

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

유지

현재주가

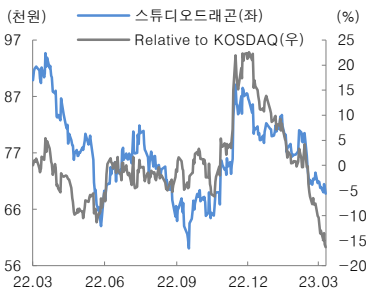
69,100

(23.04.06)

미디어업종

KOSDAQ	865.58
시가총액	2,077십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	94,600원 / 59,100원
120일 평균거래대금	147억원
외국인지분율	9.71%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-14.5	2.5	-23.2
상대수익률	-18.7	-31.9	-16.4	-16.3



해외 진출의 모범 사례

- 제작 편수, 제작 규모, 제작 마진 증가. 시즌제 확대, 공급 플랫폼 확대
- 〈The Big Door Prize〉 시즌1 흥행, 시즌2 제작 및 인센티브 지급 전망
- 특정 플랫폼의 단기 이슈보다는 실적 개선 방향성을 보고 투자할 시점

투자의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

목표주가 110,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

1Q22 Preview: 꾸준한 성장과 이익 개선

매출 1.4천억원(+14% yoy), OP 203억원(+12% yoy) 전망

1Q 방영 회차는 94회(+17회 yoy)로 상승하면서 매출 및 이익 증가

다양한 플랫폼에 콘텐츠를 공급함으로써 특정 플랫폼에 대한 의존도 하락

OTT 동시방영: 〈일타스캔들〉 넷플릭스, 〈판도라: 조작된 낙원〉 디즈니+

OTT 오리지널: 〈아일랜드 Part2〉 아마존, 〈더 글로리 Part2〉 넷플릭스, 〈The Big Door Prize〉 애플 TV+, 〈방과 후 전쟁 활동〉 tving

넷플릭스와는 더 좋은 조건으로 계약을 연장했고, 다른 글로벌 OTT와도 콘텐츠 정기 공급 계약 체결 중이어서, 마진 개선의 기반 마련. 대작들이 편성될수록 이익이 더 빠르게 증가하는 구조. 또한, 미국 시장 직접 진출도 마진 개선의 기반

3/30 애플 TV+에 공개한 〈The Big Door Prize〉는 3위, 2위를 거쳐 현재 4위

작품의 흥행에 힘입어 시즌2 제작 확정. 이르면 23년말 공급 전망

시즌2의 확정으로, 시즌1의 흥행에 대한 인센티브가 지급될 예정

미국 시장이 중요한 이유는 인센티브 제도가 확실하고 규모가 크기 때문

〈The Big Door Prize〉는 30분 분량의 에피소드 10개로 구성되어 있어, 한국 드라마의 60~70분 분량의 16~24부작 대비 규모가 작지만, 제작비는 500억원 수준으로 역대 드라마가 제작한 작품들 중 최대 수준

특정 플랫폼의 단기 이슈에 대한 주가 의존도 심화. 실적 개선 방향성을 보자

투자포인트: 제작 편수 증가(35편, +2편 yoy), 작품당 제작 규모 증가, 동시방영 증가, 시즌제 본격화, 글로벌 OTT와의 계약 연장/신규 계약에 따른 마진 개선

주가는 특정 플랫폼 이슈에 크게 영향을 받는 중. 22년 상반기에는 넷플릭스의 일시적인 가입자 순감이 드라마 주가에 부정적으로 작용. 10월 이후 반등했으나, ENM의 4Q 실적 부진 및 23년 실적 불확실성으로 인한 하락 속에 드라마도 하락

22년 드라마 매출 중 tVN/OCN 비중은 26%, 넷플릭스 26%, tving 9%, 기타 38% 글로벌 대형 OTT와의 콘텐츠 정기 공급 계약도 체결 중이고, 〈아일랜드〉, 〈The Big Door Prize〉를 계기로 아마존 및 애플 TV+에도 콘텐츠 공급

특정 플랫폼의 단기 이슈보다는 실적 개선 방향성을 보고 투자할 시점

(단위: 십억원 %)

구분	1Q22	4Q22	1Q23(F)						2023	
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	121	190	208	137	13.0	-28.2	171	257	63.3	87.9
영업이익	18	1	22	20	12.1	1,620.8	21	27	1.5	35.0
순이익	16	-8	17	16	2.2	흑전	17	21	-16.5	33.8

