

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

이가연

hojae.kim@daishin.com

gayeon.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

(20.06.16)

79,300

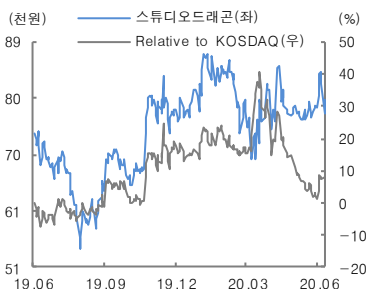
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

Sky Blue

KOSDAQ	735.38
시가총액	2,228십억원
시가총액비중	0.87%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	87,000원 / 54,000원
120일 평균거래대금	213억원
외국인보유율	8.53%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	11.1	1.9	10.9
상대수익률	-1.7	-23.8	-10.7	8.9



끊임없이 풍부한 볼거리

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

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

2Q20 Preview: 계속되는 호실적

- 매출 1,3천억원(+5% yoy, +12% qoq), 영업이익 154억원(+43% yoy, +32% qoq) 전망. <미스터 션샤인>이 방영된 3Q18 제외한 분기 최대 실적 전망. <더 킹>의 이익 기여
- 19년부터 안정적인 이익 구조 확보 분기 평균 8편 정도의 신작 방영권/판권 매출과 130~160편의 라이브러리에서 발생하는 구작 판권 매출로 1Q19부터 분기 평균 110억원의 영업이익 달성 중. 이를 기반으로 분기별 흥행 작품이 있을 경우 이익이 추가되는 구조
- 흥행 유무는, 방영되는 TV 플랫폼의 실시간 시청률 보다는 넷플릭스 등 대형 OTT에 동시방영 조건으로 판매되는지의 여부가 중요
- 20년에는 33편 제작 예정. 이 중 7편은 넷플릭스 동시방영, 2~3편은 넷플릭스 오리지널 콘텐츠, 넷플릭스와 계약한 10편은 TV 시청률과 무관하게 방영권 및 판권 계약으로 당사 추정 약 20% 정도의 작품 마진 선 확보
- 2Q20 실적에서도 <더 킹>: 영원의 군주>가 방영되는 플랫폼인 SBS에서의 시청률은 6.3~11.4%여서 기대에는 못 미쳤지만, 넷플릭스 동시방영 조건으로 사전 판매되면서 이익에는 크게 기여. <더 킹> 역시 SBS 방영권료와 넷플릭스 판권 등 약 20%의 작품 마진 추정

주가는 여전히 시청률에 영향 받지만, 실적은 시청률과 다르다

- 드래곤의 주가는 19.5월 <아스달 연대기> 방영 시점부터 2Q19 실적 발표까지 약 50% 하락. 기대에 못 미치는 시청자 반응과 제작비 회수 가능성에 대한 우려 제기
- 2Q19 실적 발표를 통해 <아스달>은 ENM과 넷플릭스 방영료 및 판권으로 BEP 수준 달성했다는 것을 확인하면서 주가는 하락폭의 약 70% 회복
- 최근 종영한 <더 킹> 역시 스타 작가 및 주변배우들에 대한 기대 대비 시청률이 높지 않아서 방영기간 동안 드래곤의 주가는 하락했지만, <아스달>때와는 다른 주가 움직임. <아스달> 방영시는 4개월에 걸쳐서 50% 정도 하락 후, 실적 확인하면서 주가의 70%가 회복됐지만, <더 킹>은 방영기간 동안 11% 하락 후 70% 회복(4/17 1회 방영일 85천원, 5/22 75.9천원까지 약 11% 하락, 6/12 마지막회 방영일 82천원, 하락폭의 약 70% 회복)
- 실적발표를 통해 시청률이 실적에 큰 영향을 끼치지 않는다는 것을 지속적으로 확인시켜주면서, 시청률에 대한 민감도는 점차적으로 낮아지는 중
- 하반기 주요 라인업: 6/20 첫 방 <사이코지안 관찰>, 김수현, 서예지. 넷플릭스 동시방영 <비밀의 숲 시즌2>, 조승우, 배두나. <스타트업>, 남주혁, 배우지. <청춘기록>, 박보검, 박소담. 넷플릭스 오리지널 드라마 < 스위트 홈 > 등

