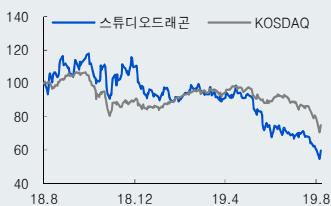


투자요건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	87,000원
현재주가(19/08/08)	58,900원
상승여력	48%

영업이익(19F, 십억원)	50
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	53
EPS 성장률(19F, %)	3.1
MKT EPS 성장률(19F, %)	-26.0
P/E(19F, x)	44.7
MKT P/E(19F, x)	11.7
KOSDAQ	585.44

시가총액(십억원)	1,652
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.2
외국인 보유비중(%)	2.9
베타(12M) 일간수익률	1.30
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	116,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.9	-36.0	-38.6
상대주가	-2.8	-20.4	-17.9



[미디어플랫폼/콘텐츠]

박정엽
02-3774-1652
jay.park@miraesaset.com

스튜디오드래곤 (253450)

멀티 OTT 체제까지 하방 압력은 제한적

2Q19 Review: 판권 판매 호조, 예상치 부합

연결 매출액 1,282억원(+72.5% YoY), 영업이익 108억원(+48.8%)을 기록했다. 컨센서스 (108억원) 및 당사 추정 영업이익(103억원)에 부합했다. 아스달 연대기의 부진한 수익성 (BEP 수준)에도 제작 영향력 강화에 따른 판매 호조로 이익 성장을 지속했다.

편성 편수(2Q19 7.5편 vs. 전년동기 6편)와 편당 제작비가 증가해 편성(+70.5%)과 판권 (+109.2%) 매출액이 동반 증가했다. 주요 글로벌 판권 판매로는 봄밤, 어비스, 빙의 등이 있었다. 아스달 연대기는 전체 18회 중 분기 방영 분인 10회분의 수익/비용을 인식했다.

하반기 OP 277억원 vs. 상반기 OP 218억원

하반기 수익성(OPM 10.6%)은 상반기(9.1%)보다 나아질 전망이다. 최대 제작비가 투입된 아스달 연대기 성과는 예상보다 저조하다. 그러나 여전히 보통의 텐트폴(회당 제작비 10억원 전후) 드라마 수익성은 견조하게 유지되고 있으며 하반기에는 이점이 부각될 것이다.

3분기 '호텔 델루나', '60일, 지정생존자'는 높은 시청률을 회복했다. 글로벌 판매처를 다변화 하며 판권 판매도 견조했다. 연내에는 더 이상 제작비 10억원을 초과하는 대규모 프로젝트가 없다. 프로젝트 마진에 대한 가시성이 충분히 높아 동사 주가의 하방 압력은 제한적이다.

다만, 다음 판가 상승 기회는 후발 OTT 진입 시점

제작비에 비해 경직적인 광고 시장 특성 상, 제작비 상승 속에 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 일부 텐트폴 작품의 아쉬운 성과는 최근 동사 주가 하락의 가장 큰 원인이었다.

동사의 본격적인 수익성 회복은 판권 가격이 구조적으로 오르는 시점에 나타날 전망이다. 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.

