

스튜디오
드래곤
(253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월

목표주가

81,000

상향

현재주가

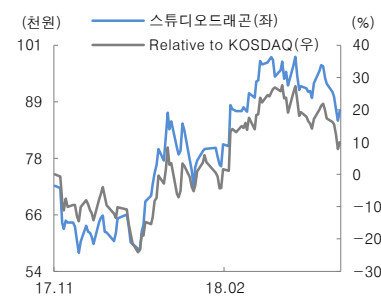
(18.04.27)

87,400

미디어업종

KOSDAQ	886.49
시가총액	2,450십억원
시가총액비중	0.75%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	98,600원 / 57,800원
120일 평균거래대금	301억원
외국인지분율	0.96%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 75.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.5	2.6	0.0	0.0
상대수익률	-13.2	5.7	0.0	0.0



긴 호흡으로의 접근 필요

투자 의견 시장수익률(Marketperform) 유지, 목표주가 81,000원으로 9% 상향

– 목표주가 81천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출, 2022년까지 연평균 성장률 기준 29%에서 31%로 상향하면서 적정주가는 직전 대비 9% 상향했지만, 중국과의 관계 개선시 2편의 수출(각각 100억원씩 총 200억원)을 감안한 2018년 실적 추정 대비로도 현주가는 PER 43배에 해당하므로, 시장수익률 의견 유지

1Q18 Results: 시장의 기대보다는 느린 속도로, 점진적인 실적 증가 전망

- 매출 799억원(+6% yoy, +11% qoq), 영업이익 107억원(-24% yoy, +208% qoq) 달성
- 〈화유기〉 최고 시청률 7% 및 넷플릭스 판매 등 좋은 성과 거뒀으나, 〈크로스〉, 〈작은 신의 아이들〉, 〈나의 아저씨〉에서 출연 배우 하차 및 교체에 따른 판권 판매 부진
- 현재 방영중인 〈라이브〉는 최고 시청률 7.1% 기록 중이고, 넷플릭스에도 판매, 제작편 수 증가에 따른 라이브러리 확대(1Q18 102편, +13편 yoy) 매출 및 이익은 꾸준히 증가할 것으로 전망하지만, 실적 레벨업을 위한 중국향 판매는 아직 성사되지 않음
- 당사 추정 2018년 영업이익 705억원에는 중국향 판매 2건(각각 100억원씩)을 포함하고 있지만, 현주가는 아직 계약이 체결되지 않은 중국 판매 재개에 대한 기대가 지나치게 높게 반영되어 있기 때문에, 실제로 좋은 조건에 판매되는지의 여부 확인 필요, 중국에 높은 가격에 판매될 후보작들은 하반기 방영 예정인 두 건, 이들 작품의 판매여부 확인 필요
- 〈미스터 션샤인〉, 김은숙 작가(‘도깨비’, ‘태양의 후예’), 이병헌, 김태리
- 〈알함브라 궁전의 추억〉, 송재정 작가(‘나인’, ‘W’), 현빈, 박신혜

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	4Q17	1Q18				2Q18			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	75	72	77	80	6.1	11.1	87	68	9.3	-15.1
영업이익	14	3	10	11	-23.6	208.4	14	13	43.1	18.9
순이익	13	2	9	8	-40.0	302.4	12	11	292.5	36.8

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	154	287	341	343	0.3	384	85.7	19.4
영업이익	17	33	72	71	-2.5	70	98.3	113.8
순이익	8	24	58	57	-2.7	54	192.9	138.6

자료: 스튜디오드래곤, WSEiH, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	343	366	387
영업이익	17	33	71	78	92
세전순이익	10	30	77	87	101
총당기순이익	8	24	57	64	75
지배지분순이익	8	24	57	64	75
EPS	5,691	1,050	2,030	2,286	2,660
PER	-	61.9	43.1	38.2	32.9
BPS	61,763	13,141	15,171	16,857	18,817
PBR	-	4.9	5.8	5.2	4.6
ROE	12.0	9.5	14.3	14.3	14.9

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

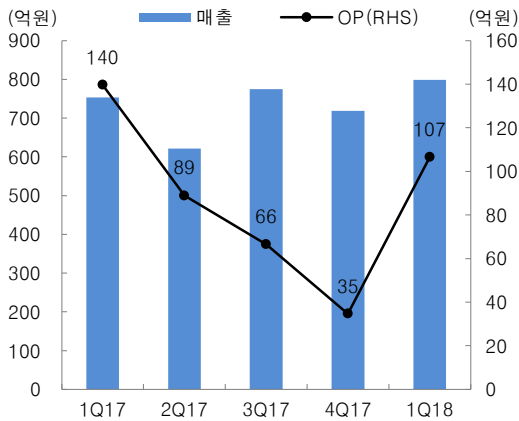
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	341	370	343	366	0.3	-1.0
판매비와 관리비	9	10	11	13	27.2	24.8
영업이익	72	85	71	78	-2.5	-7.6
영업이익률	21.2	22.9	20.6	21.4	-0.6	-1.5
영업외손익	8	9	7	8	-21.1	-3.0
세전순이익	81	93	77	87	-4.4	-7.2
지배지분순이익	58	68	57	64	-2.7	-5.3
순이익률	17.1	18.3	16.6	17.5	-0.5	-0.8
EPS(지배지분순이익)	2,085	2,414	2,030	2,286	-2.7	-5.3

