

투자 의견(유지)

매수

목표주가(12M, 유지) **87,000원**

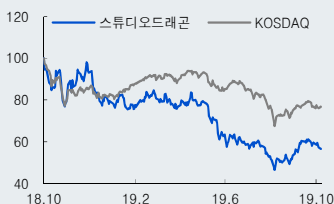
현재주가(19/10/07) 65,800원

상승여력 32%

영업이익(19F, 십억원)	43
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	48
EPS 성장률(19F, %)	-10.5
MKT EPS 성장률(19F, %)	-28.6
P/E(19F, x)	57.5
MKT P/E(19F, x)	12.9
KOSDAQ	627.21

시가총액(십억원)	1,849
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.3
외국인 보유비중(%)	2.6
베타(12M) 일간수익률	1.27
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	114,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	-28.6	-39.4
상대주가	3.6	-14.5	-25.3



[미디어플랫폼/콘텐츠]

박정엽

02-3774-1652

jay.park@miraesaset.com

스튜디오드래곤 (253450)

모아 놓을 시기

3Q19 Preview: 영업이익 109억원 전망

3분기 연결 매출액 1,319억원(+6.6% YoY), 영업이익 109억원(-49.6%)을 전망한다. 최근 컨센서스(1개월)에 대체로 부합하는 수치다. 전년 동기 높은 베이스(‘미스터 션샤인’ 편성/판매)에 비해 이익이 역성장했으나 동사의 강한 제작력은 여전히 판권 유통 호조로 이어졌다.

동사 제작 첫 1) 넷플릭스 오리지널 ‘좋아하면 울리는’ 8부작 매출액이 인식된다. 회당 10억원대 제작비, 제작 마진 10% 초반으로 알려졌다. 2) ‘60일, 지정생존자’와 ‘아스달 연대기’ 판권이 넷플릭스향으로 판매됐다. 3) ‘호텔 델루나’가 다수 지역과 플랫폼에 분할 판매됐다. 이 경우 지역별 홀드백 때문에 해당 매출액 일부가 차분기로 이연될 가능성이 있다.

아직 분기 OP 체력은 100억원 초반

4분기 영업이익은 107억원으로 전망한다. 기대작은 ‘날 녹여주오’와 ‘사랑의 불시착’ 등이며 두 번째 넷플릭스 오리지널 ‘나 홀로 그대’도 연말 공개될 가능성이 있다. 제작비와 비교했을 때 다소 정제된 넷플릭스향 판가, 회당 10억원 수준의 오리지널 제작 규모, 캡티브 편성 매출액의 상승세 둔화 등을 고려하면 **현 상황에서 분기 이익 체력은 100억원 초반으로 평가된다.**

2020년 이후 기초 체력은 계단식 상승

극심한 미디어 환경 변화가 재개되고 있다. 콘텐츠 제작자의 협상력이 강해지는 시점이 다시 다가온다. 국내에서 기존 방송 채널의 전략적 투자 증액(SBS가 대작 ‘더 킹’ 편성권 확보)과 SKT가 합세한 웨이브의 투자 증액(2023년까지 총 3천억원) 징후가 동시에 나타난다. 해외에서도 디즈니, 애플, 워너, NBC유니버설이 신규 OTT를 출범하며 콘텐츠 경쟁이 예견된다.

뉴플랫폼 특성 상 규모의 경제, 즉 지역 확장이 전제되기에 동사를 비롯한 제작사에 수혜가 예상된다. 이는 2020년부터 실적 변수로 구체화될 것이다. 1) **뉴플랫폼의 제작 규모가 커진다.** 동사의 3번째 오리지널 작품은 제작비와 제작 마진 모두 현재 수준(회당 10~15억원, 10%대 초반)의 2배 이상이 될 전망이다. 2) **뉴플랫폼 판가가 오른다.** 콘텐츠 확보 경쟁의 결과다.

‘매수’ 의견과 목표주가 8.7만원 유지

매수 의견과 목표주가 8.7만원(20F 지배주주NP * 목표 P/E 40배)을 유지한다. **상장 시부터 아스달 방영 전까지 지켜온 밸류에이션 저점(45배)에서 10% 할인된 수치다.** 멀티 OTT 체제, 서구권 드라마 제작, 중국 개방 등 기대감이 가시화되기 전까지도 목표로 삼을 만한 지점이다.

