

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재
hojae.kim@daishin.com

이지은
jeeun.lee@daishin.com

투자 의견
BUY
매수, 유지

6개월 목표주가
115,000
유지

현재주가
(20.11.05)
80,300

미디어업종

놀라움엔 끝이 없다

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

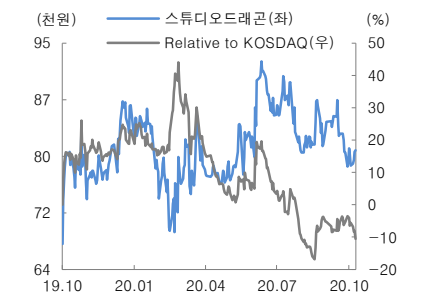
- 목표주가 115,000원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출

3Q20 Review: 기대 이상의 실적, 드디어 보여 준 중국 매출

- 매출 1.1천억원(-19% yoy, -34% qoq), OP 160억원(+47% yoy, -5% qoq)
 - 중국 OTT에 구작 2편 판매한 성과가 이익으로 바로 반영되어 호실적 달성
 - 드래곤이 19년부터 보여 준 모습은 연간 30편 정도의 드라마 제작시, 방영권 및 판권과 라이브러리(3Q20 기준 166편) 판매를 통해 분기 100억원 초반의 이익, 텐트폴이 편성되고 반응이 좋을 경우 100억원 중반 이상의 이익 달성
 - 드래곤의 성장 포인트는 제작 편수 증가와 판매 단가 상승 및 신규 시장 개척
- 1) 제작 편수 증가: 20E 30편, 연간 3~4편 정도 증가. tVN/OCN에 25편 정도 편성 중인데, 최대 편성 가능 작품은 40편 수준. 캡티브 편성 증가 여력 충분. 또한, 4Q20 방영 예정인 <스위트홈>과 같은 넷플릭스 오리지널 콘텐츠와 2Q20에 방영된 <한번 다녀왔습니다>와 같은 지상파향 작품도 꾸준히 증가
- 2) 판매 단가 상승: 드래곤 작품의 인기와 비례하면서 단가도 상승
- 3) 신규 시장 개척: 드래곤의 현재 인력 기준 제작 Capa.는 연간 50편 수준. 여전히 20편의 추가 제작 여력이 있고, 넷플릭스에는 연간 7편 정도만 동시방영 되기 때문에, 디즈니+, HBO Max 등 글로벌 타 OTT로의 공급도 충분히 가능. 미국 OTT는 중국에 진출하지 않기 때문에, 중국 판매는 그대로 이익으로 반영
- 4) **중국 시장 개척**: 회사 설립 후 처음으로 중국향 매출 발생. 구작 2편 판매를 통해 약 60억원 수준의 매출/이익 발생 추정. 과거 중국에 콘텐츠 판매시 동시방영 기준 작품당 최대 90억원 수준으로 판매. 구작 판매이기 때문에 아직 중국 시장이 본격적으로 열렸다고 보기는 이르지만, 그 어느 때보다 기대감은 커진 상황. 21년 상반기에는 중국 OTT향 오리지널 콘텐츠 공급도 추진 중

KOSDAQ	844.8
시가총액	2,259십억원
시가총액비중	0.71%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	92,500원 / 69,100원
120일 평균거래대금	238억원
외국인지분율	9.51%
주요주주	CJ ENM 외 5 인 61.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	-11.3	4.7	0.8
상대수익률	-3.2	-11.0	-20.5	-19.8



구분	3Q19	2Q20	3Q20						4Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus		당사추정	YoY	QoQ
매출액	131	161	119	106	-18.9	-34.2	121		131	34.5	23.3
영업이익	11	17	10	16	46.7	-5.1	11		18	흑전	11.3
순이익	12	13	8	11	-8.6	-21.2	9		14	흑전	33.3

