

스튜디오
드래곤
(253450)

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

투자 의견 BUY
 매수, 유지

6개월 목표주가 115,000
 유지

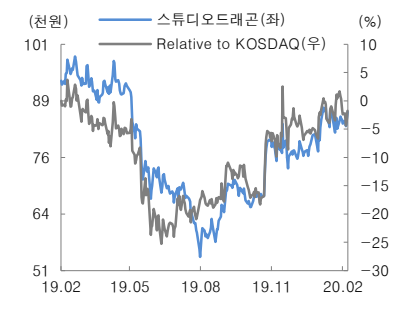
현재주가 86,000
(20.02.13)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSDAQ	687.61
시가총액	2,416십억원
시가총액비중	1.09%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	98,300원 / 54,000원
120일 평균거래대금	105억원
외국인지분율	7.66%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 69.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	14.4	47.0	-9.0
상대수익률	-2.4	10.1	26.3	-2.1



기초는 확인. 올라갈 일만

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

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(RM)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

4Q19 Review: 설명이 가능한 부진한 실적. 중장기 방향성은 훼손되나 없음

- 매출 974억원(-4% yoy, -26% qoq), 영업이익 -40억원(적전 yoy, 적전 qoq) 달성
- 당사 추정 영업이익 62억원 대비 102억원 부진한 이익 달성. 콘텐츠 비즈니스에 종종 발생하는 판권 가속상각이 없었던 것을 감안하면 부진한 실적
- 드라마는 제작비의 일정부분(약 60~70%)을 ENM이 방영권료로 지급하고, 나머지 부분을 드래곤이 무형자산(판권)으로 인식 후 상각. 만일, 넷플릭스 동시방영 계약이 체결되면, 해당 금액 만큼은 당기 비용 처리. 이러한 구조하에, 4Q18부터 분기 평균 280억원의 무형자산 상각비 발생. 4Q19에도 277억원 발생. 즉, 상각비가 고정비 형태로 발생하는 상황에서 일시적인 제작편수 감소는 적자로 이어질 수 밖에 없는 구조
- 다만, 4Q19 제작편수 감소가, 2~3Q <아스달 연대기>의 상대적 부진(BEP는 달성했으나, 텐트폴의 평균 타겟 제작 마진 30%에는 못 미침) 후 드라마 전략을 새로 수립하는 과정에서의 일시적인 감소이기 때문에, 4Q19 실적은 일시적 부진으로 판단
- 넷플릭스 recoup 상황(제작비 대비 50~60% 수준에서, +10%p 정도 상향 추정), 넷플릭스 동시방영 증가(20.1월부터 3년간 21편+ 동시방영) 및 오리지널 콘텐츠 제작 증가, 기타 글로벌 OTT와의 추가 제휴 가능성 등 중장기적으로 드래곤의 실적 상승을 전망하는 투자 포인트가 훼손된 것은 없음

분기 110억원의 기초 체력 + 넷플릭스 Recoup 상황 + 오리지널 콘텐츠

- 1~3Q19의 분기 평균 영업이익이 110억원 발생한 것에 주목. 분기에 8편 정도를 제작할 경우, 제작 매출과 판매 매출 대비 평균 10% 정도의 마진이 발생하고, 구작 매출까지 감안하면 약 110억원의 영업이익 발생
- 20년 이익 개선의 주요 가정: 1) 19년 대비 제작 편수 +5편, 총 33편 2) 33편 중 넷플릭스 오리지널 3편은 25%(+10%p) 마진 전망. 3) <아스달 연대기> 처럼 500억원이 넘는 제작비를 투입하고 BEP만 달성하는 작품은 없을 것 4) 텐트폴(제작비 약 200억원) 작품은 분기당 1개씩 총 4개, 마진은 일반 작품 대비 2배인 20% 전망
- 이러한 가정 하에 당사가 추정한 20년 영업이익은 760억원(+166% yoy). 아래는 상세
- 일반 작품 26편: 평균 제작비 100억원, 판매 매출 30억원 총 130억원 대비 마진 10%. 13억원 * 26편 = 338억원
- 넷플릭스 오리지널 3편: 회당 제작비 20억원 * 6부작 = 120억원 마진 25%. 총 90억원
- 텐트폴 4편: 회당 제작비 15억원 * 16부작 = 240억원 마진 20%. 총 192억원
- 구작 판매 분기당 30억원 총 120억원

