

스튜디오
드래곤
(253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

95,000

상향

현재주가

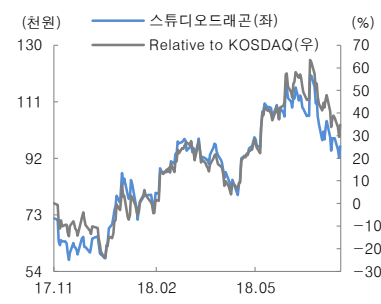
96,000

(18.08.08)

미디어업종

KOSDAQ	783.81
시가총액	2,692십억원
시가총액비중	1.04%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 57,800원
120일 평균거래대금	195억원
외국인지분율	2.73%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 75.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.6	20.6	27.0	0.0
상대수익률	-8.8	27.3	39.6	0.0



중국만 열리면, 밸류에이션 정당화 가능

투자 의견 시장수익률(Marketperform) 유지, 목표주가 95,000원으로 17% 상향

- 목표주가 95천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출. <미스터 선사인>이 넷플릭스에 약 300억원에 판매되면서, 텐트폴 작품 판권 판매 전망을 상향하여, 2022년까지 연평균 성장률을 기존 31%에서 36%로 상향하면서 적정주가는 직전 대비 17% 상향. 하지만, 하반기 중국과의 관계 개선시 1편의 수출 약 100억원을 감안한 2018년 실적 추정 대비로도 현주가는 PER 49배에 해당하므로, 시장수익률 의견 유지

2Q18 Review: 편성 대비 판매는 다소 부진, 원가 상승으로 이익률 하락

- 매출 743억원(+20% yoy, -7% qoq), 영업이익 73억원(-18% yoy, -32% qoq) 달성
- tVN, OCN의 편성 증대에 따라, 편성 매출은 341억원(+41% yoy)으로 증가했으나, 판매는 288억원(+9.5% yoy)으로 상대적으로 부진했고, 편성 증가 및 편당 제작비 증가에 따라 매출원가가 637억원(+27.7% yoy)으로 증가하면서, 영업이익은 전년 동기대비 18% 감소
- 평균 시청률이 전년 동기대비 1.5%p 상승한 것은 향후 판매 매출 증가를 기대할 수 있는 긍정적 성과. 특히, 2017년 하반기에 신설한 수목드라마는 지상파와 직접 경쟁을 하는 21:30에 편성했음에도 불구하고, <나의 아저씨> 최고 7.4%, <김비서가 왜 그럴까> 8.7% 등 동시간대 지상파 시청률을 상회하는 좋은 성과를 보여주고 있는 중
- 스튜디오 드래곤의 매출/이익 구조는, 드라마 제작비의 약 70%를 CJ ENM이 방영권료로 지급하고, 간접광고와 판권판매를 통해 평균 약 20%의 이익률을 내는 구조이기 때문에, 판권판매의 성과와 시점에 따라서 이익의 편차 발생. 2Q18 OPM은 전년 동기 및 전분기 대비 하락한 9.9%를 기록했지만, 화제성 높은 <김비서가 왜 그럴까>, <미스터 선사인>, <아는 와이프> 등의 판권 매출이 3Q18에 발생하면서, OPM은 20%를 회복할 것으로 전망

넷플릭스에 안착, 중국만 열리면 밸류에이션 정당화 가능

- 제작비 430억원으로 알려진 <미스터 선사인>은 약 300억원에 넷플릭스에 판매된 것으로 알려짐. 제작비가 높기 때문에, 광고매출에 연동되는 ENM의 방영권료 비율은 평균보다 낮은 약 35% 정도이고, 사극이어서 간접/협찬 광고가 제한적이며, 넷플릭스 동시방영이어서 넷플릭스 이외의 판권 판매 규모는 크지 않을 것으로 추정. 따라서, <미스터 선사인>의 제작마진도 약 20% 수준으로 추정. <미스터 선사인>과 같은 텐트폴 작품이 마진을 높여주는 역할을 하지는 못해도, 매출과 이익 규모 자체는 키워줄 것으로 전망
- 넷플릭스는 중국에 진출하지 않았기 때문에, 중국 시장이 열린다면, 중국으로의 판매금액은 그대로 이익 증가로 이어질 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2Q17	1Q18	2Q18				3Q18			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	62	80	71	74	19.6	-7.0	68	131	68.8	76.1
영업이익	9	11	15	7	-18.0	-31.6	9	26	294.5	259.9
순이익	3	8	13	9	217.5	13.1	10	21	269.6	135.3

