

# 스튜디오 드래곤 (253450)

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

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **115,000**

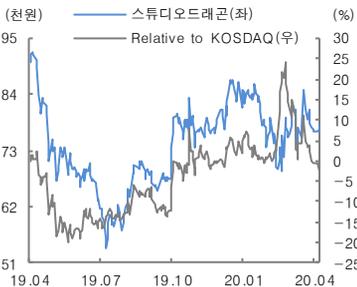
현재주가 (20.05.07) **78,000**

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	668.17
시가총액	2,192십억원
시가총액비중	0.94%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	90,800원 / 54,000원
120일 평균거래대금	201억원
외국인지분율	8.35%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	-6.6	-0.4	-14.1
상대수익률	-6.0	-6.0	-0.7	-3.1



## 가끔 구름, 연중 맑음

투자의견 매수, 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

1Q20 Review: 19년에는 기초 체력 확인, 20년에는 실적 개선

- 매출 1,2천억원(+8% yoy, +24% qoq), 영업이익 116억원(+5% yoy, 흑전 qoq) 달성
- 1Q~3Q19 실적을 통해 분기별 최소 100억원 수준의 이익 달성은 가능하다는 것을 확인
- 20년에는 제작물량 증가 및 넷플릭스 동시방영 recoup을 증가(+10%p로 추정) 및 오리지널 콘텐츠 제작 마진 증가(+10%p로 추정)로 이익 개선을 기대했고, 이번 실적에서 이를 확인
- 코로나의 반사 이익도 있었지만, 기본적으로 <사랑의 불시착>, <하이바이 마마> 등 우수한 콘텐츠 제작에 따른 실적 개선 넷플릭스 오리지널 콘텐츠인 <나 홀로 그대>도 공급
- 역대 최대 판매 매출(+19% yoy)을 달성했고, 특히 전체 매출 중 해외 비중 44%, 판매 매출 중 해외 비중 79%까지 확대. 드래곤은 이미 글로벌 사업자
- 또한 라이브러리가 160편까지 확대되면서 구작 판매도 지속 상승 중
- 사업이 정상 궤도에 진입하면서 매출원가를 감소에 따른 OPM도 개선

2020년 전망: 가끔 구름이 끼겠지만 연중 맑음

- 현재 방영 중인 <더 킹>은 SBS 방영권료와 넷플릭스 동시방영 판권으로 제작비 회수 완료. 프로젝트 마진은 최소 20% 수준으로 추정. 2Q20 영업이익은 174억원(+61% yoy) 전망
- 하반기에는 <비밀의 숲 2>, 박보검 주연 <청춘기록>, 넷플릭스 오리지널 <스위트홈> 방영 예정. <비밀의 숲>은 시즌1에 이어 시즌2도 넷플릭스 동시방영 가능성 높다고 판단
- ENM은 1Q 실적 발표를 통해 방송 콘텐츠 제작비 축소 및 비용 통제 계획 발표, 교차 편성 및 편성 효율화로 콘텐츠 제작비 10~15% 축소 예정. ENM의 제작비 감소로 인한 향후 캡티브향 실적 감소 가능성 제기. 하지만, 드래곤의 실적은 큰 흔들림 없을 것으로 판단
- ENM의 제작비 감소 이유는 TV 광고의 부진 영향. 하지만, TV 광고의 가장 중요한 수단은 드라마. 따라서, ENM의 제작비 감소는 영화, 예능, 드라마에 골고루 영향 주겠지만, 드라마의 제작비 감소는 크지 않을 것 만일, ENM이 방영권료를 일부 줄더라도, 드래곤 제작 33편 중 7~8편은 넷플릭스 동시방영, 2~3편은 오리지널, 1~2편은 자생파행이고, 특히, 넷플릭스는 recoup율을 10%p 가량 상향했기 때문에, 드래곤 실적에는 거의 영향 없을 것
- 또한, '20년 라인업은 이미 대부분 확정되어서 올해 제작 일정에는 차질 없을 것으로 판단
- 넷플릭스는 미국내 경쟁 피해 한국 콘텐츠를 무기로 아시아 시장 공략 중, 1Q 실적 발표를 통해 아시아향 가입자 및 매출 증가 추세 확인. K-콘텐츠의 제작력은 세계적으로 인정받고 있기 때문에, 드래곤은 넷플릭스 뿐만 아니라 향후 다양한 해외 플랫폼과도 협업할 것으로 전망. '20년 미국 신규 OTT 2개 추가 출범 예정. HBO Max 5/27, Peacock 7/15

