

스튜디오
드래곤
(253450)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 115,000
유지

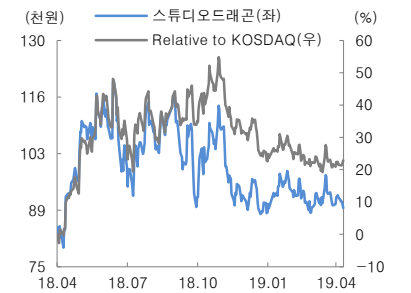
현재주가 89,300
(19.05.09)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	724.22
시가총액	2,505십억원
시가총액비중	0.98%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 83,600원
120일 평균거래대금	151억원
외국인지분율	3.25%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.4	-3.0	-11.1	6.8
상대수익률	2.0	-2.4	-15.6	25.5



해외로 해외로

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 29%. 현재 연간 25편 수준인 드라마 제작 물량을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 실적 전망에 기반한 목표주가 산출

1Q19 Review: 해외 매출 비중 30%대 진입

- 매출 1.1천억원(+40% yoy, +10% qoq), 영업이익 110억원(+3% yoy, +2,400% qoq)
- 드라마 편성과 판매 매출 모두 꾸준히 증가하면서 당사 추정 상회했으나, 제작비도 동반 상승하면서 영업이익은 당사 추정 소폭 하회
- 드라마 편성 매출 2018년 기준 95%가 Captive, 안정적인 Captive 매출을 기반으로 2019년부터는 지상파형 제작과 넷플릭스 오리지널 드라마 제작 중

- 매출 중 판매 비중은 50.3%로, 지난 3Q18 <미스터 션샤인> 효과로 판매 매출 비중이 51%를 기록한 이후 다시 50% 상회. 특히, 이번 분기에는 한 작품에 대한 의존이 아닌, 다양한 작품이 해외를 중심으로 판매되면서 판매 매출 증가하는 성과 달성
- 라이브러리는 역대 가장 많은 125편이 판매되었고, 작품당 판매매출도 4.5억원으로 3Q18의 6.1억원을 제외한 최고 수준 달성
- 특히, 판매 매출 중 해외 판매 비중은 76%로 역대 최고 수준이고, 전체 매출에서 해외가 차지하는 비중도 처음으로 30%를 넘어선 38.1% 달성
- 미국 OTT의 경쟁 상황은 스튜디오 드래곤에게 매우 우호적. 디즈니, 애플, 아마존, 유튜브 등이 자체 OTT를 출범시키면서 콘텐츠 배타적 공급을 추진하고 있기 때문에, K-Drama 열풍의 주인공인 스튜디오 드래곤의 몸값은 상승할 수 밖에 없을 것

단기 주가의 중요한 변수는 <아스달 연대기>

- 2~3Q 주가에 영향을 줄 수 있는 요소는 <미스터 션샤인>의 제작비를 상회하는 것으로 추정되는 <아스달 연대기>의 시청률. 시청률은 스튜디오 드래곤의 실적에 직접적인 영향을 미치는 것은 아니지만, <아스달 연대기>는 시즌제로 기획되고 있기 때문에, 시즌1의 시청률이 향후 시즌2 이후의 실적을 가능할 수 있는 중요한 척도가 될 것
- <아스달 연대기>는 시즌제로 제작되고, 시즌1에서 세트장 비용 등 제작비의 상당부분을 반영할 예정이어서 2019년 손익에 대한 기대는 크지 않음. 하지만, 시즌2 및 게임과 굿즈에 대한 매출까지 더해지면 본격적인 이익 레버리지가 발생할 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19				2Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	80	102	86	112	40.0	9.9	94	165	122.6	47.9
영업이익	11	0	14	11	3.2	2,397.2	12	20	167.7	78.2
순이익	8	2	12	9	16.9	426.3	11	17	93.2	86.9

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	287	380	426	442	3.9	476	32.4	16.4
영업이익	33	40	73	64	-12.1	68	21.0	59.9
순이익	24	36	60	56	-6.7	57	50.3	55.9

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	442	464	496
영업이익	33	40	64	78	106
세전순이익	30	46	76	91	120
총당기순이익	24	36	56	68	89
지배지분순이익	24	36	56	68	89
EPS	1,050	1,278	1,991	2,408	3,163
PER	61.9	72.3	44.8	37.1	28.2
BPS	16,223	14,312	16,296	18,055	20,418
PBR	4.0	6.5	5.5	4.9	4.4
ROE	9.5	9.3	13.0	14.0	16.4

