

# 스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**115,000**

유지

현재주가

**78,100**

(20.10.26)

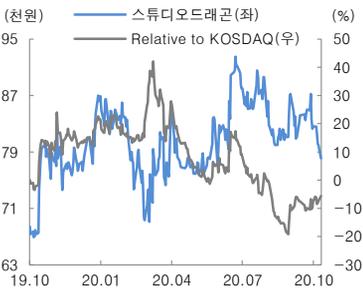
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	778.02
시가총액	2,197십억원
시가총액비중	0.86%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 67,300원
120일 평균거래대금	244억원
외국인지분율	9.31%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.32%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	-8.2	-0.3	16.0
상대수익률	0.0	-6.2	-18.9	-2.7



## 경쟁자를 파트너로

투자의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 유상증자에 따라 EPS가 6.3% 희석되지만, 당사는 향후 10년간의 장기 성장을 을 기반으로 목표주가를 산정하고 있고, 장기적으로는 네이버와의 제휴 시너지 에 따라 EPS가 더 증가할 수 있기 때문에, 기존 목표주가 유지

전일 네이버와 CJ그룹 3사는 주식 교환을 통한 전략적 제휴 결정

- CJ ENM, 스튜디오 드래곤과 네이버 제휴가 갖는 시너지
- 1) 질적인 효과. 웹툰 IP는 드라마/영화에서 hit ratio가 높은 소재. 따라서, 네이버 웹툰 IP를 안정적으로 공급받음으로써, 양질의 콘텐츠 제작 가능
- 2) 양적인 효과. ENM과 드래곤 입장에서는 네이버TV와 기타 글로벌 OTT라는 새로운 플랫폼이 생김으로써 콘텐츠 제작 물량 증가 가능
- 3) 카카오가 자체 IP를 통한 카카오투를 런칭하면서 ENM/드래곤의 경쟁상대로 등장한 것 대비, 잠재적 경쟁상대였던 네이버를 파트너 관계로 끌어들이는 효과

CJ ENM, 스튜디오 드래곤과 네이버의 제휴

- 네이버는 자사주 6천억원(286,500원, 2,094,240)을 CJ대한통운, CJ ENM의 자사주와 교환하고, 드래곤의 제3자 배정 유상증자에 현물 출자로 참여
- CJ ENM. 자사주 1.5천억원(136,900원, 1,095,690)을 네이버 주식 523,560주와 교환. 네이버 주식 0.32% 보유, 네이버는 CJ ENM 주식 3.9% 보유
- 스튜디오 드래곤. 신주 1.5천억원(79,900원, 1,877,345주)을 발행하고, 네이버가 자사주 523,560주를 현물 출자. 드래곤은 네이버 주식 0.32%를 보유하게 되고, 네이버는 증자 후 드래곤 주식 6.3% 보유
- 드래곤의 증자 이유. ENM이 보유하고 있는 드래곤의 주식과 네이버의 주식을 교환할 경우는, 드래곤이 네이버의 주식을 보유하지 않게 되므로, 드래곤이 신주 발행 후 네이버가 자사주를 현물 출자함으로써 드래곤도 네이버의 지분을 보유하게 하기 위함. 비록 0.32% 규모에 불과하지만, 지분 보유는 제휴 관계를 더욱 돈독하게 하는 효과. 네이버가 인수하는 신주는 1년간 보호 예수

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
지배지분순이익	36	26	44	62	83
EPS	1,278	941	1,559	2,193	2,937
PER	72.3	85.9	50.1	35.6	26.6
BPS	14,312	15,258	16,796	18,977	21,914
PBR	6.5	5.3	4.6	4.1	3.6
ROE	9.3	6.4	9.7	12.3	14.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 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) <sup>(주2)</sup>	44	62	83	95	113	122	132	142	154	166
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	472	534	616	686	771	860	955	1,058	1,169	1,289
추정ROE	9.7	12.3	14.4	13.9	14.7	14.2	13.8	13.5	13.2	12.9
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	4.0									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	1.2									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	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	28	31	34	38	42	47
VI 잔여이익(I - V)	27	43	61	71	86	91	98	104	112	119
현가계수	0.99	0.96	0.92	0.88	0.85	0.82	0.79	0.75	0.73	0.70
잔여이익의 현가	27	41	56	62	73	75	77	79	81	83
VII 잔여이익의 합계	653									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	2,083									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	428									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,164									
총주식수(천주)	28,127									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>112,506</b>									
현재가치(원)	78,100									
Potential (%)	44.4%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 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 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

