

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

94,600

(19.02.14)

미디어업종

외형 성장은 이상 무

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 35%, 현재 연간 25편 수준인 드라마 제작 물량을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 실적 전망에 기반한 목표주가 산출

4Q18 Review: 예상보다 낮은 실적은 초기 투자기에 발생하는 일시적 현상

- 매출 1,000억원(+41% yoy, -18% qoq), 영업이익 400억원(-89% yoy, -98% qoq) 달성
- 일회성 비용 135억원(판권 추가 상각 110억원, 성과급 25억원) 제외시 기대 수준
- 드래곤이 제작하는 드라마의 약 70%는 CJ ENM이 방영권료로 지급, CJ ENM은 드라마에 대한 광고 판매를 통해 방영권료를 상회하는 이익 달성, 제작비의 30%는 드래곤이 무형자산으로 인식 후 1.5년 동안 상각, 1.5년은 통상적으로 드라마 방영 시점 포함해서 유통 가능한 기간이고, 방영 후 추가 유통 가능성이 낮은 경우에는 잔여 판권 상각
- 넷플릭스와 중국 등 대형 플랫폼으로의 판매가 예정대로 진행된다면, 판권 매출 증가뿐만 아니라 판권 상각도 예정대로 1.5년 동안 진행되기 때문에, 매출과 이익이 동반 상승(물론, 비용의 지연이므로, 성장이 멈추는 시점에는 비용부담으로 작용)
- 반면, 대형 플랫폼으로의 판매가 원활하지 않으면, 매출 감소뿐만 아니라 판권도 1.5년 상각이 아닌 당기 비용화되기 때문에, 매출과 이익의 동반 하락 발생
- 4Q18에는 <미스터 션샤인> 포함 중국 판매 가능성이 높았던 10편의 작품에 대해 추가 유통 가능성이 낮다는 판단 하에 잔여 판권을 상각하면서 실적 부진
- 다만, 유의할 점은 이러한 회계처리의 배경이 향후 중국 시장의 재개방 가능성을 낮게 보고 내려진 결정은 아니라는 것. 중국 방영은 한국 방영과 동시에 진행되어야 높은 가치를 부여 받을 수 있기 때문에, 한국에서의 방영이 종료된 작품의 잔존가치를 없애는 것은 보수적 회계처리 과정일 뿐 향후 중국 시장의 재개방 여부와는 무관

실적 정상화는 멀지 않았다. 단기 주가는 시청률과 넷플릭스에 연동

- 드래곤은 '18년 26편(+4편 yoy) 제작, '19년 31편(+5편 yoy) 제작 예정, tN과 OCN을 통해 연간 25편 정도를 소화하고, 넷플릭스 오리지널 및 지상파형 드라마를 점차 확대시켜 나갈 계획, '19년 넷플릭스 오리지널은 <좋아하면 울리는>, <나 홀로 그대> 등 4편
- 아직 한중 동시방영이 가능한 시장 재개방은 확정되지 않았지만, 최근 JCon은 구작에 대한 콘텐츠 판매를 진행했고, 드래곤도 중국과 2편의 공동 제작을 시작할 예정이기 때문에, 실적 정상화는 멀지 않았다고 판단
- 실적 정상화 전까지는 텐트폴 작품의 시청률과 넷플릭스의 주가에 연동 전망, '18년 하반기 44% 하락했던 넷플릭스 주가는 연말 저점 대비 54% 반등, '19년 상반기에는 올해 최대 기대작 <아스달 연대기>가 방영하기 때문에, 주가 반등의 기반은 마련

(단위: 십억원, %)

구분	4Q17	3Q18	4Q18				1Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	72	124	97	102	41.4	-17.8	104	86	8.0	-15.1
영업이익	3	21	10	0.4	-88.5	-98.1	11	18	72.7	4,500.0
순이익	2	17	9	2	-17.4	-90.5	9	15	92.7	818.9

