

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

이가연

hojae.kim@daishin.com

gayeon.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

65,500

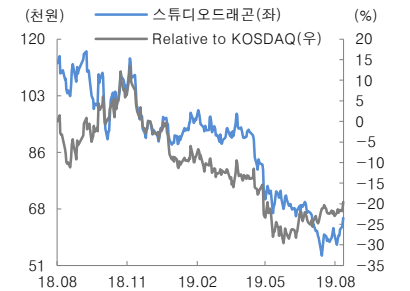
(19.09.03)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	620.02
시가총액	1,839십억원
시가총액비중	0.88%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	116,300원 / 54,000원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	2.81%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 74.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	-2.1	-30.4	-39.2
상대수익률	9.5	10.1	-17.9	-19.9



잘알람이 울릴 시간

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 26%, 연간 25편 수준인 드라마 제작을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 전망에 기반한 목표주가 산출

시청률에 대한 눈높이 차이로 인해 급락한 주가. 매력적인 매수 구간

- 좋아하는 사람이 반경 10m 이내에 들어오면 잘알람(Joalarm)이 울린다(스튜디오 드래곤이 제작한 넷플릭스 오리지널 드라마 <좋아하면 울리는> 중에서)
- 지금 스튜디오 드래곤의 주가는 잘알람이 울릴만한 주가

- 1Q19 실적 발표 후 평균 제작비 대비 약 5배 정도가 투입된 것으로 알려진 <아스달 연대기>의 포스터 및 티저 영상이 공개된 5월초부터 3개월간 주가 약 40% 하락
- 투입된 제작비를 회수할 수 있을지에 대한 의구심이 반영되면서 2Q19 영업이익의 전망치는 3개월간 20% 하락했지만, 주가는 실적 전망치 하향 수준 이상으로 급락
- 주가 하락요인은 <아스달 연대기>로 인한 2Q19 드래곤의 실적 부진 우려와, 장기적으로는 시청률이 부진할 경우 tN 광고단가가 하락하고 CJ ENM의 방영권료에 대한 부담이 커지면서 궁극적으로 드래곤의 제작비 부담이 상승하지 않을까에 대한 우려

- 드래곤은 <아스달 연대기>와 같은 텐트폴 작품, <봄밤>과 같은 지상파향 작품 및 <좋아하면 울리는>과 같은 넷플릭스 오리지널 드라마까지 '19년 총 31편의 드라마 제작. '23년에는 연간 45편까지 제작 규모 확대 전망
- 비록 <아스달>의 제작규모가 크긴 하지만, 작품 하나의 성과가 전체 실적을 크게 좌우하지는 않음. 그리고 시장의 우려와 달리 <아스달>은 시즌3까지 사용될 세트장에 대한 비용을 시즌1에 선반영 했음에도 불구하고 최소 BEP를 달성하면서 방영 시작
- 또한, 텐트폴 작품일수록 넷플릭스와 같은 tN 이외의 플랫폼에 대한 사전 판매가 어느 정도 가시화된 상황에서 제작을 진행하기 때문에, 향후에도 텐트폴에 대한 부정적인 실적 전망을 가질 필요는 없다고 판단

- <아스달>의 평균 시청률은 7%로, tN의 전체 평균 시청률 5%를 상회했고, 광고 단가도 <미스터 셀사의인>과 동일한 21백만원 형성. tN의 주말 광고단가는 꾸준한 시청률 상승에 힘입어 지난 5년간 400% 상승. 월화 광고 단가도 633% 상승
- 드래곤이 꾸준히 경쟁력 있는 작품을 제작하고 있어서 tN의 광고단가는 상승 중인데다가, 작품의 해외판매 비중이 증가하면서 tN의 방영권료에 대한 의존도 또한 낮아지고 있기 때문에, 향후에도 비록 특정 작품의 시청률이 부진하다 하더라도 광고단가 하락 및 방영권료 감소 등에 대한 우려를 할 필요는 없다고 판단

- 꾸준한 제작편수 증가('18년 26편 → '23년 45편)와 해외 판매 비중 증가('18년 29% → '23년 52%)에 힘입어 향후 5년간 연평균 매출 11%, 이익 28% 증가 전망