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	909	1,002	1,177
영업이익	53	65	89	101	121
세전순이익	52	59	92	103	122
총당기순이익	39	51	70	78	93
지배지분순이익	39	51	70	78	93
EPS	1,301	1,684	2,320	2,602	3,096
PER	69.9	51.1	30.3	27.0	22.7
BPS	22,790	22,010	26,863	29,466	32,562
PBR	4.0	3.9	2.6	2.3	2.1
ROE	6.0	7.5	9.5	9.2	10.0

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

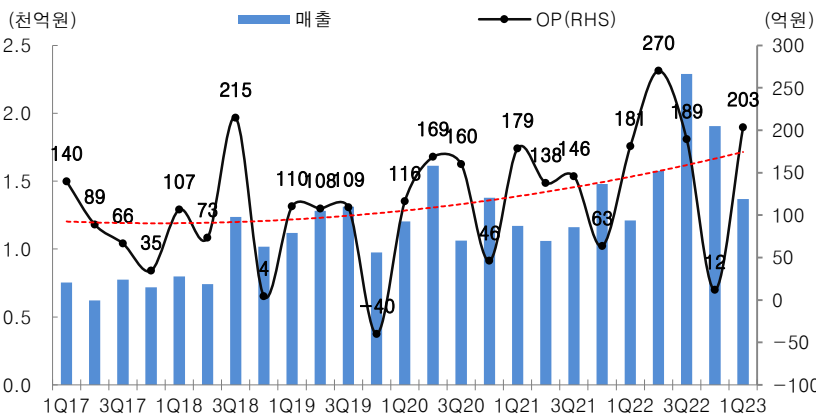
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	805	916	909	1,002	12.9	9.3
판매비와 관리비	40	42	42	45	6.3	6.7
영업이익	91	106	89	101	-2.5	-5.2
영업이익률	11.3	11.6	9.8	10.0	-1.5	-1.5
영업외손익	3	2	3	2	2.0	2.4
세전순이익	94	108	92	103	-2.4	-5.0
지배지분순이익	71	82	70	78	-2.4	-5.0
순이익률	8.9	9.0	7.7	7.8	-1.2	-1.2
EPS(지배지분순이익)	2,376	2,740	2,320	2,602	-2.4	-5.0

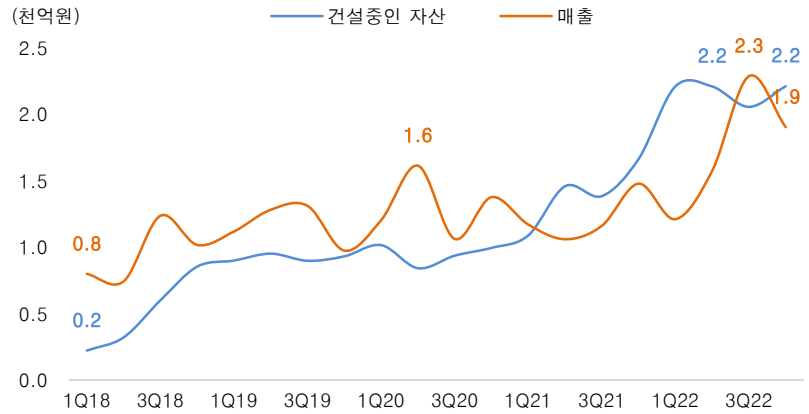
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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



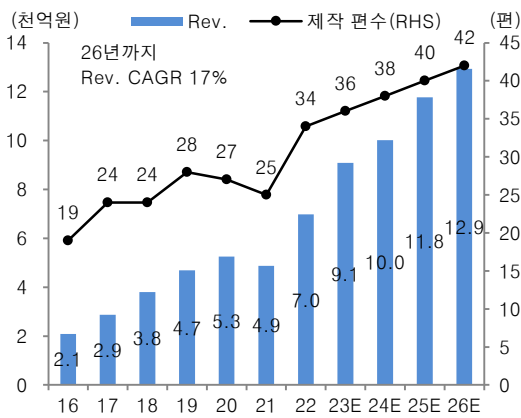
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 준비 중인 작품은 충분



