스튜디오 드래곤 (253450)

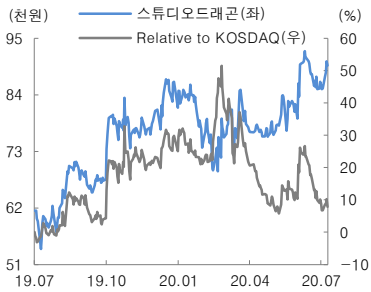
김회재
hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	115,000 유지
현재주가 (20.08.06)	89,700
	미디어업종

4차 산업혁명/안전등급	Neutral Green

KOSDAQ	854.12
시가총액	2,520십억원
시가총액비중	0.98%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 54,000원
120일 평균거래대금	273억원
외국인지분율	8.61%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	16.5	6.4	66.1
상대수익률	-11.6	-10.2	-16.2	7.3



하반기는 상상 그 이상

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

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

2Q20 Review: 안정적인 이익 기반에서 텐트폴의 성과 추가

- 매출 1.6천억원(+26% yoy, +34% qoq), OP 169억원(+57% yoy, +45% qoq)
- 〈더 킹: 영원의 군주〉 성과로 매출 역대 최고 달성. OPM 10.5%로 2년내 최고
- 〈더 킹〉 비용을 2Q에 모두 반영했음에도 불구하고 기대를 상회하는 이익 달성
- 해외 매출 594억원(+41% yoy)으로 역대 최대 해외 매출 달성
- 20.1월부터 3년간 넷플릭스에 20여편의 ENM과의 동시방영 작품 제공 및 연간 2~3편 정도의 오리지널 컨텐츠 공급에 따른 매출과 이익 개선 추세
- 〈더 킹〉은 넷플릭스와의 3년 계약에 포함되지 않는 작품임에도 호실적 달성
- 작품당 평균 판매 매출은 4.7억원으로 역대 최고 수준
- 라이브러리 판매도 161편으로 역시 역대 최고
- 매출원가율은 87%로 1Q19부터는 매분기 유사한 수준 유지

상반기도 기대 이상이었지만, 하반기는 상상 그 이상

- 뛰어난 작품성을 보여 준 〈비밀의 숲〉의 후속 〈비밀의 숲2〉 8/15 첫 방영
- 웹툰 원작의 넷플릭스 오리지널 〈스위트홈〉 4Q20 방영
- 아마존, 애플TV+, HBO Max 등 글로벌 OTT와 제작 및 판매 협업 진행 중
- 중국 OTT에도 오리지널 컨텐츠 공급 추진 중. 연내 1건 정도 성사 가능성
- 매출은 제작편수 증가와 넷플릭스 등 국내외 판매 증가로 꾸준히 상승하고, 19년부터는 원가율이 안정적으로 유지되면서 분기 이익이 최소 100억원을 기반으로 텐트폴 편성시 이익이 추가되는 구조 마련. 20E OP 605억원(+111% yoy)

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20					3Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	128	120	134	161	25.9	34.2	142	103	-21.3	-36.1
영업이익	11	12	15	17	56.7	45.3	16	11	0.8	-34.9
순이익	7	9	14	13	82.7	57.0	13	9	-24.2	-34.8

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	511	578	608
영업이익	40	29	61	79	112
세전순이익	46	33	64	84	117
총당기순이익	36	26	47	62	87
지배지분순이익	36	26	47	62	87
EPS	1,278	941	1,674	2,214	3,083
PER	72.3	85.9	53.6	40.5	29.1
BPS	14,312	15,258	16,916	19,130	22,213
PBR	6.5	5.3	5.3	4.7	4.0
ROE	9.3	6.4	10.4	12.3	14.9

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

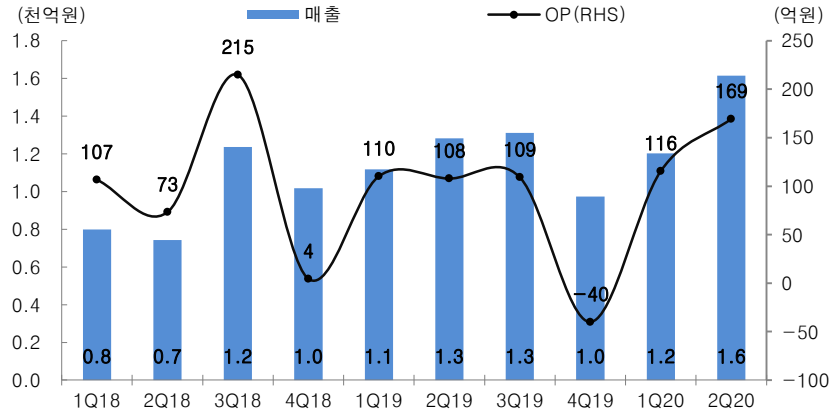
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	483	560	511	578	5.9	3.1
판매비와 관리비	21	23	21	23	-0.5	-0.9
영업이익	60	78	61	79	0.5	0.8
영업이익률	12.5	13.9	11.8	13.6	-0.6	-0.3
영업외손익	4	5	3	5	-27.9	0.0
세전순이익	65	83	64	84	-1.4	0.7
지배지분순이익	47	62	47	62	-0.9	0.7
순이익률	9.8	11.0	9.2	10.8	-0.6	-0.3
EPS(지배지분순이익)	1,688	2,198	1,674	2,214	-0.9	0.7

