

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재 이가연
hojae.kim@daishin.com gayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **115,000**
유지

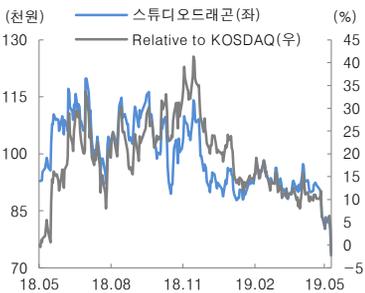
현재주가 **74,300**
(19.05.22)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	706.93
시가총액	2,084십억원
시가총액비중	0.86%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 74,300원
120일 평균거래대금	153억원
외국인지분율	3.28%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-22.0	-29.7	-22.8
상대수익률	-14.0	-18.0	-31.2	-4.6



제작비에 대한 오해

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 27%. 연간 25편 수준인 드라마 제작을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 전망에 기반한 목표주가 산출
- 전일 급락 포함 최근 스튜디오드래곤의 하락은 제작비에 대한 오해에서 비롯

〈아스달 연대기〉 제작비는 이미 뽑았다

- 방영권을 가져가는 플랫폼(19년 31편 제작 중 25편 CJ ENM)이 벌어들일 수 있는 광고 수익 감안해 드래곤 제작비의 일부 지불. 과거 평균은 약 70%, 나머지 30%는 드래곤이 부담하되 PPL 등으로 대부분 회수하고, 판권판매로 20% 정도 제작마진을 거두는 구조
- 제작비 증가시 플랫폼이 부담하는 방영권료 비율이 감소하기 때문에 드래곤의 부담이 커진다는 우려가 주가에 반영. 특히, 〈미스터 션샤인〉의 제작비를 넘어설 것으로 추정되는 〈아스달 연대기〉의 방영을 앞두고 우려가 고조되며 전일 급락으로 이어짐
- 하지만, 제작비가 크게 증가하는 작품들은 플랫폼의 방영권료 부담이 줄어들지만(대작일수록 광고는 잘 팔려 절대금액은 증가하되, 제작비 대비 방영권료 비율은 감소 가능), 넷플릭스와 같은 대형 OTT 등에 사전판매가 사실상 확정된 상태에서 제작을 진행하기 때문에, 제작비 증가가 드래곤의 실적 악화로 이어지지는 않음. 오히려 대작일수록 판권의 가치를 더 인정받기 때문에 보통 작품의 20%보다 높은 30% 수준의 제작마진 가능
- 〈아스달 연대기〉의 경우 향후 진행될 시즌 2 이후의 셋트장 비용까지 시즌 1에서 선반영하기 때문에 역대 가장 높은 제작비가 투입되지만, 이미 플랫폼(tvN)이 부담하는 방영권료와 넷플릭스에 대한 선판매로 BEP 수준을 확보한 것으로 추정
- 시즌 1에서 이익이 발생하지 않더라도 그 만큼 시즌 2 이후 제작비 부담이 줄어들면서 이익 레버리지가 발생하기 때문에, 제작비에 대한 우려는 지나치다고 판단

감가상각에 대한 오해도 풀자

- 플랫폼이 지불하는 방영권료를 제외한 나머지 제작비에 대해서만 드래곤이 부담하고, 무형자산(판권)으로 인식 후 1.5년 동안 상각. 제작비가 큰 작품들은 대부분 드래곤이 부담하는 무형자산에 상응하는 판권 수익을 확정시킨 후 제작. 따라서, 제작비가 큰 작품이 등장하면서 점점 감가상각비 부담이 커질 것이라는 우려도 지나친 오해
- 〈미스터 션샤인〉이나 〈아스달 연대기〉처럼 선판매가 발생하면, 판권 중 일정부분을 당분기에 상각. 이후 잔여 판권을 남은 기간 동안 상각하다가, 추가 판매 가능성이 낮으면 해당분기에 남은 부분을 전액 상각. 이 두 가지가 가속상각이라 표현되는 부분
- 20~30%의 제작마진이 발생하는 비즈니스 구조에서, 가속상각은 미래에 발생할 비용을 선반영 함으로써 오히려 미래 이익의 레버리지를 발생시켜주는 요소

