

스튜디오
드래곤
(253450)

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

투자 의견 BUY
 매수, 유지

6개월 목표주가 115,000
 유지

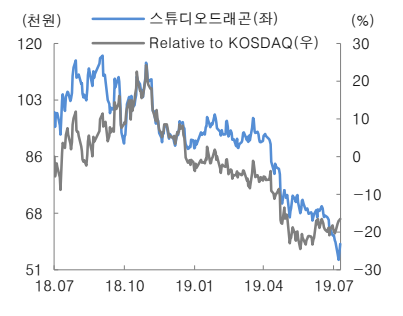
현재주가 58,900
(19.08.08)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	585.44
시가총액	1,652십억원
시가총액비중	0.84%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	116,300원 / 54,000원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	2.93%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.9	-34.8	-36.0	-38.6
상대수익률	-2.8	-17.0	-20.4	-17.9



이제 오해가 좀 풀려?

- 투자 의견 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
- 2Q19 Review: 편성과 판매의 고른 성장
- 매출 1.3천억원(+73% yoy, +15% qoq), 영업이익 108억원(+48% yoy, -2% qoq) 달성
 - 많은 제작비가 투입된 <아스달 연대기>의 손실 발생 우려로 주가는 급락했지만, 2Q19 실적에서 확인할 수 있듯이 <아스달 연대기>는 tN의 방영권료와 넷플릭스 선판매를 통해 BEP를 확보한 상황에서 방영을 시작했기 때문에, 우려 대비 양호한 실적 달성
 - 편성 매출(방영권료)과 판매 매출 비중은 각각 45%와 47%로 tN 및 OCN 등의 안정적인 Captive 채널을 바탕으로 국내외 판권 판매도 상승
 - 판매 중 해외 비중은 70%로 넷플릭스와 같은 글로벌 OTT로의 판매가 순조롭게 증가

제작비와 시청률에 대한 오해를 풀고 반등의 계기로 삼을 시점

- 스튜디오 드래곤의 주가는 약 540억원으로 추정되는 역대 최대 제작비가 투입된 <아스달 연대기>의 방영 전부터 하락을 시작해서 두 달간 약 40% 하락
- 우려1. 제작비를 tN의 방영권료로 충당하기 어렵기 때문에 손실이 발생하지 않을까
- 우려2. <아스달>의 7%대 시청률이 이전 텐트폴 작품들 대비 낮기 때문에, tN의 광고단가 하락으로 방영권료가 줄어들면서 스튜디오 드래곤의 비용 부담이 증가하지 않을까
- 하지만, 향후 시즌2~3에서 사용할 세트장에 대한 비용을 모두 반영했음에도 불구하고 <아스달 연대기> 시즌1은 tN 방영권료와 넷플릭스 선판매를 통해 BEP 확보, 오히려, 시즌2 부터는 이익 레버리지 발생 가능
- 7%대 시청률이 텐트폴 작품에 대한 기대 수준대비 낮을 수는 있지만, tN 모든 드라마의 평균인 5%보다 높기 때문에, 결코 낮은 시청률이 아님
- 또한, 단기 시청률이 tN의 광고단가에 직접 영향을 주지 않으며,
- 제작비가 많이 투입되는 텐트폴 작품일수록 드라마 제작 후 판매되면 제작비를 커버하는 방식이 아니고, 방영권료와 넷플릭스 선판매 등으로 확보한 자원 내에서 제작을 진행하는 구조이기 때문에, 드래곤의 부담이 커지는 것도 아님

(단위: 십억원, %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19				3Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	74	112	136	128	72.6	14.6	121	134	8.1	4.4
영업이익	7	11	12	11	47.5	-2.1	11	11	-47.4	4.6
순이익	9	9	11	10	13.3	9.3	10	10	-40.3	2.9

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	287	380	441	458	3.8	492	32.4	20.7
영업이익	33	40	53	51	-3.7	53	21.0	27.9
순이익	24	36	48	45	-6.2	45	50.3	25.3

