

스튜디오
드래곤
(253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 상향

6개월 목표주가

115,000

상향

현재주가

97,500

(18.11.07)

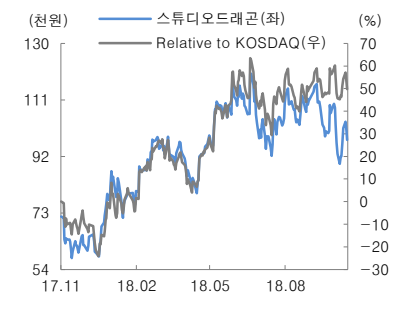
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	682.37
시가총액	2,734십억원
시가총액비중	1.20%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 57,800원
120일 평균거래대금	203억원
외국인지분율	2.37%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 75.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	5.7	16.2	0.0
상대수익률	1.8	21.6	45.8	0.0



한국은 좋다. 해외로 간다

투자의견 매수(Buy)로 상향, 목표주가 95,000원에서 115,000원으로 21% 상향

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출
- <미스터 션샤인> 영향으로 3Q18 판매 매출이 +172% yoy 증가했고, <알함브라 궁전의 추억> 중국 판매 가능성 증가를 반영하여, 2022년까지 연평균 성장률을 기존 36%에서 41%로 상향하면서 적정주가는 직전 대비 21% 상향

3Q18 Review: 해외 판매가 크게 증가한 의미 있는 실적

- 매출 1,2천억원(+60% yoy, +67% qoq), OP 215억원(+223% yoy, +194% qoq) 달성
- 당사 추정 대비 소폭 미달했지만, 당사에서 확인하고 싶었던 큰 폭의 판권 판매 증가를 보여준 의미 있는 성과라고 판단
- 매출 중 판매 매출이 634억원(+172% yoy), 비중 51%로 크게 상승했고, 해외를 중심으로 판매가 진행되면서, 판매 중 해외 비중 73%, 작품당 매출도 6.1억원(+154% yoy) 달성
- 판매 매출 증가는 최고 시청률 18.1%로 종영한 <미스터 션샤인>이 넷플릭스에 300억 원 정도에 판매된 영향. 430억원 정도로 추정되는 제작비 부담으로 이익은 당사 추정을 소폭 하회했지만, 텐트폴 작품이 글로벌 시장에 높은 가격에 판매될 수 있다는 것을 확인 시켜 준 의미 있는 실적이라고 판단
- 현재 중국과 드라마 공동 제작을 추진 중에 있고, 18.12월 방영 예정인 <알함브라 궁전의 추억>을 시작으로 중국판매가 시작될 가능성이 매우 높은 상황
- 당사에서 지난 보고서에서 중국 시장만 열리면 밸류에이션 정당화가 가능하다고 제시한 바가 있고, 이미 JCon은 중국에 <미스티> 등 다수의 작품을 판매하였기 때문에, 중국 시장의 재개방이 임박했다고 판단하여 투자의견을 매수로 상향
- 2019년 실적 추정에 대한 주요 가정: 드라마 제작 확대 25편 → 30편, 판권 판매 넷플릭스 1편 300억원, 중국 2편 200억원, 판권 판매 증가에 따른 OPM 개선 16% → 20%

(단위: 십억원, %)

구분	3Q17	2Q18	3Q18					4Q18		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	78	74	131	124	59.6	66.5	122	91	26.8	-26.3
영업이익	7	7	26	22	223.4	193.6	24	20	470.6	-7.9
순이익	6	9	21	17	205.1	94.4	21	16	690.4	-8.6

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	369	435	463
영업이익	17	33	59	85	117
세전순이익	10	30	65	93	125
총당기순이익	8	24	50	69	93
지배지분순이익	8	24	50	69	93
EPS	5,691	1,050	1,776	2,462	3,309
PER	0.0	61.9	54.9	39.6	29.5
BPS	61,763	13,141	14,917	16,780	19,389
PBR	0.0	4.9	6.5	5.8	5.0
ROE	12.0	9.5	12.7	15.5	18.3

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

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	154	287	378	369	-2.4	386	85.7	28.7
영업이익	17	33	66	59	-9.9	61	98.3	79.8
순이익	8	24	55	50	-9.9	52	192.9	108.8