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표						(단위: 십억원 원 %)	
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		
매출액	380	469	519	518	578		
영업이익	40	29	62	77	107		
세전순이익	46	33	63	82	112		
총당순이익	36	26	46	61	83		
지배지분순이익	36	26	46	61	83		
EPS	1,278	941	1,638	2,031	2,751		
PER	72.3	85.9	49.0	39.5	29.2		
BPS	14,312	15,258	16,768	17,885	20,636		
PBR	6.5	5.3	4.8	4.5	3.9		
ROE	9.3	6.4	10.3	12.0	14.3		

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

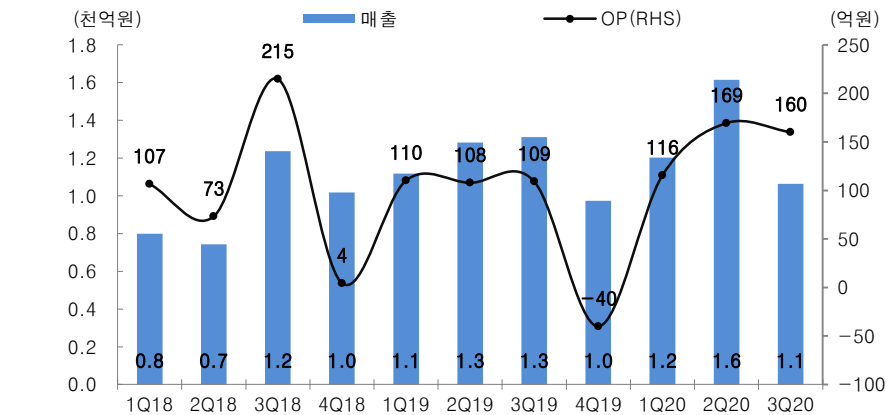
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	532	518	519	518	-2.4	0.0
판매비와 관리비	21	23	21	23	0.9	0.4
영업이익	56	78	62	77	10.9	-1.3
영업이익률	10.6	15.1	12.0	14.9	1.4	-0.2
영업외손익	3	5	1	5	-61.3	0.0
세전순이익	59	83	63	82	7.1	-1.2
자비자분순이익	44	62	46	61	6.1	-1.2
순이익률	8.2	11.9	9.0	11.8	0.7	-0.1
EPS(자비자분순이익)	1,559	2,193	1,638	2,031	5.1	-7.4

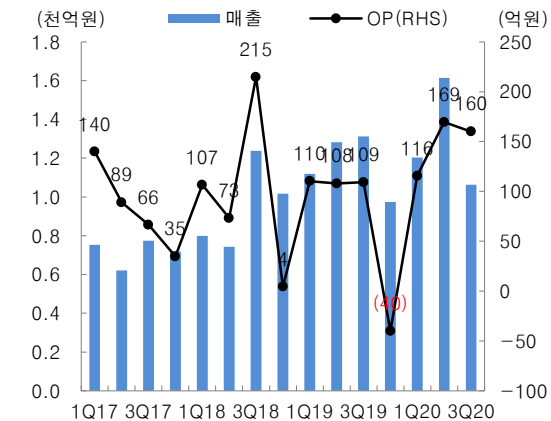
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 분기 110 억원 수준의 OP + 대작 or 해외 판매 확대로 이익이 증가하는 구조



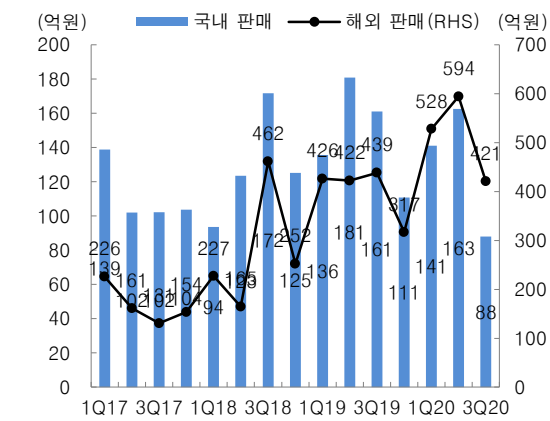
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 최소 100 억원 수준의 이익 기반 확인