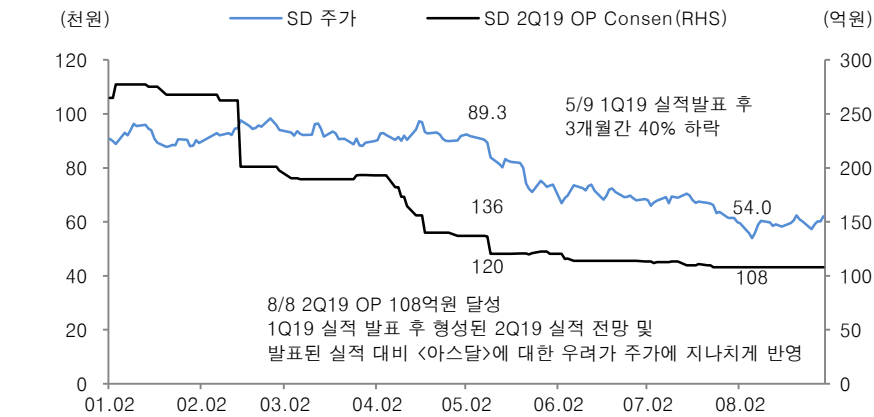
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	475	519	579
영업이익	33	40	49	74	95
세전순이익	30	46	59	87	108
총당기순이익	24	36	43	65	80
지배지분순이익	24	36	43	65	80
EPS	1,050	1,278	1,534	2,300	2,851
PER	61.9	72.3	42.7	28.5	23.0
BPS	16,223	14,312	15,834	17,624	19,725
PBR	4.0	6.5	4.1	3.7	3.3
ROE	9.5	9.3	10.2	13.8	15.3

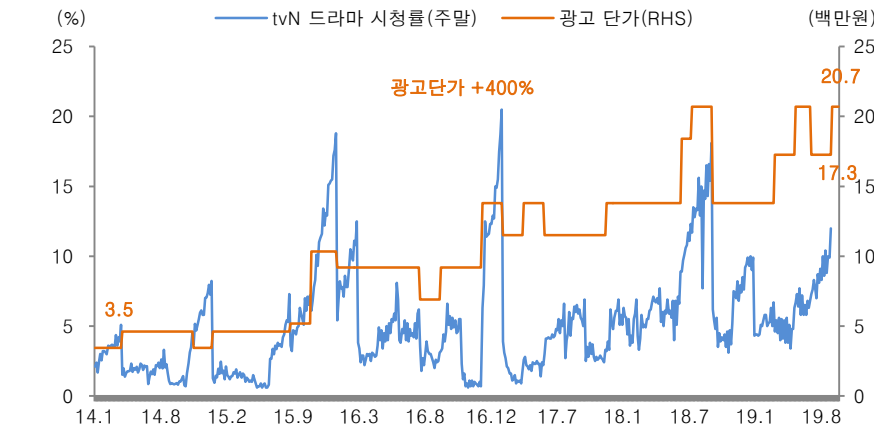
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. <아스달>에 대한 우려가 주가에 지나치게 반영. 우려대비 실적은 양호



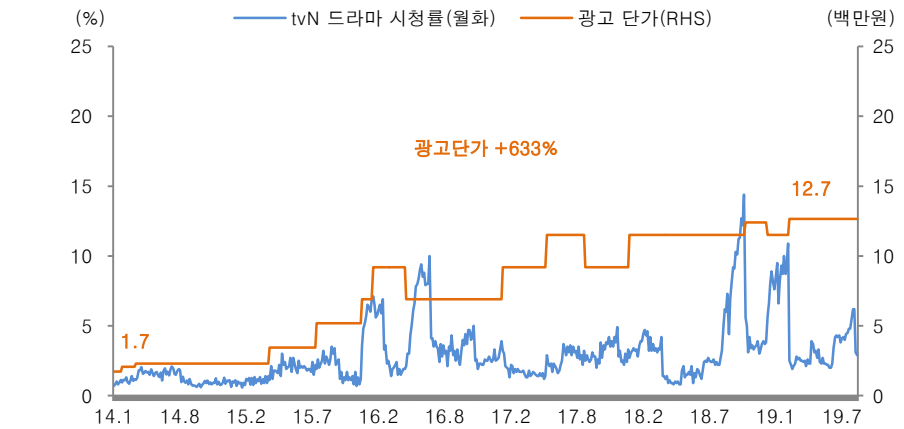
자료: FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. tvN 드라마 시청률(주말)과 광고 단가. 꾸준한 우상향