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

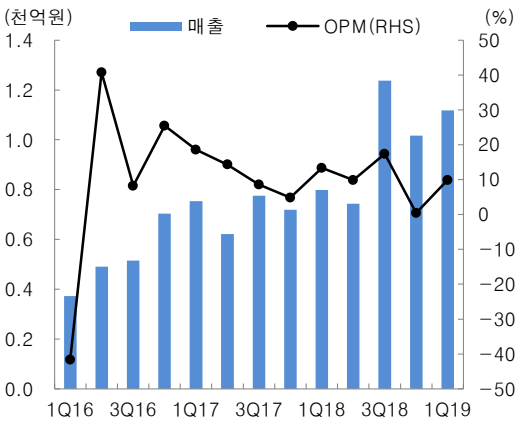
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	426	464	442	464	3.9	0.0
판매비와 관리비	11	12	13	12	14.5	0.8
영업이익	73	88	64	78	-12.1	-11.3
영업이익률	17.1	19.0	14.4	16.9	-2.6	-2.2
영업외손익	8	9	12	13	42.1	47.3
세전순이익	81	97	76	91	-6.6	-6.0
지배지분순이익	60	72	56	68	-6.7	-6.0
순이익률	14.1	15.5	12.6	14.6	-1.4	-0.9
EPS(지배지분순이익)	2,134	2,561	1,991	2,408	-6.7	-6.0

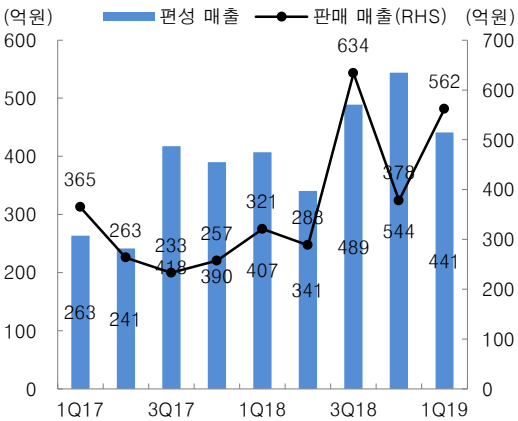
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 꾸준히 증가하는 매출



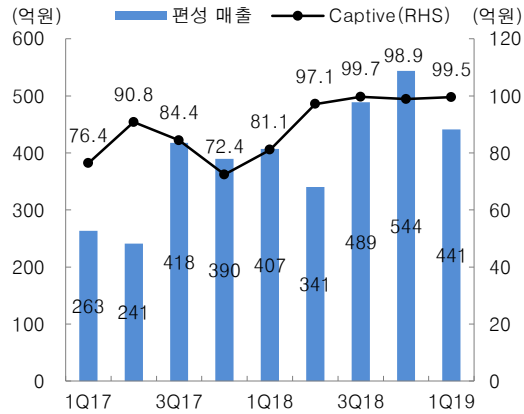
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 편성과 판매 모두 증가



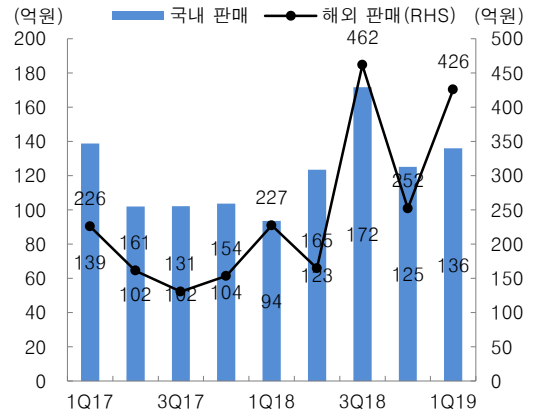
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 편성 매출은 Captive 위주



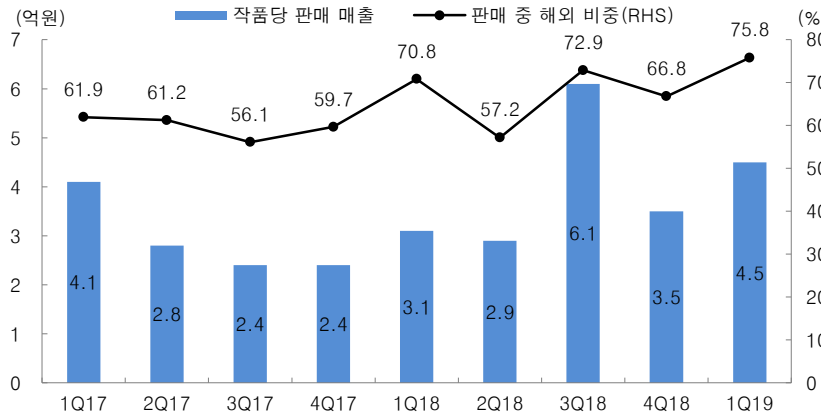
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 판매는 해외 판매 중심으로 성장