구분	4Q18	3Q19	4Q19					1Q20		
			작전추정		YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
			작전추정	잡정치						
매출액	102	131	101	97	-4.2	-25.7	103	137	22.8	41.0
영업이익	0	11	6	-4	적전	적전	6	10	-12.9	흑전
순이익	2	12	8	-2	적전	적전	7	10	3.4	흑전

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	287	380	472	469	-0.7	476	32.4	23.4
영업이익	33	40	39	29	-26.2	40	21.0	-28.0
순이익	24	36	36	26	-26.4	35	50.3	-26.2

자료: 스튜디오드래곤, FrGuide, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	469	619	668
영업이익	33	40	29	76	96
세전순이익	30	46	33	89	109
총당기순이익	24	36	26	66	81
지배지분순이익	24	36	26	66	81
EPS	1,050	1,278	943	2,352	2,879
PER	61.9	72.3	91.2	36.6	29.9
BPS	16,223	14,312	15,240	17,077	19,206
PBR	4.0	6.5	5.6	5.0	4.5
ROE	9.5	9.3	6.4	14.6	15.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

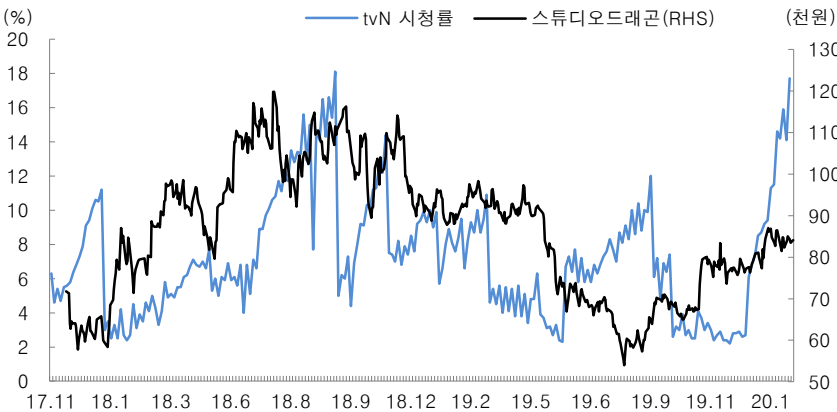
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	472	572	469	619	-0.7	8.2
판매비와 관리비	16	12	19	12	21.6	0.0
영업이익	39	76	29	76	-26.2	0.9
영업이익률	8.2	13.2	6.1	12.3	-2.1	-0.9
영업외손익	9	13	4	13	-50.8	0.0
세전순이익	48	89	33	89	-30.8	0.8
지배지분순이익	36	66	26	66	-26.4	0.8
순이익률	7.6	11.5	5.6	10.7	-2.0	-0.8
EPS(지배지분순이익)	1,280	2,334	943	2,352	-26.4	0.8