구분	2016	2017	2018(F)			Growth		
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	154	287	374	380	1.4	382	85.7	32.4
영업이익	17	33	50	40	-19.6	52	98.3	20.8
순이익	8	24	43	36	-16.1	44	192.9	49.9

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	742.27
시가총액	2,654십억원
시가총액비중	1.06%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 75,800원
120일 평균거래대금	168억원
외국인지분율	2.42%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-9.3	-8.8	19.0
상대수익률	-9.3	-17.9	-6.4	35.9

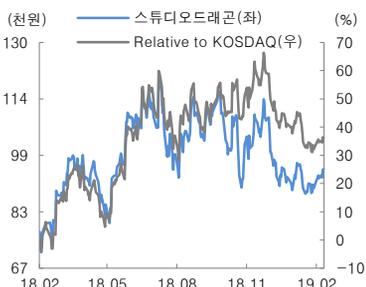
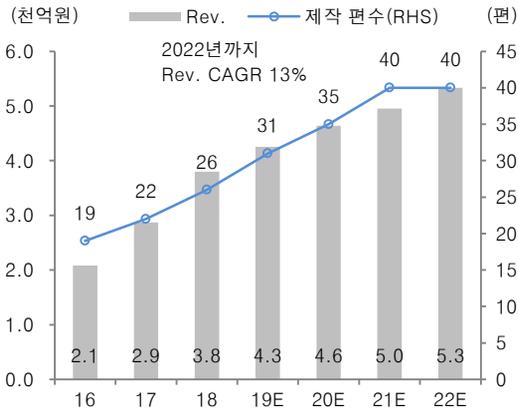
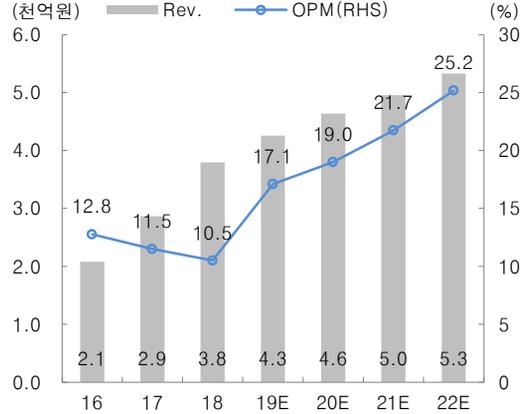


그림 2. 제작편수 증가와 함께 커지는 매출



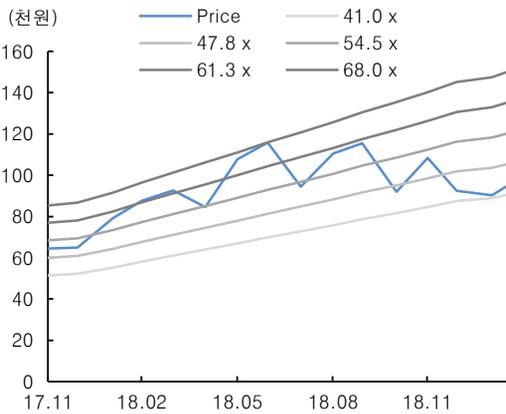
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 라이브러리가 쌓일수록 개선되는 마진



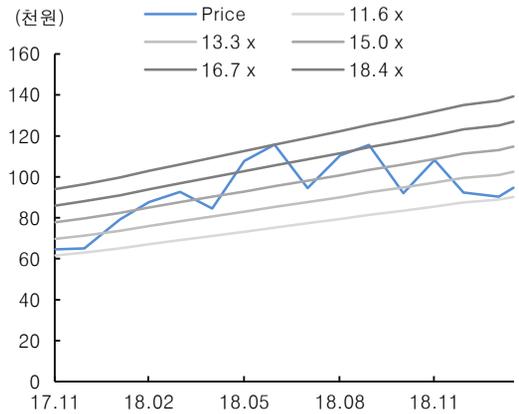
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 12M FWD PER Band



자료: Wisein, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 12M FWD EV/EBITDA Band