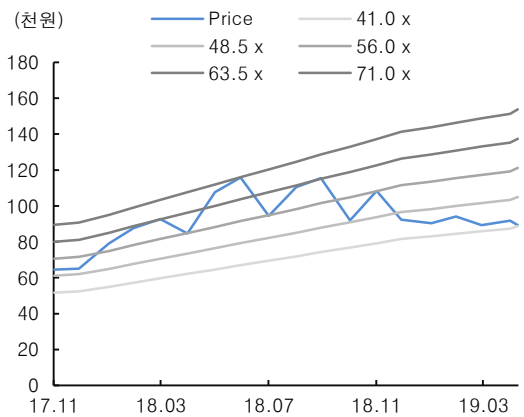
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 작품당 매출 증가, 해외 판매 비중 증가



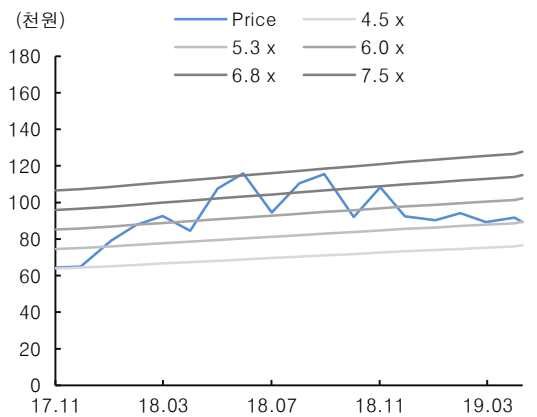
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 12M FWD PER Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 12M FWD PBR Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2018년 매출 3,796억원, 영업이익 399억원, 당기순이익 358억원
- 1Q19 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 40%, 판매 50%, 기타 10%
- 4Q18 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 71.30%

주가 코멘트

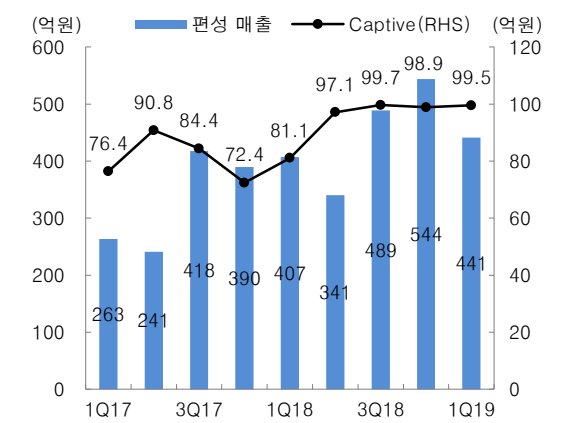
- CJ ENM 의 채널인 MN과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 주가는 지속적으로 상승 중

- 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

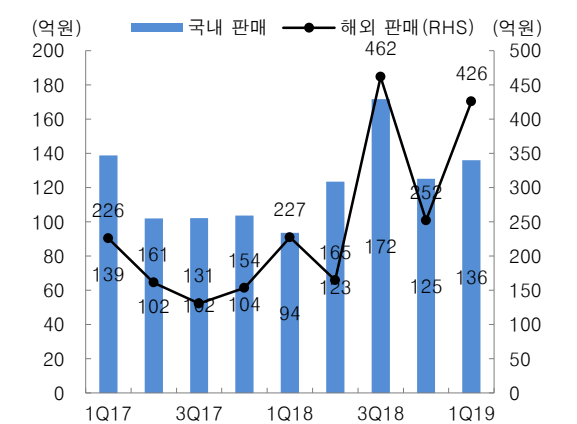
2. Earnings Driver

그림 8. 드라마 편성 매출, Captive 비중(1Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 드라마 국내외 판매 비중(1Q19)