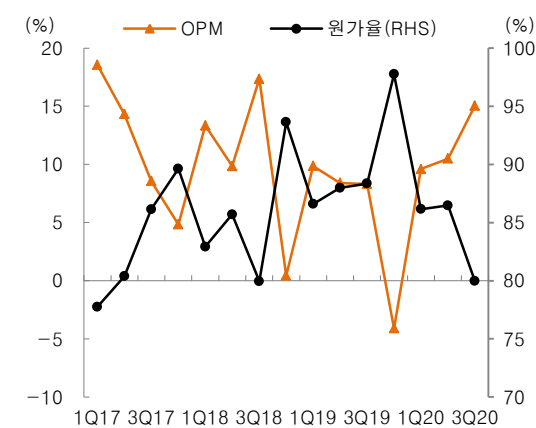
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 해외 판매 증가가 실적 견인



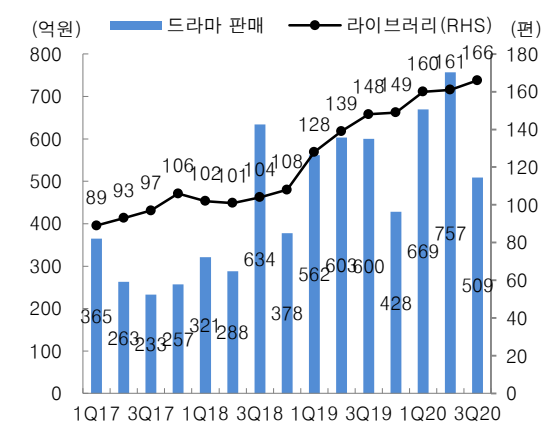
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. 원가율 감소에 따른 OPM 개선 사업 안정화



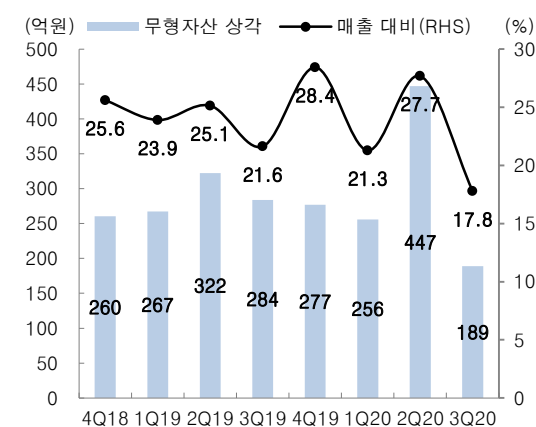
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 5. 판매 매출 및 라이브러리 증가 추이



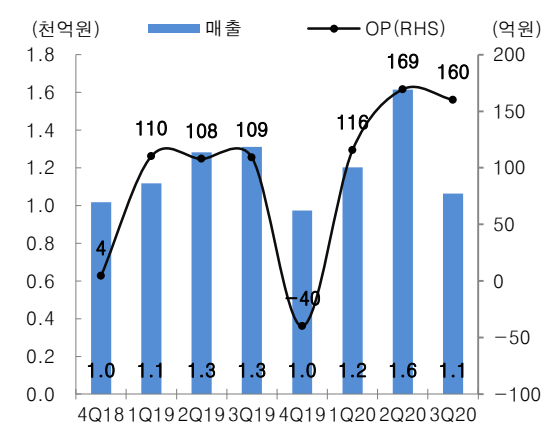
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 6. 무형자산 상각. 매출 대비 20~25% 수준



