

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가

(20.10.14)

83,700

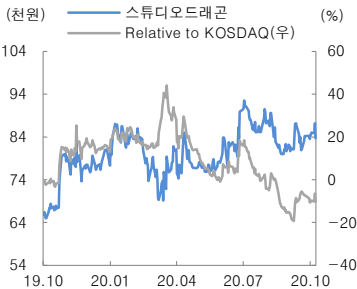
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	861.48
시가총액	2,354십억원
시가총액비중	0.92%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 66,400원
120일 평균거래대금	258억원
외국인지분율	9.26%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	-7.1	7.6	26.1
상대수익률	7.1	-16.1	-23.8	-6.1



단기는 흥행작에 영향 장기 방향성은 우상향

투자 의견 매수, 목표주가 115,000원 제시

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

3Q20 Preview: 편성 부족으로 일시적 실적 위축 전망

- 매출 1.2천억원(−9% yoy, −26% qoq), OP 97억원(−11% yoy, −43% qoq)
- 전년대비 드라마 회차 부족. 3Q19 123회 vs. 3Q20 100회. 3Q19 〈호텔 델루나〉, 〈아스달 Part3〉, 넷플릭스 오리지널 〈좋아하면 울리는〉의 high base 부담
- 전분기대비 단가 감소. 회차수는 2Q20 102회차와 비슷하나, 2Q20에는 넷플릭스에 높은 recoup으로 판매된 〈더 킹〉의 high base 부담. 3Q20 〈비밀의 숲2〉와 〈청춘기록〉은 넷플릭스 recoup율이 〈더 킹〉 보다는 낮은 수준으로 추정
- 4Q20 회차수는 102회로 2~3Q20와 유사할 것으로 전망. 하지만, 배수지, 남주혁 주연의 〈스타트업〉이 넷플릭스에 동시방영 되고, 넷플릭스 오리지널 〈스위트홈〉이 당사 추정 제작 마진 약 25% 개런티여서, OP 180억원 전망

분기 실적은 흥행작 유무에 영향 받지만, 장기 방향성은 우상향

- 분기 실적은 드라마 제작/편성 횟수와 흥행 여부에 따라 영향 받지만, 국내 1위를 기반으로 글로벌로 도약하는 드래곤의 장기 방향성은 명확
- 연간 제작편수는 16년 19편, 20E 30편, 23E 40편. 21년초에는 중국 OTT향 오리지널 드라마도 제작/공급 예정. 20년부터 넷플릭스 동시방영 및 오리지널 드라마 공급으로 마진도 개선. OPM 19년 6.1%, 20E 10.5%, 23E 18.9%

(단위: 십억원 %)

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)						4Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus		당사추정	YoY	QoQ
매출액	131	161	103	119	-9.1	-26.2	123		131	34.5	10.0
영업이익	11	17	11	10	-11.1	-42.5	12		18	흑전	85.6
순이익	12	13	9	8	-32.4	-41.7	10		14	흑전	81.2

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	532	518	578
영업이익	40	29	56	78	107
세전순이익	46	33	59	83	112
총당기순이익	36	26	44	62	83
자배지분순이익	36	26	44	62	83
EPS	1,278	941	1,559	2,193	2,937
PER	72.3	85.9	53.7	38.2	28.5
BPS	14,312	15,258	16,796	18,977	21,914
PBR	6.5	5.3	5.0	4.4	3.8
ROE	9.3	6.4	9.7	12.3	14.4

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

표 10. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	511	578	532	518	4.1	-10.3
판매비와 관리비	21	23	21	23	-0.1	0.0
영업이익	61	79	56	78	-7.2	-0.9
영업이익률	11.8	13.6	10.6	15.1	-1.3	1.4
영업외손익	3	5	3	5	0.0	0.0
세전순이익	64	84	59	83	-6.8	-0.8
지배지분순이익	47	62	44	62	-6.8	-0.8
순이익률	9.2	10.8	8.2	11.9	-1.0	1.1
EPS(지배지분순이익)	1,674	2,214	1,559	2,193	-6.9	-0.9