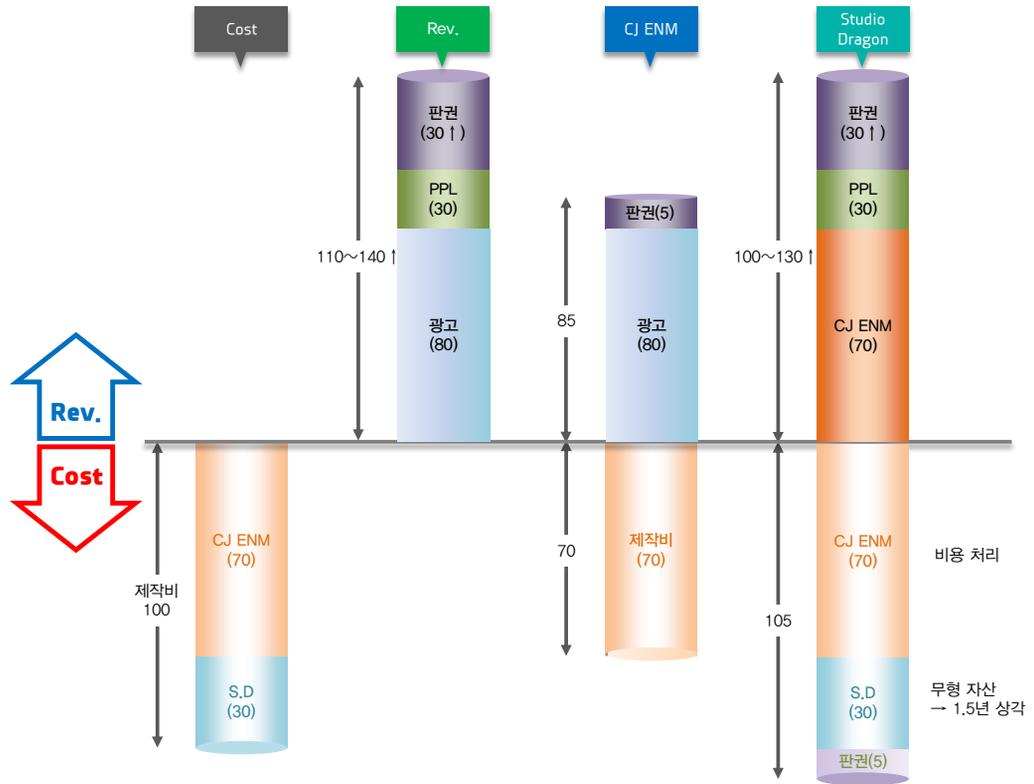
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	444	524	590
영업이익	33	40	52	76	94
세전순이익	30	46	63	89	108
총당기순이익	24	36	47	66	80
지배지분순이익	24	36	47	66	80
EPS	1,050	1,278	1,672	2,345	2,846
PER	61.9	72.3	44.4	31.7	26.1
BPS	16,223	14,312	15,978	17,673	19,719
PBR	4.0	6.5	4.7	4.2	3.8
ROE	9.5	9.3	11.0	13.9	15.2