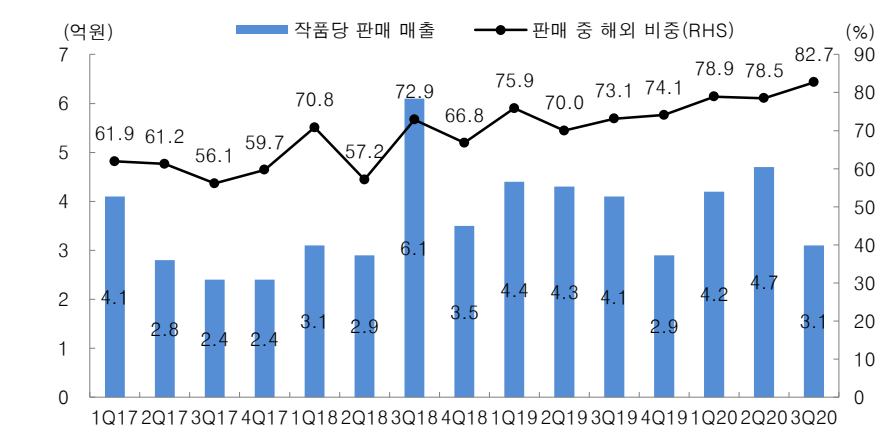
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 7. 안정적인 이익 구조 확보



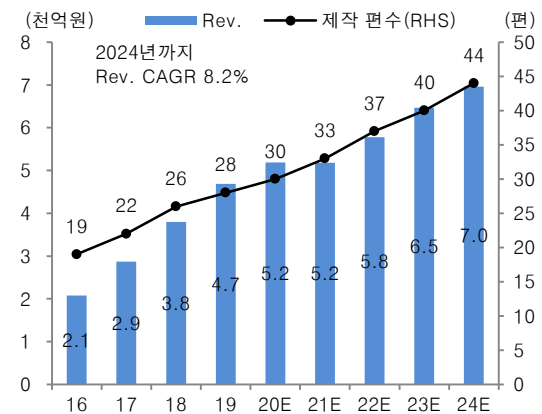
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 8. 작품당 판매 매출 단가 역시 안정적으로 유지



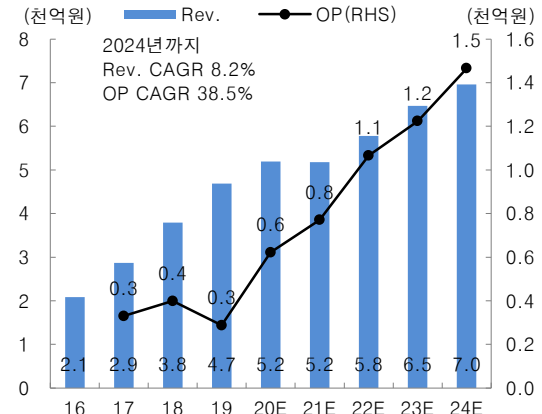
자료: 스튜디오 드래곤, 대신증권 Research Center

그림 9. 꾸준한 제작 편수 증가



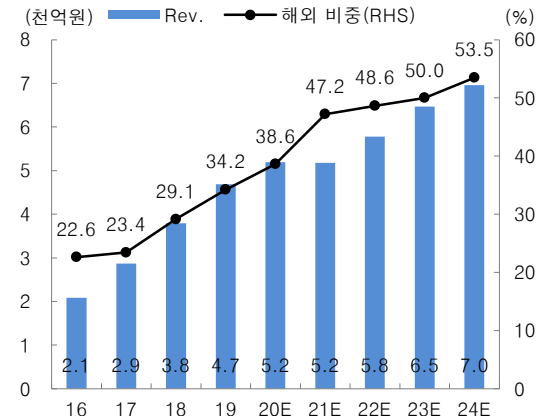
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 10. 매출 및 이익 전망 밝음



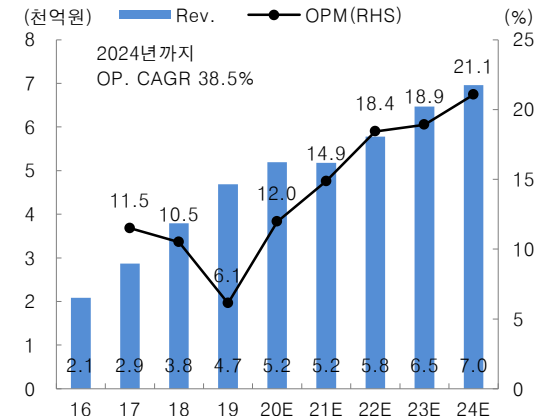
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 11. 해외 판매가 성장 견인