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	458	503	566
영업이익	33	40	51	76	101
세전순이익	30	46	61	90	115
총당기순이익	24	36	45	66	85
지배지분순이익	24	36	45	66	85
EPS	1,050	1,278	1,601	2,361	3,028
PER	61.9	72.3	36.8	24.9	19.4
BPS	16,223	14,312	15,906	17,767	20,045
PBR	4.0	6.5	3.7	3.3	2.9
ROE	9.5	9.3	10.6	14.0	16.0

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

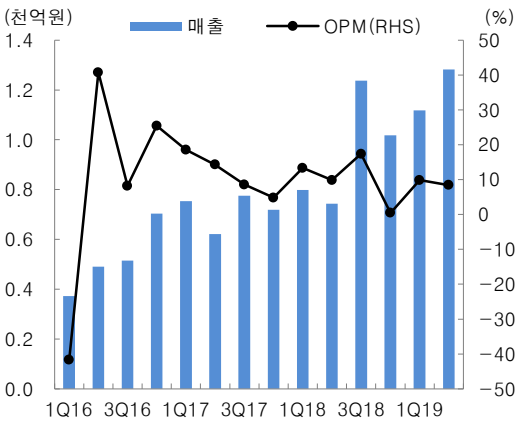
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	441	524	458	503	3.8	-4.0
판매비와 관리비	13	12	15	12	15.8	-0.3
영업이익	53	77	51	76	-3.7	-0.9
영업이익률	12.0	14.7	11.1	15.2	-0.9	0.5
영업외손익	12	13	10	13	-15.3	0.0
세전순이익	65	90	61	90	-5.8	-0.8
지배지분순이익	48	67	45	66	-6.2	-0.8
순이익률	10.8	12.7	9.8	13.2	-1.0	0.4
EPS(지배지분순이익)	1,707	2,379	1,601	2,361	-6.2	-0.8

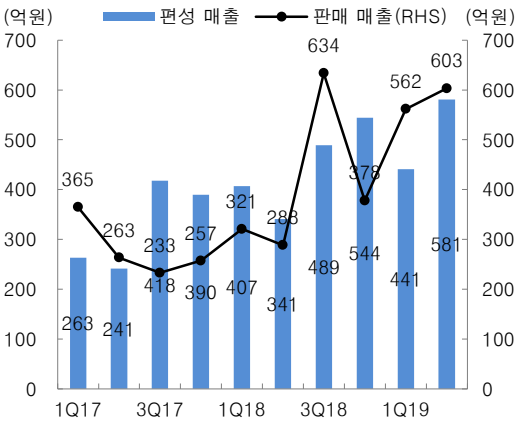
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 매분기 매출 성장



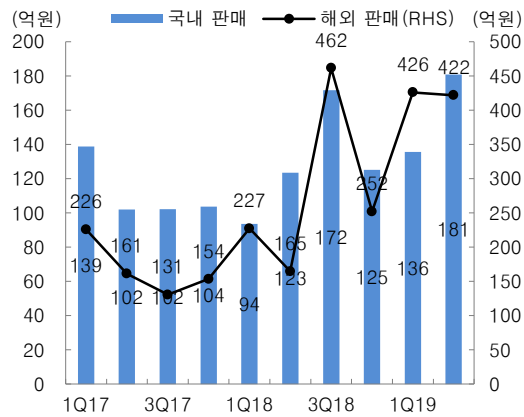
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 편성과 판매 모두 성장



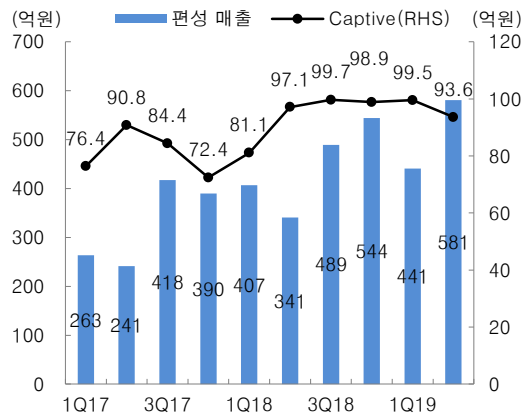
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 국내와 해외 판매 모두 성장



