

스튜디오 드래곤 (253450)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 115,000
유지

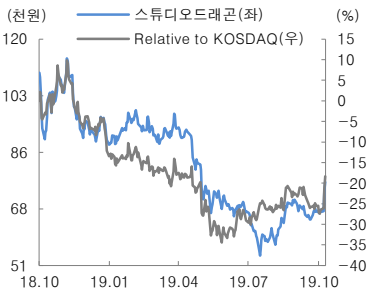
현재주가 76,400
(19.10.30)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSDAQ	655.04
시가총액	2,146십억원
시가총액비중	0.95%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	114,100원 / 54,000원
120일 평균거래대금	94억원
외국인지분율	2.74%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 74.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.9	24.2	-16.8	-16.9
상대수익률	6.2	18.7	-4.1	-18.2



컨텐츠에 대한 뜨거운 관심

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

컨텐츠에 대한 뜨거운 관심, 국내 Wavve 투자 확대, 미국 다양한 OTT 출범

- 최근 국내외에서 벌어지고 있는 다양한 컨텐츠 관련 이벤트들은, 19.5월 이후 <아스달 연대기> 이슈로 낮아진 컨텐츠에 대한 기대감을 다시 불러일으키기에 좋은 요소들
- 19.9월 Wavve(SKT의 옥수수와 지상파의 Pooq의 결합) 출범 및 향후 5년간 3천억원 컨텐츠 투자 발표, 첫 작품인 <조선로코-녹두전>은 KBS2와 Wavve에 동시 방영 중이고, 7%대의 양호한 시청률 달성 중. Wavve는 출범 2달 만에 유료가입자 260만명 보유
- 10/28 SKT와 카카오의 전략적 제휴 발표, 카카오가 보유한 컨텐츠 IP와 SKT의 가입자 기반은 매우 경쟁력 있는 조합. SKT는 무선 3.1천만명, IPTV 820만명 및 Wavve 260만 명의 가입자 보유. 카카오페이지는 다양한 웹툰 및 웹소설 IP 보유. 카카옴은 영상, 음악, 아티스트(아이유 등), 매니지먼트(스타쉽, 킹콩) 및 메가몬스터와 같은 제작사 보유
- 넷플릭스는 지난 3Q19 실적발표를 통해, 시장 전반적으로 작년 대비 올해 컨텐츠 확보 비용이 30% 가량 증가했다 발표, '18년 130억 달러 투자에 이어서 19년에도 140억 달러 투자를 진행 중이고, 최근 오리지널 컨텐츠 <킹덤2>의 20.3월 공개 확정
- 애플TV+는 11/1 미국에서 서비스 시작, 오리지널 컨텐츠 투자에 60억 달러 투자 계획
- 디즈니+는 11/12 미국 런칭, 24년까지 6~9천만명의 가입자 확보 목표, 19년 오리지널 컨텐츠에 10억 달러, 24년까지 추가 20억 달러 투자 계획. 스타워즈 스펀오프인 <The Mandalorian>에 회당 12.5백만 달러, 총 1억 달러, 마블 시리즈 스펀오프인 <The Falcon and the Winter Soldier>, <WandaVision>, <Hawkeye>에 회당 25백만달러 정도 투자
- AT&T는 HBO Max를 20.5월에 출시하기로 확정, 25년까지 7.5~9천만명 확보 계획, 이 중 2.5~4천만명은 글로벌 가입자. 워너브라더스, DC네트워크, HBO, 카툰네트워크 등을 보유 중이고, 향후 2년 동안 20억 달러 투자 계획

- 글로벌 OTT들이 출범하면서 한국 투자에 대한 계획을 직접 언급한 것은 없기 때문에, 최근 주가 급등은 기대감 선반영. 하지만, 20년 한국 출시 시점에는 한국 컨텐츠 투자를 집행할 것으로 전망되기 때문에, 컨텐츠 분야에 대해서는 장기적으로 긍정적 시각 유지
- 스튜디오 드래곤은 실적이 아니라 컨텐츠에 대한 막대한 우려로 급락했기 때문에, 최근 벌어지고 있는 국내외 컨텐츠 관련한 이벤트들로 주가는 제자리를 찾아갈 것으로 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	49.8	33.2	26.8
BPS	16,223	14,312	15,834	17,624	19,725
PBR	4.0	6.5	4.8	4.3	3.9
ROE	9.5	9.3	10.2	13.8	15.3

