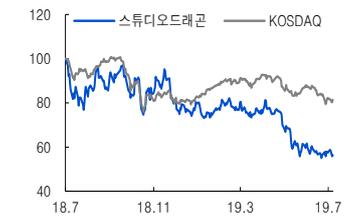


## 스튜디오드래곤 (253450)

### 다음 기회는 후발 OTT 출시

#### 미디어플랫폼/콘텐츠

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	87,000원
현재주가(19/07/19)	67,500원
상승여력	29%
영업이익(19F,십억원)	50
Consensus 영업이익(19F,십억원)	54
EPS 성장률(19F,%)	6.1
MKT EPS 성장률(19F,%)	-24.4
P/E(19F,x)	49.8
MKT P/E(19F,x)	12.6
KOSDAQ	674.06
시가총액(십억원)	1,893
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.2
외국인 보유비중(%)	2.5
베타(12M) 일간수익률	1.30
52주 최저가(원)	66,000
52주 최고가(원)	116,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-6.3 -24.4 -36.3
상대주가	-0.2 -21.9 -24.8



[미디어플랫폼/콘텐츠]  
박정업  
02-3774-1652  
jay.park@miraeasset.com

#### 2Q19 Preview: 영업이익 103억원 전망

연결 매출액 1,157억원(+55.7% YoY), 영업이익 103억원(+42.5%)을 전망한다. 컨센서스 영업이익 110억원과 큰 차이 없는 추정치다. 금번 분기에도 주요작 판권 판매가 활발했다.

편성 편수(2Q19 8편 vs. 전년동기 6편)와 편당 제작비가 증가해 편성과 판권 매출액이 동반 증가한다. 아스달 연대기(S01 18회)의 프로젝트 손익은 BEP를 소폭 상회할 것으로 파악된다. 10회분이 2분기에 반영된다. 주요 글로벌 판권 유통작은 봄밤, 어비스, 빙의 등이 있었다.

#### 글로벌 OTT협상력 강화를 기다린다

제작비에 비해 경직적인 광고 시장 특성 상, 제작비 상승에 따라 CJ ENM이 동사에 지급하는 평균 방영권 요율은 하락세(17년 70% → 19F 62%)에 있다. 이는 이익률 측면의 불리함(광고 매출 경직성 vs. 제작비 증가)을 실질적으로 동사가 많이 부담하는 결과로 이어진다. 이로 인한 마진 압박과 아스달 연대기의 아쉬운 성과는 최근 동사 주가 하락의 가장 큰 원인이었다.

동사의 수익성 회복을 위해서는 판권 가격이 또 한번 올라야 한다. 국내 드라마 콘텐츠의 역사적 판가(제작비 대비) 고점은 18년 7월 동사가 제작한 '미스터 션샤인'으로 파악되는데, 20년에는 구조적 판가 상승을 기대할 만하다. 디즈니를 포함한 후발 OTT 플랫폼들의 자체 서비스가 본격화되며 콘텐츠 경쟁이 다시금 불붙을 가능성이 높기 때문이다. 동사를 포함한 제작사들의 판가 협상력은 이 때 강해질 것이다. 2Q19 넷플릭스의 가입자 순증 쇼크로 말미암아 이들의 미국외 가입자 유치 경쟁이 더욱 치열해질 가능성도 더욱 커졌다.

#### '매수' 의견과 목표주가 8.7만원 제시

동사에 대해 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 8.7만원으로 하향한다. 20F 지배주주NP에 목표 P/E 40배를 적용했다. 상장 시부터 아스달 방영 이전까지 동사가 꾸준히 지켜온 밸류에이션 저점(45배)에서도 10% 할인된 수치다.

아스달 연대기 방영 이후 주가가 크게 하락한 상황에서도 후속작 호텔 델루나가 긍정적인 국내외 반응을 이끌어 내며 동사의 콘텐츠 경쟁력이 다시 증명되고 있다. 본격 판가 상승이 가능한 2020년이 다소 멀게 느껴지지만, 1) 넷플릭스 외에도 자체적으로 판권 유통을 다변화하는 점(호텔 델루나), 2) 리메이크 판권과 게임 등 IP 수익모델 다각화가 준비되는 점은 긍정적이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	0	0	287	380	501	588
영업이익 (십억원)	0	0	33	40	50	81
영업이익률 (%)	-	-	11.5	10.5	10.0	13.8
순이익 (십억원)	0	0	24	36	38	61
EPS (원)	0	0	1,050	1,278	1,356	2,179
ROE (%)	0.0	0.0	12.9	9.3	9.1	13.0
P/E (배)	-	-	61.9	72.3	49.8	31.0
P/B (배)	-	-	4.9	6.5	4.3	3.8
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