현재 주가는 분기 100억원으로 내려온 이익 눈높이를 담고 있지만 20년 실적 변수의 구조적 변화는 반영하지 않고 있다. **당장의 모멘텀이 없더라도 현 수준의 밸류에이션에서는 내년을 바라본 매수를 충분히 고려할 만 하다.** 이견 없는 1위 사업자가 산업 변화를 앞두고 있음에 주목하자.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	287	380	498	605	717
영업이익 (십억원)	0	33	40	43	75	99
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	8.6	12.4	13.8
순이익 (십억원)	0	24	36	32	60	76
EPS (원)	0	1,050	1,278	1,144	2,131	2,703
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	7.7	12.9	14.3
P/E (배)	-	61.9	72.3	57.5	30.9	24.3
P/B (배)	-	4.9	6.5	4.3	3.8	3.3
배당수익률 (%)	-	0.0	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	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	80	74	124	102	112	128	132	126	380	498	605
편성	41	34	49	54	44	58	51	47	178	200	218
판매	32	29	63	38	56	60	58	49	162	224	244
기타	7	11	11	10	12	10	12	11	39	44	47
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	11	19	0	30	66
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30
원가	66	64	99	95	97	113	118	110	324	437	510
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	60	49	65	56	49	186	218	230
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	-1	15	10	15	12	37	52	61
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	32	33	29	75	121	119
기타	7	4	6	10	6	6	5	3	27	20	20
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	9	17	0	26	54
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26
판매비	3	3	3	6	4	5	3	6	16	18	19
EBITDA	28	15	45	26	38	43	44	39	115	165	194
영업이익	11	7	22	0	11	11	11	11	40	43	75
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	8.4	8.2	8.5	10.5	8.7	12.4
세전이익	11	11	22	2	13	12	10	10	46	44	77
당기순이익	8	9	17	2	9	7	8	8	36	32	60
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	5.7	5.9	6.1	9.4	6.4	9.9
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.5	6.6	24.3	32.4	31.3	21.3
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	3.7	-12.8	35.7	12.5	9.0
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	-7.7	29.9	44.9	38.3	9.0
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	182.5	-2.3	49.3	54.7	43.3	17.9
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	48.8	-49.6	3,180.8	20.3	9.1	72.8
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-17.8	-54.8	373.2	49.6	-10.4	87.2
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	1.0	4.5	6.5	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	502	606	498	605	-0.7	-0.3	- 3Q19, 4Q19 수익성 하향
영업이익	50	80	43	75	-12.3	-6.8	
순이익	37	61	32	60	-13.3	-1.8	
영업이익률	9.9	13.3	8.7	12.4	-1.2	-0.9	
순이익률	7.3	10.1	6.4	9.9	-0.9	-0.2	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

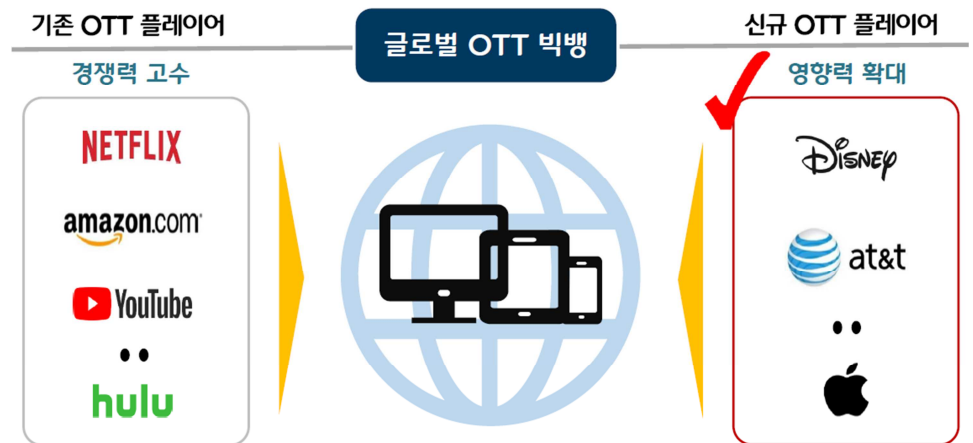
표 3. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

P/E	18	19F	20F	12MF
현재 P/E	51.7	57.7	30.8	33.4
적정 시총	2,440	2,440	2,440	2,440
NP	36	32	60	55
Target PE	68.4	76.3	40.8	44.2
적정주가 (원)	87,000	87,000	87,000	87,000
상승여력		32.2	32.2	32.2

