

스튜디오 드래곤 (253450)

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

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **115,000**
유지

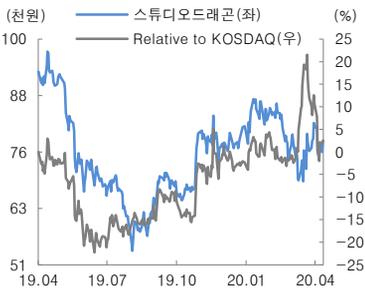
현재주가 **77,800**
(20.04.14)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	610.29
시가총액	2,186삼억원
시가총액비중	0.93%
자본금(보통주)	14삼억원
52주 최고/최저	97,300원 / 54,000원
120일 평균거래대금	170억원
외국인지분율	9.27%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 69.33%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	-9.7	17.2	-13.9
상대수익률	-3.6	0.4	23.2	8.3



왕의 귀환 드래곤이 가면 길이 된다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115천원 유지. 2020년 미디어 업종 콘텐츠 분야 탐픽
- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

4/17 <더 킹: 영원의 군주> 방영 시작. 텐트폴에 대한 트라우마?

- 드라마의 주가는 19.5월 <아스달 연대기> 공개 시점부터 급락. 한국 시청자들이 경험해 보지 못 한 스토리로 500억원이 넘는 제작비를 회수할 수 있을 것인가에 대한 의구심으로 약 50% 하락. 이후, 2Q19 실적 발표를 통해 <아스달>은 ENM 방영권료와 넷플릭스 동시방영 판권으로 BEP 수준은 달성했다는 것을 확인하면서 주가는 하락폭의 약 70% 회복
- 4/17 또 하나의 텐트폴인 <더 킹: 영원의 군주> 방영. 드라마 제작, SBS 방영, <도깨비 20.5%>, <미스터 션샤인 18.1%>의 김은숙 작가, 이민호, 김고은 출연
- <더 킹>은 SBS 방영권료와 넷플릭스 동시방영 판권으로 이미 제작비 회수, PPL까지 감안시 당사 추정 프로젝트 마진은 30% 상회 전망. <아스달>과는 다르다.

드래곤이 가는 길은 콘텐츠 산업의 교과서

- 1) 드라마 스튜디오 체제 구축. 스튜디오 드래곤은 16.5월 CJ ENM의 드라마 부문을 분사해서 만든 회사. 이후 문화창고, 화앤담 픽처스, KPJ, 지티스트 등을 인수하면서 규모 확장. 전문 스튜디오 체제를 운영함으로써 트렌디한 드라마 및 <더 킹: 영원의 군주>, <아스달 연대기>, <미스터 션샤인> 등의 텐트폴도 제작 가능. 연간 제작 Capa는 40편 이상
 - JCon은 드래곤 보다 먼저 드라마 하우스라는 전문 제작사 체제를 출범시켰지만, 본격적으로 규모가 확장된 것은 17년부터. IP 투자를 본격화하고, 필름몬스터, 비에이엔티, 퍼펙트스툼 등을 인수하면서 연간 제작 Capa를 15편 수준으로 확대
 - 지난 4/1 SBS의 드라마 제작 전문 자회사 스튜디오S 출범. SBS의 드라마 본부가 분사하면서 기존 자회사 스토리웍스와 합쳐져서 출범. 보수적인 자습과 문화의 영향을 최소화하면서 소비자 친화적인 드라마 제작 기대. 제작 Capa는 20편 수준
- 2) 해외 OTT와의 제휴. 드래곤은 20.1월부터 향후 3년간 넷플릭스에 ENM 방영 드라마를 약 20편 정도 동시 방영하는 계약 체결. 추가로 넷플릭스 오리지널 작품도 연간 3편 정도 제공. 넷플릭스로부터 받는 제작비 대비 판권 비율과 오리지널 콘텐츠의 제작마진 약 10%p 상승
 - 드래곤에 이어서 JCon도 20.5월부터 향후 3년간 넷플릭스에 20편 수준의 드라마 공급(국내 제외한 동시방영) 및 오리지널 콘텐츠 연간 3편 정도 제공하는 계약 체결
 - Wave도 최근 NBC유니버설에 향후 3년간 약 15편 정도의 드라마 공급 계약 체결
- 3) 19.11월 디즈니+ 미국 출시 2일간 디즈니 +9%, 넷플릭스 -4%. 20.3월 디즈니+ 유럽 6개국 출시 2일간 디즈니 +17%, 넷플릭스 -5%. 넷플릭스는 미국내 경쟁 피해 한국 콘텐츠를 무기로 아시아 시장 공략 중. 콘텐츠 사업자에게는 매우 좋은 기회