(단위: 십억원 %)

구분	1Q19	4Q19	1Q20			2Q20				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	112	97	116	120	7.6	23.5	118	152	18.8	26.6
영업이익	11	-4	10	12	5.2	흑전	11	17	61.4	50.0
순이익	9	-2	9	9	1.0	흑전	9	14	85.0	45.8

구분	2018	2019	2020(F)			Growth		
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2019	2020(F)
매출액	380	469	537	535	-0.4	555	23.5	14.2
영업이익	40	29	75	70	-6.5	59	-28.1	145.3
순이익	36	26	59	55	-7.6	49	-26.3	107.6

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	535	569	630
영업이익	40	29	70	88	112
세전순이익	46	33	75	93	117
총당기순이익	36	26	55	69	87
자비지분순이익	36	26	55	69	87
EPS	1,278	941	1,953	2,450	3,082
PER	72.3	85.9	39.9	31.8	25.3
BPS	14,312	15,258	17,195	18,895	21,126
PBR	6.5	5.3	4.5	4.1	3.7
ROE	9.3	6.4	12.0	13.6	15.4

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

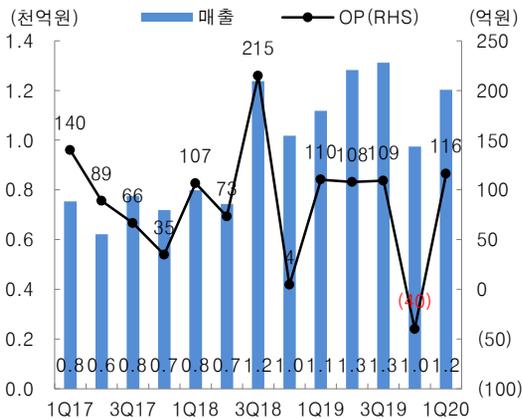
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	537	596	535	569	-0.4	-4.6
판매비와 관리비	20	22	22	23	9.0	6.5
영업이익	75	94	70	88	-6.5	-6.7
영업이익률	14.0	15.8	13.2	15.4	-0.9	-0.3
영업외손익	5	5	4	5	-14.1	0.0
세전순이익	80	99	75	93	-7.0	-6.3
자비지분순이익	59	73	55	69	-7.6	-6.3
순이익률	11.1	12.3	10.3	12.1	-0.8	-0.2
EPS(자비지분순이익)	2,114	2,616	1,953	2,450	-7.6	-6.3

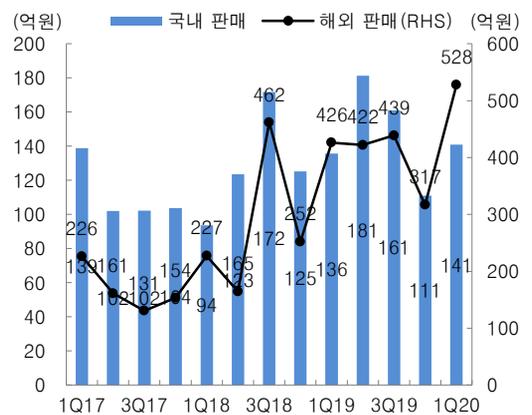
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 분기별 최소 100억원 수준의 이익 기반 확인



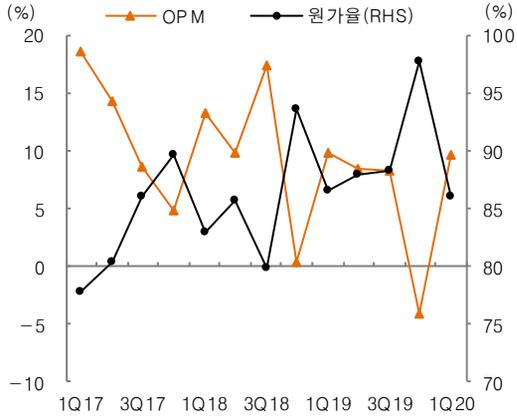
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 해외 판매 증가가 실적 견인