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

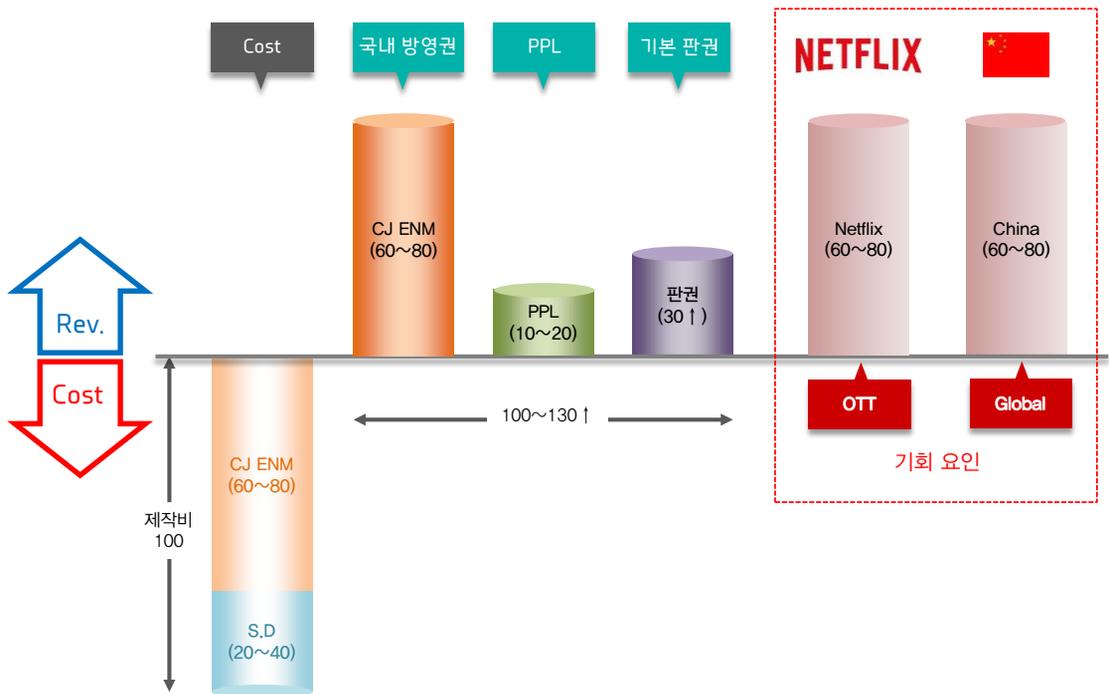
그림 1. 드라마 제작, 수익 인식 Process(CJ ENM)



PPL: Studio Dragon이 100 인식
 판권: Studio Dragon이 100 인식 → CJ ENM 15%

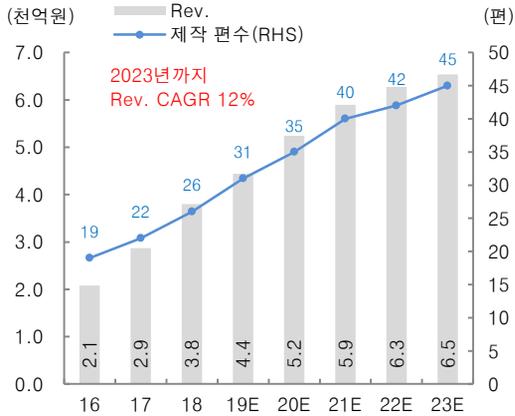
자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. Netflix와 중국, 콘텐츠가 대형화되는 계기



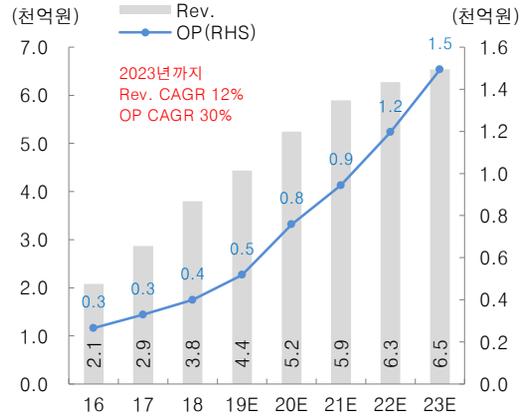
자료: Studio Dragon, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 제작편수 증가에 따른 매출 상승 전망



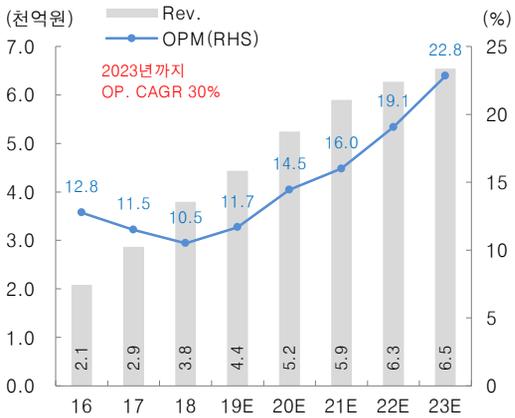
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 매출 성장률 9%, 이익 성장률 30% 전망



