

스튜디오 드래곤 (253450)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 115,000
유지

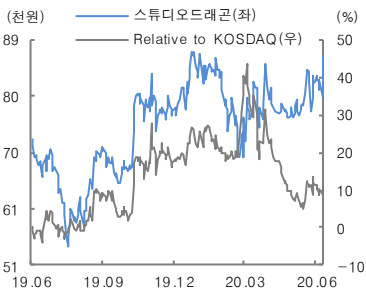
현재주가 86,200
(20.06.30)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSDAQ	737.97
시가총액	2,422십억원
시가총액비중	0.95%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	87,000원 / 54,000원
120일 평균거래대금	240억원
외국인지분율	8.39%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.1	12.8	6.6	26.8
상대수익률	9.4	-17.1	-3.3	18.6



성장 스토리 이제 시작

투자 의견 매수, 목표주가 115,000원 유지

- 기업의 실적 증가는 Q(제작 편수) 또는 P(제작 단가, 판매 단가)의 상승
- 드래곤은 20년 기준 연간 33편의 드라마 제작, 연간 2~3편 정도씩 증가 중, 현재 보유 중인 크리에이터 역량으로는 연간 50편의 제작도 가능
- 텐트폴(약 회당 10억원 이상 작품) 드라마도 연간 2편에서 20년에는 분기에 1편로 증가
- 20년부터는 향후 3년간 넷플릭스와 연간 7편 수준의 동시방영 및 연간 3편 수준의 오리지널 콘텐츠 공급 계약 체결하면서 판매 단가 상승
- 드래곤의 성장 스토리는 탄탄하지만, 여전히 드래곤이 작품을 더 만들 수 있을까? tN 슬롯은 포화상태인데 작품을 만들어도 방영이 가능할까? 라는 가보지 않은 길에 대한 우려 존재

외형성장이 없다는 전제를 하더라도, 실적 증가 가능

1. Q의 증가 없어도, 연간 7편의 넷플릭스 동시방영에 대한 recoup 증가. 동시방영 작품은 ENM과 넷플릭스 통해 제작비의 120~130% 회수. 자세한 계약 조건은 미공개지만, 130% 회수 가능한 작품 비중이 증가해도 성장
2. Q의 증가 없어도, 텐트폴 비중 증가(현재 Q당 1개) or 손실 나는 작품 수만 줄어도 성장. 분기에 8편 정도 제작해, 100~150억 수준의 이익 달성 중. 당사 추정으로 신작 3편과 구작 판매로 이익 발생하고 5편 정도 BEP 또는 소폭 손실 5편에 대한 수익성만 개선시켜도 성장
3. Q의 증가 없어도, 20년 33편에서 넷플릭스 동시방영 7편+오리지널 3편, 총 10편 제외한 23편 타 OTT에 판매시 성장 가능. 디즈니+, 애플TV+, HBO Max, Peacock 등 글로벌 OTT가 등장하고 있어서 판매 가능성 높은 상황
4. Q의 증가 없어도, 19년 tN 21편, OCN 10편 중 드래곤 아닌 ENM 자체 및 외주제작 4편 드래곤 제작 전환시 성장 가능. <슬기로운 의사생활>도 ENM 예능국에서 제작
5. Q의 증가도 충분히 가능. OCN 편성은 tN의 절반 수준. 작품성만 있다면 OCN에서 추가 편성 가능. tN 연간 20편 수준도 휴방기간 없다면 연간 1~2편 증가 가능
6. Q의 증가도 충분히 가능. 지상파의 capa는 3사 합산 연간 60편. SBS만 전문 스튜디오 체제 구축하여 드라마 시장의 성장에 대응 중. MBC와 KBS 시장은 열려 있음

중국 시장이 열리면, 이런 논의 자체가 무의미

- 전일 콘텐츠 업종 급등. 한한령이 해제되었다는 소식에 기인. 한한령의 해제 여부는 명확하지 않지만, 중국 시장이 열린다면 분명 콘텐츠에는 좋은 기회
- 현재 SBS의 <편의점 셋별이>, MBC의 <저녁 같이 드실래요?>가 중국 최대 OTT인 아이치이 글로벌에서 동시방영 중. 중국을 제외한 글로벌 동시방영이지만, 아이치이가 한국 콘텐츠를 구매한 것은 맞기 때문에, 중국 시장에 변화가 나타나고 있는 것은 맞다고 판단
- 한한령 이전 중국에 판매된 콘텐츠는 작품 한 편에 약 100억원 수준. 중국 시장이 다시 열릴 경우 작품당 최소 100억원은 가능. 드래곤의 분기 이익은 100~150억원 수준이므로, 중국 시장이 열리면 단기간에 큰 폭의 이익 개선 가능