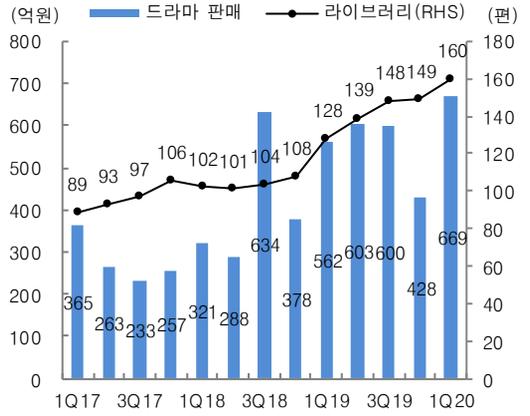
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 원가율 감소에 따른 OPM 개선, 사업 안정화



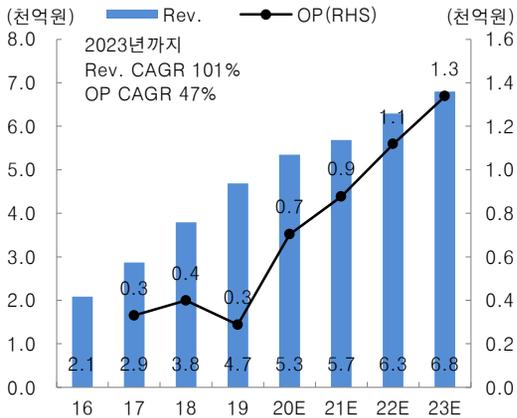
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. 판매 매출 및 라이브러리 증가 추이



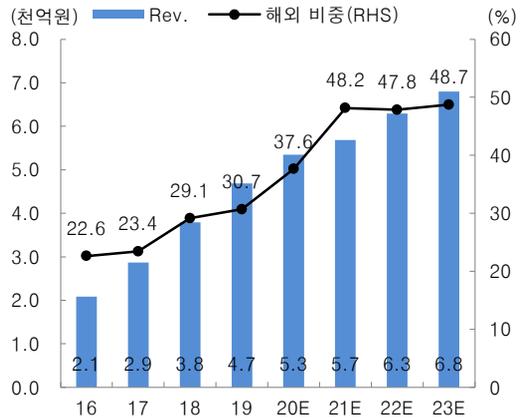
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 매출 및 이익 전망 맑음



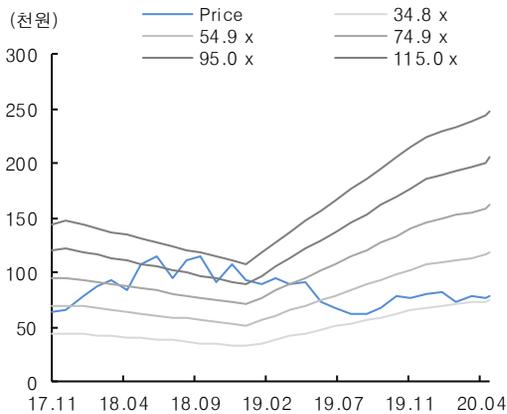
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 해외 판매가 성장 견인



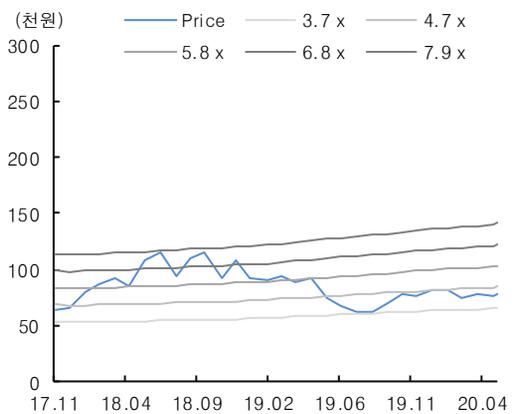
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 1. 기업개요