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)				3Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	128	120	152	134	4.7	11.6	142	92	-29.7	-31.3
영업이익	11	12	17	15	42.8	32.4	16	14	30.2	-7.8
순이익	7	9	15	14	84.3	58.3	13	13	9.6	-6.5

구분	2018	2019	2020(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2019	2020(F)
매출액	380	469	535	483	-9.8	545	23.5	3.0
영업이익	40	29	70	60	-14.5	58	-28.1	109.9
순이익	36	26	55	47	-13.6	46	-26.3	79.5

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	483	560	607
영업이익	40	29	60	78	112
세전순이익	46	33	65	83	117
총당기순이익	36	26	47	62	86
지배지분순이익	36	26	47	62	86
EPS	1,278	941	1,688	2,198	3,072
PER	72.3	85.9	47.0	36.1	25.8
BPS	14,312	15,258	16,930	18,379	20,601
PBR	6.5	5.3	4.7	4.3	3.8
ROE	9.3	6.4	10.5	12.5	15.8

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	535	569	483	560	-9.8	-1.5
판매비와 관리비	22	23	21	23	-1.4	0.0
영업이익	70	88	60	78	-14.5	-10.8
영업이익률	13.2	15.4	12.5	13.9	-0.7	-1.5
영업외손익	4	5	4	5	0.0	0.0
세전순이익	75	93	65	83	-13.6	-10.2
지배지분순이익	55	69	47	62	-13.6	-10.2
순이익률	10.3	12.1	9.8	11.0	-0.4	-1.1
EPS(지배지분순이익)	1,955	2,448	1,688	2,198	-13.6	-10.2

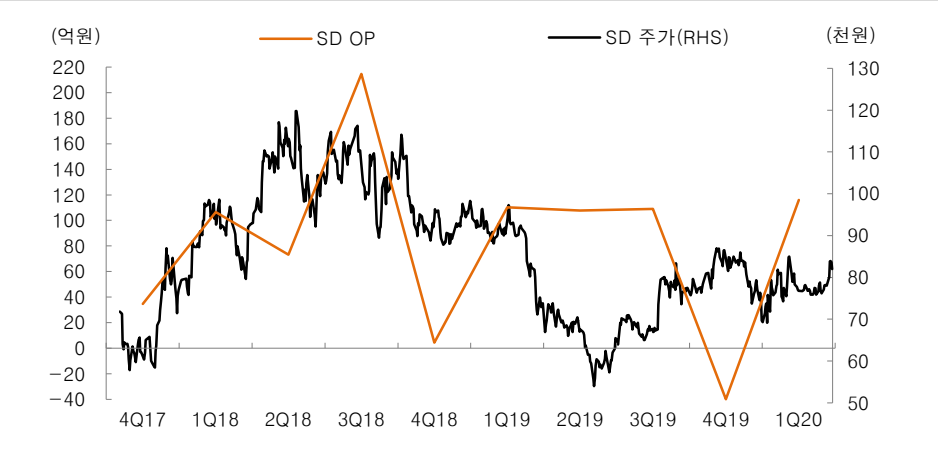
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 스튜디오 드래곤 제작 작품 시청률 vs. 주가. 단기적으로 주요 작품 시청률에 반응



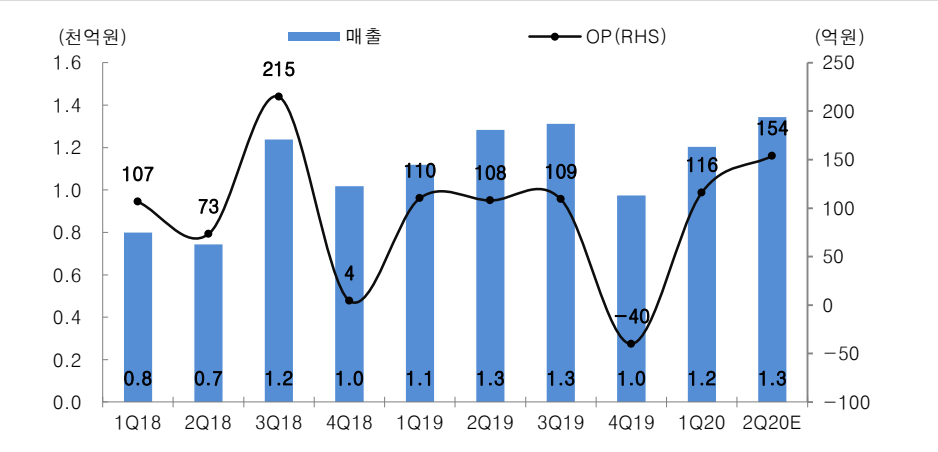
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 2. 스튜디오 드래곤 영업이익 vs. 주가