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
총당순이익	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	51.1	39.2	28.1
BPS	14,312	15,258	16,930	18,379	20,601
PBR	6.5	5.3	5.1	4.7	4.2
ROE	9.3	6.4	10.5	12.5	15.8

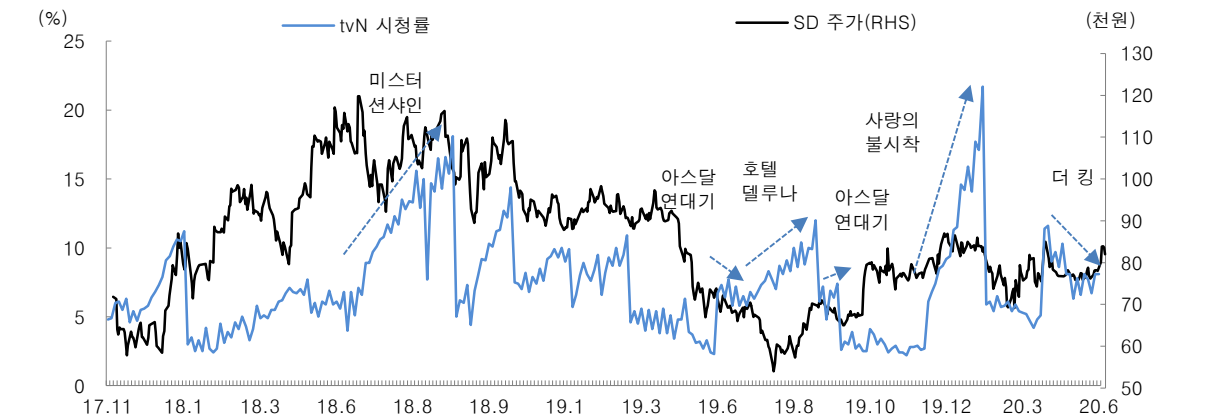
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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

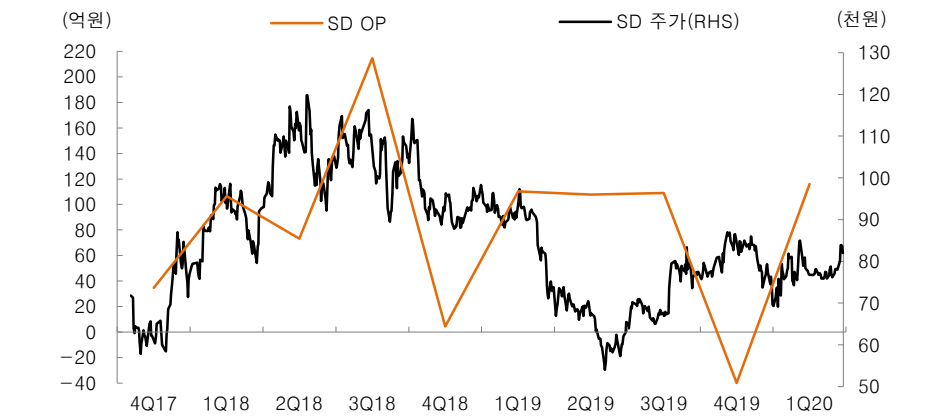
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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



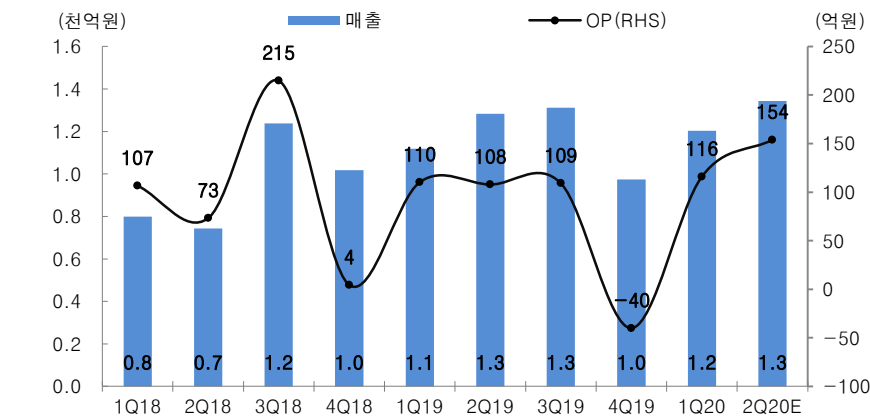
자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