자료: Wisein, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

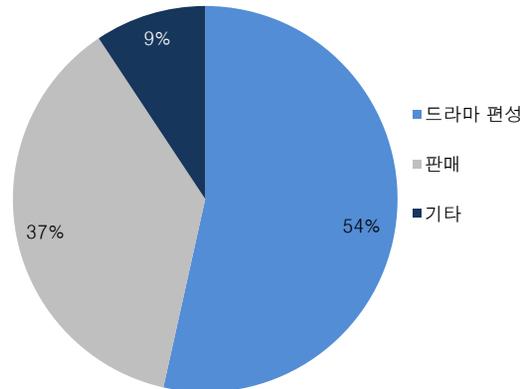
- 스튜디오드래곤은 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17,11.24 KOSDAQ 상장
- 2018년 매출 3,796 억원, 영업이익 399 억원, 당기순이익 358 억원
- 4Q18 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 54%, 판매 37%, 기타 9%
- 3Q18 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 75.66%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 MN과 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

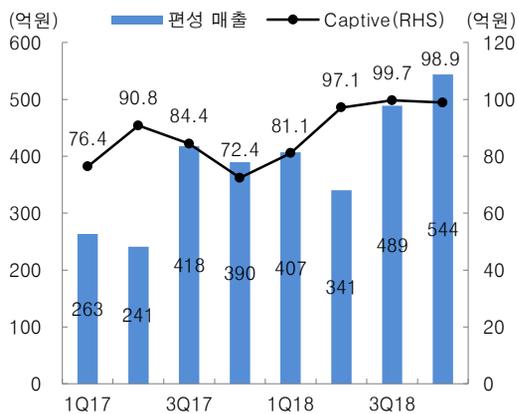
사업부문별 매출 비중(4Q18)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

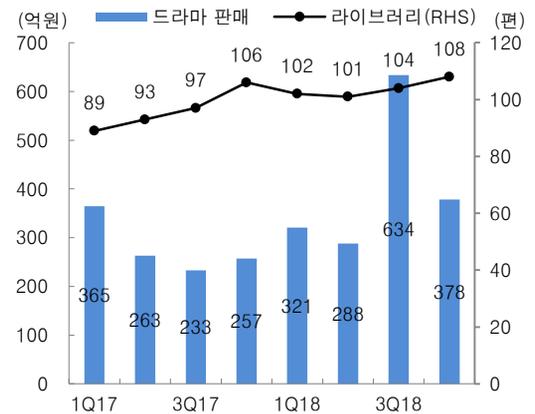
2. Earnings Driver

그림 6. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q18)



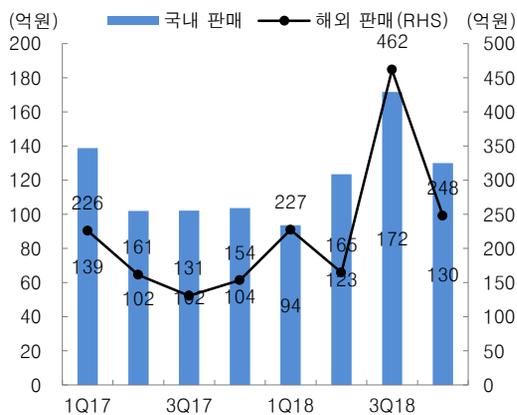
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 드라마 판매 매출 구성(4Q18)