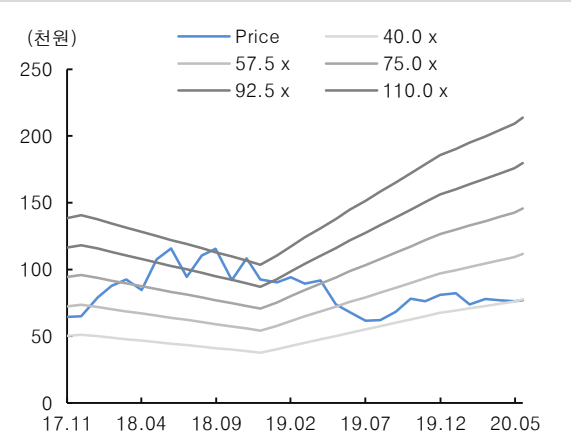
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 스튜디오 드래곤 매출, 영업이익



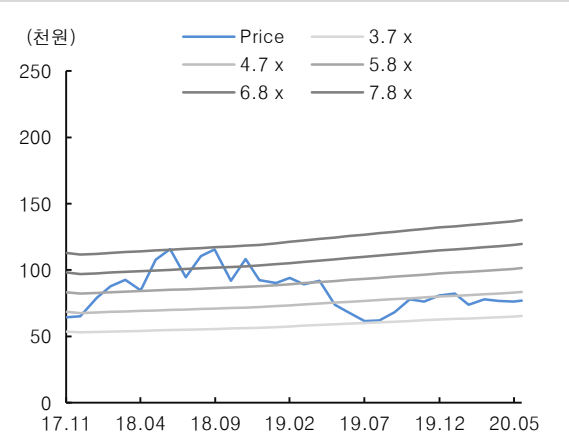
자료: 스튜디오 드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 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 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

사업부문별 매출 비중(1Q20)

사업부문	비중
드라마 편성	37%
판매	56%
기타	7%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(1Q20)

기간	편성 매출 (억 원)	Captive (RHS) (%)
1Q17	263	76.4
3Q17	241	90.8
1Q18	418	84.4
3Q18	390	72.4
1Q19	407	81.1
3Q19	341	97.1
1Q20	489	99.7
3Q20	544	98.9
1Q21	441	99.5
3Q21	581	93.7
1Q22	608	82.9
3Q22	457	100.0
1Q23	452	98.2

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(1Q20)

기간	드라마 판매 (억 원)	라이브러리 (RHS) (%)
1Q17	365	89
3Q17	263	93
1Q18	233	97
3Q18	257	106
1Q19	321	102
3Q19	288	101
1Q20	634	104
3Q20	378	108
1Q21	562	128
3Q21	603	139
1Q22	600	148
3Q22	428	149
1Q23	669	160

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(1Q20)

기간	국내 판매 (억 원)	해외 판매 (RHS) (%)
1Q17	226	139
3Q17	161	102
1Q18	131	102
3Q18	154	104
1Q19	227	94
3Q19	165	172
1Q20	123	462
3Q20	125	172
1Q21	136	252
3Q21	181	426
1Q22	161	422
3Q22	111	439
1Q23	141	317
3Q23	141	528