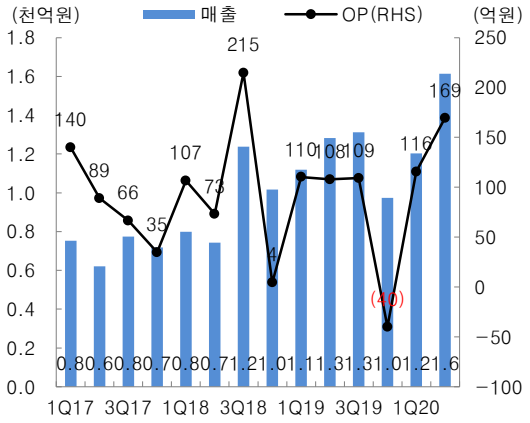
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 스튜디오 드래곤 매출, 영업이익. 분기 최고 매출 달성. 이익도 최고 수준



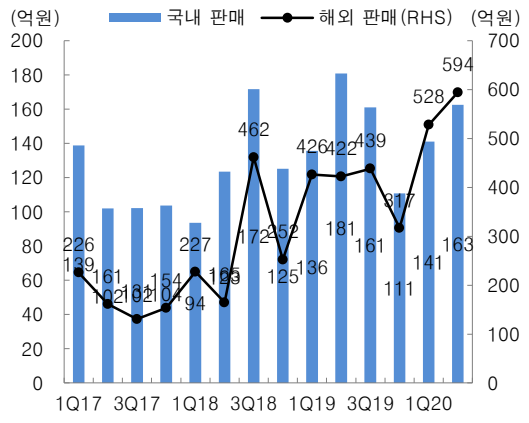
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 최소 100억원 수준의 이익 기반 확인



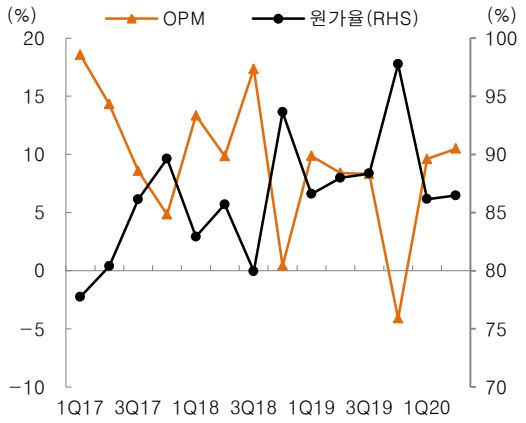
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 해외 판매 증가가 실적 견인



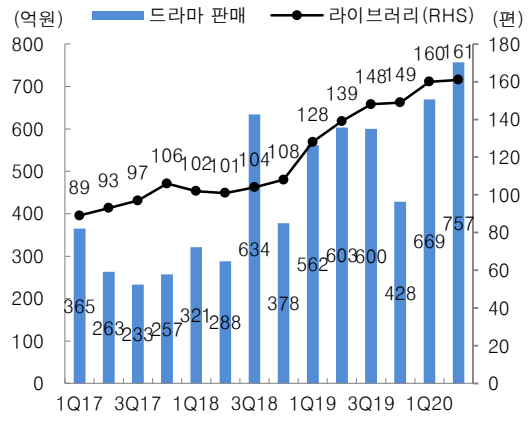
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. 원가율 감소에 따른 OPM 개선. 사업 안정화