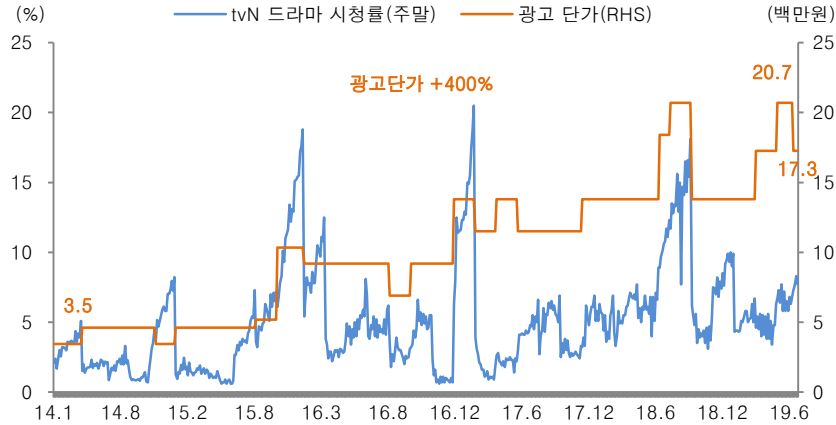
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. Captive 의 안정적 매출



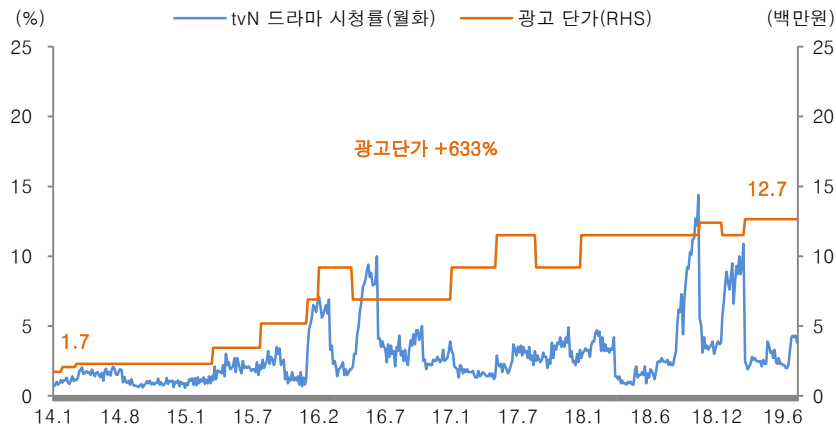
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. tvN 드라마 시청률(주말)과 광고 단가



자료: CJ ENM, AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. tvN 드라마 시청률(월화)과 광고 단가



자료: CJ ENM, AGB Nielson, 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 3,796억원, 영업이익 399억원, 당기순이익 358억원
- 2Q19 기준 사업부문별 매출 비중: 드라마 편성 45%, 판매 47%, 기타 8%
- 1Q19 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 6인) 71.30%

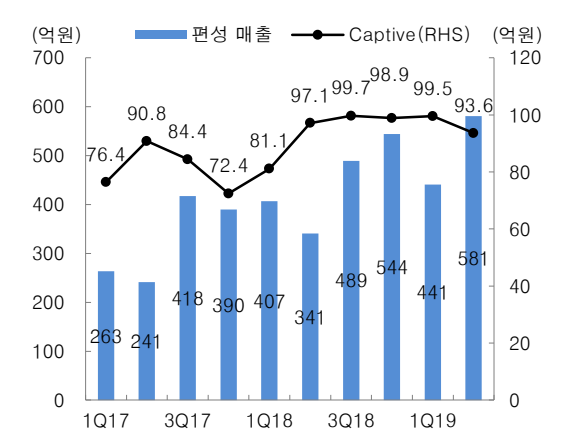
주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN과 OCN의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 《미스터 션샤인》, 《아스달 연대기》 등 텐트폴 드라마 편성이 많아지면서 제작비 증가에 대한 우려가 주가에는 부정적으로 반영 중
- 양호한 실적을 확인하고, 주요 작품의 시청률이 상승하면 주가는 다시 반등할 것으로 전망