## 실적 전망 및 Valuation

표 6. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>124</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>116</b>	<b>139</b>	<b>135</b>	<b>380</b>	<b>501</b>	<b>588</b>
편성	41	34	49	54	44	53	47	42	178	186	196
판매	32	29	63	38	56	51	54	52	162	213	233
기타	7	11	11	10	12	12	12	11	39	46	49
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	16	20	0	36	80
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	10	10	0	20	30
원가	66	64	99	95	97	101	119	116	324	433	487
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	60	49	53	47	42	186	190	196
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	-1	15	14	14	14	37	57	62
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	28	29	29	75	113	108
기타	7	4	6	10	6	7	6	6	27	25	27
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	14	17	0	31	68
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	9	9	0	17	26
판권비	3	3	3	6	4	4	3	7	16	19	21
EBITDA	28	15	45	26	38	39	46	40	115	163	189
<b>영업이익</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>81</b>
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	8.9	12.1	8.5	10.5	9.9	13.7
세전이익	11	11	22	2	13	10	17	11	46	51	80
당기순이익	8	9	17	2	9	8	13	9	36	38	61
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	6.7	9.1	6.3	9.4	7.6	10.4
<b>YoY</b>											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	55.7	12.3	32.6	32.4	32.1	17.3
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	54.6	-4.3	-22.4	35.7	4.3	5.7
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	77.1	-14.6	36.9	44.9	31.5	9.4
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	5.0	5.0	15.0	-9.8	17.8	5.0
EBITDA	17.9	-21.8	186.0	77.0	34.7	151.7	1.8	52.7	54.7	41.6	16.1
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	42.5	-22.2	3,394.8	20.3	24.6	63.1
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-13.3	-27.3	422.4	49.6	6.3	61.0
<b>주요 가정</b>											
편성 편수	7.0	5.0	6.0	7.5	6.5	7.5	6.5	6.0	25.5	26.5	28.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	2.0	0.5	1.0	1.0	1.5	2.0	1.5	1.5	4.5	6.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

미디어

작어진 ENM과 드래곤, 반등은 ENM부터

표 7. 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	533	-	501	588	-5.9	-	- 판가 상승폭, 방영권 요율 하향
영업이익	57	-	50	81	-13.5	-	
순이익	44	-	38	61	-13.4	-	
영업이익률	10.8	-	9.9	13.7	-0.9	-	
순이익률	8.2	-	7.6	10.4	-0.7	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

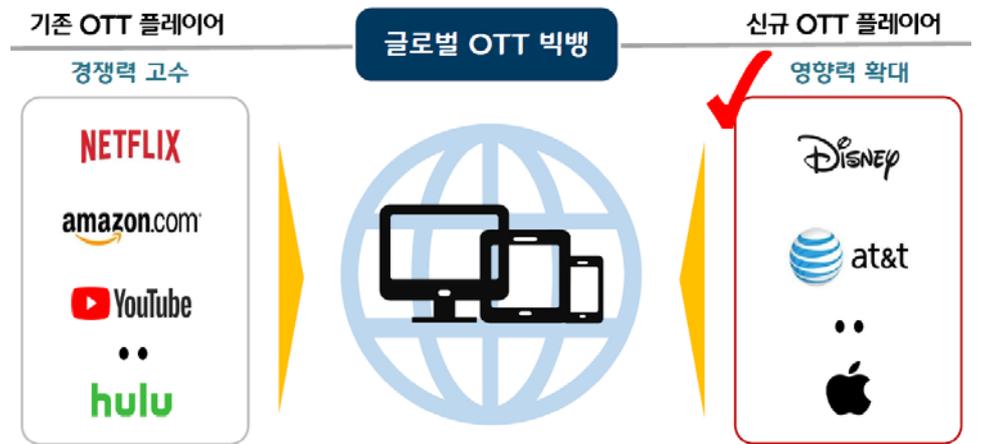
표 8. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

P/E	19F	20F
현재 P/E	50.2	31.2
적정 시총	2,444	2,444
NP	38	61
Target PE	64.4	40.0
적정주가 (원)	87,186	87,186
상승여력 (%)	28.2	28.2

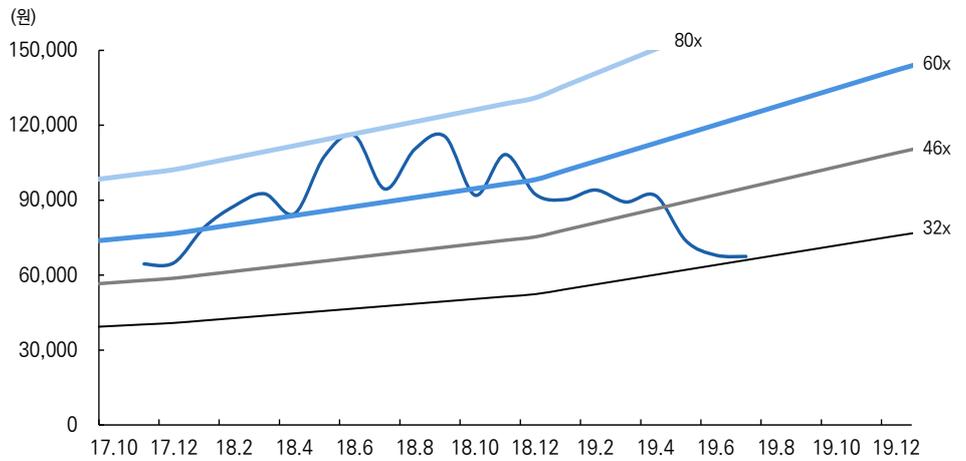
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 2020년 이후 OTT 경쟁 본격화 → 제작사 협상력 강화 → 판권 가격 상승이 가능