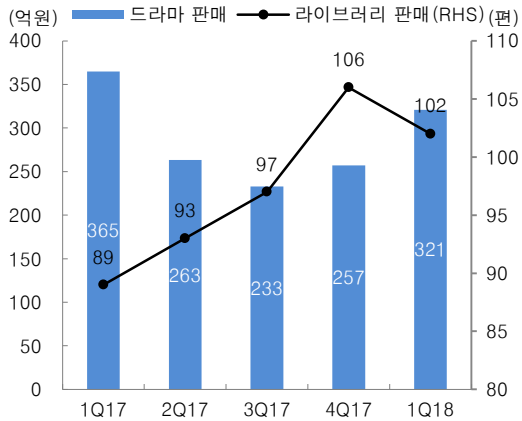
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 매출 및 영업이익 현황



자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 드라마 판매 현황



자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 스튜디오 드래곤 주요 라인업

구분		채널	방송일	연출	극본	출연진	소개
월화	크로스	tN	1Q18	신용희	최민석	고경표, 전소민	병원과 교도소 넘나들며 복수심 키우는 천재 의사 이야기
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	tN	2Q18	김형식	추혜미	이상윤, 이성경, 임세미	수명 시계를 보는 능력 가진 여자와의 운명구원 로맨스
	마더	tN	1Q18	김철규	정시경	이보영, 허을, 이혜영	상처받은 소녀와 소녀의 엄마가 되기로 한 여자
수목	나의 아저씨	tN	1Q18	김원석	박해영	이선균, 이지은, 고두심	아저씨와 거칠게 살아온 한 여자의 서로를 통한 삶의 치유
	김비서가 왜 그럴까	tN	2Q18	박준화	정은영	박서준, 박민영, 이태환	나르시시즘 재벌 2세와 그의 수행비서의 로맨스
	화유기	tN	1Q18	박홍균	홍자매	이승기, 차승원, 오연서	고대소설 서유기를 모티브로한 절대낭만 퇴마극
	작은 신의 아이들	OCN	1Q18	강신호	한우리	강지환, 김옥빈, 심화섭	엘리트 형사와 신기있는 여형사의 추리 드라마
	라이브	tN	1Q18	김규태	노희경	정유미, 이광수, 배성우	사건을 해결하는 지구대 경찰들의 이야기
토일	미스트리스	OCN	2Q18	한자승	고정운	한가인, 구재이, 이희준	네 여자의 인생을 다룬 미스터리 관능 스릴러
	무법변호사	tN	2Q18	김진민	윤현호	이준기, 서예지, 최민수	주먹 쓰던 변호사, 진정한 무법 변호사로 성장하는 법정극
	라이프 온 마스	OCN	2Q18	이정호	이대일	정경호, 박성웅, 고아성	2018년 형사가 1988년 형사와 만나는 복고 수사극
미정	미스터 션샤인	tN	3Q18	이응복	김은숙	이병헌, 김태리, 유연석	미국으로 버림받은 한 소년이 조국으로 돌아오는 이야기
	알함브라 궁전의 추억	tN	3Q18	안길호	송재정	현빈, 박신혜	투자회사 대표와 스페인에서 호텔 운영하는 전직 기타리스트의 기묘한 이야기

자료: 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원, 원, %)									
		2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	57	64	75	84	90	104	119	137	158	181
		- 2026년까지 연평균 성장률은 23%로 추정 - 2022년까지 연평균 성장률 31%, 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)	425	473	528	528	590	665	748	843	946	1,065
	추정ROE	14.3	14.3	14.9	16.0	15.3	15.6	15.9	16.3	16.7	17.0
III	필요수익률 ^(주3)	5.6									
	무위험이자율 ^(주4)	2.5									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.77									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	8.8	8.7	9.3	10.4	9.7	10.0	10.4	10.7	11.1	11.5
V	필요수익	21	24	26	29	29	33	37	42	47	53
VI	잔여이익(I-V)	36	40	48	55	61	71	82	95	111	129
	현가계수	0.96	0.91	0.86	0.82	0.78	0.73	0.70	0.66	0.62	0.59
	잔여이익의 현가	35	37	42	45	47	52	57	63	69	76
VII	잔여이익의 합계	523									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 영구성장률(g) ^(주6)	1,366 0.0%									
IX	기초자기자본	368									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,257									
	총주식수(천주)	28,037									
XI	적정주당가치(원)	80,512									
	현재가치(원)	87,400									
	Potential (%)	-7.9%									