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

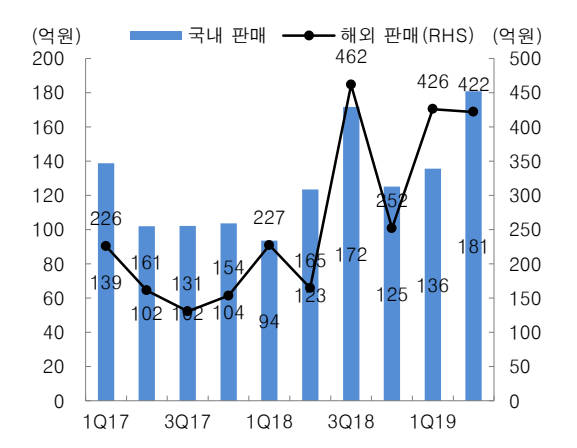
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q19)



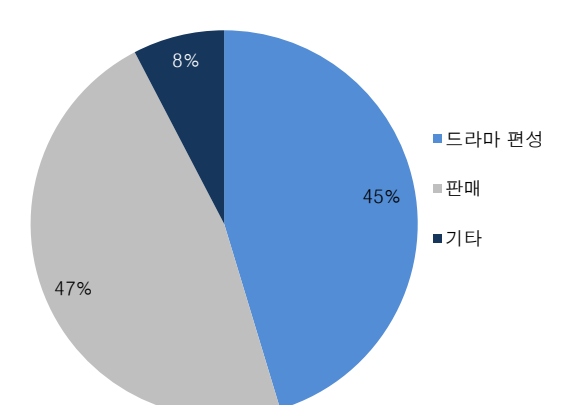
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(2Q19)



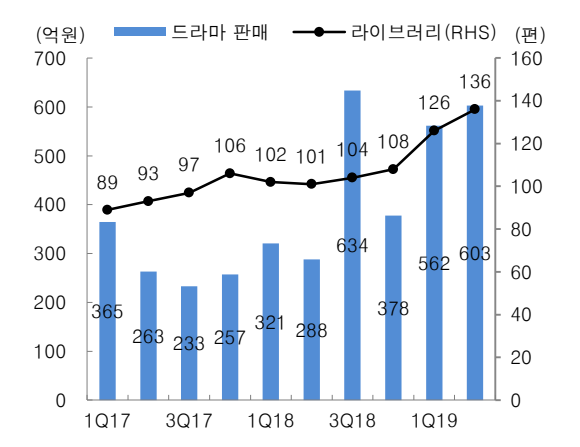
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

사업부문별 매출 비중(2Q19)



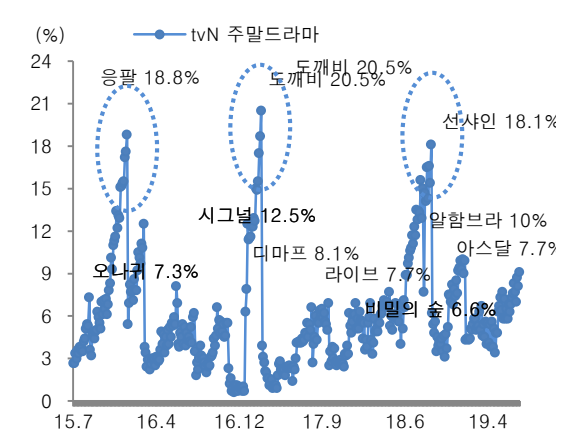
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 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)	45	66	85	103	119	134	150	168	188	211
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	446	498	562	642	732	829	932	1,047	1,168	1,304
	추정ROE	10.6	14.0	16.0	16.1	16.3	16.1	16.1	16.0	16.1	16.1
III	필요수익률 ^(주3)	4.4									
	무위험이자율 ^(주4)	1.6									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	6.6	9.6	11.6	11.7	11.9	11.7	11.7	11.6	11.7	11.7
V	필요수익	18	20	22	25	28	32	37	41	46	51
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	27	47	63	78	91	101	113	117	142	159
	현가계수	0.99	0.94	0.90	0.87	0.83	0.79	0.76	0.73	0.70	0.67
	잔여이익의 현가	27	44	57	68	76	81	86	92	99	106
VII	잔여이익의 합계	736									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,419									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	401									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,556									
	총주식수(천주)	28,051									
XI	적정주당가치(원)	126,774									
	현재가치(원)	58,900									
	Potential (%)	115.2%									

