

스튜디오 드래곤 (253450)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 115,000
유지

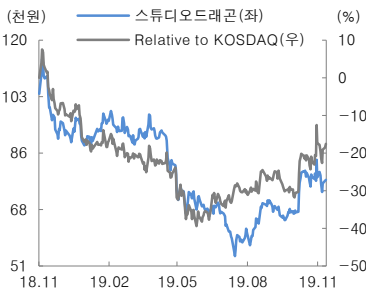
현재주가 77,300
(19.12.03)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSDAQ	629.58
시가총액	2,172십억원
시가총액비중	0.92%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	109,100원 / 54,000원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	2.36%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 74.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	18.0	15.5	-29.1
상대수익률	2.3	16.2	28.0	-20.1



팔 수 있는 권리라니

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115천원 유지. 2020년 미디어 업종 콘텐츠 분야 탑픽

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 26%. 2018년 연간 25편 수준인 드라마 제작을 2021년 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 전망에 기반한 목표주가 산출

넷플릭스를 상대로 팔 수 있는 권리라니!

- 최근 CJ ENM과 스튜디오 드래곤은 넷플릭스와 두 가지 중요한 계약 체결
- 1) CJ ENM은 보유 중인 드래곤 지분 71.2% 중 5%-1주를 넷플릭스에 19.11.21부터 1년 이내에 "팔 수 있는 계약(Right to Sell)" 체결. 행사 가격은 행사일 직전 5영업일간 평균 증가, 행사일부터 18개월간 보호예수 및 사업 계약 기간 동안 최소 1% 지분 유지 조건
- 2) 사업 계약. CJ ENM과 스튜디오 드래곤은 넷플릭스와 20.1.1부터 3년간 드라마 제작 및 방영권 판매 관련 21편 이상의 작품에 대해 협력하는 계약 체결

- 사업 계약에는 Recoup 비율(제작비 대비 방영권료 비중)의 상향과 넷플릭스 오리지널 콘텐츠의 제작 마진 상향 등도 포함된 것으로 추정
- 매출 19조원, 가입자 1.6억명(글로벌 1억명), 연간 17조원의 콘텐츠 투자비를 집행하는 넷플릭스를 대상으로 드래곤의 주식을 "팔 수 있는 계약"을 체결했다는 것은 글로벌 콘텐츠 시장에서 드래곤을 포함한 한국 콘텐츠 기업들의 위상을 보여주는 단적인 사례
- 넷플릭스는 드래곤과의 계약 직후 JCon과도 1H20부터 3년간 JTBC의 프라임타임에 편성되는 약 20여편의 드라마를 넷플릭스의 국내 제외한 글로벌에 공급하는 계약 체결
- 넷플릭스 입장에서는 다소 불리한 조건임에도 불구하고 이러한 계약을 체결한 이유는, 19.11월 애플TV+, 디즈니+ 출범에 이어 20.5월 HBO Max 출범 및 한국에서는 Wavve(SKT)와 Seezn(KT) 출범 등 국내외 OTT 경쟁이 강화되고 있기 때문에, 경쟁력 있는 한국 콘텐츠를 안정적으로 경쟁사들보다 먼저 공급받고자 하기 위함

- 제작편수 증가(31편 대비 35편), 넷플릭스 Recoup 비율 상향, 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작편수 증가(1편 대비 3편) 및 마진 상향, <아스달 연대기>의 기저 효과 등을 반영하여 2020년 매출 5.7천억원(+21% yoy), 영업이익 760억원(+94% yoy) 전망

- ※ 제작비 약 540억원이 투입된 것으로 추정된 <아스달 연대기>급의 텐트폴은 30% 정도의 마진 달성 가능. BEP 수준이었기 때문에 2020년에는 약 160억원 정도의 기저 효과 발생 전망
- 단기 주가는 주요 작품의 시청률에 반응. <푸른 바다의 전설>의 박지는 작가, 현빈, 손예진의 <사랑의 불시착> 12/14 방영. 넷플릭스에도 평균 이상의 Recoup 비율로 판매된 것으로 추정. 이 작품의 시청률이 따라 단기 주가에 영향을 줄 수는 있겠지만, 국내외 콘텐츠 수요 증가에 따른 실적 개선을 감안하면 드래곤의 장기 주가 전망은 매우 밝음