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	537	596	638
영업이익	40	29	75	94	117
세전순이익	46	33	80	99	122
총당순이익	36	26	59	73	90
자배분순이익	36	26	59	73	90
EPS	1,278	941	2,114	2,616	3,205
PER	72.3	85.9	36.8	29.7	24.3
BPS	14,312	15,258	17,356	19,221	21,577
PBR	6.5	5.3	4.5	4.0	3.6
ROE	9.3	6.4	13.0	14.3	15.7

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

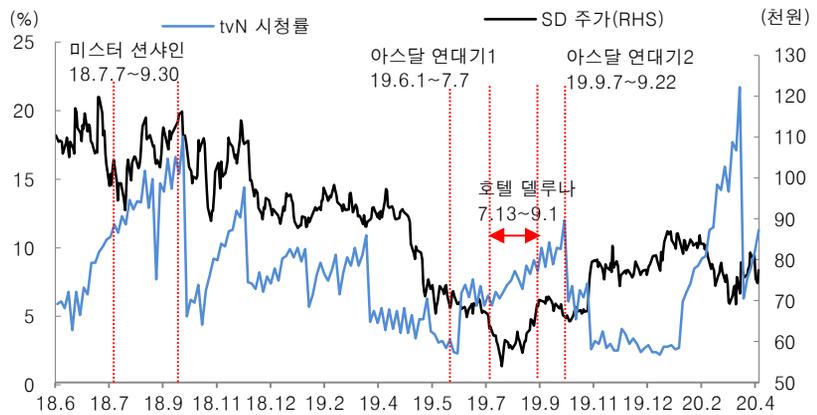
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	537	596	537	596	0.0	0.0
판매비와 관리비	20	21	20	22	0.1	0.4
영업이익	75	94	75	94	0.0	-0.2
영업이익률	14.0	15.8	14.0	15.8	0.0	0.0
영업외손익	5	5	5	5	0.0	0.0
세전순이익	80	99	80	99	0.0	-0.2
지배지분순이익	59	74	59	73	0.0	-0.2
순이익률	11.1	12.3	11.1	12.3	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	2,113	2,620	2,114	2,616	0.0	-0.2

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. tvN 주요 드라마 시청률 vs. 스튜디오 드래곤 주가



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 2. 플랫폼-전문 제작사 구조



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 19.11.12 Disney+ 미국 출시, DIS +9%



자료: Yahoo, 대신증권 Research Center
주: 11/11 136.74 → 11/13 148.72

그림 4. 19.11.12 Disney+ 미국 출시, NFLX -4%



자료: Yahoo, 대신증권 Research Center
주: 11/11 294.18 → 11/13 283.11

그림 5. 20.3.24 Disney+ 유럽 출시, DIS +17%



자료: Yahoo, 대신증권 Research Center
주: 3/23 85.76 → 3/25 100.73

그림 6. 20.3.24 Disney+ 유럽 출시, NFLX -5%



자료: Yahoo, 대신증권 Research Center
주: 3/23 360.27 → 3/25 342.39

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

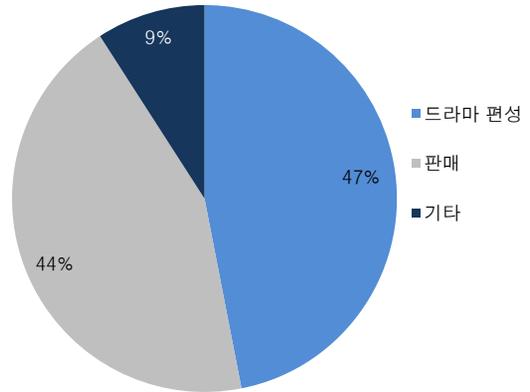
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원, 영업이익 287억원, 당기순이익 265억원
- 4Q19 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 47%, 판매 44%, 기타 9%
- 4Q19 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 69.33%