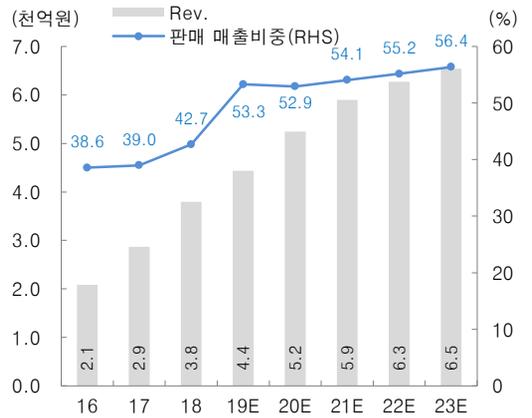
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 2020년부터 이익 레버리지 발생 전망



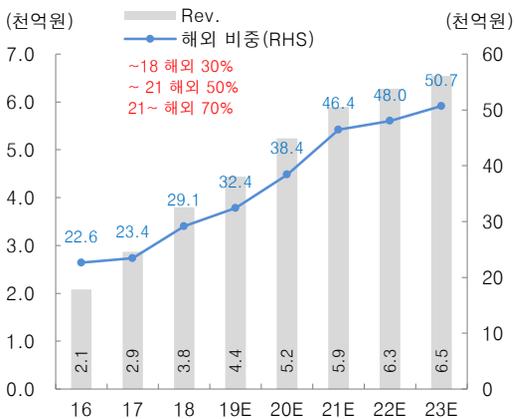
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 이익 레버리지의 트리거 1) 판매 비중 증가



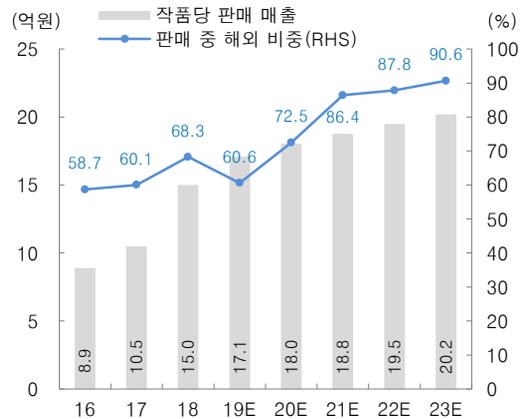
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 이익 레버리지의 트리거 2) 해외 비중 증가



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 작품당 판매 매출 및 해외 판매 증가



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

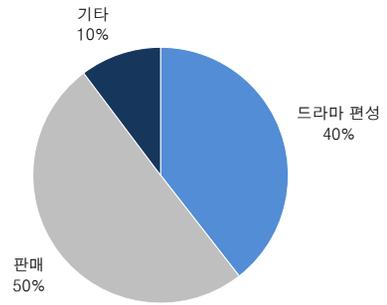
- 스튜디오드래곤은 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17,11.24 KOSDAQ 상장
- 2018년 매출 3,796 억원, 영업이익 399 억원, 당기순이익 358 억원
- 1Q19 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 40%, 판매 50%, 기타 10%
- 1Q19 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 71.30%

추가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 MN과 OCN의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 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

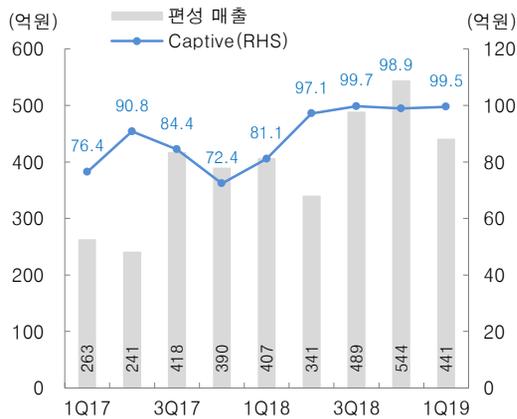
그림 1. 사업부문별 매출 비중(1Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

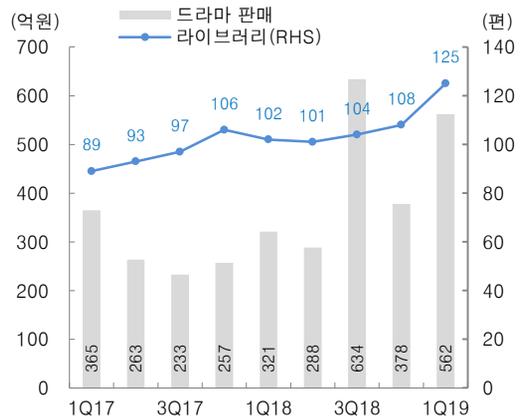
2. Earnings Driver

그림 2. 드라마 편성 매출, Captive 비중(1Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 드라마 판매 매출 구성(1Q19)