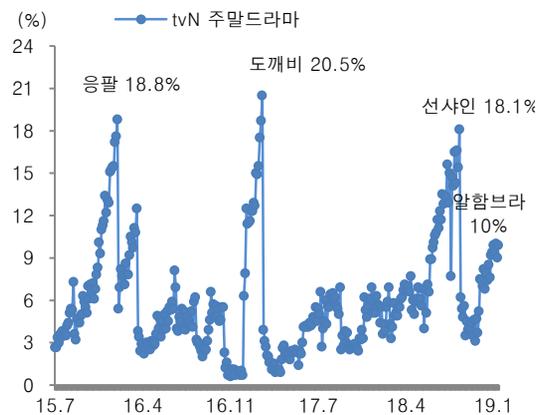
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 드라마 국내외 판매 비중(4Q18)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	380	426	464
매출원가	133	240	324	342	364
매출총이익	22	47	56	84	100
판매비외관리비	5	14	16	11	12
영업이익	17	33	40	73	88
영업이익률	10.8	11.5	10.5	17.1	19.0
EBITDA	39	74	138	196	233
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	1	0	0
기타	-5	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	10	30	46	81	97
법인세비용	-2	-6	-10	-21	-25
계속사업순이익	8	24	36	60	72
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	24	36	60	72
당기순이익률	5.3	8.3	9.4	14.1	15.5
비재배분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	24	36	60	72
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	24	36	60	72
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	8	24	36	60	72

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	5,691	1,050	1,275	2,134	2,561
PER	0.0	61.9	74.2	44.3	36.9
BPS	61,763	13,141	14,409	16,543	18,454
PBR	0.0	4.9	6.6	5.7	5.1
EBITDAPS	27,127	3,271	4,924	6,995	8,306
EV/EBITDA	0.4	22.1	18.0	12.6	10.5
SPS	107,949	12,628	13,538	15,169	16,537
PSR	0.0	5.1	6.8	6.2	5.7
CFPS	24,684	3,351	5,007	7,096	8,402
DPS	0	0	0	650	800

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	na	85.7	32.4	12.1	9.0
영업이익 증가율	na	98.3	20.8	82.2	21.5
순이익 증가율	na	192.9	49.9	67.5	20.0
수익성					
ROIC	19.4	17.0	16.5	23.6	24.4
ROA	13.7	9.4	8.2	13.3	14.6
ROE	12.0	9.5	9.3	13.8	14.6
안정성					
부채비율	77.8	24.7	27.5	24.1	21.8
순차입금비율	12.1	-49.4	-40.5	-38.8	-38.1
이자보상배율	19.5	19.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스투디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	81	290	250	276	301
현금및현금성자산	12	51	23	39	56
매출채권 및 기타채권	39	55	73	82	89
재고자산	0	1	2	2	2
기타유동자산	31	182	153	153	153
비유동자산	161	170	265	300	330
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	159	169	264	300	329
자산총계	242	459	515	576	631
유동부채	84	91	108	109	110
매입채무 및 기타채무	23	34	36	37	38
차입금	8	0	0	0	0
유동성채무	0	10	0	0	0
기타유동부채	54	47	72	72	72
비유동부채	21	0	3	3	3
차입금	20	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	0	3	3	3
부채총계	106	91	111	112	113
자배지분	136	368	404	464	518
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	68	128	181
기타지분변동	2	3	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	404	464	518
순차입금	16	-182	-164	-180	-197

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-12	-7	52	112	146
당기순이익	8	24	36	60	72
비현금항목의 가감	27	52	105	139	164
감가상각비	22	41	98	124	145
외환손익	0	1	-3	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	10	9	16	19
자산부채의 증감	-46	-73	-82	-74	-73
기타현금흐름	-2	-10	-6	-13	-16
투자활동 현금흐름	-70	-141	-169	-159	-174
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	-68	-140	-169	-159	-174
재무활동 현금흐름	93	188	-12	-2	-20
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	0	-18
기타	10	-22	-12	-2	-2
현금의 증감	12	40	-29	16	17
기초 현금	0	12	51	23	39
기말 현금	12	51	23	39	56
NOPLAT	13	26	31	54	65
FCF	34	67	-40	18	36

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 내부 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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	19.02.15	18.11.07	18.08.08	18.04.29	18.01.28	17.11.25
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	115,000	115,000	95,000	81,000	74,000	46,000
과리율(평균.%)		(15.75)	10.95	26.80	19.40	44.64
과리율(최대/최소.%)		(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)	25.65

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190212)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	85.6%	13.2%	1.1%

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