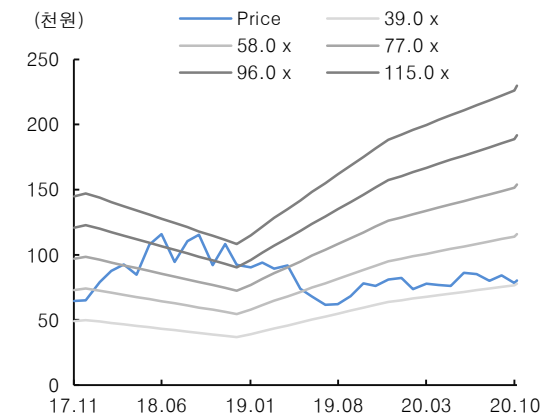
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12. 마진 정상화 과정



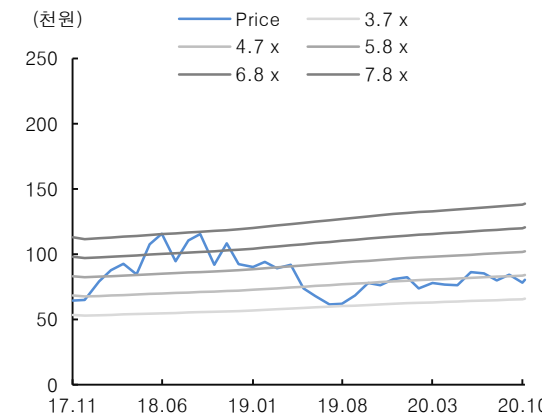
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 14. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 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)	47	61	83	95	113	124	137	150	166	182
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	476	537	619	687	770	859	958	1,068	1,188	1,320
	추정ROE	10.3	12.0	14.3	13.8	14.7	14.5	14.3	14.1	13.9	13.8
III	필요수익률 ^(주3)	4.0									
	무위험이자율 ^(주4)	1.2									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.70									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	6.3	8.0	10.3	9.8	10.7	10.5	10.3	10.1	9.9	9.8
V	필요수익	17	19	22	25	28	31	34	38	43	48
VI	잔여이익(I - V)	29	42	61	70	86	94	102	112	122	135
	현가계수	0.99	0.96	0.92	0.89	0.85	0.82	0.79	0.75	0.73	0.70
	잔여이익의 현가	29	40	56	62	73	77	81	85	89	94
VII	잔여이익의 합계	687									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	2,355									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	428									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	3,469									
	총주식수(천주)	28,127									
XI	적정주당가치(원)	115,631									
	현재가치(원)	80,300									
	Potential (%)	44.0%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재점에서의 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 자회사 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 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

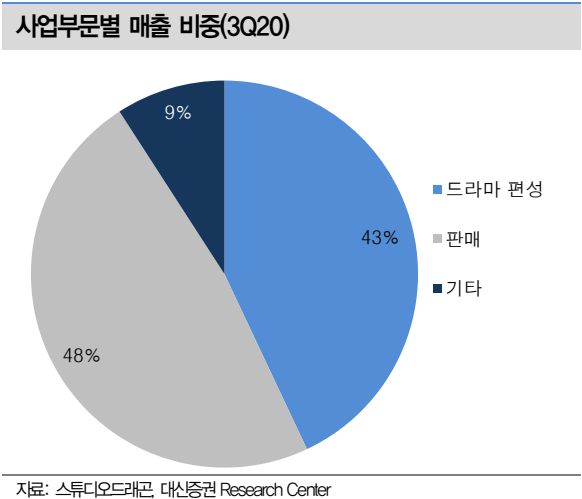
주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