#### 기업 및 주요 주주 현황

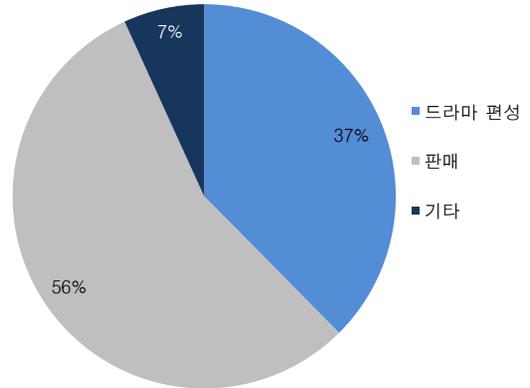
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립, 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원, 영업이익 287억원, 당기순이익 265억원
- 1Q20 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 37%, 판매 56%, 기타 7%
- 1Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 61.31%

#### 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 Research Center

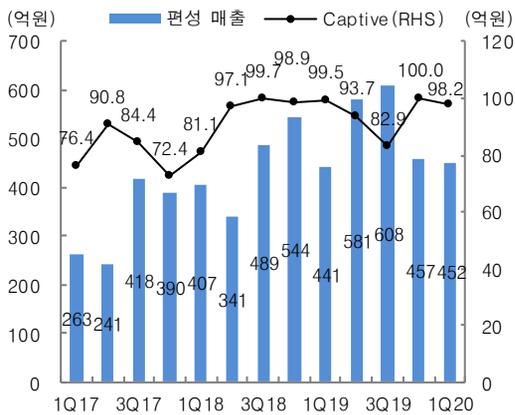
#### 사업부문별 매출 비중(1Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

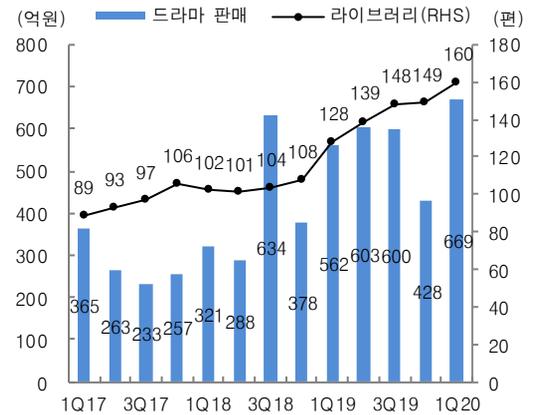
### 2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(1Q20)



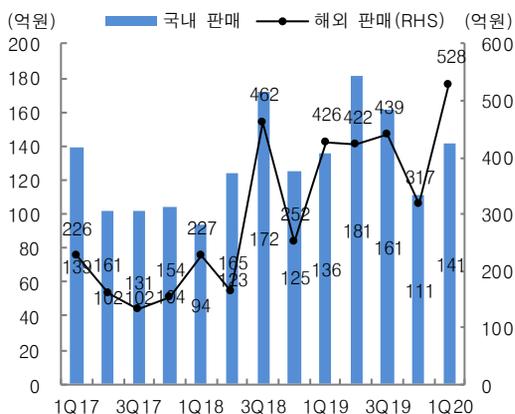
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(1Q20)