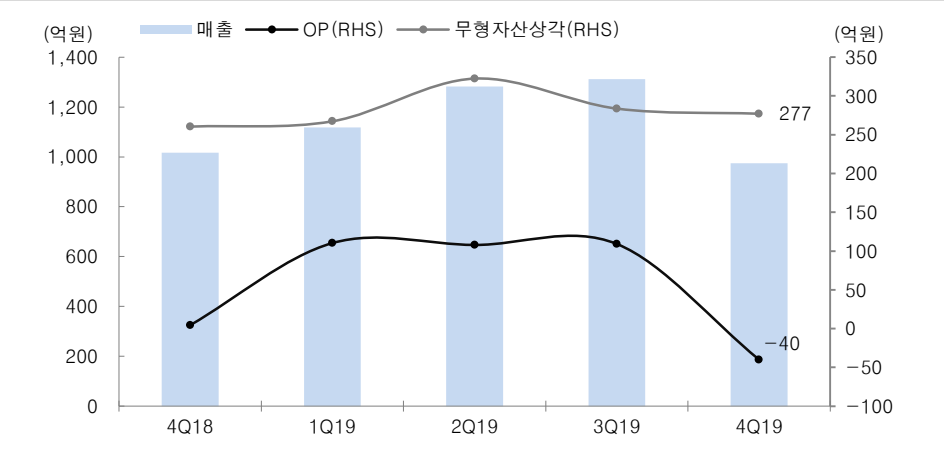
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 1. tvN 주요 드라마 시청률과 스튜디오 드래곤 주가



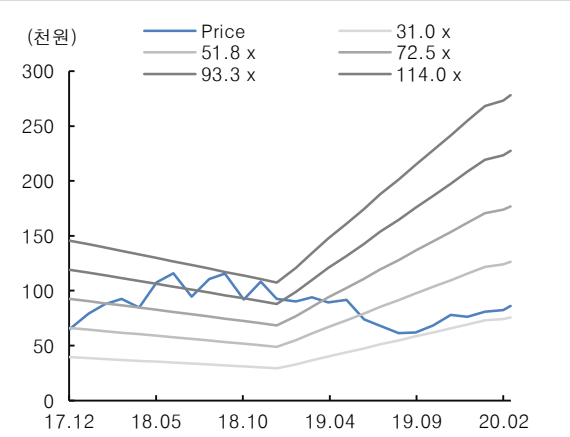
자료: AGB Nielson, 대신증권 리서치센터

그림 2. SD 매출, 영업이익, 무형자산상각비 비교



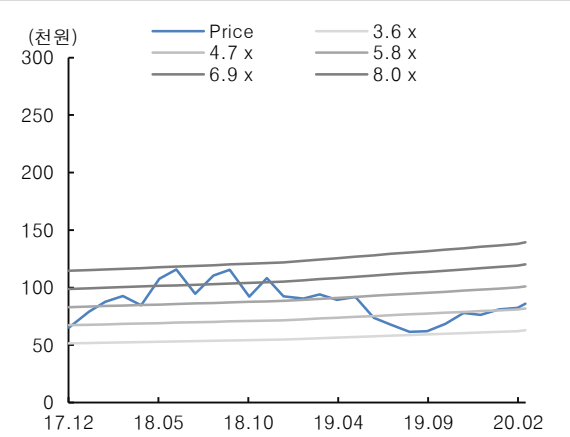
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 3. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

그림 4. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 리서치센터

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

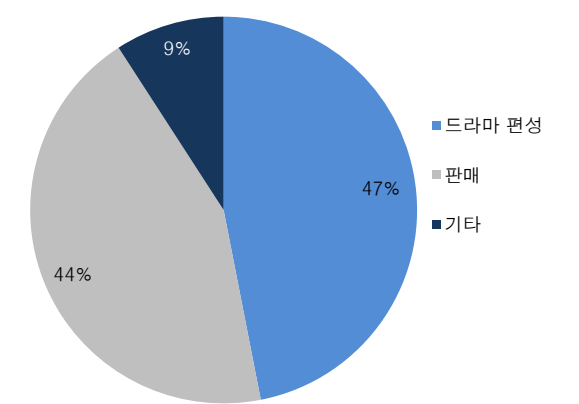
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원 영업이익 287억원 당기순이익 265억원
- 4Q19 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 47%, 판매 44%, 기타 9%
- 3Q19 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 74.33%