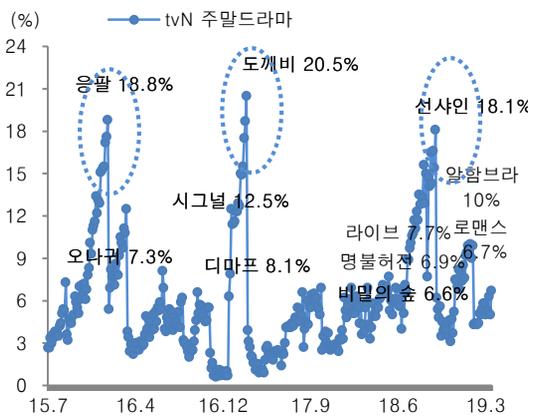
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 드라마 국내외 판매 비중(1Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	47	66	80	99	121	136	152	171	191	214
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	448	496	553	624	712	811	916	1,033	1,156	1,294
추정ROE	11.0	13.9	15.2	15.8	17.1	16.8	16.6	16.5	16.5	16.5
III 필요수익률 ^(주3)	4.6									
무위험이자율 ^(주4)	1.8									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	6.2	9.1	10.4	11.0	12.3	12.0	11.8	11.7	11.7	11.7
V 필요수익	19	22	24	27	30	34	39	44	50	56
VI 잔여이익(Ⅳ-V)	28	44	56	72	92	102	113	127	142	159
현가계수	0.97	0.93	0.89	0.84	0.81	0.77	0.73	0.70	0.67	0.64
잔여이익의 현가	27	41	50	61	74	78	83	89	95	101
VII 잔여이익의 합계	698									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,106									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	401									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,206									
총주식수(천주)	28,051									
XI 적정주당가치(원)	114,280									
현재가치(원)	74,300									
Potential (%)	53.8%									

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 입장에서의 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

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	444	524	590
매출원가	240	324	379	436	482
매출총이익	47	56	64	88	108
판매비외관리비	14	16	13	12	14
영업이익	33	40	52	76	94
영업이익률	11.5	10.5	11.7	14.5	16.0
EBITDA	74	115	175	221	253
영업외손익	-3	6	12	13	14
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	7	13	13	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-1	-2	-1	-1
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
법인세비용차감전순이익	30	46	63	89	108
법인세비용	-6	-10	-17	-23	-28
계속사업순이익	24	36	47	66	80
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	47	66	80
당기순이익률	8.3	9.4	10.6	12.5	13.5
비재배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	36	47	66	80
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	35	46	65	79
비재배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	35	46	65	79

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	1,672	2,345	2,846
PER	61.9	72.3	44.4	31.7	26.1
BPS	16,223	14,312	15,978	17,673	19,719
PBR	4.0	6.5	4.7	4.2	3.8
EBITDAPS	3,271	4,108	6,249	7,865	9,010
EV/EBITDA	22.1	21.2	11.0	8.7	7.5
SPS	12,628	13,539	15,814	18,687	21,022
PSR	5.1	6.8	4.7	4.0	3.5
CFPS	3,068	3,930	6,317	7,975	9,121
DPS	0	0	650	800	1,000

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	85.7	32.4	16.9	18.2	12.5
영업이익 증가율	98.3	21.0	29.6	46.6	24.4
순이익 증가율	192.9	50.3	30.9	40.2	21.4
수익성					
ROIC	17.0	16.0	15.8	19.8	22.0
ROA	9.4	8.2	9.6	12.9	14.6
ROE	9.5	9.3	11.0	13.9	15.2
안정성					
부채비율	24.7	27.7	25.5	23.9	22.0
순차입금비율	-49.6	-38.8	-36.4	-34.3	-36.1
이자보상배율	19.0	34.30	0.0	0.0	0.0