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률

드라마	시청률 (%)
응답하라 1988	18.8%
도깨비	20.5%
선사인	18.1%
호텔 델루나	12.0%
사랑의 불시착	21.7%

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	47	62	86	103	116	128	141	155	170	187
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	476	516	579	653	732	824	926	1,038	1,162	1,298
	추정ROE	10.5	12.5	15.8	15.8	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)	6.3	8.3	11.6	11.6	11.7	11.3	11.0	10.7	10.4	10.2
V	필요수익	18	20	22	24	27	31	35	39	44	49
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	29	42	65	79	89	97	106	116	127	138
	현가계수	0.98	0.94	0.90	0.87	0.83	0.80	0.77	0.73	0.70	0.68
	잔여이익의 현가	29	39	58	68	74	77	81	85	89	94
VII	잔여이익의 합계	695									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,227									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	428									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,350									
	총주식수(천주)	28,096									
XI	적정주당가치(원)	119,235									
	현재가치(원)	79,300									
	Potential (%)	50.4%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 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 지배지분 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)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	483	560	607
매출원가	324	421	401	459	471
매출총이익	56	48	82	101	136
판매비와관리비	16	19	21	23	25
영업이익	40	29	60	78	112
영업외수익	10.5	6.1	12.5	13.9	18.4
EBITDA	115	146	185	216	270
영업외손익	6	4	4	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	17	13	13
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-13	-9	-9
외환보통손실	0	4	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
법인세비용차감전순이익	46	33	65	83	117
법인세비용	-10	-7	-17	-22	-30
계속사업순이익	36	26	47	62	86
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	47	62	86
당기순이익률	9.4	5.6	9.8	11.0	14.2
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	36	26	47	62	86
매모기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	47	61	86
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	35	26	47	61	86

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,688	2,198	3,072
PER	72.3	85.9	47.0	36.1	25.8
BPS	14,312	15,258	16,930	18,379	20,601
PBR	6.5	5.3	4.7	4.3	3.8
EBITDAPS	4,108	5,185	6,572	7,700	9,610
EV/EBITDA	21.1	14.9	11.1	9.3	7.2
SPS	13,539	16,698	17,177	19,939	21,601
PSR	6.8	4.8	4.6	4.0	3.7
CFPS	4,280	5,346	6,372	7,521	9,417
DPS	0	0	750	850	1,050

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증/감률	32.4	23.5	3.0	16.1	8.3
영업이익 증/감률	21.0	-28.1	109.9	29.7	42.9
순이익 증/감률	50.3	-26.3	79.5	30.2	39.8
수익성					
ROIC	16.0	9.4	17.2	22.9	34.1
ROA	8.2	5.2	9.9	12.0	15.8
ROE	9.3	6.4	10.5	12.5	15.8
안정성					
부채비율	27.7	35.8	32.3	30.4	27.4
순차입금비율	-39.2	-24.9	-36.1	-40.1	-50.8
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	312	361	457
현금및현금성자산	153	60	125	160	248
매출채권 및 기타채권	69	84	86	100	108
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	630	673	738
유동부채	108	145	146	149	151
매입채무 및 기타채무	60	66	67	70	72
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	154	157	159
자비자분	401	428	476	516	579
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	141	182	244
기타자비자분	0	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	476	516	579
순차입금	-157	-106	-172	-207	-294

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	42	62	111
당기순이익	36	26	47	62	86
비현금성항목의기감	84	124	132	150	178
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	7	11	20
자산부채의증감	-139	-143	-132	-141	-137
기타현금흐름	-10	-19	-5	-9	-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
현금의 증감	102	-93	65	35	87
기초 현금	51	153	60	125	160
기말 현금	153	60	125	160	248
NOPLAT	31	23	44	58	83
FCF	106	139	64	63	114

[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 (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (상위)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

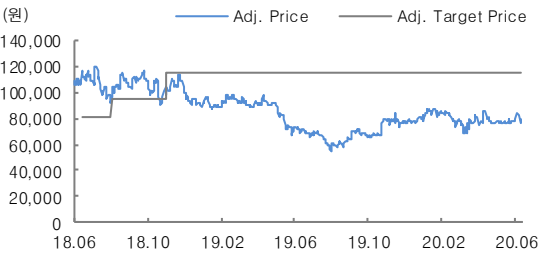
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	20.06.17	20.05.07	19.11.07	19.05.07	18.11.07	18.08.08
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Marketperform
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	95,000
과다율(평균%)		(31.97)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	10.95
과다율(최대/최소%)		(27.04)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	22.42
제시일자	18.06.22					
투자의견	Marketperform					
목표주가	81,000					
과다율(평균%)		31.25				
과다율(최대/최소%)		13.83				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200614)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.1%	12.4%	0.5%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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