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

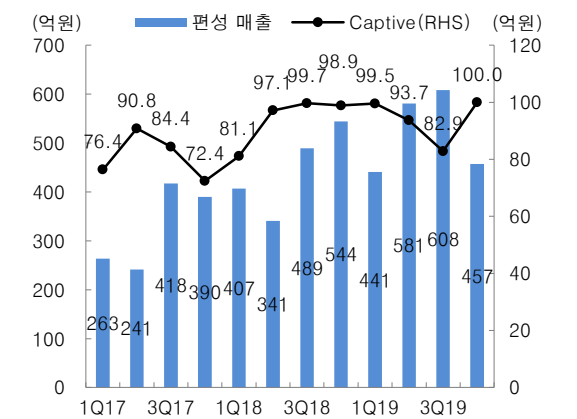
사업부문별 매출 비중(3Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

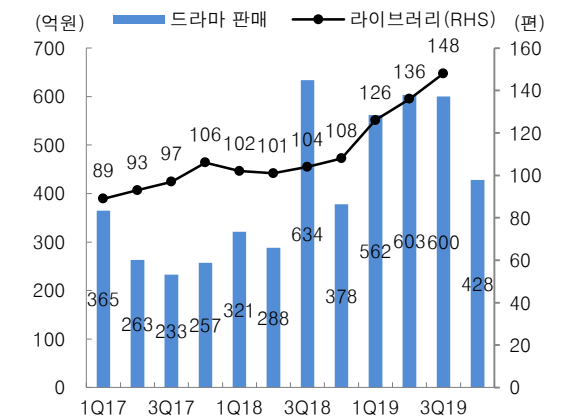
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q19)



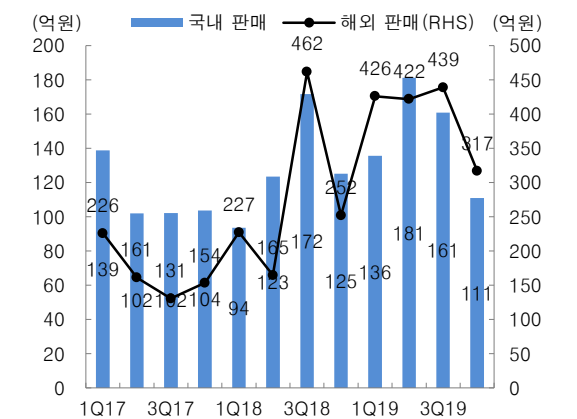
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(4Q19)



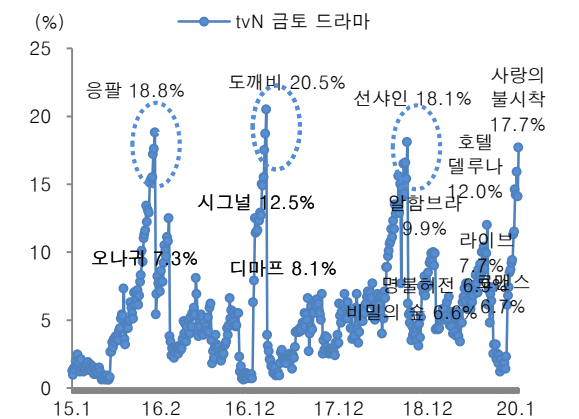
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(4Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nelson, 대신증권 리서치센터