그림 2. 스튜디오 드래곤 영업이익 vs. 주가



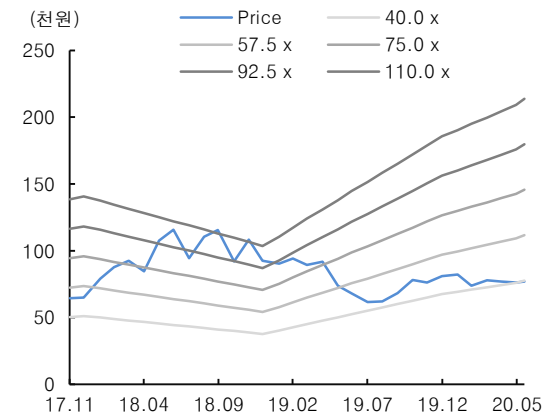
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 스튜디오 드래곤 매출, 영업이익



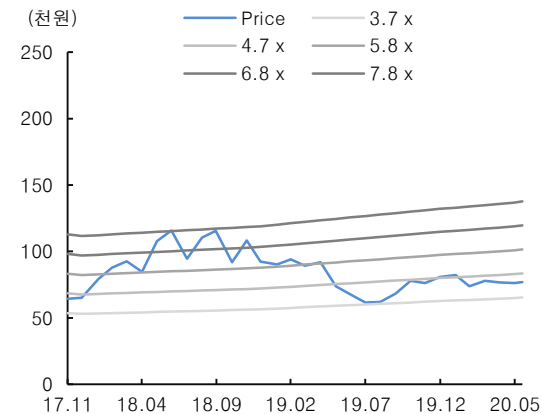
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

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

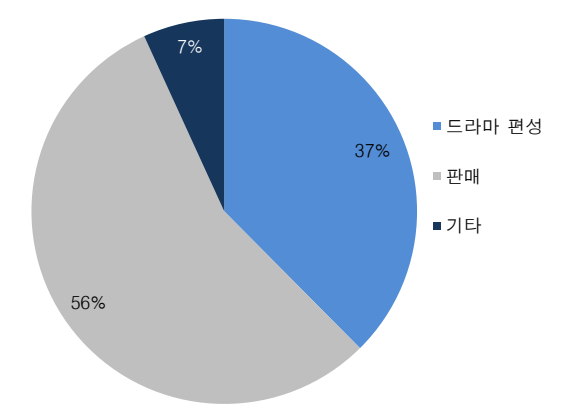
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원 영업이익 287억원 당기순이익 265억원
- 1Q20 기준 사업부문별 매출 비중: 드라마 편성 37%, 판매 56%, 기타 7%
- 1Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 61.31%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고 Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 상장 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

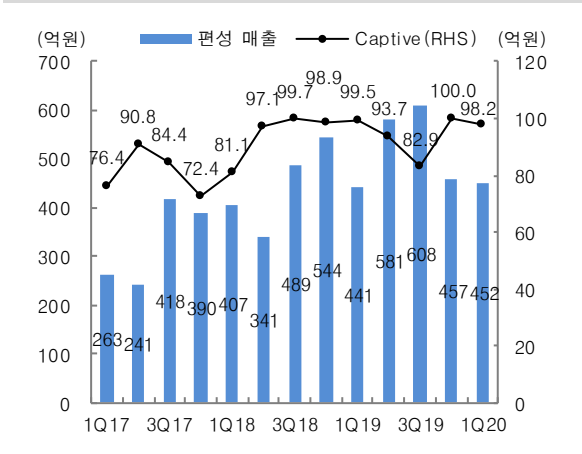
사업부문별 매출 비중(1Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