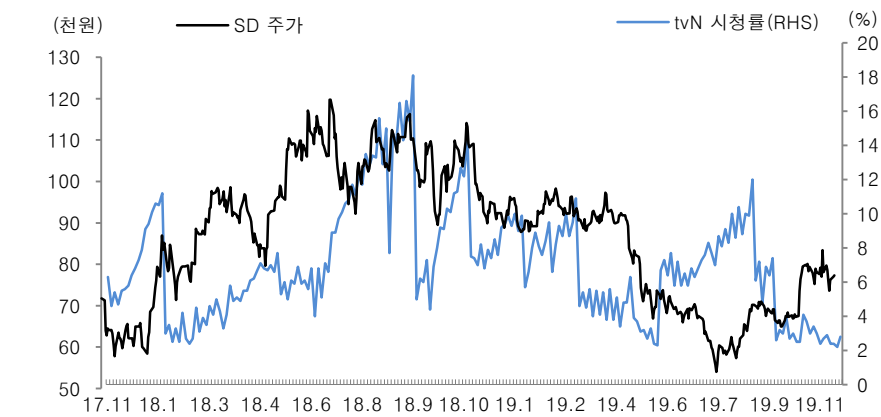
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	472	572	619
영업이익	33	40	39	76	92
세전순이익	30	46	48	89	106
총당기순이익	24	36	36	66	78
지배지분순이익	24	36	36	66	78
EPS	1,050	1,278	1,280	2,334	2,784
PER	61.9	72.3	60.4	33.1	27.8
BPS	16,223	14,312	15,578	17,395	19,429
PBR	4.0	6.5	5.0	4.4	4.0
ROE	9.5	9.3	8.6	14.2	15.1

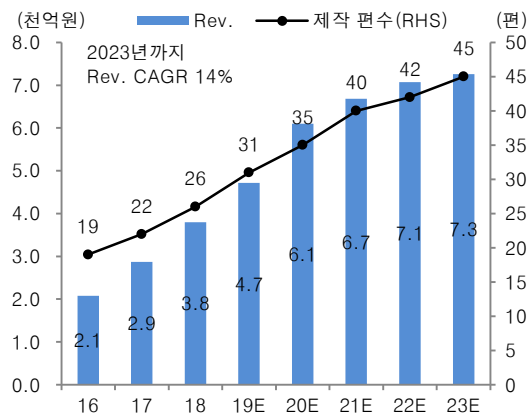
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 1. tvN 주요 드라마 시청률과 스튜디오 드래곤 주가



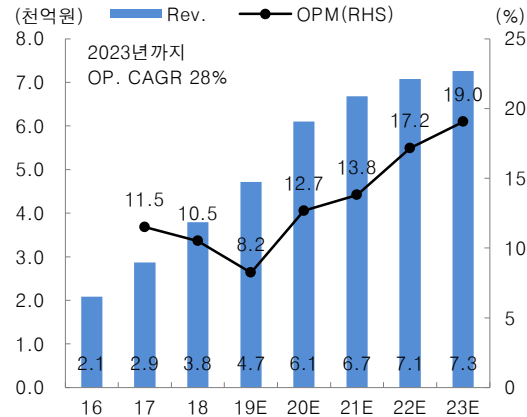
자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

그림 2. 제작편수 증가에 따른 매출 증가



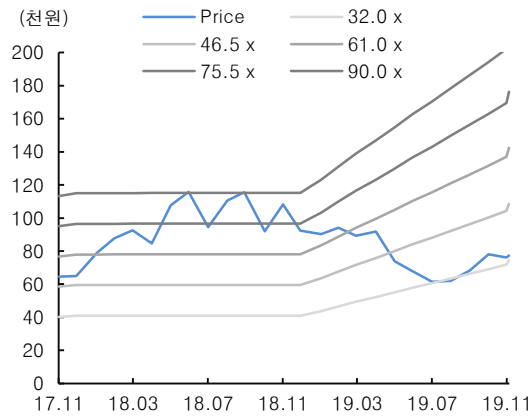
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 3. Recoup 비율 증가 등으로 마진 개선



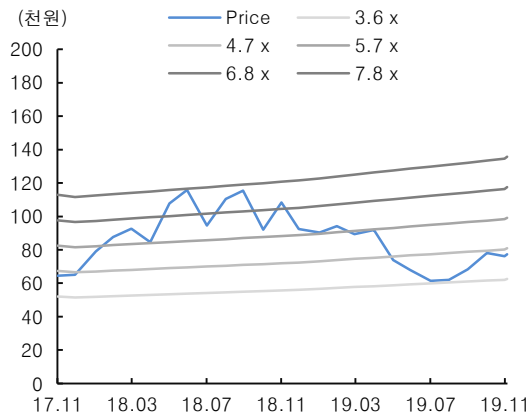
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 4. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