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	154	287	343	378	10.2	380	85.7	31.8
영업이익	17	33	71	66	-6.8	66	98.3	99.6
순이익	8	24	57	55	-3.0	51	192.9	131.7

자료: 스튜디오드래곤, WSEin, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	378	420	450
영업이익	17	33	66	82	97
세전순이익	10	30	74	91	107
총당기순이익	8	24	55	68	79
지배지분순이익	8	24	55	68	79
EPS	5,691	1,050	1,971	2,408	2,825
PER	0.0	61.9	48.7	39.9	34.0
BPS	61,763	13,141	15,112	16,920	19,045
PBR	0.0	4.9	6.4	5.7	5.0
ROE	12.0	9.5	14.0	15.0	15.7

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

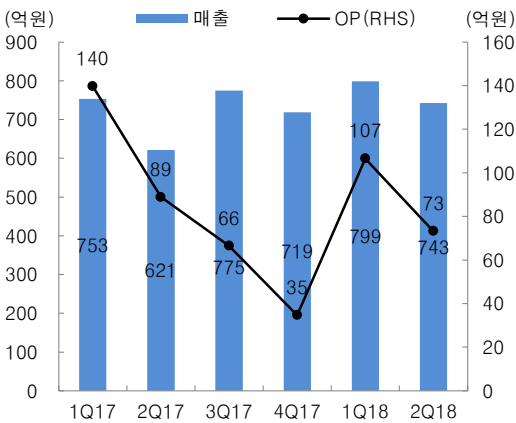
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	343	367	378	420	10.2	14.5
판매비와 관리비	11	13	13	13	12.3	0.2
영업이익	71	79	66	82	-6.8	3.2
영업이익률	20.6	21.6	17.4	19.5	-3.2	-2.1
영업외손익	7	8	8	9	22.1	13.9
세전순이익	77	88	74	91	-4.3	4.2
지배지분순이익	57	65	55	68	-3.0	4.2
순이익률	16.6	17.7	14.6	16.1	-2.0	-1.6
EPS(지배지분순이익)	2,032	2,312	1,971	2,408	-3.0	4.2

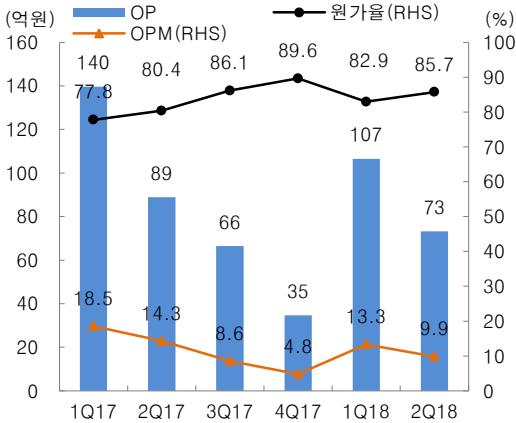
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 매출 및 영업이익 현황



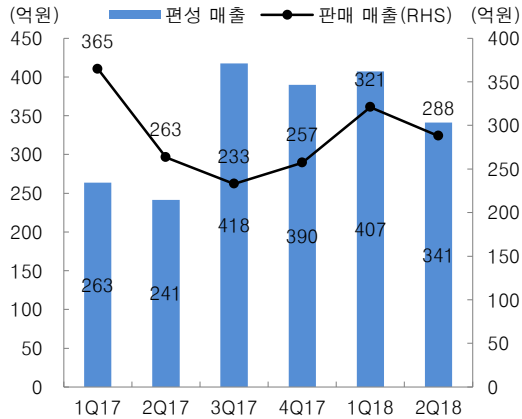
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 영업이익, 영업이익률 및 원가율 현황