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	26	66	81	105	113	125	137	151	166	182
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	428	480	540	620	704	792	885	988	1,094	1,210
	추정ROE	6.4	14.6	15.9	16.9	16.1	15.7	15.5	15.3	15.2	15.1
III	필요수익률 ^(주3)	4.3									
	무위험이자율 ^(주4)	1.5									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	2.1	10.3	11.6	12.6	11.8	11.4	11.2	11.0	10.9	10.8
V	필요수익	17	18	21	23	27	30	34	38	42	47
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	9	48	60	81	87	94	103	113	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	9	46	55	72	73	76	80	84	88	93
VII	잔여이익의 합계	676									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,155									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	401									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,232									
	총주식수(천주)	28,096									
XI	작성주당가치(원)	115,028									
	현재가치(원)	86,000									
	Potential (%)	33.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)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 입장에서 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	469	619	668
매출원가	240	324	421	530	558
매출총이익	47	56	48	89	110
판매비와관리비	14	16	19	12	14
영업이익	33	40	29	76	96
영업외수익	11.5	10.5	6.1	12.3	14.3
EBITDA	74	115	131	179	208
영업외손익	-3	6	4	13	14
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	7	10	13	13
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-1	-6	-1	-1
외환손실	1	0	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	30	46	33	89	109
법인세비용	-6	-10	-7	-23	-28
계속사업순이익	24	36	26	66	81
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	26	66	81
당기순이익률	8.3	9.4	5.6	10.7	12.1
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	24	36	26	66	81
매모기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	24	35	25	65	80
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	24	35	25	65	80

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	943	2,352	2,879
PER	61.9	72.3	91.2	36.6	29.9
BPS	16,223	14,312	15,240	17,077	19,206
PBR	4.0	6.5	5.6	5.0	4.5
EBITDAPS	3,271	4,108	4,674	6,386	7,396
EV/EBITDA	22.1	21.1	17.2	12.4	10.5
SPS	12,628	13,539	16,696	22,024	23,768
PSR	5.1	6.8	5.2	3.9	3.6
CFPS	3,068	3,930	4,403	6,497	7,502
DPS	0	0	500	750	850

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증/감	85.7	32.4	23.4	32.0	7.9
영업이익 증/감	98.3	21.0	-28.0	165.3	25.7
순이익 증/감	192.9	50.3	-26.2	149.8	22.4
수익성					
ROIC	17.0	16.0	10.1	22.8	26.5
ROA	9.4	8.2	5.4	13.3	15.1
ROE	9.5	9.3	6.4	14.6	15.9
안정성					
부채비율	24.7	27.7	27.0	25.7	23.3
순차입금비율	-49.5	-39.3	-38.9	-41.2	-44.2
이자보상비율	19.0	343.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤 대손증권리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	290	247	272	331	381
현금및현금성자산	51	153	162	193	234
매출채권및기타채권	55	69	85	112	121
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	182	25	25	25	25
비유동자산	170	265	271	272	285
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	169	264	270	271	284
자산총계	459	512	543	603	666
유동부채	91	108	113	121	123
매입채무및기타채무	34	60	64	72	75
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	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	123	126
자본부분	368	401	428	480	540
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	94	146	206
기타자본변동	3	0	0	0	0
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	480	540
순차입금	-183	-158	-166	-198	-239

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-29	-18	14	51
당기순이익	0	0	26	66	81
비현금성증/감의기타	46	74	97	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
자산부채의증감	-73	-139	-150	-158	-145
기타현금흐름	20	36	8	-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
현금의증감	40	102	9	31	41
기초 현금	12	51	153	162	193
기말 현금	51	153	162	193	234
NOPLAT	26	31	23	56	71
FCF	67	106	17	55	59

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 리서치센터 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 (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (상위)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

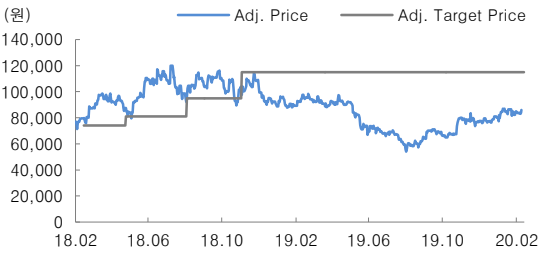
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김화재)

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	20.02.14	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
과다율(평균%)		(30.12)	(40.20)	(17.43)	10.95	26.80
과다율(최대/최소%)		(24.35)	(21.39)	(0.78)	22.42	(1.73)
제시일자	18.02.18					
투자의견	Marketperform					
목표주가	74,000					
과다율(평균%)	22.97					
과다율(최대/최소%)	2.43					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200211)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.0%	13.5%	0.5%

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