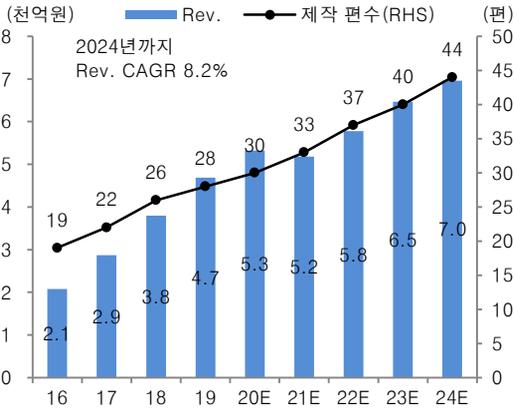
주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

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

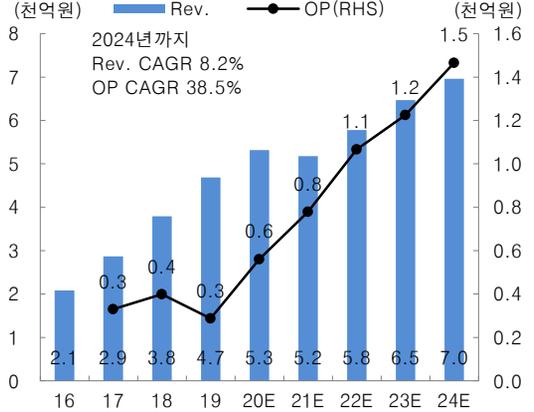
주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

그림 1. 꾸준한 제작 편수 증가



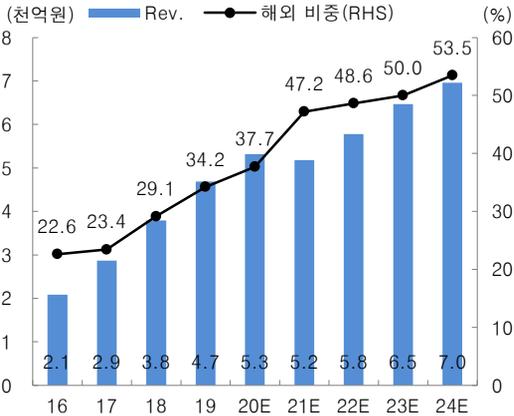
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 매출 및 이익 전망 맑음



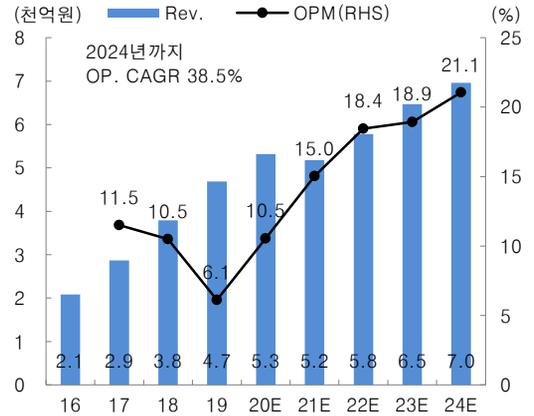
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 해외 판매가 성장 견인



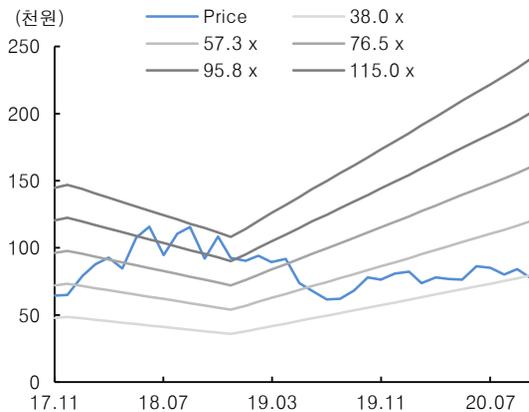
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 마진 정상화 과정