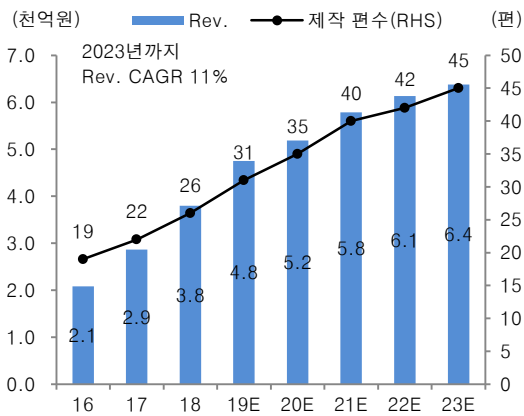
자료: CJ ENM, AGB Nelson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. tvN 드라마 시청률(월화)과 광고 단가. 꾸준한 우상향



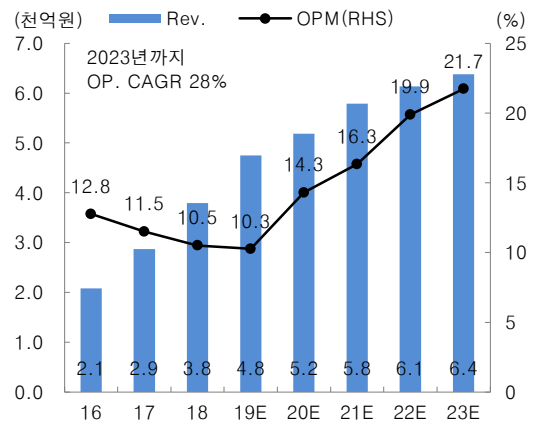
자료: CJ ENM, AGB Nelson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 드라마 제작편수 증가에 따른 매출 상승



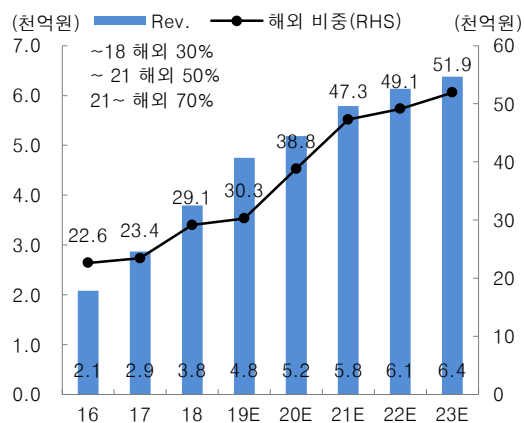
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 연평균 28%의 이익 성장 전망



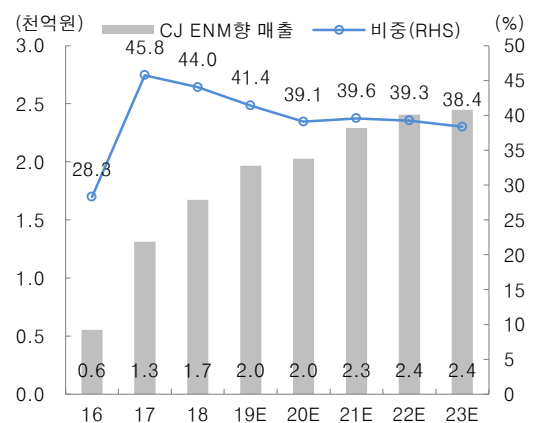
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 매출 성장의 Key는 해외 판매 비중 확대



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. tvN, OCN 등 안정적인 Captive 기반의 성장



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 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
- 2019 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

사업부문별 매출 비중(2Q19)

사업부문	비중
드라마 편성	45%
판매	47%
기타	8%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q19)

기간	편성 매출 (억 원)	Captive (RHS) (억 원)
1Q17	263	76.4
2Q17	241	90.8
3Q17	418	84.4
4Q17	390	72.4
1Q18	407	81.1
2Q18	341	97.1
3Q18	489	99.7
4Q18	544	98.9
1Q19	441	99.5
2Q19	581	93.6

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(2Q19)

기간	드라마 판매 (억 원)	라이브러리 (RHS) (편)
1Q17	365	89
2Q17	263	93
3Q17	233	97
4Q17	257	106
1Q18	321	102
2Q18	288	101
3Q18	634	104
4Q18	378	108
1Q19	562	126
2Q19	603	136

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(2Q19)

