

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

74,000

유지

현재주가

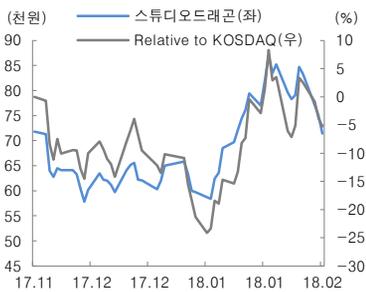
71,400

(18.02.07)

미디어업종

KOSDAQ	829.96
시가총액	2,002십억원
시가총액비중	0.62%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	87,000원 / 57,800원
120일 평균거래대금	451억원
외국인지분율	1.02%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 75.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.6	N/A	N/A	N/A
상대수익률	19.3	N/A	N/A	N/A



제작 역량은 국내 최고

투자의견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 74,000원 유지

- 목표주가 74천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출. 2026년까지 연평균 성장률은 35%로 추정. 2021년까지 연평균 성장률 58%(2018년 드라마 25편 제작, 매년 5편 증가하여, 2021년 40편 제작 가정), 2022년 이후 연평균 성장률 15%(제작편수 증가는 크지 않고, 기존 library에서 발생하는 판권 수익 위주의 성장 가정)

4Q17 Review: 기대에 부합한 실적

- 매출 719억원(-7.3% qoq), 영업이익 35억원(-48.8% qoq)
- 스튜디오 드래곤의 드라마 제작 편수는 2016년 18개에서 2017년 22개로 확대되면서 매출 49.5%, 영업이익 55.6% 증가(2016.5.1 분할 전의 CJ E&M 드라마 사업부 실적 및 분할 후 실적 단순 합산 기준 매출 1,96천억원, 영업이익 212억원)
- 2018년에는 최소 25편 이상 제작하여, 매출은 19% 증가한 3.4천억원, 영업이익은 21% 증가한 723억원 전망. 수익 추정에는 2편의 중국 판매(편당 100억원) 가정
- 2017년까지 드래곤이 제작한 드라마는 시즌별 한 작품에 시청률이 집중되었다면 (2016년 <응답하라 1988, 18.8%>, 2018년 <도깨비, 20.5%>), 지금은 다양한 작품에서 동시에 평균 이상의 시청률을 보이는 중. <니쁜녀석들, 4.3%>, <마더 3.5%>, <화유기, 6.9%>, <크로스, 3.9%>, <황금빛 내인생, KBS2, 44.2%>. 제작 역량은 국내 최고
- 하지만, 평창 동계올림픽 시즌에는 스포츠 이벤트에 관심이 쏠리면서 시청률과 광고 판매가 감소할 가능성이 있고, 최근 주가는 아직 계약이 체결되지 않은 중국 판매에 대한 사전 기대감이 지나치게 반영되어 있기 때문에, 투자의견은 시장수익률 유지

(단위: 십억원, %)

구분	3Q16	2Q17	3Q17			4Q17				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	N/A	62	66	72	N/A	-7.3	67	77	2.4	7.3
영업이익	N/A	9	2	3	N/A	-48.8	9	10	-27.1	195.7
순이익	N/A	3	2	2	N/A	-64.6	0	9	-33.5	344.3

구분	2015	2016	2017(F)			Growth		
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2016	2017(F)
매출액	0	154	281	287	2.2	275	N/A	85.7
영업이익	0	17	32	33	3.6	36	N/A	98.6
순이익	0	8	22	24	6.7	25	N/A	193.0

자료: 스튜디오드래곤, WSEIn, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	-	154	287	341	370
영업이익	-	17	33	72	85
세전순이익	-	10	30	81	93
총당기순이익	-	8	24	58	68
지배지분순이익	-	8	24	58	68
EPS	-	5,691	1,050	2,085	2,414
PER	-	0.0	68.0	34.2	29.6
BPS	-	61,763	13,302	15,388	17,202
PBR	-	0.0	5.4	4.6	4.2
ROE	-	12.0	9.4	14.5	14.8

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	281	341	287	341	2.2	0.0
판매비와 관리비	9	9	14	9	53.1	0.0
영업이익	32	72	33	72	3.6	0.0
영업이익률	11.4	21.2	11.5	21.2	0.2	0.0
영업외손익	-2	8	-3	8	적자유지	0.0
세전순이익	30	81	30	81	-0.2	0.0
지배지분순이익	22	58	24	58	6.7	0.0
순이익률	8.0	17.1	8.3	17.1	0.4	0.0
EPS(지배지분순이익)	985	2,085	1,050	2,085	6.7	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	24	58	68	73	81	93	107	123	141	162
	- 2026년까지 연평균 성장률은 35%로 추정 - 2021년까지 연평균 성장률 58%. 2018년 드라마 25편 제작, 매년 5편 증가하여, 2021년 40편 제작 가정 - 2022년 이후 연평균 성장률 15%. 제작편수 증가 크지 않고, 기존 판권에서 발생하는 수익 위주의 성장 가정									
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	373	431	482	482	533	595	664	739	824	916
추정ROE	9.4	14.5	14.8	15.1	15.1	15.6	16.0	16.6	17.1	17.7
III 필요수익률 ^(주3)	5.3									
무위험이자율 ^(주4)	2.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	4.1	9.2	9.5	9.8	9.8	10.3	10.7	11.3	11.8	12.4
V 필요수익	7	20	23	26	26	28	32	35	39	44
VI 잔여이익(I-V)	17	39	45	47	55	64	75	87	102	118
현가계수	1.00	0.95	0.90	0.86	0.81	0.77	0.73	0.70	0.66	0.63
잔여이익의 현가	17	37	40	41	45	50	55	61	67	74
VII 잔여이익의 합계	487									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	1,403									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	136									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,026									
총주식수(천주)	28,037									
XI 적정주당가치(원)	72,259									
현재가치(원)	71,400									
Potential (%)	1.2%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)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 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