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	44	62	83	95	113	122	132	142	154	166
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	450	503	575	651	729	815	907	1006	1113	1229
추정ROE	9.7	12.3	14.4	13.9	14.7	14.2	13.8	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)	5.7	8.3	10.4	9.9	10.7	10.2	9.8	9.5	9.2	8.9
V 필요수익	17	19	21	25	27	31	34	38	42	47
VI 잔여이익(I-V)	27	43	61	71	86	91	98	104	112	119
현가계수	0.99	0.95	0.92	0.88	0.85	0.81	0.78	0.75	0.72	0.70
잔여이익의 현가	26	41	56	62	72	74	76	78	81	83
VII 잔여이익의 합계	651									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,077									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	428									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,155									
총주식수(천주)	28,127									
XI 적정주당가치(원)	115,000									
현재가치(원)	82,700									
Potential (%)	39.1%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)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 지배지분 가치를 차감하여 반영

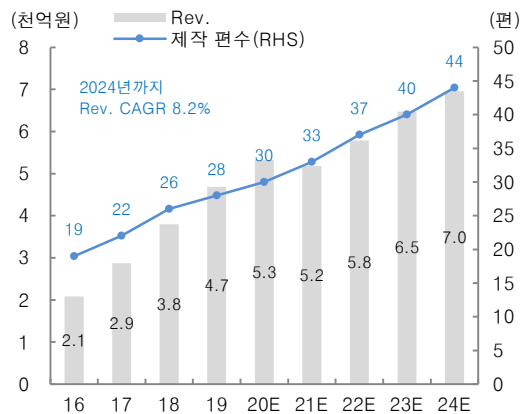
주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년간의 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

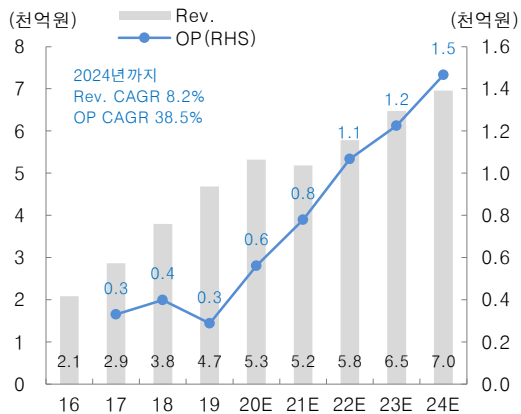
주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

그림 119. 꾸준한 제작 편수 증가



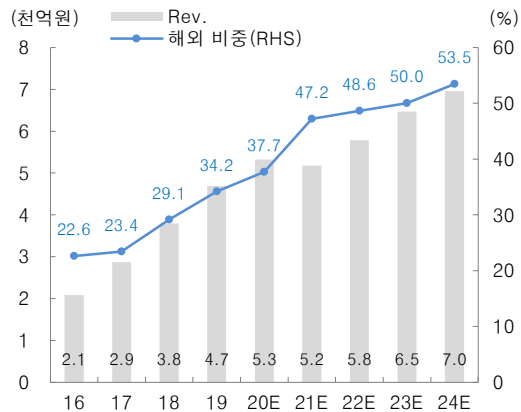
자료: 스튜디오 드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 120. 매출 및 이익 전망 맑음



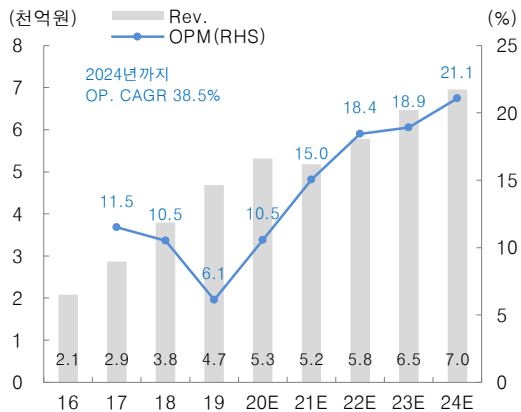
자료: 스튜디오 드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 121. 해외 판매가 성장 견인