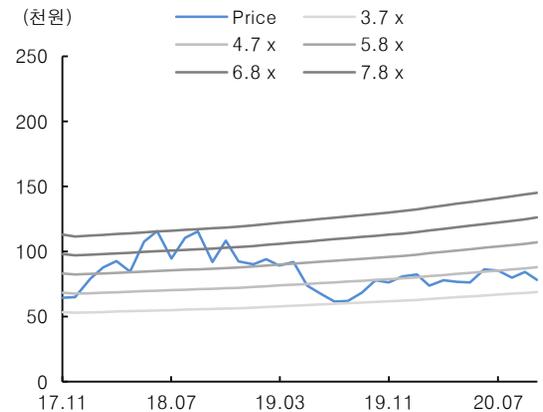
자료: 스튜디오 드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

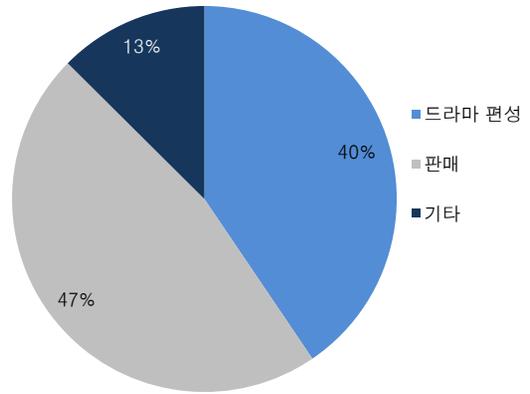
- 스튜디오드래곤은 16.53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 2019년 매출 4,686억원 영업이익 287억원 당기순이익 265억원
- 2Q20 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 40%, 판매 47%, 기타 13%
- 2Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 60.90%

### 주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tN과 OCN의 드라마 편성이 증가하고 있고 Netflix에도 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

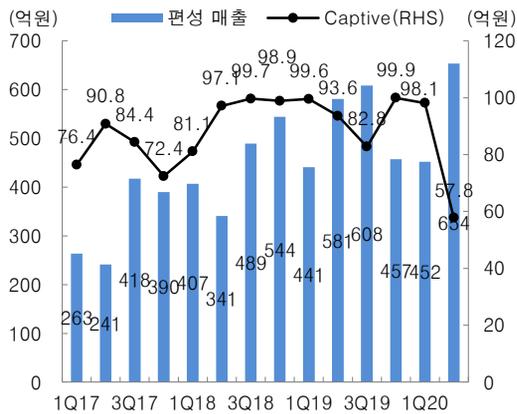
### 사업부문별 매출 비중(2Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

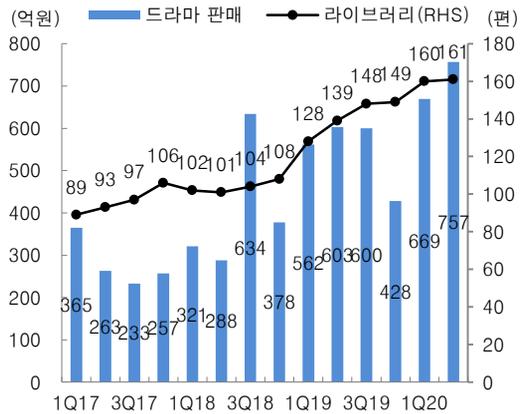
## 2. Earnings Driver

### 그림 7. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q20)



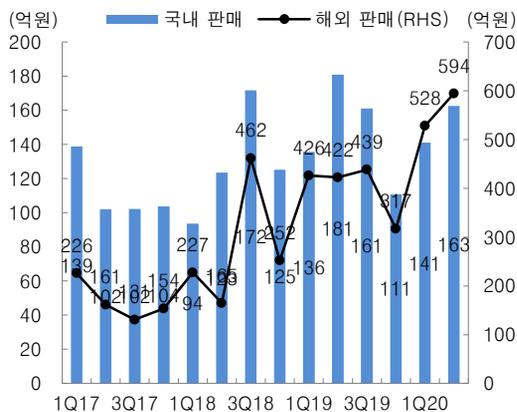
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 8. 드라마 판매 매출 구성(2Q20)