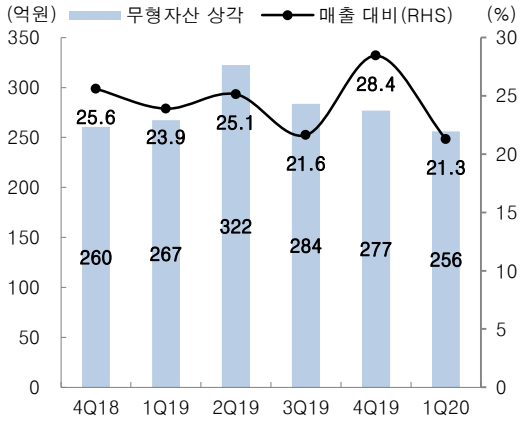
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 판매 매출 및 라이브러리 증가 추이



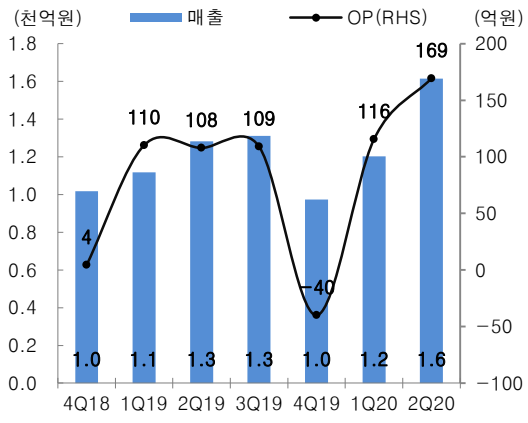
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 무형자산 상각. 매출 대비 20~25% 수준



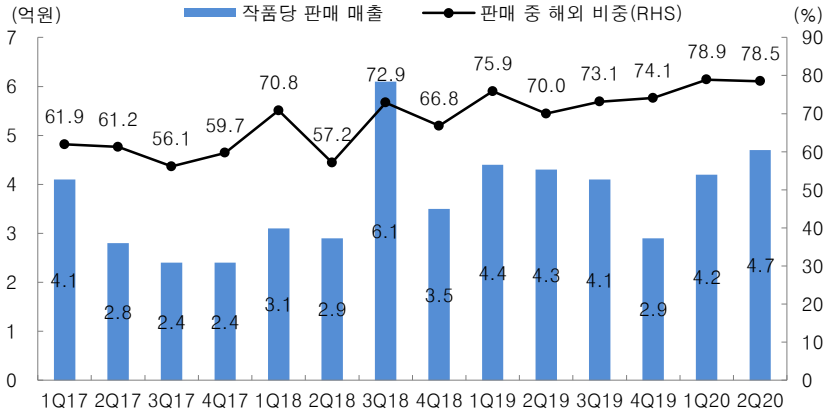
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 7. 안정적인 이익 구조 확보



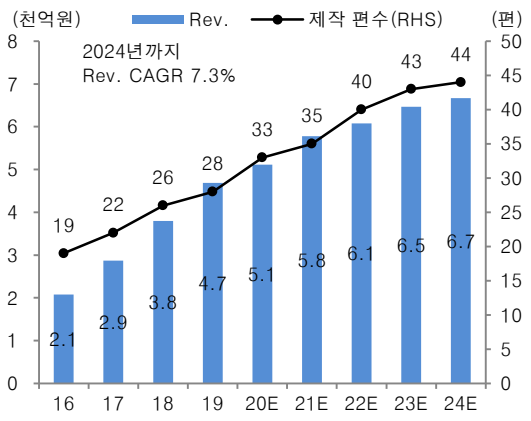
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 작품당 판매 매출 단가 역시 안정적으로 유지