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

표 1. 미국 OTT 현황

플랫폼	출범일	가격	가입자	투자 현황 및 주요 보유 콘텐츠
Netflix	2007년	\$8.99~\$15.99	3Q 기준 미국 6.1천만명, 해외 9.8천만명	- '18년 130억 달러 투자(85% 오리지널 콘텐츠 투자), '19E 140억 달러. - 19.10월 넷플릭스 20억달러 debt 으로 오리지널 콘텐츠 투자금액 조달 계획 공개. '20년 FCF 개선 전망한다 언급
Disney+	19.11.12	\$6.99/월 \$70/연 Hulu와 ESPN+ 번들 \$12.99/월	2024년 6~9천만명	- 2019 10억달러 오리지널 콘텐츠 투자, 24년까지 추가 20억달러 투자 - 인기 시리즈 스타워즈 스페이스 <The Mandalorian> 총 8회, 회당 12.5백만 달러. 마블 시리즈 스페이스, 3개 작품 확정. 2020 가을 <The Falcon and the Winter Soldier>, 2021 봄 <WandaVision>, 2021 가을<Hawkeye>. 각각 총 6~8회, 제작비 회당 25백만달러 추정
Apple TV+	19.11.1	\$4.99/월	가입자 목표 미공개. 19.9월부터 애플기기 구매 시 1년간 무료 서비스 제공	- 60억달러 투자 계획. 전체 오리지널 콘텐츠에 투자 예정 - 오프라 윈프리, 영국 해리 왕자 출연 다큐멘터리, 스티븐 스필버그 신작, 제니퍼 애니스톤과 리스 위더스폰 주연 <모닝 쇼> 등 회당 15백만달러
HBO Max	20.5월	\$14.99/월	2025년 7.5~9천만명 (5천만명 미국)	- 워너브라더스, DC, HBO, Cartoon Network 등 다수의 미국 유명 네트워크 보유. 인기 시리즈 <프렌즈>, <빅뱅이론>, 스튜디오 지브리 콘텐츠 독점. 맥스 오리지널 <유포리아> 회당 11백만달러 투자 - 향후 2년동안 약 20억달러 투자
Peacock	20.4월	미정	컴캐스트 5.5천만명 가입자 기반	- Comcast OTT 로 유니버설, 드림웍스 등 영화/드라마 제작 스튜디오 보유. 오리지널 콘텐츠 제작비 미공개. <더 오피스> 독점 5년간 5억달러 지급 - 2020년 올림픽, NBC 방영 예정
CBS All Access	14.10월	AVOD \$5.99/월 SVOD \$9.99/월	2022년 2.5천만명(미국)	- 최근 CBS와 Viacom 합병 최종 결정. 파라마운트 스튜디오 등 5개 이상의 네트워크 보유 - 콘텐츠 제작 투자 비용 19E 80억달러 예상. 2020년까지 총 14개 오리지널 보유 예정

자료: 각 사 IR 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부
주: 미국 현지 기준 출범일, 넷플릭스 출범일은 스트리밍 서비스 시작 기준

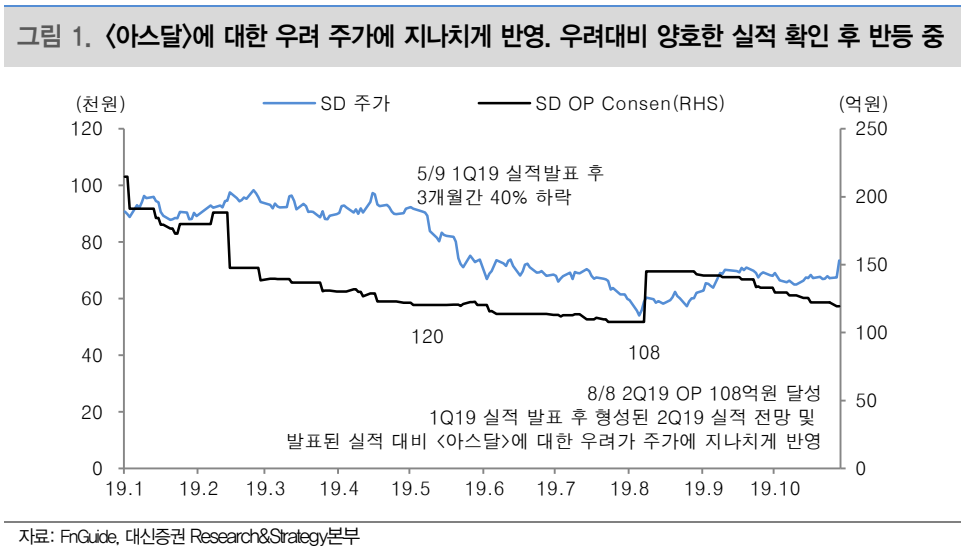
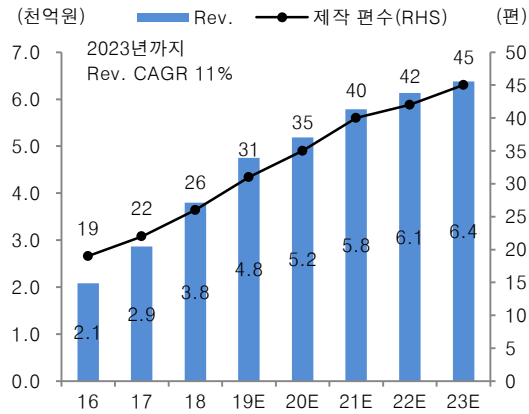
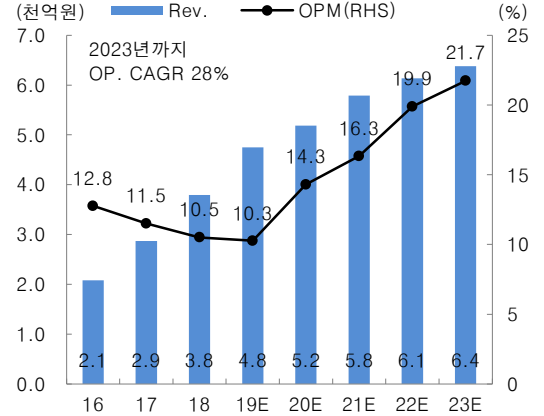