기간	국내 판매 (억 원)	해외 판매 (RHS) (억 원)
1Q17	226	139
2Q17	161	102
3Q17	131	104
4Q17	154	94
1Q18	227	165
2Q18	123	172
3Q18	252	462
4Q18	125	252
1Q19	136	426
2Q19	181	422

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. tvN 주말드라마 시청률

드라마	시청률 (%)
응답하라 1988	18.8%
도깨비	20.5%
시그널	12.5%
오나미	7.3%
디마프	8.1%
라이브	7.7%
비밀의 숲	6.6%
알함브라	10%
아스달	7.7%
선샤인	18.1%

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원, 원, %)									
		2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	43	65	80	101	113	127	142	159	179	200
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	444	495	554	631	715	805	903	1,013	1,127	1,256
	추정ROE	10.2	13.8	15.3	16.0	15.9	15.8	15.8	15.7	15.8	15.9
III	필요수익률 ^(주3)	4.4									
	무위험이자율 ^(주4)	1.6									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	5.8	9.4	10.9	11.6	11.5	11.4	11.4	11.3	11.4	11.5
V	필요수익	18	20	22	24	28	31	35	40	45	50
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	25	45	58	76	86	96	107	120	134	150
	현가계수	0.99	0.95	0.91	0.87	0.83	0.80	0.76	0.73	0.70	0.67
	잔여이익의 현가	25	43	53	66	71	76	82	88	94	101
VII	잔여이익의 합계	699									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,294									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	401									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,394									
	총주식수(천주)	28,051									
XI	적정주당가치(원)	120,843									
	현재가치(원)	65,500									
	Potential (%)	84.5%									

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	475	519	579
매출원가	240	324	412	432	471
매출총이익	47	56	63	87	109
판매비와관리비	14	16	14	12	14
영업이익	33	40	49	74	95
영업이익률	11.5	10.5	10.3	14.3	16.3
EBITDA	74	115	151	177	207
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	-4	-1	-1
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	30	46	59	87	108
법인세비용	-6	-10	-16	-23	-28
계속사업순이익	24	36	43	65	80
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	43	65	80
당기순이익률	8.3	9.4	9.1	12.5	13.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	36	43	65	80
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	35	42	63	79
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	35	42	63	79

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	1,534	2,300	2,851
PER	61.9	72.3	42.7	28.5	23.0
BPS	16,223	14,312	15,834	17,624	19,725
PBR	4.0	6.5	4.1	3.7	3.3
EBITDAPS	3,271	4,108	5,387	6,318	7,357
EV/EBITDA	22.1	21.1	11.0	9.1	7.6
SPS	12,628	13,539	16,932	18,467	20,618
PSR	5.1	6.8	3.7	3.4	3.1
CFPS	3,068	3,930	5,373	6,429	7,467
DPS	0	0	500	750	850

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	85.7	32.4	25.2	9.1	11.6
영업이익 증가율	98.3	21.0	22.1	52.3	27.5
순이익 증가율	192.9	50.3	20.1	50.1	23.9
수익성					
ROIC	17.0	16.0	15.6	22.8	27.5
ROA	9.4	8.2	9.1	12.6	14.7
ROE	9.5	9.3	10.2	13.8	15.3
안정성					
부채비율	24.7	27.7	26.1	23.9	21.9
순차입금비율	-49.5	-39.3	-40.9	-45.6	-47.8
이자보상배율	19.0	34.30	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	289	341	391
현금및현금성자산	51	153	177	221	260
매출채권 및 기타채권	55	69	86	94	105
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	560	613	675
유동부채	91	108	113	115	118
매입채무 및 기타채무	34	60	65	67	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	116	118	121
자배지분	368	401	444	495	554
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	111	161	220
기타지분변동	3	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	444	495	554
순차입금	-183	-158	-182	-226	-265

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	-2	27	49
당기순이익	0	0	43	65	80
비현금항목의 가감	46	74	108	116	130
감가상각비	41	75	102	103	112
외환손익	1	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	0	5	13	18
자산부채의 증감	-73	-139	-151	-144	-146
기타현금흐름	20	36	-2	-10	-15
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	24	44	39
기초 현금	12	51	153	177	221
기말 현금	51	153	177	221	260
NOPLAT	26	31	36	55	70
FCF	67	106	30	54	58

[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: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	19.09.04	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.%)		(40.63)	(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:20190901)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.2%	10.3%	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