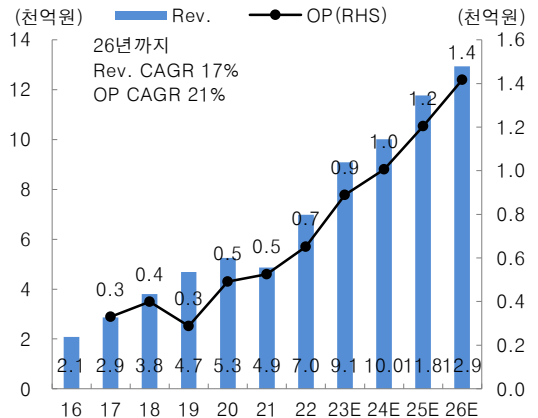
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 제작 편수 증가에 따른 매출 성장



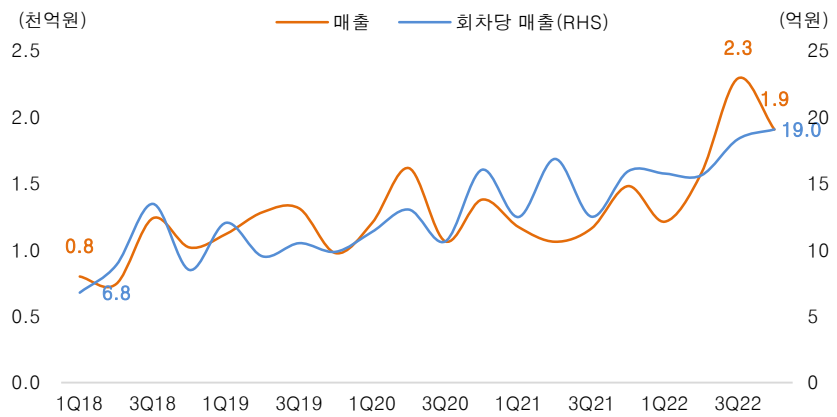
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출 성장보다 빠른 이익 성장



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 제작규모 확대, 회차당 매출 상승



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 특점 플랫폼에 지나치게 의존하지 않는 매출 다변화

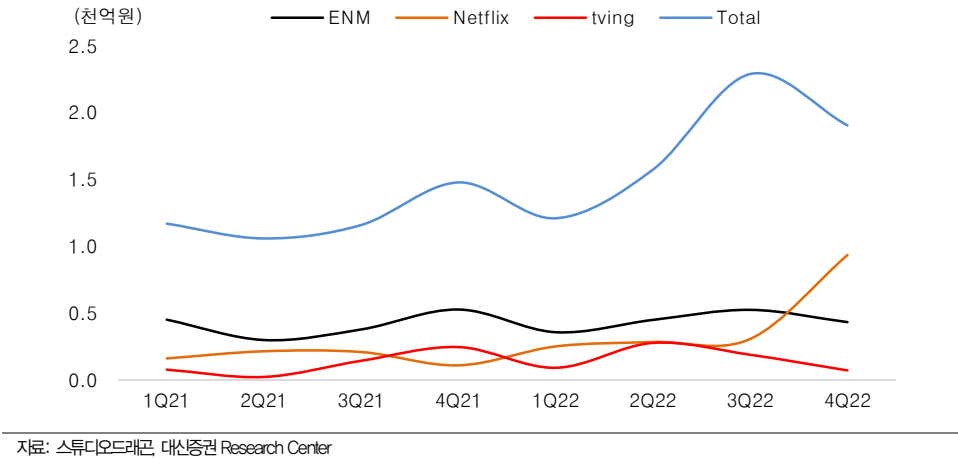
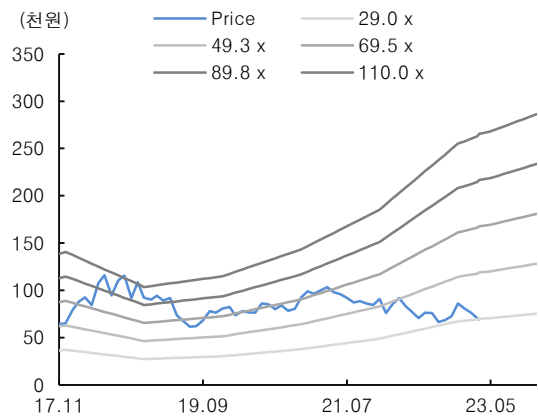