자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 꾸준한 제작 편수 증가

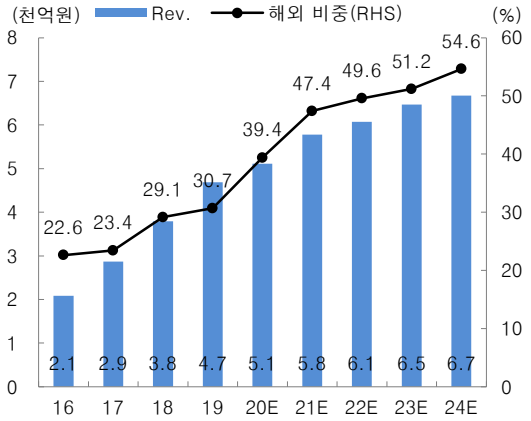


자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. 매출 및 이익 전망 맑음

자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. 해외 판매가 성장 견인

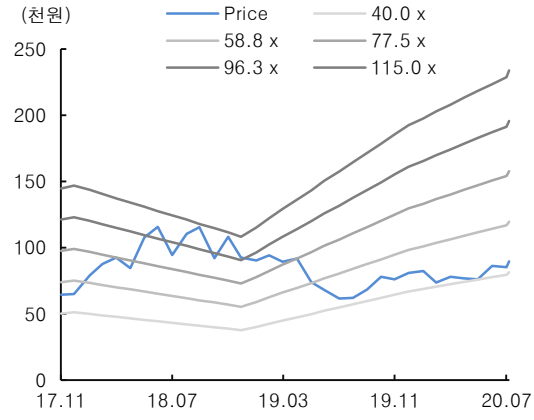


자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12. 마진 정상화 과정

자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 14. 12M FWD PBR Band

자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

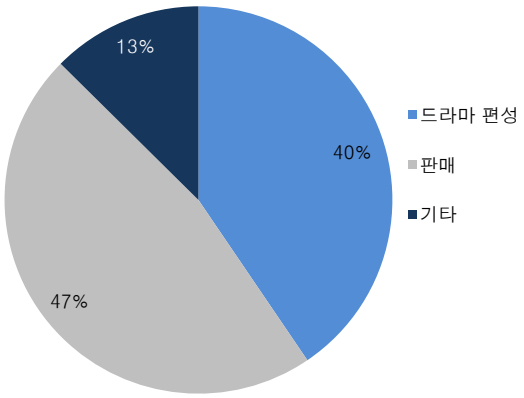
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원, 영업이익 287억원, 당기순이익 265억원
- 2Q20 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 40%, 판매 47%, 기타 13%
- 1Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 61.31%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 컨텐츠 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

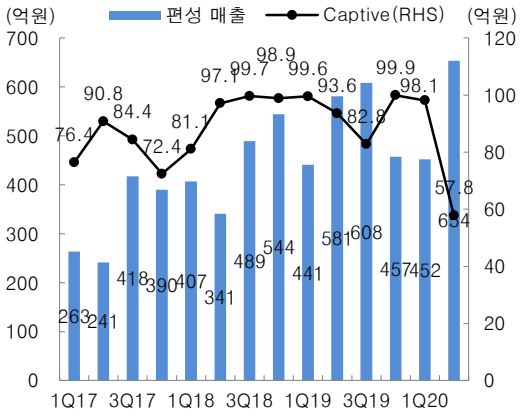
사업부문별 매출 비중(2Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

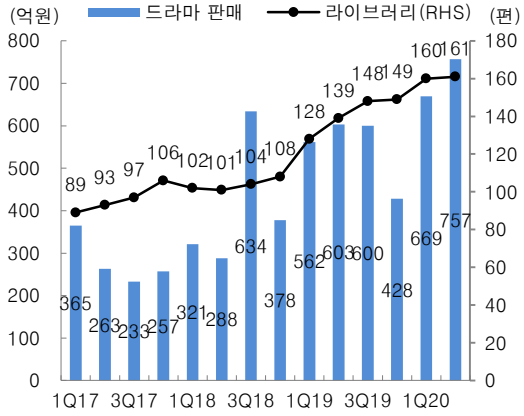
2. Earnings Driver

그림 15. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q20)



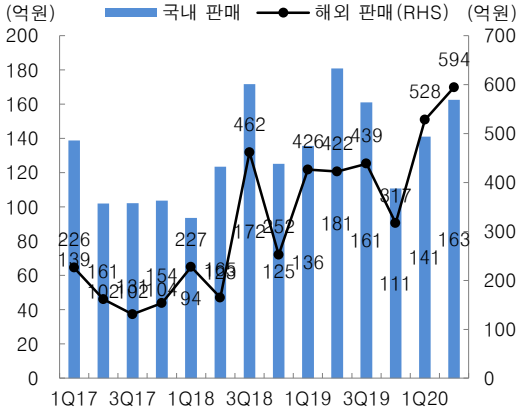
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 16. 드라마 판매 매출 구성(2Q20)



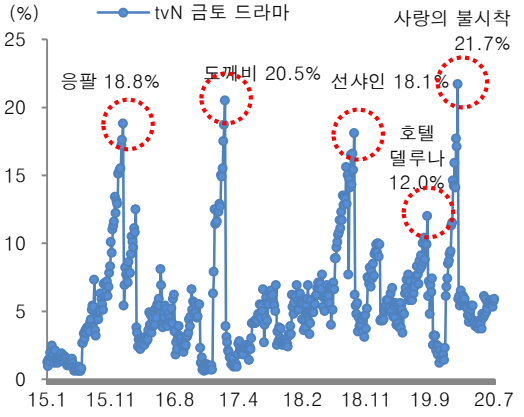
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 17. 드라마 국내외 판매 비중(2Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 18. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

R I M(잔여이익모델) (단위: 십억원, 원, %)