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

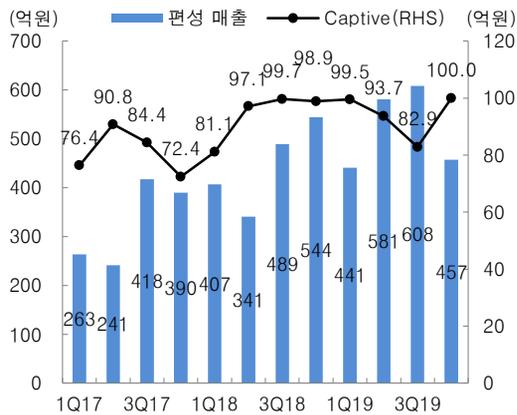
사업부문별 매출 비중(4Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

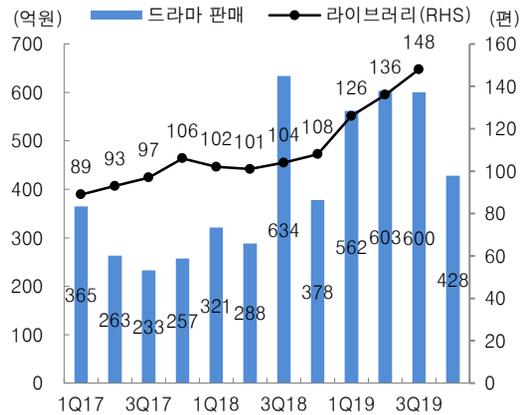
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(4Q19)



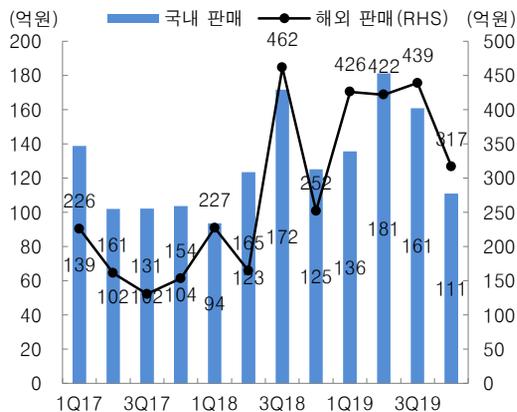
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(4Q19)



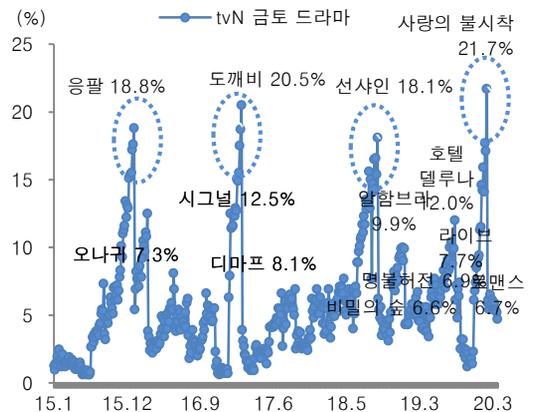
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 3. 드라마 국내의 판매 비중(4Q19)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 리서치센터

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nelson, 대신증권 리서치센터

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	59	74	90	110	123	135	148	163	180	197
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	488	540	606	687	773	871	979	1,098	1,228	1,372
추정ROE	13.0	14.3	15.7	16.0	15.9	15.5	15.2	14.9	14.6	14.4
III 필요수익률 ^(주3)	4.2									
무위험이자율 ^(주4)	1.4									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	8.8	10.1	11.5	11.8	11.7	11.3	11.0	10.7	10.4	10.2
V 필요수익	18	21	23	26	29	33	37	41	46	52
VI 잔여이익(Ⅰ-V)	41	53	67	85	94	102	112	122	133	146
현재가수	0.97	0.93	0.90	0.86	0.82	0.79	0.76	0.73	0.70	0.67
잔여이익의 현재	40	50	60	73	77	81	85	89	93	98
VII 잔여이익의 합계	746									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현재	2,332									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	428									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,507									
총주식수(천주)	28,096									
XI 적정주당가치(원)	124,803									
현재가치(원)	77,800									
Potential (%)	60.4%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재점에서의 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 지회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 자본만큼의 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 정기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 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