그림 5. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

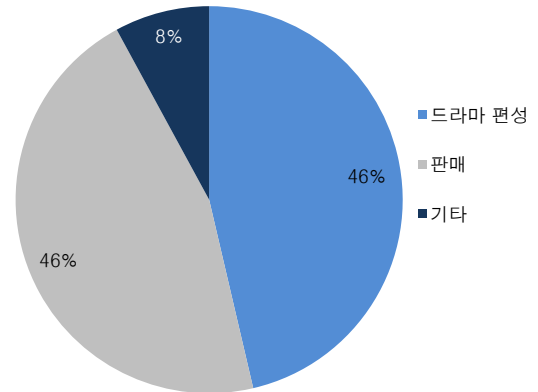
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2018년 매출 3,796억원, 영업이익 399억원, 당기순이익 358억원
- 3Q19 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 46%, 판매 46%, 기타 8%
- 3Q19 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 74.33%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 드라마를 공급하면서 상장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 양호한 실적을 확인하고, 주요 작품의 시청률이 상승하면 주가는 다시 반등할 것으로 전망

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

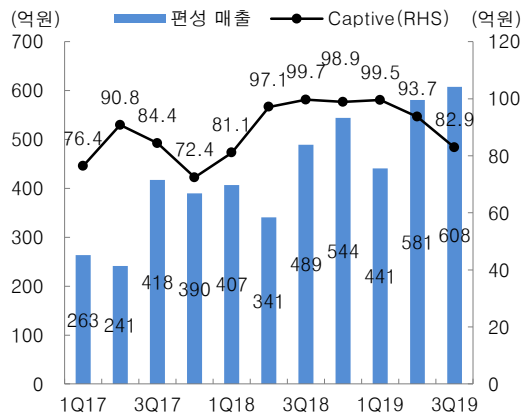
사업부문별 매출 비중(3Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

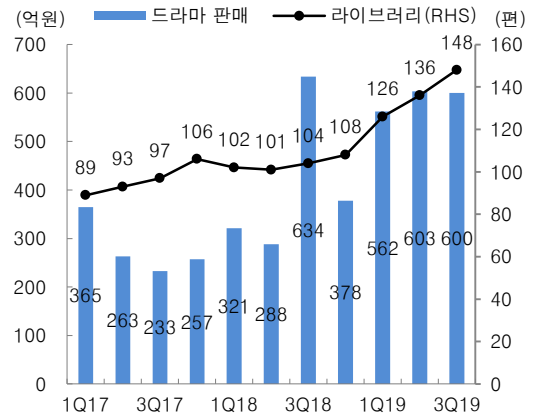
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q19)



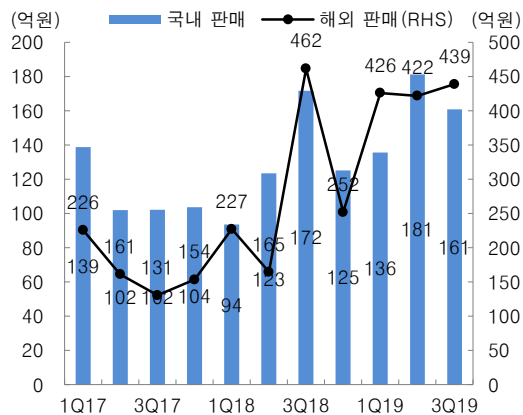
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(3Q19)



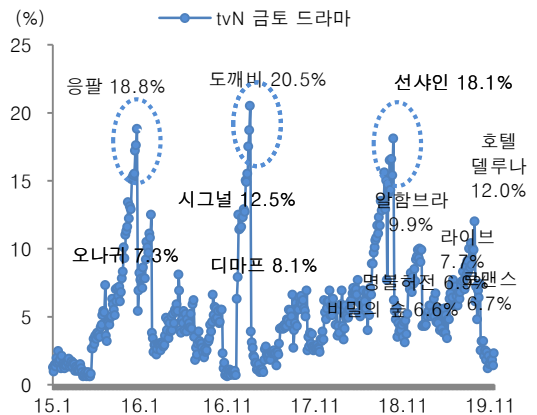
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(3Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 리서치센터