		2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I	순이익(지배지분)(주2)	47	62	87	104	116	126	136	147	158	1871
II	자기자본(지배지분)(주2)	475	538	624	702	788	880	978	1,084	1,198	1,322
	추정ROE	10.4	12.3	14.9	14.7	14.8	14.3	13.9	13.5	13.2	12.9
III	필요수익률(주3)	4.0									
	무위험이자율(주4)	1.2									
	시장위험프리미엄(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	6.4	8.3	10.9	10.7	10.8	10.3	9.9	9.5	9.2	8.9
V	필요수익	17	19	22	25	28	32	35	39	43	48
VI	잔여이익(I - V)	30	43	65	79	88	94	101	108	115	123
	현가계수	0.99	0.95	0.91	0.88	0.84	0.81	0.78	0.75	0.72	0.69
	잔여이익의 현가	30	41	59	69	75	76	79	81	83	85
VII	잔여이익의 합계	677									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,134									
	영구성장률(g)(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	428									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,239									
	총주식수(천주)	28,096									
XI	적정주당가치(원)	115,297									
	현재가치(원)	89,700									
	Potential (%)	28.5%									

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 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 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	511	578	608
매출원가	324	421	430	476	471
매출총이익	56	48	82	101	136
판매비와관리비	16	19	21	23	24
영업이익	40	29	61	79	112
영업이익률	10.5	6.1	11.8	13.6	18.4
EBITDA	115	146	185	217	270
영업외손익	6	4	3	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	14	13	13
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-11	-9	-9
외환관련손실	0	4	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순손익	46	33	64	84	117
법인세비용	-10	-7	-17	-22	-30
계속사업순손익	36	26	47	62	87
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	47	62	87
당기순이익률	9.4	5.6	9.2	10.8	14.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	36	26	47	62	87
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	46	62	86
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	35	26	46	62	86

재무상태표 (단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	313	383	502
현금및현금성자산	153	60	121	179	293
매출채권 및 기타채권	69	84	91	103	109
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	25	101	101	101	101
비유동자산	265	337	317	312	281
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	264	336	317	311	280
자산총계	512	582	630	695	783
유동부채	108	145	147	149	151
매입채무 및 기타채무	60	66	68	71	72
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	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	155	158	159
지배지분	401	428	475	537	624
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	141	203	289
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	475	537	624
순차입금	-157	-106	-167	-226	-339

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,674	2,214	3,083
PER	72.3	85.9	53.6	40.5	29.1
BPS	14,312	15,258	16,916	19,130	22,213
PBR	6.5	5.3	5.3	4.7	4.0
EBITDAPS	4,108	5,185	6,583	7,721	9,624
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.7	10.6	8.1
SPS	13,539	16,698	18,198	20,565	21,626
PSR	6.8	4.8	4.9	4.4	4.1
CFPS	4,280	5,346	6,340	7,543	9,431
DPS	0	0	0	0	900

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	32.4	23.5	9.1	13.0	5.2
영업이익 증가율	21.0	-28.1	110.9	30.0	42.3
순이익 증가율	50.3	-26.3	78.0	32.3	39.2
수익성					
ROIC	16.0	9.4	17.2	22.8	34.0
ROA	8.2	5.2	10.0	11.9	15.2
ROE	9.3	6.4	10.4	12.3	14.9
안정성					
부채비율	27.7	35.8	32.6	29.3	25.4
순차입금비율	-39.2	-24.9	-35.2	-42.0	-54.4
이자보상배율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	38	64	113
당기순이익	36	26	47	62	87
비현금항목의 가감	84	124	131	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
자산부채의 증감	-139	-143	-136	-139	-134
기타현금흐름	-10	-19	-4	-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	-2	-2
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	0	0
기타	-10	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	102	-93	61	58	114
기초 현금	51	153	60	121	179
기말 현금	153	60	121	179	293
NOPLAT	31	23	45	58	83
FCF	106	139	64	63	114

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

[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]

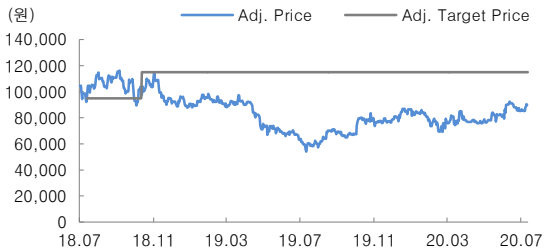
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

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	20.08.07	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
괴리율(평균,%)		(27.87)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	10.95
괴리율(최대/최소,%)		(19.57)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	22.42
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200804)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.2%	11.3%	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