	652	759	739	741
유형자산	8	8	7	6	6
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	521	644	752	732	735
자산총계	757	884	1,087	1,139	1,176
유동부채	132	184	416	320	274
매입채무및기타채무	57	78	85	89	93
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	75	106	331	231	181
비유동부채	16	17	14	14	14
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	17	14	14	14
부채총계	148	200	430	333	287
자비자분	609	684	657	806	888
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
이익잉여금	123	162	212	284	366
기타자비자분	1	37	-40	37	37
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	657	806	888
순차입금	-90	-59	-121	-166	-172

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5	-8	-59	168	181
당기순이익	30	39	51	71	82
비현금항목의가감	135	119	99	298	304
감가상각비	116	99	105	288	291
외환손익	3	-1	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	15	21	-5	10	13
자산부채의증감	-144	-155	-222	-199	-200
기타현금흐름	-15	-11	13	-2	-5
투자활동 현금흐름	-16	27	-181	-266	-293
투자자산	-9	28	0	0	0
유형자산	-7	-2	-2	-2	-2
기타	0	0	-179	-264	-291
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
현금의증감	-11	16	62	46	5
기초 현금	60	49	65	126	172
기말 현금	49	65	126	172	177
NOPLAT	35	39	56	69	81
FCF	143	135	-22	89	77

[Compliance Notice]

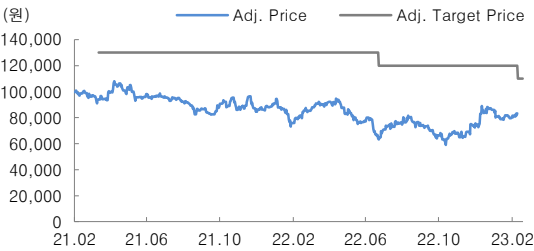
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	23.02.10	22.12.23	22.06.23	22.03.13	21.09.13	21.03.13
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	110,000	120,000	120,000	130,000	130,000	130,000
과다율(평균%)		(31.96)	(39.41)	(36.05)	(32.91)	(26.75)
과다율(최대/최소%)		(27.25)	(25.92)	(27.23)	(25.86)	(16.92)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20230207)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	91.3%	8.7%	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