재무제표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	0	154	287	341	370
매출원가	0	133	240	260	275
매출총이익	0	22	47	81	95
판매비와관리비	0	5	14	9	10
영업이익	0	17	33	72	85
영업이익률	na	10.8	11.5	21.2	22.9
EBITDA	0	39	83	133	155
영업외손익	0	-6	-3	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	8	8
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-2	-3	-1	-1
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	0	-5	0	1	1
법인세비용차감전순이익	0	10	30	81	93
법인세비용	0	-2	-6	-22	-26
계속사업순이익	0	8	24	58	68
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	8	24	58	68
당기순이익률	na	5.3	8.3	17.1	18.3
비재배분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	8	24	58	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	8	24	59	68
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	8	24	59	68

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	0	5,691	1,050	2,085	2,414
PER	#DIV/0!	0.0	68.0	34.2	29.6
BPS	0	61,763	13,302	15,388	17,202
PBR	0.0	0.0	5.4	4.6	4.2
EBITDAPS	#DIV/0!	27,127	3,648	4,737	5,511
EV/EBITDA	0.0	0.4	22.1	13.4	11.3
SPS	0	107,949	12,627	12,177	13,200
PSR	0.0	0.0	5.1	5.9	5.4
CFPS	0	24,684	3,596	4,827	5,609
DPS	0	0	0	600	800

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
성장성					
매출액 증가율	na	na	85.7	19.1	8.4
영업이익 증가율	na	na	98.6	118.9	17.3
순이익 증가율	na	na	193.0	145.1	15.7
수익성					
ROIC	0.0	19.7	17.0	28.7	31.1
ROA	0.0	13.7	8.9	14.2	15.6
ROE	0.0	12.0	9.4	14.5	14.8
안정성					
부채비율	0.0	77.8	35.1	19.7	17.8
순차입금비율	0.0	12.1	-46.9	-51.2	-52.7
이자보상배율	0.0	19.5	688.8	45,019.0	52,802.3

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	0	81	324	335	376
현금및현금성자산	0	12	223	221	254
매출채권 및 기타채권	0	39	71	84	91
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	0	31	30	30	30
비유동자산	0	161	179	181	192
유형자산	0	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	0	159	178	180	192
자산총계	0	242	504	516	568
유동부채	0	84	109	83	84
매입채무 및 기타채무	0	20	25	27	29
차입금	0	8	8	0	0
유동성채무	0	0	20	0	0
기타유동부채	0	56	56	56	56
비유동부채	0	21	21	2	2
차입금	0	20	20	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	2	2	2	2
부채총계	0	106	131	85	86
자배지분	0	136	373	431	482
자본금	0	11	17	17	17
자본잉여금	0	115	322	322	322
이익잉여금	0	8	32	91	142
기타지분변동	0	2	2	2	2
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	136	373	431	482
순차입금	0	16	-175	-221	-254

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	0	-12	18	79	103
당기순이익	0	8	24	58	68
비현금항목의 가감	0	27	58	77	90
감가상각비	0	22	50	61	70
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	5	8	16	20
자산부채의 증감	0	-46	-57	-41	-36
기타현금흐름	0	-2	-6	-15	-18
투자활동 현금흐름	0	-70	-136	-130	-149
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	-1	0	0	0
기타	0	-68	-136	-130	-149
재무활동 현금흐름	0	93	243	-38	-6
단기차입금	0	7	0	-8	0
사채	0	20	0	-20	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	56	213	0	0
현금배당	0	0	0	0	-17
기타	0	10	30	-10	10
현금의 증감	0	12	223	-2	33
기초 현금	0	0	0	223	221
기말 현금	0	12	223	221	254
NOPLAT	0	13	26	52	61
FCF	0	34	7	51	50

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Compliance Notice]

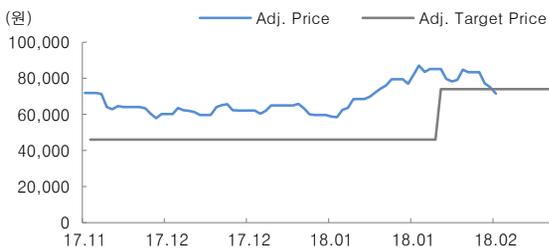
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	18.02.08	18.02.04	18.01.28	18.01.27	18.01.21	18.01.14
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	74,000	74,000	74,000	46,000	46,000	46,000
과리율(평균.%)		6.17	9.46	44.64	44.64	39.82
과리율(최대/최소.%)		(3.51)	5.81	25.65	25.65	25.65
제시일자	18.01.07	17.12.31	17.12.22	17.12.15	17.12.10	17.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000	46,000
과리율(평균.%)	36.41	36.59	36.81	36.98	36.39	37.50
과리율(최대/최소.%)	25.65	25.65	25.65	25.65	25.65	25.65
제시일자	17.11.25					
투자의견	Buy					
목표주가	46,000					
과리율(평균.%)	42.04					
과리율(최대/최소.%)	36.52					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:201802053)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	80.7%	18.8%	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