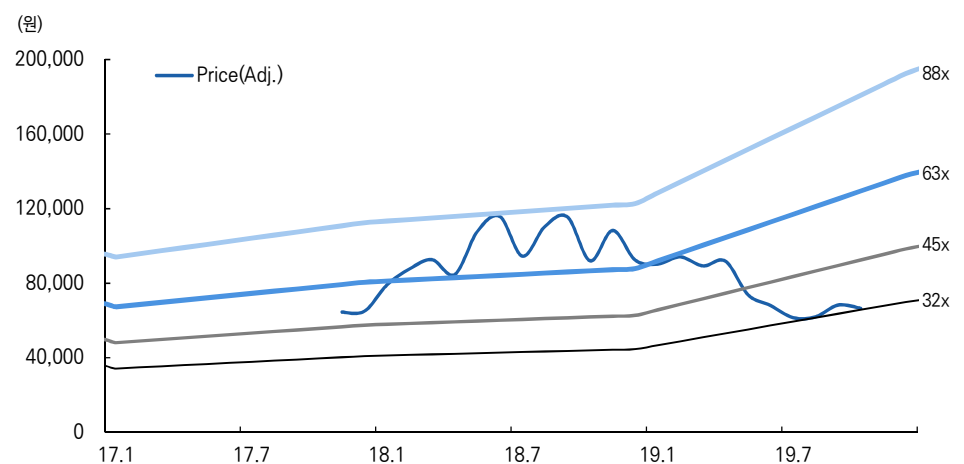
자료: 미래에셋대우 리서치센터

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)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	380	498	605	717
매출원가	324	437	510	597
매출총이익	56	61	95	120
판매비와관리비	16	18	19	21
조정영업이익	40	43	75	99
영업이익	40	43	75	99
비영업손익	6	2	2	-2
금융손익	3	4	7	12
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	45	77	97
계속사업법인세비용	10	12	17	21
계속사업이익	36	32	60	76
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	32	60	76
지배주주	36	32	60	76
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	32	60	76
지배주주	35	32	60	76
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	165	195	125
FCF	-29	110	180	97
EBITDA 마진율 (%)	30.3	33.1	32.2	17.4
영업이익률 (%)	10.5	8.6	12.4	13.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	6.4	9.9	10.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	247	257	473	606
현금 및 현금성자산	153	143	328	436
매출채권 및 기타채권	69	85	109	129
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	24	28	35	40
비유동자산	265	316	197	171
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	0	0
무형자산	199	231	111	85
자산총계	512	573	670	778
유동부채	108	134	171	203
매입채무 및 기타채무	55	69	87	104
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	53	65	84	99
비유동부채	3	6	6	6
장기금융부채	2	5	5	5
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	111	140	177	209
지배주주지분	401	433	492	568
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320
이익잉여금	68	100	160	236
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	433	492	568

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	111	180	97
당기순이익	36	32	60	76
비현금수익비용가감	74	132	130	36
유형자산감가상각비	0	1	1	0
무형자산상각비	75	121	119	26
기타	-1	10	10	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-139	-37	7	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-20	-23	-20
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	14	7	6
법인세납부	-10	-16	-17	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-74	6	11
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-57	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	139	2	-1	-1
기타투자활동	2	-19	7	12
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	-46	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	3	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-49	0	0
현금의 증가	102	-10	186	108
기초현금	51	153	143	329
기말현금	153	143	329	436

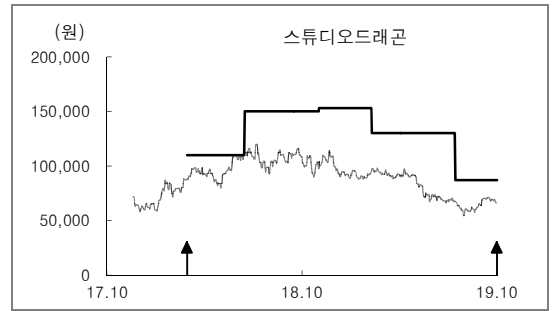
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	72.3	57.5	30.9	24.3
P/CF (x)	23.5	11.3	9.8	16.5
P/B (x)	6.5	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA (x)	21.1	10.3	7.8	11.2
EPS (원)	1,278	1,144	2,131	2,703
CFPS (원)	3,930	5,830	6,743	3,979
BPS (원)	14,305	15,396	17,527	20,231
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	31.1	21.5	18.5
EBITDA증가율 (%)	55.4	43.5	18.2	-35.9
조정영업이익증가율 (%)	21.2	7.5	74.4	32.0
EPS증가율 (%)	21.7	-10.5	86.3	26.8
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.5	6.2	6.0
재고자산 회전율 (회)	405.4	768.6	740.1	716.9
매입채무 회전율 (회)	25.3	19.9	18.4	17.6
ROA (%)	7.4	5.9	9.6	10.5
ROE (%)	9.3	7.7	12.9	14.3
ROIC (%)	15.2	11.1	27.9	59.4
부채비율 (%)	27.7	32.5	36.0	36.9
유동비율 (%)	228.4	191.5	276.3	298.6
순차입금/자기자본 (%)	-39.3	-33.2	-67.0	-76.9
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	204.2	369.2	488.6

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	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



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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

* 2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성의 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.