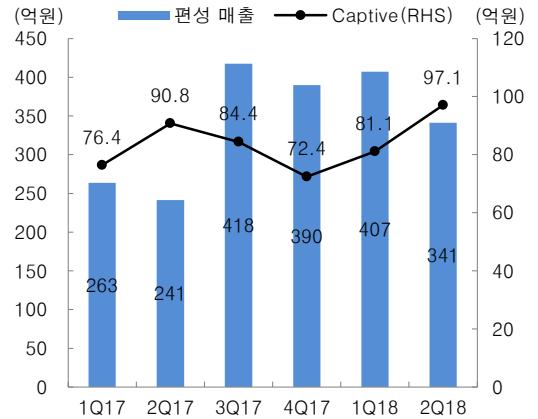
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 편성 매출 vs. 판매 매출



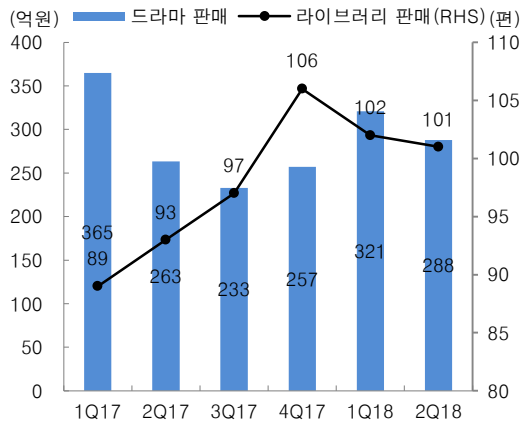
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 편성 매출 중 Captive 비중 97.1%



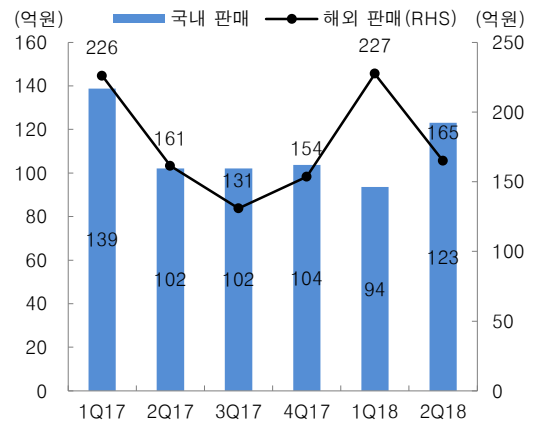
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 드라마 판매 현황



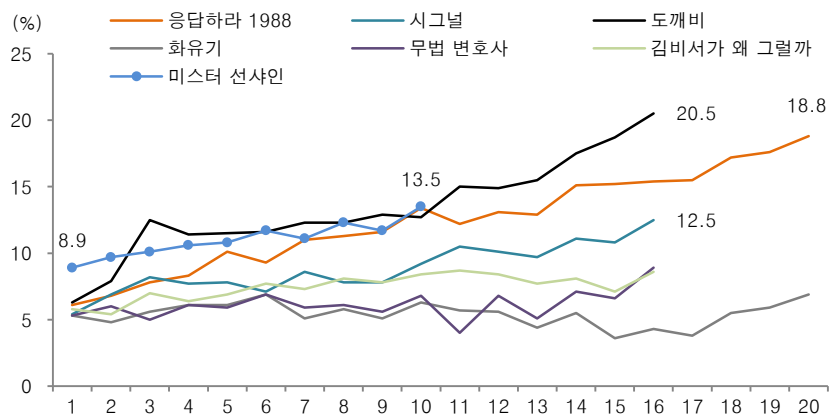
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 국내 판매 vs. 해외 판매



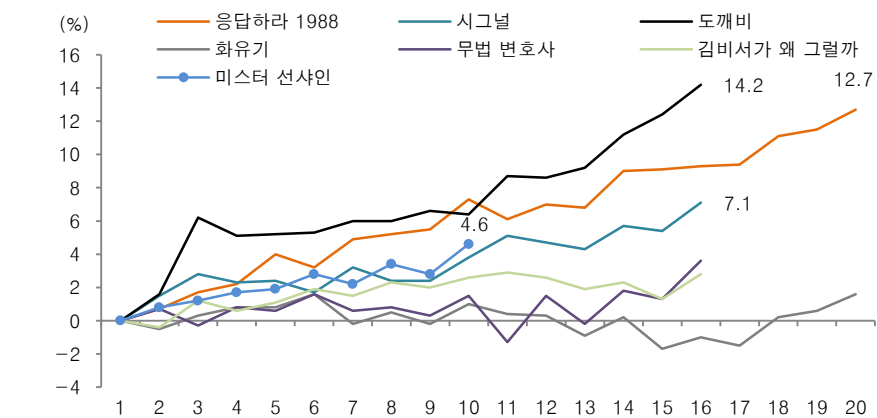
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. SD 제작, 1 회 시청률 5% 이상 작품의 시청률 현황