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	262	284	326
현금및현금성자산	51	153	160	168	197
매출채권 및 기타채권	55	69	80	95	107
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	182	25	21	21	21
비유동자산	170	265	301	330	349
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	169	264	300	329	348
자산총계	459	512	563	614	675
유동부채	91	108	112	116	119
매입채무 및 기타채무	34	60	63	67	71
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	10	0	0	0	0
기타유동부채	47	48	48	48	48
비유동부채	0	3	3	3	3
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	3	3	3	3
부채총계	91	111	114	119	122
자배지분	368	401	448	496	553
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	115	162	220
기타지분변동	3	0	0	0	0
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	448	496	553
순차입금	-183	-156	-163	-170	-200

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	27	65	94
당기순이익	0	0	47	66	80
비현금항목의 가감	46	74	130	158	176
감가상각비	41	75	124	145	158
외환손익	1	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	0	7	13	18
자산부채의 증감	-73	-139	-147	-149	-147
기타현금흐름	20	36	-4	-10	-15
투자활동 현금흐름	-141	141	-156	-172	-175
투자자산	-141	138	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	3	-156	-171	-174
재무활동 현금흐름	188	-10	0	-18	-22
단기차입금	-8	0	0	0	0
사채	10	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	208	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-18	-22
기타	-22	-10	0	0	0
현금의 증감	40	102	7	7	30
기초 현금	12	51	153	160	168
기말 현금	51	153	160	168	197
NOPLAT	26	31	38	56	70
FCF	67	106	2	26	51

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4차 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: 김회재)

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]

<p>스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>19.05.23</th> <th>19.05.07</th> <th>18.11.07</th> <th>18.08.08</th> <th>18.04.29</th> <th>18.01.28</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>6개월 경과</td> <td>Buy</td> <td>Marketperform</td> <td>Marketperform</td> <td>Marketperform</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>95,000</td> <td>81,000</td> <td>74,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td></td> <td>(28.10)</td> <td>(17.43)</td> <td>10.95</td> <td>26.80</td> <td>19.40</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td></td> <td>(21.39)</td> <td>(0.78)</td> <td>22.42</td> <td>(1.73)</td> <td>(3.51)</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>17.11.25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>46,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td>44.64</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td>25.65</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>17.11.25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>46,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균.%)</td> <td>44.64</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소.%)</td> <td>25.65</td> </tr> </tbody> </table>	제시일자	19.05.23	19.05.07	18.11.07	18.08.08	18.04.29	18.01.28	투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	목표주가	115,000	115,000	115,000	95,000	81,000	74,000	과리율(평균.%)		(28.10)	(17.43)	10.95	26.80	19.40	과리율(최대/최소.%)		(21.39)	(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)	제시일자	17.11.25	투자의견	Buy	목표주가	46,000	과리율(평균.%)	44.64	과리율(최대/최소.%)	25.65	제시일자	17.11.25	투자의견	Buy	목표주가	46,000	과리율(평균.%)	44.64	과리율(최대/최소.%)	25.65	<p>투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20190520)</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>88.6%</td> <td>11.4%</td> <td>0.0%</td> </tr> </tbody> </table> <p>산업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - Overweight(비중확대) <ul style="list-style-type: none"> : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) <ul style="list-style-type: none"> : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweight(비중축소) <ul style="list-style-type: none"> : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상 <p>기업 투자의견</p> <ul style="list-style-type: none"> - Buy(매수) <ul style="list-style-type: none"> : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) <ul style="list-style-type: none"> : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) <ul style="list-style-type: none"> : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상 	구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)	비율	88.6%	11.4%	0.0%
제시일자	19.05.23	19.05.07	18.11.07	18.08.08	18.04.29	18.01.28																																																										
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform																																																										
목표주가	115,000	115,000	115,000	95,000	81,000	74,000																																																										
과리율(평균.%)		(28.10)	(17.43)	10.95	26.80	19.40																																																										
과리율(최대/최소.%)		(21.39)	(0.78)	22.42	(1.73)	(3.51)																																																										
제시일자	17.11.25																																																															
투자의견	Buy																																																															
목표주가	46,000																																																															
과리율(평균.%)	44.64																																																															
과리율(최대/최소.%)	25.65																																																															
제시일자	17.11.25																																																															
투자의견	Buy																																																															
목표주가	46,000																																																															
과리율(평균.%)	44.64																																																															
과리율(최대/최소.%)	25.65																																																															
구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)																																																													
비율	88.6%	11.4%	0.0%																																																													