자료: 스튜디오드래곤, WISEn, 대신증권 Research&Strategy본부

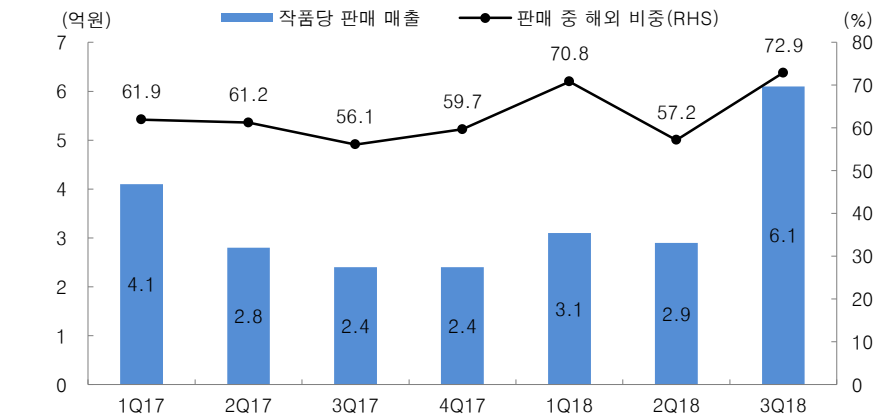
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	378	420	369	435	-2.4	3.5
판매비와 관리비	13	13	14	13	11.6	-0.2
영업이익	66	82	59	85	-9.9	3.9
영업이익률	17.4	19.5	16.1	19.6	-1.4	0.1
영업외손익	8	9	6	8	-25.5	-12.2
세전순이익	74	91	65	93	-11.6	2.2
지배지분순이익	55	68	50	69	-9.9	2.2
순이익률	14.6	16.1	13.5	15.9	-1.1	-0.2
EPS(지배지분순이익)	1,971	2,408	1,776	2,462	-9.9	2.2

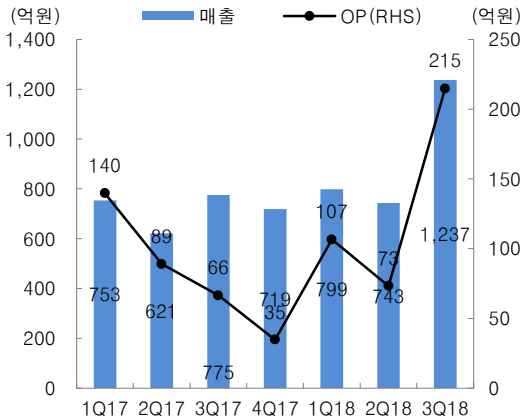
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 해외 판매 증가하면서 작품당 판매 매출 상승



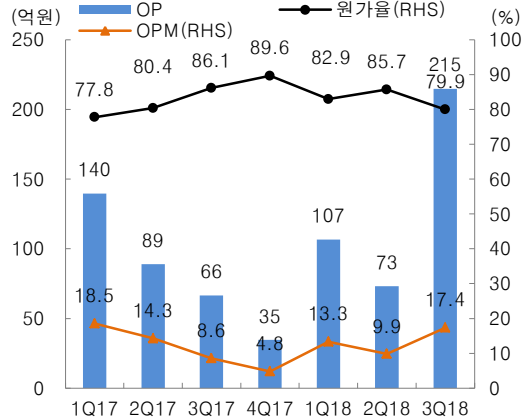
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 매출 및 영업이익 현황



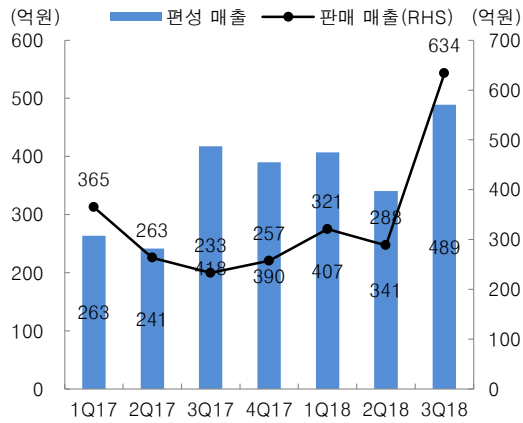
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 영업이익, 영업이익률 및 원가율 현황



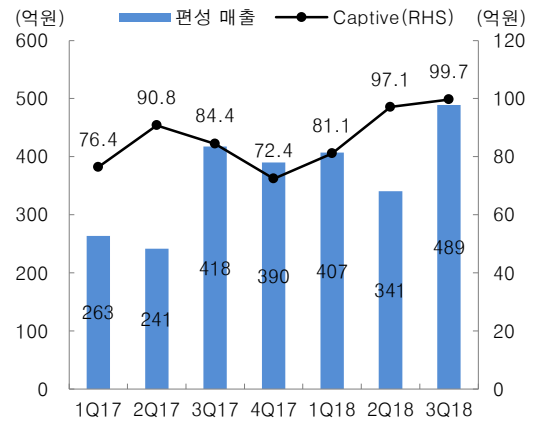
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 편성 매출 vs. 판매 매출