표 1. 22년 한국드라마 중국 OTT 방영 현황

No.	방영일	작품	중국 플랫폼	한국 플랫폼	한국 방영시점	제작사
1	22.1.4	사임당, 빛의 일기	망고 TV	SBS	1Q17	그룹에이트, 엠퍼러 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 김빵생활	비리버리	tN	4Q17	CJ ENM
6	22.3.8	지금 헤어지는 중입니다.	유쿠	SBS	4Q21	삼화네트웍스, UAA
7	22.3.26	김비서가 왜 그럴까	아이치이	tN	2Q18	스튜디오드래곤, 본팩토리
8	22.4.11	슬기로운 의사생활 시즌2	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, 도래미 엔터테인먼트
11	22.5.16	이태원 클라쓰	유쿠	JTBC	1Q20	JTBC 스튜디오, 쇼박스, 콘텐츠지움
12	22.5월	나인: 아홉 번의 시간 여행		tN	1Q13	초록밤미디어, JS 픽처스
13	22.5.25	배드 앤 크레이지	아이치이	tN	4Q21	스튜디오드래곤, 망크엔터테인먼트
14	22.12.8	슬기로운 의사생활 시즌1	비리버리	tN	1Q20	에그이즈커밍
15	22.12.12	스물다섯 스물하나	유쿠	tN	1Q22	스튜디오드래곤, 화인앰팩처스
16	방영예정	구경이	유쿠	JTBC	4Q21	JTBC 스튜디오, 카이스트, 그룹에이트
1	23.1.13	갯마을 차차차	비리버리	tN	3Q21	스튜디오드래곤, 자티스트
2	23.2.14	나의 해방일지	유쿠	JTBC	2Q22	SLL, 스튜디오파닉스, 초록밤미디어

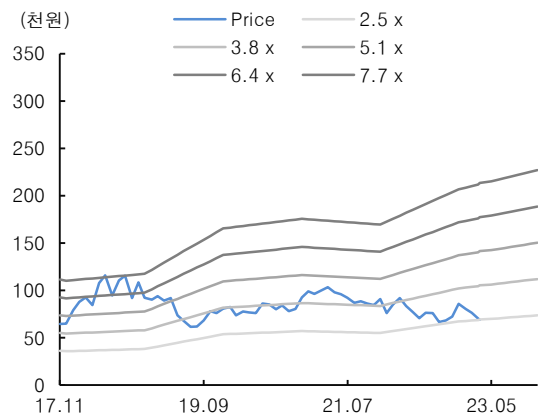
자료: 언론 보도 인용, 대신증권 Research Center

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 %)

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	70	78	93	108	129	142	156	171	189	207
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	807	896	979	1,059	1,153	1,256	1,369	1,494	1,631	1,782
추정ROE	9.5	9.2	10.0	10.2	11.2	11.3	11.4	11.5	11.6	11.6
III 필요수익률 ^(주3)	4.7									
무위험이자율 ^(주4)	3.4									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.33									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	4.8	4.5	5.3	5.5	6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	6.9
V 필요수익	31	38	42	46	50	54	59	64	70	77
VI 잔여이익(=V)	39	40	51	62	79	87	97	107	118	131
현가계수	0.97	0.93	0.88	0.84	0.81	0.77	0.74	0.70	0.67	0.64
잔여이익의 현가	37	37	45	53	64	67	71	75	79	84
VII 잔여이익의 합계	614									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,784									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	661									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,058									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	107,746									
현재가치(원)	69,100									
Potential (%)	47.2%									

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 비지배지분 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 16,53 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 (억 원)	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 (억 원)	라이브러리 (RHS) (%)
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 (억 원)	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

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

자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	909	1,002	1,177
매출원가	407	598	778	856	1,009
매출총이익	80	100	131	145	168
판매비와관리비	27	35	42	45	47
영업이익	53	65	89	101	121
영업외수익	108	93	98	100	102
EBITDA	152	219	307	370	454
영업외손익	-1	-7	3	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	14	21	21	21	21
외환포함이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10	-19	-19	-20	-20
외환포함손실	5	8	0	0	0
기타	-5	-9	1	1	1
법인세비용차감전순이익	52	59	92	103	122
법인세비용	-13	-8	-22	-25	-29
계속사업순이익	39	51	70	78	93
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	51	70	78	93
당기순이익	80	72	7.7	7.8	7.9
비배분분손이익	0	0	0	0	0
재분배분손이익	39	51	70	78	93
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-77	-77	-77	-77
포괄순이익	74	-26	-7	1	16
비배분포괄이익	0	0	0	0	0
재분배포괄이익	74	-26	-7	1	16