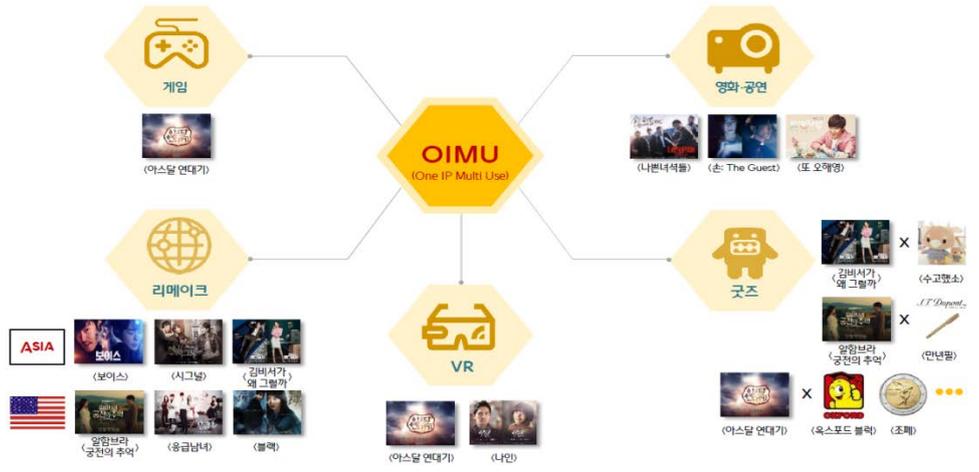
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 12MF P/E 밴드: 상장 이후 아스달 연대기 방영 이전까지 45배가 저점



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 향후 IP 활용한 수익모델 다각화 기대



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	287	380	501	588
매출원가	240	324	433	487
매출총이익	47	56	68	101
판매비와관리비	14	16	19	21
조정영업이익	33	40	50	81
영업이익	33	40	50	81
비영업손익	-3	6	1	-1
금융손익	-1	3	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	51	80
계속사업법인세비용	6	10	13	19
계속사업이익	24	36	38	61
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	24	36	38	61
지배주주	24	36	38	61
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	24	35	38	61
지배주주	24	35	38	61
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	74	115	163	191
FCF	-7	-29	112	168
EBITDA 마진율 (%)	25.8	30.3	32.5	32.5
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.0	13.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.4	9.5	7.6	10.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	290	247	299	484
현금 및 현금성자산	51	153	178	352
매출채권 및 기타채권	55	69	91	101
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	183	24	29	30
비유동자산	170	265	288	179
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	0
무형자산	128	199	204	94
자산총계	459	512	587	663
유동부채	91	108	144	159
매입채무 및 기타채무	32	55	73	81
단기금융부채	10	0	0	0
기타유동부채	49	53	71	78
비유동부채	0	3	4	5
장기금융부채	0	2	4	4
기타비유동부채	0	1	0	1
부채총계	91	111	148	163
지배주주지분	368	401	438	500
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	106	167
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	368	401	438	500

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	-29	113	168
당기순이익	24	36	38	61
비현금수익비용가감	46	74	123	124
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	113	110
기타	5	-1	10	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	-73	-139	-33	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	-27	-26	-10
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	26	13	3
법인세납부	-10	-10	-15	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-141	141	-86	5
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-90	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-145	139	1	0
기타투자활동	4	2	3	5
재무활동으로 인한 현금흐름	188	-10	-2	0
장단기금융부채의 증가(감소)	10	-8	1	0
자본의 증가(감소)	334	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-156	-3	-3	0
현금의 증가	40	102	25	174
기초현금	12	51	153	178
기말현금	51	153	178	352

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	61.9	72.3	49.8	31.0
P/CF (x)	21.2	23.5	11.8	10.3
P/B (x)	4.9	6.5	4.3	3.8
EV/EBITDA (x)	22.1	21.1	10.5	8.1
EPS (원)	1,050	1,278	1,356	2,179
CFPS (원)	3,068	3,930	5,732	6,584
BPS (원)	13,141	14,305	15,632	17,810
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	32.4	31.8	17.4
EBITDA증가율 (%)	-	55.4	41.7	17.2
조정영업이익증가율 (%)	-	21.2	25.0	62.0
EPS증가율 (%)	-	21.7	6.1	60.7
매출채권 회전을 (회)	10.4	6.1	6.3	6.1
재고자산 회전을 (회)	443.0	405.4	745.3	728.1
매입채무 회전을 (회)	79.0	25.3	19.0	17.8
ROA (%)	10.4	7.4	6.9	9.8
ROE (%)	12.9	9.3	9.1	13.0
ROIC (%)	28.7	15.2	14.5	32.6
부채비율 (%)	24.7	27.7	33.8	32.7
유동비율 (%)	319.6	228.4	208.0	305.0
순차입금/자기자본 (%)	-49.5	-39.3	-40.8	-70.6
조정영업이익/금융비용 (x)	19.0	343.0	194.8	297.1

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터