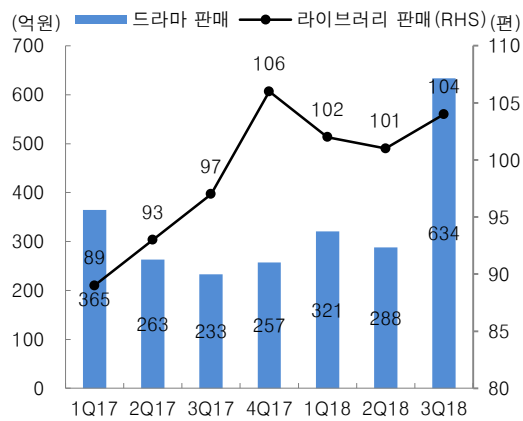
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 편성 매출 중 Captive 비중 97.1%



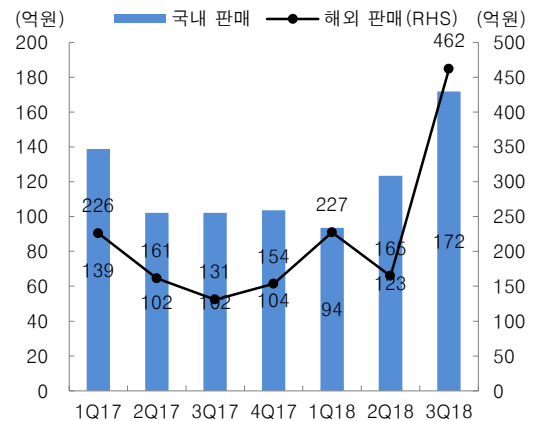
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 드라마 판매 현황



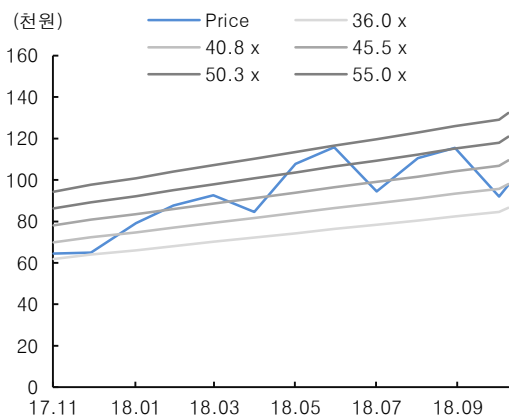
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 국내 판매 vs. 해외 판매



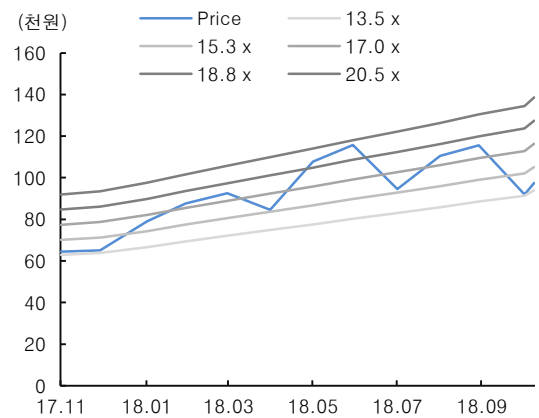
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 12M FWD EV/EBITDA Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

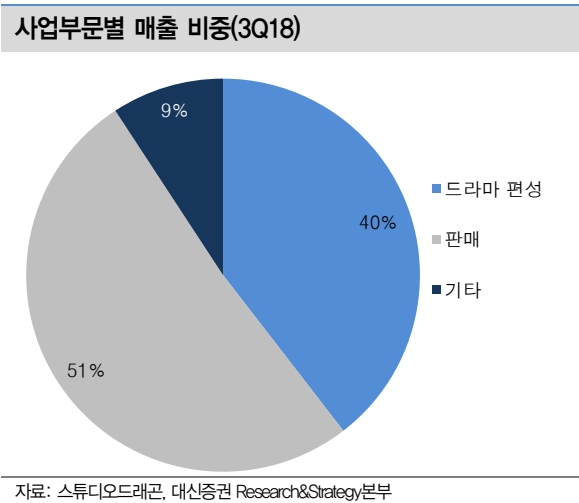
- 스튜디오드래곤은 16.53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17,11.24 KOSDAQ 상장
- 2017년 매출 2,868억원, 영업이익 330억원, 당기순이익 79억원
- 3Q18 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 40%, 판매 51%, 기타 9%
- 2Q18 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 75.66%