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,301	1,684	2,320	2,602	3,096
PER	69.9	51.1	30.3	27.0	22.7
BPS	22,790	22,010	26,863	29,466	32,562
PBR	40	3.9	2.6	2.3	2.1
EBITDAPS	5,054	7,279	10,225	12,319	15,108
EV/EBITDA	17.6	12.1	7.7	6.1	4.8
SPS	16,233	23,250	30,248	33,318	39,154
PSR	5.6	3.7	2.3	2.1	1.8
CFPS	5,254	7,544	9,900	11,962	14,754
DPS	0	0	0	0	950

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	-7.3	43.3	30.3	10.2	17.5
영업이익 증/감률	7.0	24.0	36.3	13.0	19.9
순이익 증/감률	31.8	29.5	37.9	12.2	19.0
수익성					
ROIC	12.4	13.4	10.3	9.3	11.2
ROA	6.4	6.6	7.9	8.0	8.2
ROE	6.0	7.5	9.5	9.2	10.0
안정성					
부채비율	29.3	65.1	43.2	53.1	60.6
순차입금비율	-8.6	8.2	31.6	21.4	9.5
이자보상비율	67.6	13.2	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오투모리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	233	400	412	666	967
현금및현금성자산	65	124	93	328	593
매출채권 및 기타채권	124	142	185	203	239
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	135	135	135	135
비유동자산	652	691	744	690	605
유형자산	8	11	12	13	14
관계기업투자금	0	13	25	38	51
기타비유동자산	644	667	707	639	541
자산총계	884	1,091	1,156	1,356	1,572
유동부채	184	416	336	458	582
매입채무 및 기타채무	78	87	92	94	98
차입금	0	170	340	510	680
유동상채무	0	0	1	1	1
기타유동부채	106	159	-97	-147	-197
비유동부채	17	14	13	12	11
차입금	0	0	-1	-2	-2
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	14	14	14	14
부채총계	200	430	349	470	594
자본부분	684	661	807	886	979
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	473	473	473	473
이익잉여금	162	213	282	361	454
기타자본변동	37	-40	37	37	37
비배분부분	0	0	0	0	0
자본총계	684	661	807	886	979
순차입금	-59	54	255	189	93

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	-63	3	84	148
당기순이익	39	51	70	78	93
비현금항목의 가감	119	176	228	281	350
감가상각비	99	153	218	270	334
외환손익	-1	4	0	0	0
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	21	19	9	12	17
자산부채의 증감	-155	-280	-294	-273	-288
기타현금흐름	-11	-10	-1	-3	-8
투자활동 현금흐름	27	-43	-297	-241	-274
투자자산	28	-12	-13	-13	-13
유형자산	-2	-4	-4	-4	-4
기타	0	-28	-281	-225	-257
재무활동 현금흐름	-3	165	163	162	162
단기차입금	0	170	170	170	170
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
유상증자	0	3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-3	-7	-6	-7	-7
현금의 증감	16	59	-31	235	266
기초 현금	49	65	124	93	328
기말 현금	65	124	93	328	593
NOPLAT	39	56	68	76	92
FCF	135	203	26	142	189

[Compliance Notice]

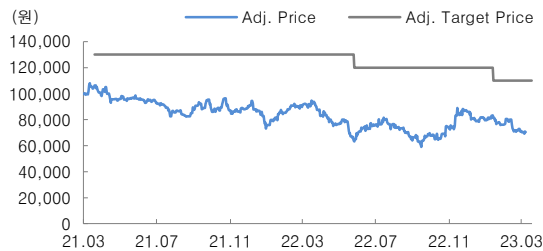
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 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	23.04.07	23.02.10	22.12.23	22.06.23	22.04.16	21.10.16
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	6개월 경과	6개월 경과
목표주가	110,000	110,000	120,000	120,000	130,000	130,000
과다율(평균%)		(31.99)	(31.97)	(39.41)	(39.37)	(32.37)
과다율(최대/최소%)		(26.73)	(27.25)	(25.92)	(29.00)	(25.86)
제시일자	21.04.16					
투자의견	Buy					
목표주가	130,000					
과다율(평균%)	(28.36)					
과다율(최대/최소%)	(19.23)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230404)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	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