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	537	596	638
매출원가	324	421	442	481	499
매출총이익	56	48	95	115	140
판매비와관리비	16	19	20	22	23
영업이익	40	29	75	94	117
영업외수익	105	6.1	14.0	15.8	18.3
EBITDA	115	146	200	232	275
영업외손익	6	4	5	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	13	13	13
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-9	-9	-9
외환포괄손실	0	4	2	2	2
기타	0	0	1	1	1
법인세비용감전순이익	46	33	80	99	122
법인세비용	-10	-7	-21	-26	-32
계속사업순이익	36	26	59	73	90
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	59	73	90
당기순이익	9.4	5.6	11.1	12.3	14.1
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	36	26	59	73	90
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
가액포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	59	73	89
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	35	26	59	73	89

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	2,114	2,616	3,205
PER	72.3	85.9	35.7	28.9	23.6
BPS	14,312	15,258	17,356	19,221	21,577
PBR	6.5	5.3	4.4	3.9	3.5
EBITDAPS	4,108	5,185	7,109	8,262	9,788
EV/EBITDA	21.1	14.9	9.7	8.2	6.6
SPS	13,539	16,698	19,123	21,216	22,715
PSR	6.8	4.8	3.9	3.6	3.3
CFPS	4,280	5,346	6,813	7,966	9,477
DPS	0	0	750	850	1,050

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	32.4	23.5	14.6	10.9	7.1
영업이익 증감률	21.0	-28.1	162.4	24.7	24.2
순이익 증감률	50.3	-26.3	124.7	23.8	22.5
수익성					
ROIC	16.0	9.4	21.3	26.9	35.0
ROA	8.2	5.2	12.3	14.0	15.9
ROE	9.3	6.4	13.0	14.3	15.7
안정성					
부채비율	27.7	35.8	32.0	29.3	26.4
순차입금비율	-39.2	-24.9	-36.1	-41.8	-52.3
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	326	386	486
현금및현금성자산	153	60	129	179	271
매출채권 및 기타채권	69	84	96	106	114
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	25	101	101	101	101
비유동자산	265	337	317	312	281
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	264	336	317	311	280
자산총계	512	582	644	698	766
유동부채	108	145	148	150	152
매입채무 및 기타채무	60	66	69	71	73
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	48	79	79	79	79
비유동부채	3	8	8	8	8
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	8	8	8	8
부채총계	111	153	156	158	160
자본부분	401	428	488	540	606
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	153	205	272
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	488	540	606
순차입금	-157	-106	-176	-226	-317

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	43	73	112
당기순이익	36	26	59	73	90
비현금영향의기갑	84	124	132	150	176
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	11	15	21
자산부채의증감	-139	-143	-140	-138	-136
기타현금흐름	-10	-19	-8	-13	-19
투자활동 현금흐름	141	-81	-128	-156	-150
투자자산	138	-57	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	3	-23	-127	-155	-150
재무활동 현금흐름	-10	0	-2	-23	-26
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	2	0	0	0
현금배당	0	0	0	-21	-24
기타	-10	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	102	-93	69	50	92
기초 현금	51	153	60	129	179
기말 현금	153	60	129	179	271
NOPLAT	31	23	56	69	86
FCF	106	139	75	75	117

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 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 관련된 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	20.04.14	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%)		(31.27)	(40.20)	(17.43)	10.95	26.80
과다율(최대/최소%)		(24.35)	(21.39)	(0.78)	22.42	(1.73)
제시일자	18.04.15					
투자의견	Marketperform					
목표주가	74,000					
과다율(평균%)	24.09					
과다율(최대/최소%)	15.27					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200410)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.4%	13.1%	0.5%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(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