1. 기업개요

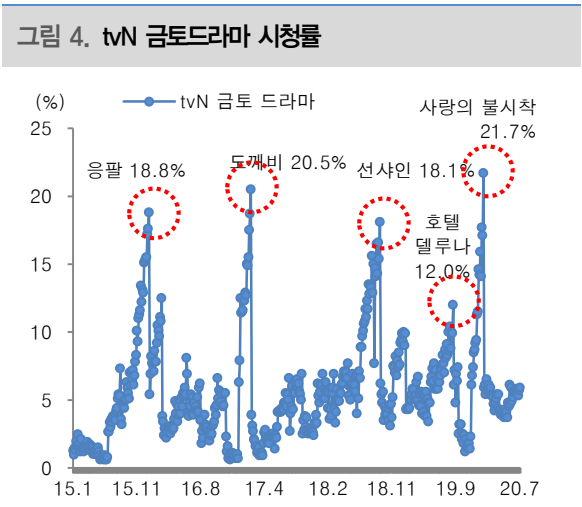
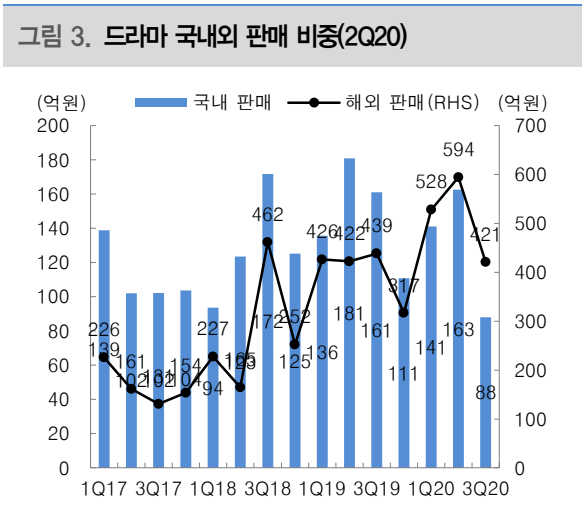
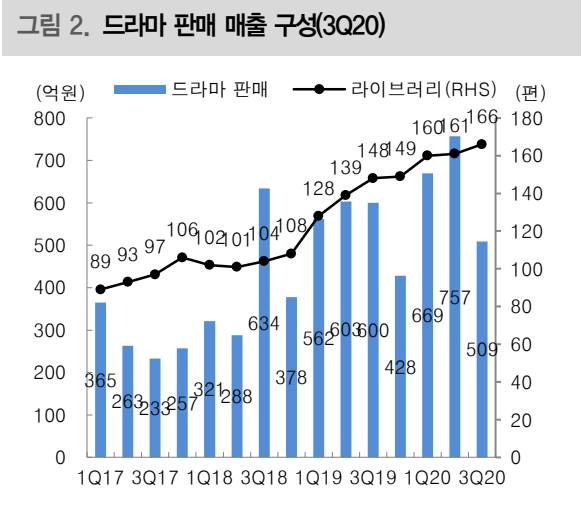
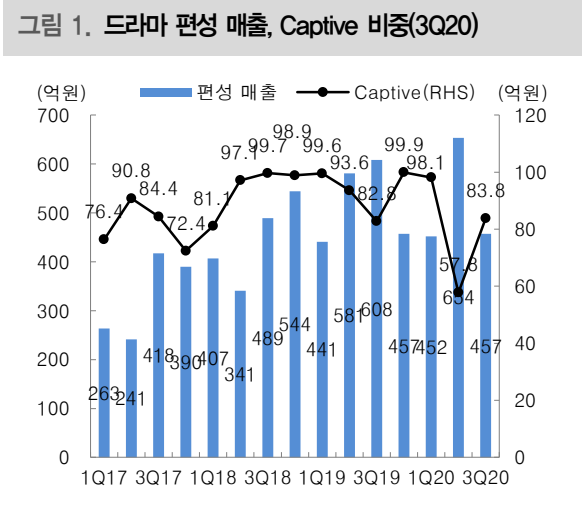
- 기업 및 주요 주주 현황
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
 - 2019년 매출 4,686억원 영업이익 287억원 당기순이익 265억원
 - 3Q20 기준 사업부문별 매출 비중: 드라마 편성 43%, 판매 48%, 기타 9%
 - 2Q20 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 5인) 60.90%