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	40	66	78	100	113	125	137	151	166	182
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	437	489	546	622	706	794	887	990	1,096	1,212
추정ROE	8.6	14.2	15.1	16.1	16.0	15.7	15.4	15.2	15.1	15.0
III 필요수익률 ^(주3)	4.3									
무위험이자율 ^(주4)	1.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	4.3	9.9	10.8	11.8	11.7	11.4	11.1	10.9	10.8	10.7
V 필요수익	17	19	21	24	27	30	34	38	43	47
VI 잔여이익(Ⅳ - V)	19	47	57	77	86	94	103	112	123	135
현가계수	1.00	0.96	0.92	0.88	0.85	0.81	0.78	0.74	0.71	0.68
잔여이익의 현가	19	45	53	68	73	76	80	84	88	93
VII 잔여이익의 합계	677									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,151									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	401									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,230									
총주식수(천주)	28,096									
XI 적정주당가치(원)	114,955									
현재가치(원)	77,300									
Potential (%)	48.7%									

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	472	572	619
매출원가	240	324	417	484	513
매출총이익	47	56	55	88	106
판매비와관리비	14	16	16	12	14
영업이익	33	40	39	76	92
영업이익률	11.5	10.5	8.2	13.2	14.9
EBITDA	74	115	141	179	204
영업외손익	-3	6	9	13	14
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	7	15	13	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-1	-6	-1	-1
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순손익	30	46	48	89	106
법인세비용	-6	-10	-12	-23	-27
계속사업순손익	24	36	36	66	78
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	36	66	78
당기순이익률	8.3	9.4	7.6	11.5	12.6
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	24	36	36	66	78
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	35	35	64	77
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	24	35	35	64	77

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	1,280	2,334	2,784
PER	61.9	72.3	60.4	33.1	27.8
BPS	16,223	14,312	15,578	17,395	19,429
PBR	4.0	6.5	5.0	4.4	4.0
EBITDAPS	3,271	4,108	5,037	6,361	7,264
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.1	11.0	9.4
SPS	12,628	13,539	16,810	20,351	22,046
PSR	5.1	6.8	4.6	3.8	3.5
CFPS	3,068	3,930	4,927	6,472	7,374
DPS	0	0	500	750	850

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	85.7	32.4	24.3	21.2	8.3
영업이익 증가율	98.3	21.0	-2.4	94.0	22.0
순이익 증가율	192.9	50.3	0.2	82.5	19.3
수익성					
ROIC	17.0	16.0	12.8	22.9	26.1
ROA	9.4	8.2	7.3	13.0	14.4
ROE	9.5	9.3	8.6	14.2	15.1
안정성					
부채비율	24.7	27.7	26.5	24.8	22.6
순차입금비율	-49.5	-39.3	-40.1	-43.5	-46.0
이자보상배율	19.0	34.30	0.0	0.0	0.0

자료: 스투디오드래곤, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	282	337	385
현금및현금성자산	51	153	171	208	247
매출채권 및 기타채권	55	69	85	104	112
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	553	610	669
유동부채	91	108	113	118	121
매입채무 및 기타채무	34	60	65	70	72
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	121	123
자배지분	368	401	437	489	546
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	104	155	212
기타지분변동	3	0	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	437	489	546
순차입금	-183	-158	-175	-213	-251

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	-9	20	49
당기순이익	0	0	36	66	78
비현금항목의 가감	46	74	102	116	129
감가상각비	41	75	102	103	112
외환손익	1	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	0	0	13	17
자산부채의 증감	-73	-139	-150	-152	-145
기타현금흐름	20	36	3	-10	-14
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	18	37	39
기초 현금	12	51	153	171	208
기말 현금	51	153	171	208	247
NOPLAT	26	31	29	56	68
FCF	67	106	23	55	56

[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 (하림)	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	19.12.04	19.11.07	19.05.07	18.11.07	18.08.08	18.04.29
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Marketperform	Marketperform
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	95,000	81,000
과리율(평균.%)		(32.37)	(40.20)	(17.43)	10.96	26.80
과리율(최대/최소.%)		(27.48)	(21.39)	(0.78)	22.42	(1.73)

제시일자	18.01.28	17.12.10
투자의견	Marketperform	Buy
목표주가	74,000	46,000
과리율(평균.%)	19.40	46.87
과리율(최대/최소.%)	(3.51)	26.96

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

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

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20191122)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.1%	12.4%	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