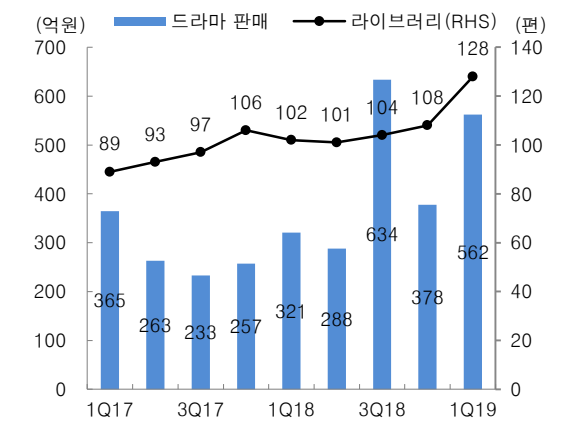
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

사업부문별 매출 비중(1Q19)

- 드라마 편성 40%
- 판매 50%
- 기타 10%

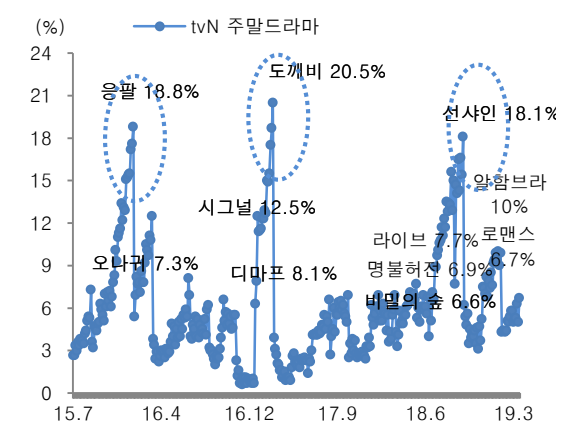
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 드라마 판매 매출 구성(1Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	442	464	496
매출원가	240	324	366	373	376
매출총이익	47	56	76	91	120
판매비와관리비	14	16	13	12	14
영업이익	33	40	64	78	106
영업이익률	11.5	10.5	14.4	16.9	21.5
EBITDA	74	115	187	223	265
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
법인세비용차감전순손익	30	46	76	91	120
법인세비용	-6	-10	-20	-24	-31
계속사업순손익	24	36	56	68	89
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	56	68	89
당기순이익률	8.3	9.4	12.6	14.6	17.9
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	36	56	68	89
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	35	55	66	88
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	35	55	66	88

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	1,991	2,408	3,163
PER	61.9	72.3	44.8	37.1	28.2
BPS	16,223	14,312	16,236	18,055	20,418
PBR	4.0	6.5	5.5	4.9	4.4
EBITDAPS	3,271	4,108	6,680	7,951	9,438
EV/EBITDA	22.1	21.2	12.4	10.4	8.6
SPS	12,628	13,539	15,757	16,537	17,664
PSR	5.1	6.8	5.7	5.4	5.1
CFPS	3,068	3,930	6,748	8,061	9,549
DPS	0	0	650	800	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	85.7	32.4	16.4	5.0	6.8
영업이익 증가율	98.3	21.0	59.9	22.6	35.9
순이익 증가율	192.9	50.3	55.9	21.0	31.3
수익성					
ROIC	17.0	16.0	19.6	20.7	25.6
ROA	9.4	8.2	11.8	13.1	16.2
ROE	9.5	9.3	13.0	14.0	16.4
안정성					
부채비율	24.7	27.7	25.0	22.8	20.4
순차입금비율	-49.6	-38.8	-37.6	-37.3	-40.5
이자보상배율	19.0	34.30	0.0	0.0	0.0

자료: 스투디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	271	292	340
현금및현금성자산	51	153	170	186	229
매출채권 및 기타채권	55	69	80	84	90
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	571	622	690
유동부채	91	108	111	113	114
매입채무 및 기타채무	34	60	63	64	66
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	115	117
자배지분	368	401	457	506	573
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	124	173	239
기타지분변동	3	0	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	457	506	573
순차입금	-183	-156	-172	-189	-232

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	36	74	108
당기순이익	0	0	56	68	89
비현금항목의 가감	46	74	133	159	179
감가상각비	41	75	124	145	158
외환손익	1	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	0	10	14	21
자산부채의 증감	-73	-139	-147	-141	-143
기타현금흐름	20	36	-7	-11	-18
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	17	17	43
기초 현금	12	51	153	170	186
기말 현금	51	153	170	186	229
NOPLAT	26	31	47	58	79
FCF	67	106	11	28	60

[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 (호림)	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	19.05.10	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.%)		(21.87)	(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	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190507)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

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