그림 2. 드라마 제작편수 증가에 따른 매출 상승



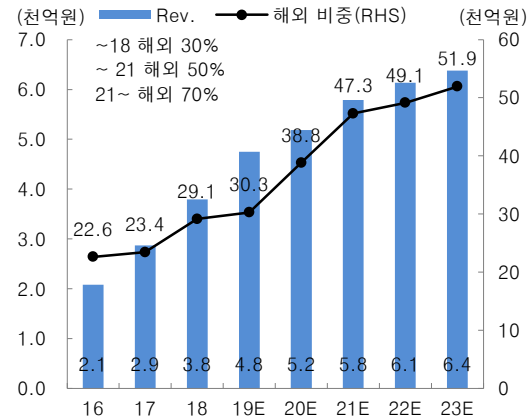
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 연평균 28%의 이익 성장 전망



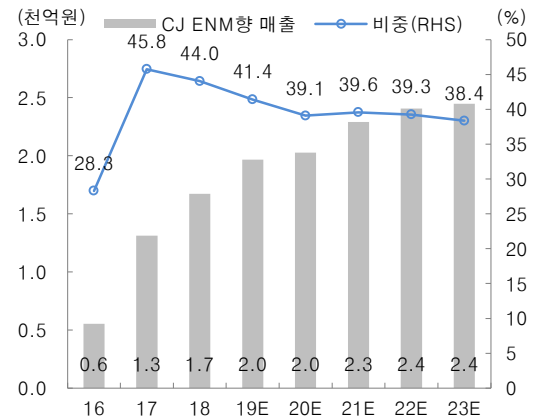
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 매출 성장의 Key는 해외 판매 비중 확대



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. tvN, OCN 등 안정적인 Captive 기반의 성장



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

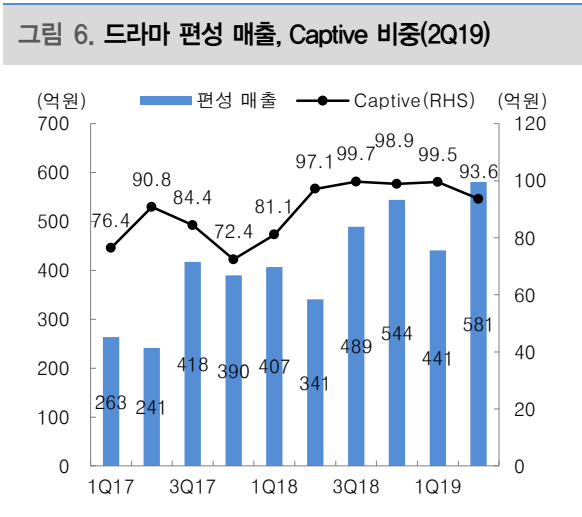
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2018년 매출 3,796억원, 영업이익 399억원, 당기순이익 358억원
- 2019 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 45%, 판매 47%, 기타 8%
- 2019 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 74.33%

주가 코멘트

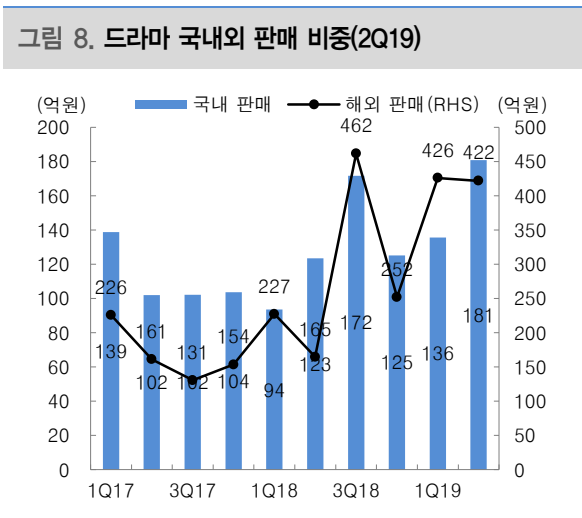
- CJ ENM 의 채널인 tvN과 OCN의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 《미스터 션샤인》, 《아스달 연대기》 등 텐트폴 드라마 편성이 많아지면서 제작비 증가에 대한 우려가 주가에는 부정적으로 반영 중
- 양호한 실적을 확인하고, 주요 작품의 시청률이 상승하면 주가는 다시 반등할 것으로 전망