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. SD 제작, 1 회 시청률 5% 이상 작품의 1 회 대비 시청률 증감 현황



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. <미스터 션샤인>의 협찬 광고



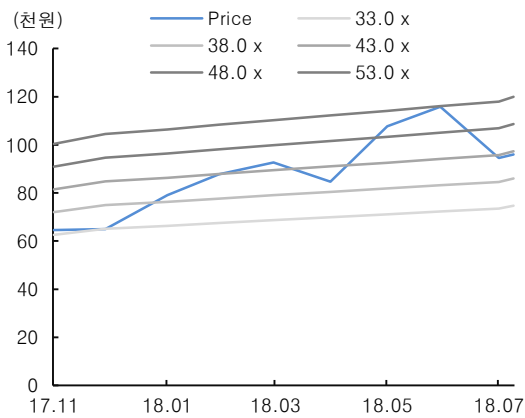
자료: WiserIn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. <미스터 션샤인>의 가상 광고



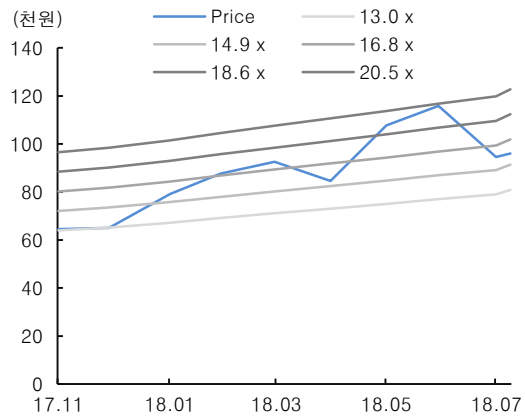
자료: WiserIn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 12M FWD PER Band



자료: WiserIn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 12M FWD EV/EBITDA Band



자료: WiserIn, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원, 원, %)									
		2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	55	68	79	94	112	127	144	162	183	207
	- 2026년까지 연평균 성장률은 24%로 추정 - 2022년까지 연평균 성장률 36%, 2018년 드라마 27편 제작, 매년 5편 증가하여, 2021년 40편 제작 가정 - 2022년 이후 연평균 성장률 13%, 제작편수 증가 크지 않고, 기존 판권에서 발생하는 수익 위주의 성장 가정										
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	424	474	534	534	604	696	795	907	1,026	1,160
	추정ROE	14.0	15.0	15.7	17.7	18.6	18.2	18.0	17.9	17.9	17.9
III	필요수익률 ^(주3)	5.5									
	무위험이자율 ^(주4)	2.3									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.80									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	8.5	9.5	10.2	12.2	13.1	12.7	12.5	12.4	12.4	12.4
V	필요수익	20	23	26	29	29	33	38	44	50	56
VI	잔여이익(I-V)	35	44	53	65	83	94	105	118	133	151
	현가계수	0.98	0.93	0.88	0.84	0.79	0.75	0.71	0.67	0.64	0.61
	잔여이익의 현가	34	41	47	54	66	70	75	80	85	91
VII	잔여이익의 합계	645									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 영구성장률(g) ^(주6)	1,662 0.0%									
IX	기초자기자본	368									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,675									
	총주식수(천주)	28,037									
XI	적정주당가치(원)	95,404									
	현재가치(원)	96,000									
	Potential (%)	-0.6%									

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	378	420	450
매출원가	133	240	299	326	339
매출총이익	22	47	79	95	111
판매비와관리비	5	14	13	13	14
영업이익	17	33	66	82	97
영업이익률	10.8	11.5	17.4	19.5	21.5
EBITDA	39	74	124	173	193
영업외손익	-6	-3	8	9	10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	8	9	10
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-3	-1	-1	-1
외환관련손실	1	1	0	0	0
기타	-5	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	10	30	74	91	107
법인세비용	-2	-6	-19	-24	-28
계속사업순이익	8	24	55	68	79
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	24	55	68	79
당기순이익률	5.3	8.3	14.6	16.1	17.6
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	8	24	55	68	79
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	24	55	67	79
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	8	24	55	67	79