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

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	458	503	566
매출원가	240	324	392	415	451
매출총이익	47	56	66	89	115
판매비와관리비	14	16	15	12	14
영업이익	33	40	51	76	101
영업이익률	11.5	10.5	11.1	15.2	17.9
EBITDA	74	115	153	180	213
영업외손익	-3	6	10	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	61	90	115
법인세비용	-6	-10	-16	-23	-30
계속사업순이익	24	36	45	66	85
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	45	66	85
당기순이익률	8.3	9.4	9.8	13.2	15.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	36	45	66	85
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	35	44	65	84
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	35	44	65	84

Valuation 지표

	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	1,601	2,361	3,028
PER	61.9	72.3	36.8	24.9	19.4
BPS	16,223	14,312	15,906	17,767	20,045
PBR	40	6.5	3.7	3.3	2.9
EBITDAPS	3,271	4,108	5,472	6,404	7,600
EV/EBITDA	22.1	21.1	9.6	7.9	6.5
SPS	12,628	13,539	16,328	17,942	20,177
PSR	5.1	6.8	3.6	3.3	2.9
CFPS	3,068	3,930	5,476	6,514	7,710
DPS	0	0	500	750	850

재무비율

	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	85.7	32.4	20.7	9.9	12.5
영업이익 증가율	98.3	21.0	27.9	49.7	32.5
순이익 증가율	192.9	50.3	25.3	47.5	28.3
수익성					
ROIC	17.0	16.0	16.5	23.6	29.6
ROA	9.4	8.2	9.5	13.0	15.6
ROE	9.5	9.3	10.6	14.0	16.0
안정성					
부채비율	24.7	27.7	25.8	23.6	21.5
순차입금비율	-49.5	-39.3	-41.7	-46.4	-48.8
이자보상배율	190	343.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	290	343	398
현금및현금성자산	51	153	181	227	270
매출채권 및 기타채권	55	69	83	91	103
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	182	25	25	25	25
비유동자산	170	265	271	272	285
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	169	264	270	271	284
자산총계	459	512	561	616	683
유동부채	91	108	112	115	118
매입채무 및 기타채무	34	60	64	66	70
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	115	117	121
자배지분	368	401	446	498	562
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	113	165	229
기타지분변동	3	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	446	498	562
순차입금	-183	-158	-186	-231	-275

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	2	28	53
당기순이익	0	0	45	66	85
비현금항목의 가감	46	74	109	117	131
감가상각비	41	75	102	103	112
외환손익	1	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	0	6	13	19
자산부채의 증감	-73	-139	-149	-144	-147
기타현금흐름	20	36	-3	-10	-16
투자활동 현금흐름	-141	141	-106	-101	-121
투자자산	-141	138	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	3	-105	-101	-121
재무활동 현금흐름	188	-10	0	-14	-21
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	-14	-21
기타	-22	-10	0	0	0
현금의 증감	40	102	28	45	43
기초 현금	12	51	153	181	227
기말 현금	51	153	181	227	270
NOPLAT	26	31	38	57	75
FCF	67	106	31	55	63

[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]

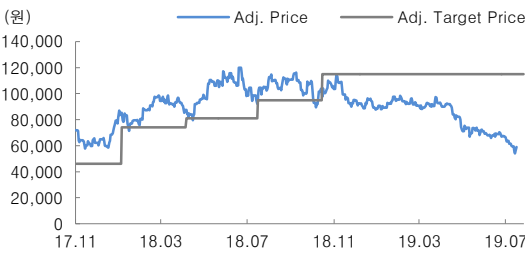
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	19.08.09	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.%)		(38.85)	(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.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.1%	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