- 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



2. Earnings Driver



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	519	518	578
매출원가	324	421	435	418	447
매출총이익	56	48	84	100	131
판매비와판매비	16	19	21	23	24
영업이익	40	29	62	77	107
영업외수익	105	6.1	120	149	184
EBITDA	115	146	187	215	265
영업외손익	6	4	1	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	11	13	13
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-6	-9	-9	-9
외환보통손실	0	4	0	0	0
기타	0	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	46	33	63	82	112
법인세비용	-10	-7	-17	-21	-29
계속사업순이익	36	26	46	61	83
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	46	61	83
당기순이익	9.4	5.6	9.0	11.8	14.3
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	36	26	46	61	83
매모기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	35	26	46	60	82
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	35	26	46	60	82

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,638	2,031	2,751
PER	72.3	85.9	49.0	39.5	29.2
BPS	14,312	15,258	16,768	17,885	20,636
PBR	6.5	5.3	4.8	4.5	3.9
EBITDAPS	4,108	5,185	6,582	7,174	8,829
EV/EBITDA	21.1	14.9	11.2	9.4	7.2
SPS	13,539	16,698	18,300	17,267	19,271
PSR	6.8	4.8	4.4	4.7	4.2
CFPS	4,280	5,346	6,345	7,006	8,648
DPS	0	0	0	0	900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증/감	32.4	23.5	10.8	-0.2	11.6
영업이익 증/감	21.0	-28.1	117.0	23.6	38.3
순이익 증/감	50.3	-26.3	75.9	31.1	35.4
수익성					
ROIC	16.0	9.4	17.5	22.7	33.2
ROA	8.2	5.2	10.3	11.6	14.5
ROE	9.3	6.4	10.3	12.0	14.3
안정성					
부채비율	27.7	35.8	32.6	28.9	25.5
순차입금비율	-39.2	-24.9	-35.0	-43.4	-54.7
이자보상비율	343.0	58.1	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오투모래온 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	314	380	496
현금및현금성자산	153	60	120	186	292
매출채권 및 기타채권	69	84	93	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	631	692	777
유동부채	108	145	147	147	149
매입채무 및 기타채무	60	66	68	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	155	155	158
자비자분	401	428	476	537	619
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	140	201	284
기타자비자분	0	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	476	537	619
순차입금	-157	-106	-167	-233	-339

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	36	72	105
당기순이익	36	26	46	61	83
비현금성항목의기감	84	124	134	149	177
감가상각비	75	117	124	138	158
외환손익	-1	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	6	9	11	19
자산부채의증감	-139	-143	-137	-130	-139
기타현금흐름	-10	-19	-7	-8	-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	-1	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	2	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-10	-2	-2	-2	-2
현금의증감	102	-93	60	67	106
기초 현금	51	153	60	120	186
기말 현금	153	60	120	186	292
NOPLAT	31	23	46	57	79
FCF	106	139	65	62	110

[Compliance Notice]

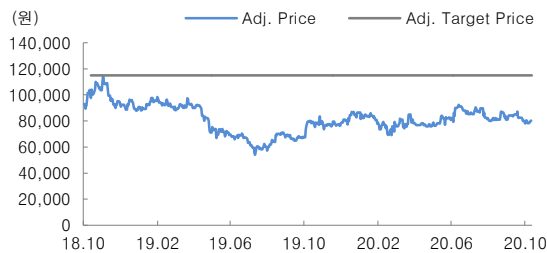
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



제시일자	20.11.06	20.05.07	19.11.07	19.05.07	18.11.07
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
과다율(평균%)		(27.95)	(31.25)	(40.20)	(17.43)
과다율(최대/최소%)		(19.57)	(24.35)	(21.39)	(0.78)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과다율(평균%)					
과다율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.0%	12.1%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 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