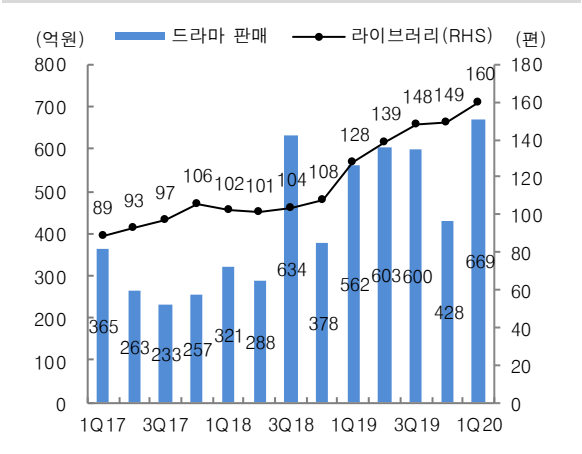
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(1Q20)



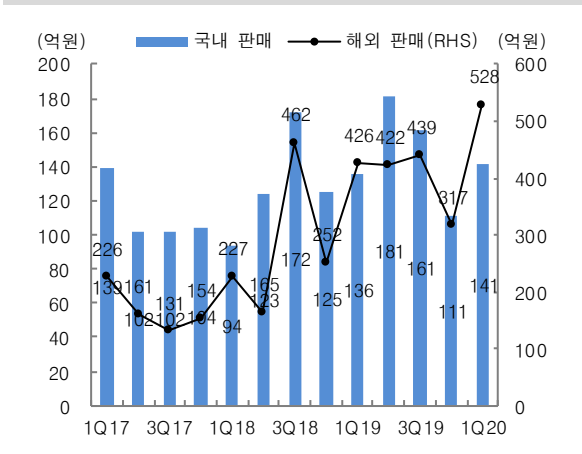
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출 구성(1Q20)



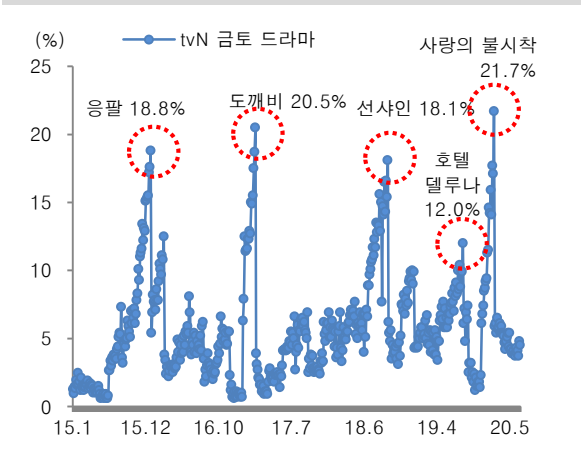
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 국내외 판매 비중(1Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 금토드라마 시청률



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(I - 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)	86,200									
Potential (%)	38.3%									

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 지회사가 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 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

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
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-13	-9	-9
외환관련손실	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
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	36	26	47	62	86
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄손익	35	26	47	61	86
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	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	51.1	39.2	28.1
BPS	14,312	15,258	16,930	18,379	20,601
PBR	6.5	5.3	5.1	4.7	4.2
EBITDAPS	4,108	5,185	6,572	7,700	9,610
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.2	10.2	7.9
SPS	13,539	16,698	17,177	19,939	21,601
PSR	6.8	4.8	5.0	4.3	4.0
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/감	32.4	23.5	3.0	16.1	8.3
영업이익 증/감	21.0	-28.1	109.9	29.7	42.9
순이익 증/감	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
매출채권및기타채권	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
매입채무및기타채무	60	66	67	70	72
차입금	0	0	0	0	0
유동상차무	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
자본부분	401	428	476	516	579
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	141	182	244
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	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
비현금항목의가감	84	124	132	150	178
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
자본평가손익	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
현금의증감	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 (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

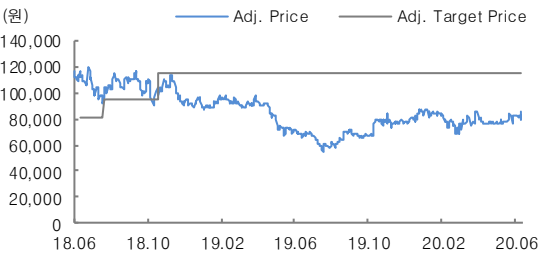
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 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	20.07.01	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%)		(31.05)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	10.95
과다율(최대/최소%)		(25.04)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	22.42
제시일자	18.07.01					
투자의견	Marketperform					
목표주가	81,000					
과다율(평균%)		29.91				
과다율(최대/최소%)		13.83				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200628)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.4%	12.1%	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 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상