'매수' 의견과 목표주가 8.7만원 유지

동사에 대해 매수 의견과 목표주가 8.7만원을 유지한다. 20F 지배주주NP에 목표 P/E 40배를 적용했다. 상장 시부터 아스달 방영 이전까지 동사가 꾸준히 지켜온 밸류에이션 저점(45배)에서도 10% 할인된 수치다. 최근의 시장 조정에도 불구하고 멀티 OTT와 서구권 콘텐츠 개발, 중국 개방 등 기대감이 가시화되기 전까지 목표치로 삼기에 적절한 지점으로 판단한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	0	0	287	380	502	606
영업이익 (십억원)	0	0	33	40	50	80
영업이익률 (%)	-	-	11.5	10.5	10.0	13.2
순이익 (십억원)	0	0	24	36	37	61
EPS (원)	0	0	1,050	1,278	1,318	2,174
ROE (%)	0.0	0.0	12.9	9.3	8.8	13.0
P/E (배)	-	-	61.9	72.3	44.7	27.1
P/B (배)	-	-	4.9	6.5	3.8	3.3
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 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	80	74	124	102	112	128	137	125	380	502	606
편성	41	34	49	54	44	58	51	42	178	195	211
판매	32	29	63	38	56	60	58	52	162	227	237
기타	7	11	11	10	12	10	12	11	39	44	47
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	16	20	0	36	72
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40
원가	66	64	99	95	97	113	119	105	324	434	505
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	60	49	64	56	44	186	213	223
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	-1	15	16	16	14	37	60	63
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	32	32	29	75	121	114
기타	7	4	6	10	6	1	1	1	27	9	10
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	14	17	0	31	61
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	34
판매비	3	3	3	6	4	5	3	7	16	19	21
EBITDA	28	15	45	26	38	43	48	42	115	171	195
영업이익	11	7	22	0	11	11	15	13	40	50	80
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	8.4	11.0	10.1	10.5	9.9	13.3
세전이익	11	11	22	2	13	12	14	12	46	51	77
당기순이익	8	9	17	2	9	7	11	9	36	37	61
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	5.7	8.2	7.4	9.4	7.3	10.1
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.5	10.8	22.8	32.4	32.3	20.8
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	3.7	-22.4	35.7	9.6	8.3
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	-7.7	36.9	44.9	39.9	4.3
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	-14.1	5.0	15.0	-9.8	12.3	5.0
EBITDA	17.9	-21.8	186.0	77.0	34.7	179.9	6.0	59.2	54.7	48.5	14.0
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	48.8	-29.8	3,748.8	20.3	24.5	62.5
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-17.8	-35.1	464.2	49.6	3.3	65.4
주요 가정											
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	2.5	1.5	1.5	4.5	7.0	7.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	501	588	502	606	0.1	3.1	- 2Q19 실적 반영
영업이익	50	81	50	80	-0.1	-0.4	
순이익	38	61	37	61	-2.8	-0.2	
영업이익률	9.9	13.7	9.9	13.3	0.0	-0.5	
순이익률	7.6	10.4	7.3	10.1	-0.2	-0.3	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

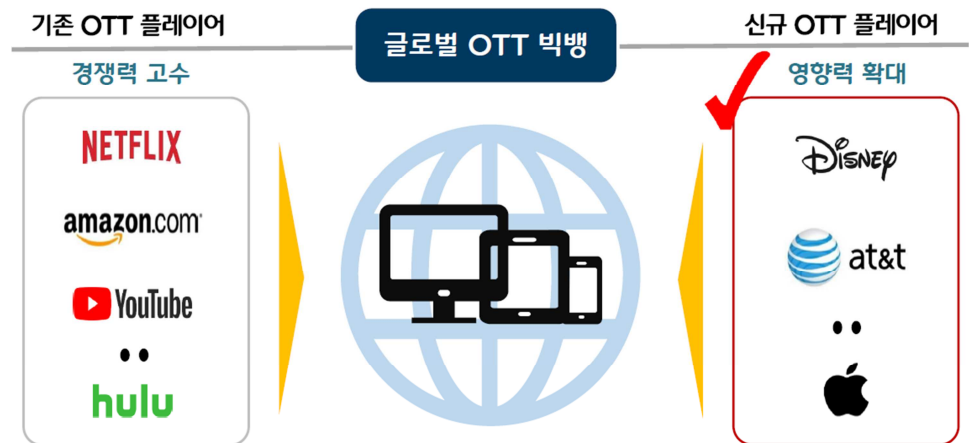
표 3. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

	18	19F	20F	12MF
현재 P/E	46.3	44.8	27.1	40.5
적정 시총	2,440	2,440	2,440	2,440
NP	36	37	61	41
Target PE	68.4	66.2	40.0	59.8
적정주가 (원)	86,977	86,977	86,977	86,977
상승여력 (%)			47.7	

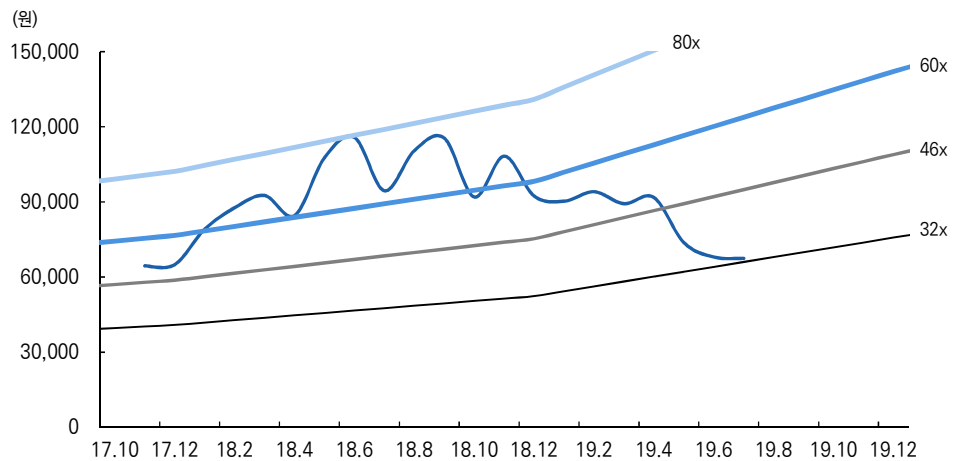
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 2020년 이후 OTT 경쟁 본격화 → 제작사 협상력 강화 → 판권 가격 상승이 가능