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

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	343	366	387
매출원가	133	240	261	275	281
매출총이익	22	47	82	91	106
판매비와관리비	5	14	11	13	14
영업이익	17	33	71	78	92
영업이익률	10.8	11.5	20.6	21.4	23.7
EBITDA	39	74	134	148	174
영업외손익	-6	-3	7	8	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	7	8	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-3	-1	-1	-1
외환관련손실	1	1	0	0	0
기타	-5	0	0	1	1
법인세비용차감전순손익	10	30	77	87	101
법인세비용	-2	-6	-20	-23	-26
계속사업순손익	8	24	57	64	75
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	24	57	64	75
당기순이익률	5.3	8.3	16.6	17.5	19.3
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	24	57	64	75
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	24	57	64	74
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	24	57	64	74

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,691	1,050	2,030	2,286	2,660
PER	0.0	61.9	43.1	38.2	32.9
BPS	61,763	13,141	15,171	16,857	18,817
PBR	0.0	4.9	5.8	5.2	4.6
EBITDAPS	27,127	3,271	4,767	5,293	6,221
EV/EBITDA	0.4	22.1	16.6	14.7	12.3
SPS	107,949	12,628	12,217	13,065	13,801
PSR	0.0	5.1	7.2	6.7	6.3
CFPS	24,684	3,351	4,831	5,394	6,318
DPS	0	0	600	700	800

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	na	85.7	19.4	6.9	5.6
영업이익 증가율	na	98.3	113.8	11.1	17.3
순이익 증가율	na	192.9	138.6	12.6	16.3
수익성					
ROIC	19.4	17.0	29.4	30.6	34.0
ROA	13.7	9.4	14.6	14.7	15.8
ROE	12.0	9.5	14.3	14.3	14.9
안정성					
부채비율	77.8	24.7	19.3	17.5	15.8
순차입금비율	12.1	-49.4	-54.2	-55.5	-59.0
이자보상배율	19.5	19.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	81	290	339	376	428
현금및현금성자산	12	51	90	122	170
매출채권 및 기타채권	39	55	66	71	75
재고자산	0	1	2	2	2
기타유동자산	31	182	182	182	182
비유동자산	161	170	168	180	182
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	159	169	167	179	182
자산총계	242	459	508	555	611
유동부채	84	91	82	82	83
매입채무 및 기타채무	23	34	35	36	36
차입금	8	0	0	0	0
유동성채무	0	10	0	0	0
기타유동부채	54	47	47	47	47
비유동부채	21	0	0	0	0
차입금	20	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	0	0	0	0
부채총계	106	91	82	83	83
자배지분	136	368	425	473	528
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	89	136	191
기타지분변동	2	3	3	3	3
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	425	473	528
순차입금	16	-182	-231	-262	-311

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-12	-7	47	67	90
당기순이익	8	24	57	64	75
비현금항목의 가감	27	52	79	87	103
감가상각비	22	41	63	70	83
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	10	15	17	20
자산부채의 증감	-46	-73	-76	-70	-70
기타현금흐름	-2	-10	-13	-14	-17
투자활동 현금흐름	-70	-141	-62	-81	-85
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	-68	-140	-62	-81	-85
재무활동 현금흐름	93	188	-12	-18	-21
단기차입금	7	-8	0	0	0
사채	20	10	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	56	208	0	0	0
현금배당	0	0	0	-17	-20
기타	10	-22	-12	-2	-2
현금의 증감	12	40	90	32	49
기초 현금	0	12	0	90	122
기말 현금	12	51	90	122	170
NOPLAT	13	26	52	58	68
FCF	34	67	53	47	65

[Compliance Notice]

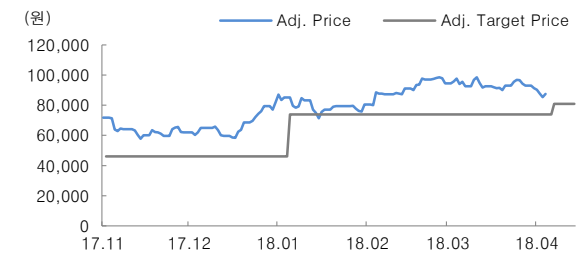
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	18.04.30	18.01.28	17.11.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		(3.51)	25.66
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균.%)			
과리율(최대/최소.%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20180425)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	82.7%	15.8%	1.0%

- 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 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상