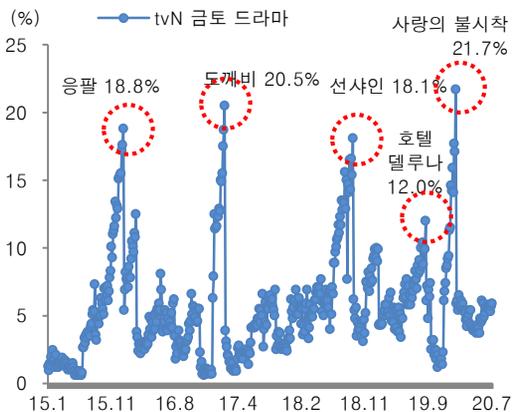
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 9. 드라마 국내외 판매 비중(2Q20)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 10. tvN 금토드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 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
판매비와판매비	16	19	21	23	24
영업이익	40	29	56	78	107
영업외수익	105	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
당기순이익	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	50.1	35.6	26.6
BPS	14,312	15,258	16,796	18,977	21,914
PBR	6.5	5.3	4.6	4.1	3.6
EBITDAPS	4,108	5,185	6,426	7,688	9,422
EV/EBITDA	21.1	14.9	11.3	9.1	7.0
SPS	13,539	16,698	18,929	18,420	20,557
PSR	6.8	4.8	4.1	4.2	3.8
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					
매출액 증/감	32.4	23.5	13.5	-2.6	11.6
영업이익 증/감	21.0	-28.1	95.8	38.8	36.7
순이익 증/감	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
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오투모래인 대산증권 Research Center

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
자본부분	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
비자본부분	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
비현금성항목의기감	84	124	130	150	177
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	6	11	19
자산부채의증감	-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	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
현금의증감	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

[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: 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							투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201024)																																					
							<table border="1"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중립)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>87.3%</td> <td>11.8%</td> <td>1.0%</td> </tr> </tbody> </table>			구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)	비율	87.3%	11.8%	1.0%																											
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)																																									
비율	87.3%	11.8%	1.0%																																									
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>20.10.27</th> <th>20.05.07</th> <th>19.11.07</th> <th>19.05.07</th> <th>18.11.07</th> <th>18.10.28</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>6개월 경과</td> <td>6개월 경과</td> <td>6개월 경과</td> <td>Buy</td> <td>Marketperform</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>95,000</td> </tr> <tr> <td>과다율(평균%)</td> <td></td> <td>(27.74)</td> <td>(31.25)</td> <td>(40.20)</td> <td>(17.43)</td> <td>1.58</td> </tr> <tr> <td>과다율(최대/최소%)</td> <td></td> <td>(19.57)</td> <td>(24.35)</td> <td>(21.39)</td> <td>(0.78)</td> <td>9.16</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	20.10.27	20.05.07	19.11.07	19.05.07	18.11.07	18.10.28	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%)		(27.74)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	1.58	과다율(최대/최소%)		(19.57)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	9.16	<p><b>산업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상</li> <li>- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상</li> <li>- Underweight(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상</li> </ul>		
제시일자	20.10.27	20.05.07	19.11.07	19.05.07	18.11.07	18.10.28																																						
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%)		(27.74)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	1.58																																						
과다율(최대/최소%)		(19.57)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	9.16																																						
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>20.10.27</th> <th>20.05.07</th> <th>19.11.07</th> <th>19.05.07</th> <th>18.11.07</th> <th>18.10.28</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>6개월 경과</td> <td>6개월 경과</td> <td>6개월 경과</td> <td>Buy</td> <td>Marketperform</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>115,000</td> <td>95,000</td> </tr> <tr> <td>과다율(평균%)</td> <td></td> <td>(27.74)</td> <td>(31.25)</td> <td>(40.20)</td> <td>(17.43)</td> <td>1.58</td> </tr> <tr> <td>과다율(최대/최소%)</td> <td></td> <td>(19.57)</td> <td>(24.35)</td> <td>(21.39)</td> <td>(0.78)</td> <td>9.16</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	20.10.27	20.05.07	19.11.07	19.05.07	18.11.07	18.10.28	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%)		(27.74)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	1.58	과다율(최대/최소%)		(19.57)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	9.16	<p><b>기업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상</li> <li>- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상</li> <li>- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상</li> </ul>		
제시일자	20.10.27	20.05.07	19.11.07	19.05.07	18.11.07	18.10.28																																						
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%)		(27.74)	(31.25)	(40.20)	(17.43)	1.58																																						
과다율(최대/최소%)		(19.57)	(24.35)	(21.39)	(0.78)	9.16																																						