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,691	1,050	1,971	2,408	2,825
PER	0.0	61.9	48.7	39.9	34.0
BPS	61,763	13,141	15,112	16,920	19,045
PBR	0.0	4.9	6.4	5.7	5.0
EBITDAPS	27,127	3,271	4,435	6,166	6,877
EV/EBITDA	0.4	22.1	19.9	14.2	12.5
SPS	107,949	12,628	13,483	14,966	16,043
PSR	0.0	5.1	7.1	6.4	6.0
CFPS	24,684	3,351	4,514	6,267	6,974
DPS	0	0	600	700	850

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	na	85.7	31.8	11.1	7.0
영업이익 증가율	na	98.3	99.6	24.3	18.4
순이익 증가율	na	192.9	131.7	22.2	17.3
수익성					
ROIC	19.4	17.0	26.5	28.8	31.1
ROA	13.7	9.4	13.6	15.4	16.5
ROE	12.0	9.5	14.0	15.0	15.7
안정성					
부채비율	77.8	24.7	19.6	17.7	15.8
순차입금비율	12.1	-49.4	-50.0	-50.6	-52.5
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	327	364	410
현금및현금성자산	12	51	71	99	139
매출채권 및 기타채권	39	55	73	81	87
재고자산	0	1	2	2	2
기타유동자산	31	182	182	182	182
비유동자산	161	170	179	194	209
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	159	169	178	194	208
자산총계	242	459	507	558	618
유동부채	84	91	83	84	84
매입채무 및 기타채무	23	34	36	37	37
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	83	84	84
자배지분	136	368	424	474	534
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	87	138	198
기타지분변동	2	3	3	3	3
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	424	474	534
순차입금	16	-182	-212	-240	-280

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-12	-7	34	88	106
당기순이익	8	24	55	68	79
비현금항목의 가감	27	52	71	108	116
감가상각비	22	41	59	91	96
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	10	13	17	20
자산부채의 증감	-46	-73	-82	-73	-71
기타현금흐름	-2	-10	-10	-14	-18
투자활동 현금흐름	-70	-141	-68	-106	-110
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	-68	-140	-68	-106	-110
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	20	28	40
기초 현금	0	12	51	71	99
기말 현금	12	51	71	99	139
NOPLAT	13	26	49	61	72
FCF	34	67	39	45	57

[Compliance Notice]

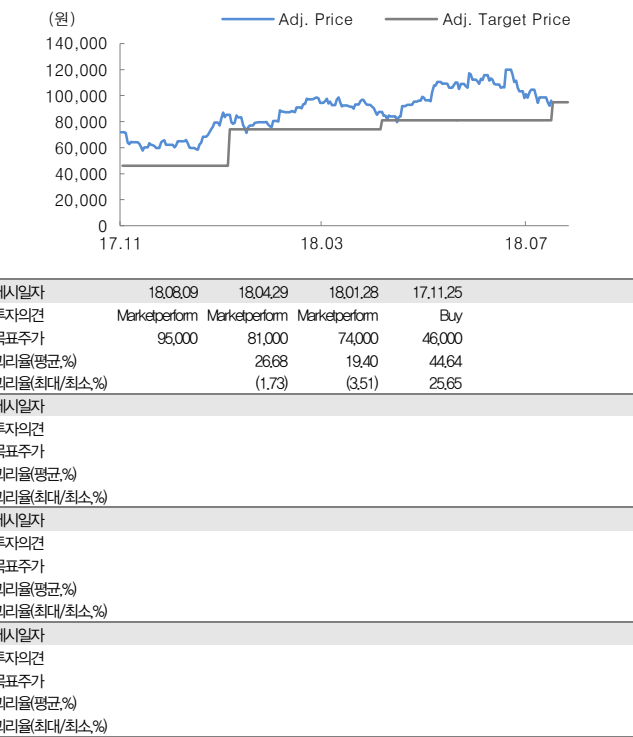
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20180806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	82.1%	15.8%	1.1%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(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