주가 코멘트

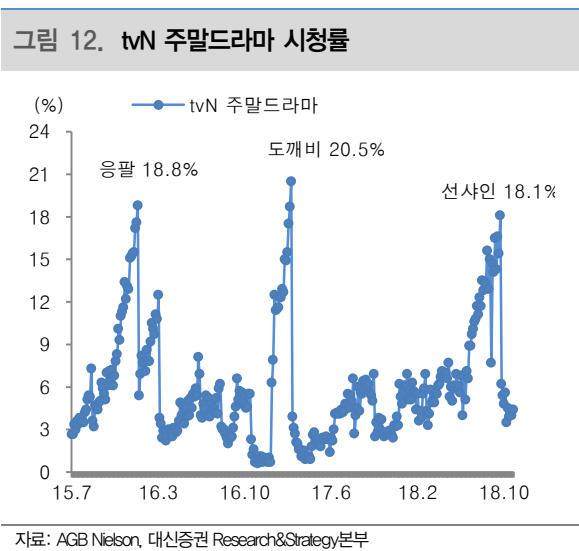
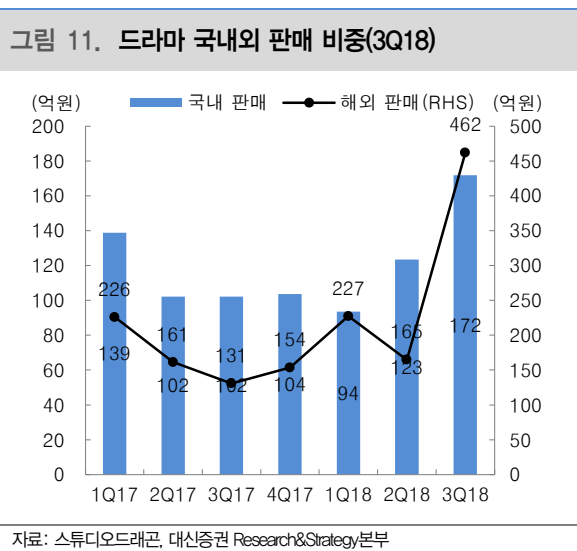
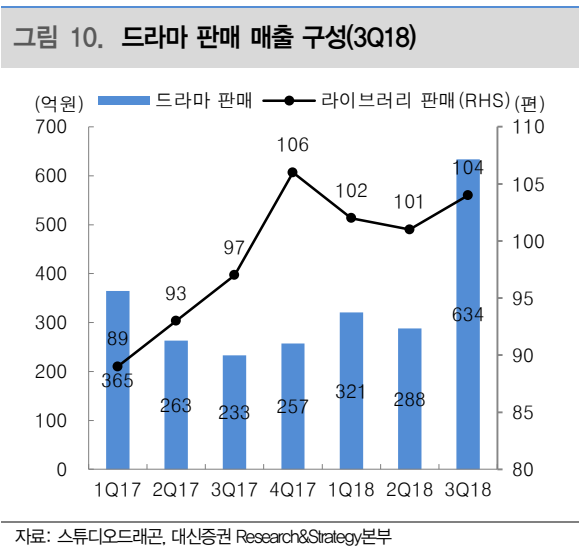
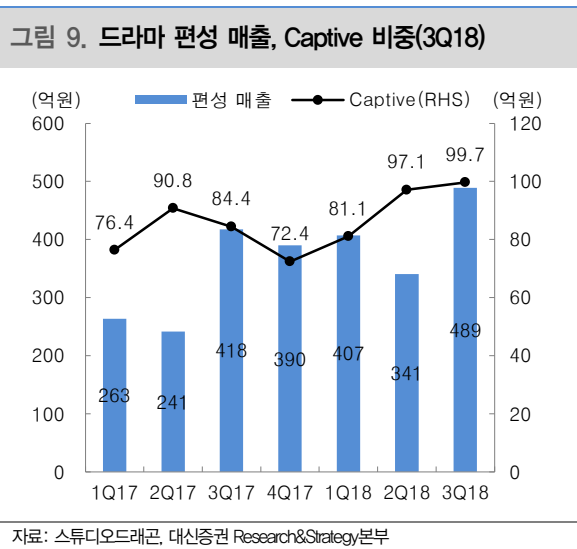
- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 주가는 지속적으로 상승 중