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 12MF P/E 밴드: 상장 이후 아스달 연대기 방영 이전까지 45배가 저점



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	287	380	502	606
매출원가	240	324	434	505
매출총이익	47	56	68	101
판매비와관리비	14	16	19	21
조정영업이익	33	40	50	80
영업이익	33	40	50	80
비영업손익	-3	6	1	-3
금융손익	-1	3	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	51	77
계속사업법인세비용	6	10	14	16
계속사업이익	24	36	37	61
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	24	36	37	61
지배주주	24	36	37	61
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	24	35	37	61
지배주주	24	35	37	61
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	74	115	171	195
FCF	-7	-29	117	175
EBITDA 마진율 (%)	25.8	30.3	34.1	32.2
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.0	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.4	9.5	7.4	10.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	290	247	293	494
현금 및 현금성자산	51	153	182	362
매출채권 및 기타채권	55	69	84	101
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	183	24	26	30
비유동자산	170	265	281	167
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	0
무형자산	128	199	198	83
자산총계	459	512	575	661
유동부채	91	108	133	158
매입채무 및 기타채무	32	55	68	81
단기금융부채	10	0	0	0
기타유동부채	49	53	65	77
비유동부채	0	3	4	5
장기금융부채	0	2	4	4
기타비유동부채	0	1	0	1
부채총계	91	111	137	163
지배주주지분	368	401	437	498
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	105	166
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	368	401	437	498

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	-29	118	175
당기순이익	24	36	37	61
비현금수익비용가감	46	74	131	125
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	121	114
기타	5	-1	10	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-73	-139	-35	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	-27	-19	-16
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	26	11	5
법인세납부	-10	-10	-15	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-141	141	-87	5
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-92	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-145	139	2	-1
기타투자활동	4	2	3	6
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	29	180
기초현금	12	51	153	182
기말현금	51	153	182	362

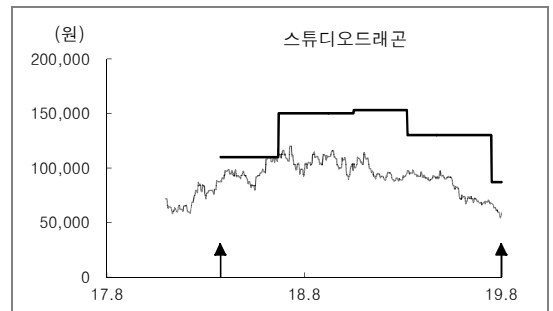
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	61.9	72.3	44.7	27.1
P/CF (x)	21.2	23.5	9.8	8.9
P/B (x)	4.9	6.5	3.8	3.3
EV/EBITDA (x)	22.1	21.1	8.6	6.6
EPS (원)	1,050	1,278	1,318	2,174
CFPS (원)	3,068	3,930	5,997	6,622
BPS (원)	13,141	14,305	15,593	17,768
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	32.1	20.7
EBITDA증가율 (%)	-	55.4	48.7	14.0
조정영업이익증가율 (%)	-	21.2	25.0	60.0
EPS증가율 (%)	-	21.7	3.1	64.9
매출채권 회전율 (회)	10.4	6.1	6.6	6.6
재고자산 회전율 (회)	443.0	405.4	779.3	779.4
매입채무 회전율 (회)	79.0	25.3	19.9	19.2
ROA (%)	10.4	7.4	6.8	9.9
ROE (%)	12.9	9.3	8.8	13.0
ROIC (%)	28.7	15.2	14.3	35.4
부채비율 (%)	24.7	27.7	31.4	32.7
유동비율 (%)	319.6	228.4	220.7	312.1
순차입금/자기자본 (%)	-49.5	-39.3	-41.7	-72.7
조정영업이익/금융비용 (x)	19.0	343.0	194.7	295.2

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2019.07.21	매수	87,000	-	-
2019.02.15	매수	130,000	-36.25	-24.38
2018.11.08	매수	153,000	-36.75	-25.42
2018.06.22	매수	150,000	-29.65	-20.13
2018.03.06	매수	110,000	-12.66	6.45



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.