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

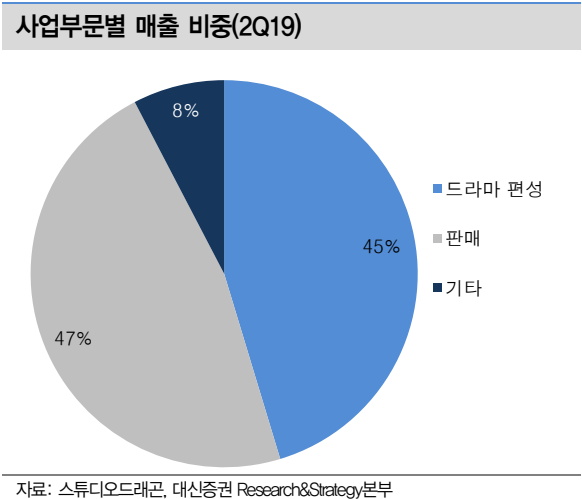
2. Earnings Driver



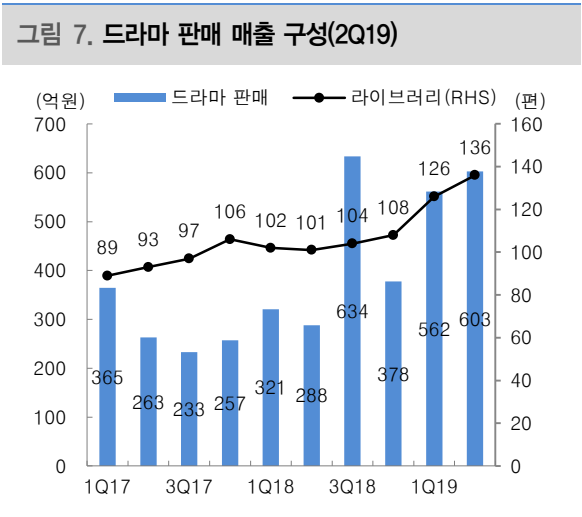
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부



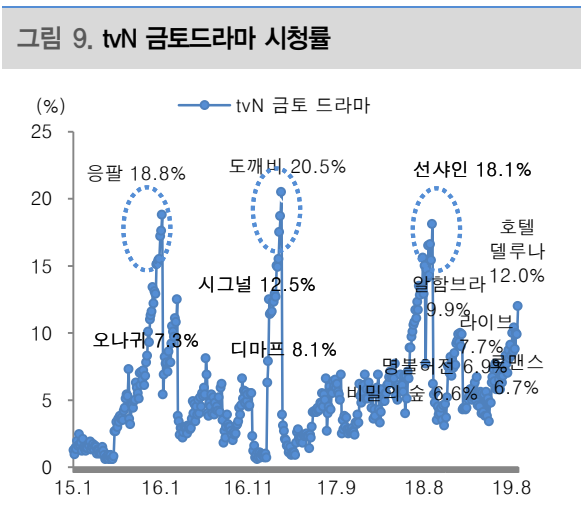
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부



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)	4.6									
	무위험이자율 ^(주4)	1.8									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	5.6	9.2	10.7	11.4	11.3	11.2	11.2	11.1	11.2	11.3
V	필요수익	19	20	23	26	29	33	37	42	47	52
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	25	44	57	75	84	94	105	118	132	148
	현가계수	0.99	0.95	0.91	0.87	0.83	0.80	0.76	0.72	0.69	0.66
	잔여이익의 현가	24	42	52	65	70	75	80	85	91	98
VII	잔여이익의 합계	683									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,131									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	401									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,215									
	총주식수(천주)	28,095									
XI	적정주당가치(원)	114,437									
	현재가치(원)	76,400									
	Potential (%)	49.8%									

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

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	49.8	33.2	26.8
BPS	16,223	14,312	15,834	17,624	19,725
PBR	4.0	6.5	4.8	4.3	3.9
EBITDAPS	3,271	4,108	5,387	6,318	7,357
EV/EBITDA	22.1	21.1	13.0	10.8	9.1
SPS	12,628	13,539	16,932	18,467	20,618
PSR	5.1	6.8	4.5	4.1	3.7
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: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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	19.10.31	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.%)		(40.71)	(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:20191028)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.6%	10.4%	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