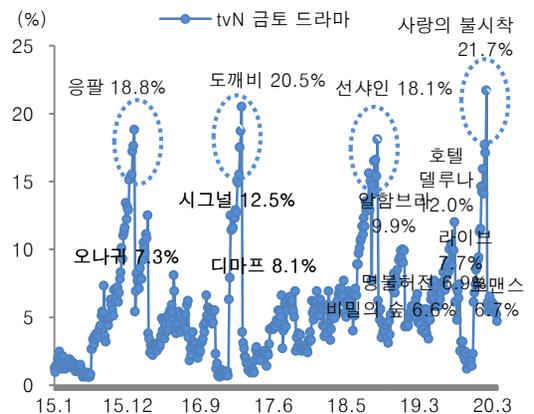
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내의 판매 비중(1Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nelson, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	55	69	87	103	116	128	140	155	170	187
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	483	531	594	667	747	838	940	1,053	1,176	1,312
추정ROE	12.0	13.6	15.4	15.5	15.5	15.2	14.9	14.7	14.4	14.2
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	4.2									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	1.4									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	7.8	9.4	11.2	11.3	11.3	11.0	10.7	10.5	10.2	10.0
V 필요수익	18	20	22	25	28	31	35	39	44	49
VI 잔여이익(Ⅳ-V)	37	49	64	78	88	96	105	115	126	138
현가계수	0.98	0.94	0.90	0.86	0.83	0.79	0.76	0.73	0.70	0.67
잔여이익의 현가	36	45	58	68	73	77	80	84	88	93
VII 잔여이익의 합계	702									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,207									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	428									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,337									
총주식수(천주)	28,096									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>118,761</b>									
현재가치(원)	78,000									
Potential (%)	52.3%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 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 지회사에 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 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

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	535	569	630
매출원가	324	421	443	458	493
매출총이익	56	48	92	111	136
판매비율변비	16	19	22	23	25
영업이익	40	29	70	88	112
영업외수익	105	6.1	132	15.4	17.8
EBITDA	115	146	195	226	270
영업외손익	6	4	4	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	17	13	13
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-13	-9	-9
외환관련손실	0	4	2	2	2
기타	0	0	1	1	1
법인세비용감전순이익	46	33	75	93	117
법인세비용	-10	-7	-20	-24	-30
계속사업순이익	36	26	55	69	87
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	55	69	87
당기순이익률	9.4	5.6	10.3	12.1	13.8
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	36	26	55	69	87
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
가표포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	54	68	86
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	35	26	54	68	86

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,953	2,450	3,082
PER	72.3	85.9	39.9	31.8	25.3
BPS	14,312	15,258	17,195	18,895	21,126
PBR	6.5	5.3	4.5	4.1	3.7
EBITDAPS	4,108	5,185	6,934	8,038	9,621
EV/EBITDA	21.1	14.9	10.4	8.7	7.0
SPS	13,539	16,698	19,042	20,237	22,405
PSR	6.8	4.8	4.1	3.9	3.5
CFPS	4,280	5,346	6,613	7,742	9,310
DPS	0	0	750	850	1,050

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	32.4	23.5	14.2	6.3	10.7
영업이익 증감률	21.0	-28.1	145.3	24.4	27.7
순이익 증감률	50.3	-26.3	107.6	25.4	25.8
수익성					
ROIC	16.0	9.4	19.8	25.3	33.9
ROA	8.2	5.2	11.5	13.2	15.5
ROE	9.3	6.4	12.0	13.6	15.4
안정성					
부채비율	27.7	35.8	32.3	29.6	26.9
순차입금비율	-39.2	-24.9	-35.5	-41.5	-51.5
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤 대손증권 Research Center

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	322	376	473
현금및현금성자산	153	60	125	174	259
매출채권 및 기타채권	69	84	96	102	112
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	639	688	753
유동부채	108	145	148	149	151
매입채무 및 기타채무	60	66	69	70	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	157	160
자비자분	401	428	483	531	594
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	148	196	259
가치저변변동	0	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	483	531	594
순차입금	-157	-106	-172	-220	-306

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	39	71	106
당기순이익	36	26	55	69	87
비환금류의기갑	84	124	131	149	175
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	10	14	20
자산부채의증감	-139	-143	-139	-135	-139
기타현금흐름	-10	-19	-7	-11	-17
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
현금의증감	102	-93	65	49	86
기초 현금	51	153	60	125	174
기말 현금	153	60	125	174	259
NOPLAT	31	23	52	65	83
FCF	106	139	71	70	114

[Daishin House View 4 차 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 (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[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: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	20,05,08	19,11,07	19,05,07	18,11,07	18,08,08	18,05,13
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Marketperform	Marketperform
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	95,000	81,000
과다율(평균%)		(31.25)	(40.20)	(17.43)	10.95	29.88
과다율(최대/최소%)		(24.35)	(21.39)	(0.78)	22.42	13.83

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200505)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.3%	12.8%	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