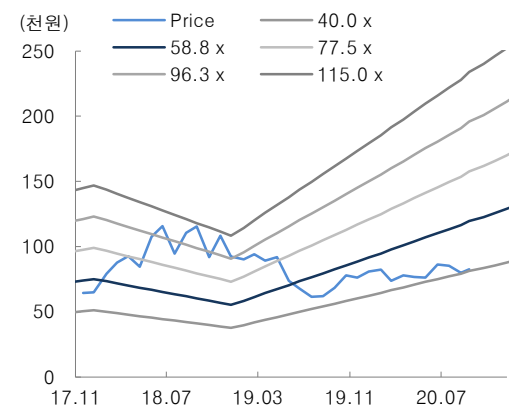
자료: 스튜디오 드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 122. 마진 정상화 과정



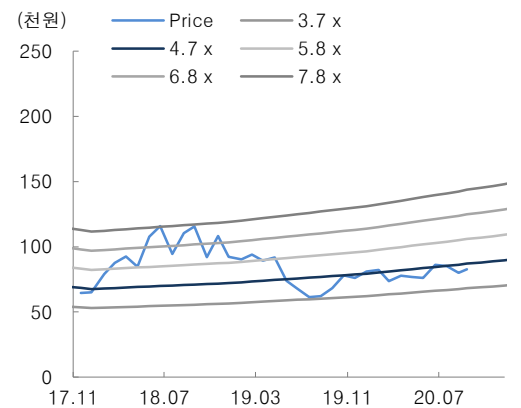
자료: 스튜디오 드래곤 추정, 대신증권 Research Center

그림 123. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 124. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	532	518	578
매출원가	324	421	455	417	447
매출총이익	56	48	77	101	131
판매비와관리비	16	19	21	23	24
영업이익	40	29	56	78	107
영업외수익	10.5	6.1	10.6	15.1	18.4
EBITDA	115	146	181	216	265
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
법인세비용차감전순이익	46	33	59	83	112
법인세비용	10	7	15	22	29
계속사업순이익	36	26	44	62	83
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	44	62	83
당기순이익률	9.4	5.6	8.2	11.9	14.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	36	26	44	62	83
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	43	61	82
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	35	26	43	61	82

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,559	2,193	2,937
PER	72.3	85.9	53.7	38.2	28.5
BPS	14,312	15,258	16,796	18,977	21,914
PBR	6.5	5.3	5.0	4.4	3.8
EBITDAPS	4,108	5,185	6,426	7,688	9,422
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.1	9.8	7.6
SPS	13,539	16,698	18,929	18,420	20,557
PSR	6.8	4.8	4.4	4.5	4.1
CFPS	4,280	5,346	6,183	7,510	9,229
DPS	0	0	0	0	900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액증가율	32.4	23.5	13.5	-2.6	11.6
영업이익증가율	21.0	-28.1	95.8	38.8	36.7
순이익증가율	50.3	-26.3	65.8	40.8	33.9
수익성					
ROIC	16.0	9.4	15.9	22.9	33.3
ROA	8.2	5.2	9.3	11.8	14.6
ROE	9.3	6.4	9.7	12.3	14.4
안정성					
부채비율	27.7	35.8	33.0	29.1	25.6
순차입금비율	-39.2	-24.9	-34.1	-43.1	-54.5
이자보상배율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	310	377	493
현금및현금성자산	153	60	115	184	289
매출채권및기타채권	69	84	95	93	103
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	628	689	774
유동부채	108	145	148	147	149
매입채무및기타채무	60	66	69	68	71
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	155	158
자본자본	401	428	472	534	616
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	137	199	282
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비재계자본	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	472	534	616
순차입금	-157	-106	-161	-230	-336

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	32	74	105
당기순이익	36	26	44	62	83
바탕금형무위기감	84	124	130	150	177
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	6	11	19
자산부채의 증감	-139	-143	-139	-128	-139
기타현금흐름	-10	-19	-3	-9	-16
투자활동 현금흐름	141	-81	-128	-156	-150
투자자산	138	-57	0	0	0
유형자산					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	55	69	106
기초 현금	51	153	60	115	184
기말 현금	153	60	115	184	289
NOPLAT	31	23	42	58	79
FCF	106	139	61	63	110

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center