- 중국 시장이 다시 개방될 경우 중국 판매 증가에 따른 실적 개선도 일정부분 주가에 선반영 되어있고, 계약 규모에 따라 추가 상승도 가능할 것으로 전망

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부



2. Earnings Driver



주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	50	69	93	116	133	153	176	193	213	234
- 2026년까지 연평균 성장률은 26%로 추정 - 2022년까지 연평균 성장률 41%, 2018년 드라마 27편 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)	418	470	544	544	637	762	885	1,016	1,152	1,301
추정ROE	12.7	15.5	18.3	21.4	20.9	20.1	19.9	19.0	18.5	18.0
III 필요수익률 ^(주3)	5.3									
무위험이자율 ^(주4)	2.1									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.80									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	7.4	10.2	13.0	16.1	15.6	14.8	14.6	13.7	13.2	12.7
V 필요수익	20	22	25	29	29	34	40	47	54	61
VI 잔여이익(I-V)	30	47	68	87	104	119	135	147	159	173
현가계수	1.00	0.95	0.90	0.85	0.81	0.77	0.73	0.69	0.66	0.63
잔여이익의 현가	30	44	61	74	84	92	99	102	105	108
VII 잔여이익의 합계	799									
VIII 추정기간이후 현가	2,042									
연구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	368									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,210									
총주식수(천주)	28,037									
XI 적정주당가치(원)	114,477									
현재가치(원)	97,500									
Potential (%)	17.4%									

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: 연구성장률(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	369	435	463
매출원가	133	240	295	337	333
매출총이익	22	47	74	98	131
판매비외관리비	5	14	14	13	14
영업이익	17	33	59	85	117
영업이익률	10.8	11.5	16.1	19.6	25.1
EBITDA	39	74	118	184	216
영업외손익	-6	-3	6	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	65	93	125
법인세비용	-2	-6	-15	-24	-33
계속사업순손익	8	24	50	69	93
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	24	50	69	93
당기순이익률	5.3	8.3	13.5	15.9	20.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	24	50	69	93
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	24	50	69	93
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	24	50	69	93

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,691	1,050	1,776	2,462	3,309
PER	0.0	61.9	54.9	39.6	29.5
BPS	61,763	13,141	14,917	16,780	19,389
PBR	0.0	4.9	6.5	5.8	5.0
EBITDAPS	27,127	3,271	4,226	6,569	7,713
EV/EBITDA	0.4	22.1	21.5	13.6	11.3
SPS	107,949	12,628	13,163	15,504	16,528
PSR	0.0	5.1	7.6	6.5	6.1
CFPS	24,684	3,351	4,269	6,670	7,810
DPS	0	0	600	700	800

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	na	85.7	28.7	17.8	6.6
영업이익 증가율	na	98.3	79.8	43.4	37.1
순이익 증가율	na	192.9	108.8	38.6	34.4
수익성					
ROIC	19.4	17.0	23.4	28.3	36.0
ROA	13.7	9.4	12.3	16.1	19.7
ROE	12.0	9.5	12.7	15.5	18.3
안정성					
부채비율	77.8	24.7	19.8	17.9	15.6
순차입금비율	12.1	-49.4	-45.8	-47.9	-52.1
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	305	352	416
현금및현금성자산	12	51	51	85	142
매출채권 및 기타채권	39	55	71	84	89
재고자산	0	1	2	2	2
기타유동자산	31	182	182	182	182
비유동자산	161	170	196	202	213
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	159	169	195	202	212
자산총계	242	459	501	555	628
유동부채	84	91	82	84	84
매입채무 및 기타채무	23	34	36	37	38
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	85
자배지분	136	368	418	470	544
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	82	134	207
기타지분변동	2	3	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	418	470	544
순차입금	16	-182	-192	-226	-283

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-12	-7	31	93	124
당기순이익	8	24	50	69	93
비현금항목의 가감	27	52	70	118	126
감가상각비	22	41	59	99	100
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	10	11	19	26
자산부채의 증감	-46	-73	-80	-78	-71
기타현금흐름	-2	-10	-8	-16	-24
투자활동 현금흐름	-70	-141	-85	-106	-110
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	-68	-140	-85	-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	-1	34	58
기초 현금	0	12	51	51	85
기말 현금	12	51	51	85	142
NOPLAT	13	26	45	63	86
FCF	34	67	19	56	76

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	18.11.08	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

제시일자	18.11.08	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

제시일자	18.11.08	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

제시일자	18.11.08	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		10.81	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181105)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	84.3%	14.7%	1.0%

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 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