

투자이견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 112,000원
현재주가(19/11/21)	83,400원
상승여력	34%

영업이익(19F,십억원)	36
Consensus 영업이익(19F,십억원)	45
EPS 성장률(19F,%)	-15.9
MKT EPS 성장률(19F,%)	-33.1
P/E(19F,x)	77.6
MKT P/E(19F,x)	14.5
KOSDAQ	635.99
시가총액(십억원)	2,343
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.3
외국인 보유비중(%)	2.8
베타(12M) 일간수익률	1.00
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	114,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.2	4.1	-20.4
상대주가	25.7	15.3	-12.9



[미디어플랫폼/콘텐츠]

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

스튜디오드래곤 (253450)

넷플릭스의 지분 인수, 다가오는 주도권을 상징

넷플릭스에 1) 3년 간 21편 이상 제작/판매, 2) CJ ENM 보유 동사 지분 5% 인수

동사는 전일 넷플릭스에 3년 간 21편 이상의 드라마 제작/판매 계약을 공시했다. 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작과 2) 방송 편성작의 방영권 판매가 포함된다. 이는 20년 이후 신규 제작에 대한 것으로 구작 판권 판매는 고려되지 않은 최소 숫자다. 한편 CJ ENM이 보유한 동사 지분 4.99%를 넷플릭스가 인수하는 계약도 함께 발표됐다. CJ ENM은 1년 간 넷플릭스에 동사 지분 매도권을 보유하며, 최종 지분 인수는 행사 시점 협의된 가격으로 성사될 예정이다.

1) 프로젝트 마진 상향 평준화, 2) 대작 제작 안정화, 3) 콘텐츠 가치 상승의 신호

제작/판매 계약을 통해 동사는 흥행 여부와 무관한 작품 판매와 제작비 증액이 가능해진다. 연간 7편(하단)의 제작/판매는 기존 가정에서 벗어나지 않는 수준이지만, 일정 편수의 오리지널 제작과 방영권 판매가 보장되기 때문에 다양한 장르적 시도와 대규모 제작비 투입이 용이하다. 방영권료율(리쿱)과 오리지널 제작 마진 또한 기존보다 높은 수준에서 책정될 가능성이 높다. 즉 프로젝트 마진의 상향평준화(이익률 상승, 변동성 감소)가 기대되며, 글로벌 OTT 경쟁 초기부터 동사의 제작력을 알릴 기회로도 연결될 수 있어 긍정적인 계약이다.

넷플릭스의 지분 인수는 글로벌 OTT의 콘텐츠 공급 니즈를 증명한다. 동 계약을 통해 CJ ENM과 동사가 프리미엄 콘텐츠 제작/유통 기회를 획득한다면 넷플릭스 입장에서 아시아 대표 제작사로부터의 안정적인 공급을 얻는다. 글로벌 플랫폼 경쟁을 앞둔 1위 플랫폼의 결정은, 20년 이후 미디어 시장 재편 과정에서 콘텐츠 가치 상승을 지지하는 강한 근거가 될 것이다.

목표주가 112,000원, 적정 밸류에이션이 높아지는 이벤트

‘매수’ 의견과 목표주가 112,000원(상향)을 제시한다. 20F 지배 NP에 목표 P/E 52배를 적용했다. 금번 계약은 적정 밸류에이션을 높이는 이벤트다. 20년 추정치 영향은 미미하지만 21년 이후 성장 잠재력을 키워준다. 영업이익은 19년을 저점으로 20F +105%, 21년 +37% 증가 전망이다. 고객사 다변화(유통 P, Q), 제작 규모 증가, 상각비 정상화 등에 따른 것이다.

우려와 달리 넷플릭스의 지분 확보가 넷플릭스에 대한 동사의 종속으로 연결될 가능성은 낮다. 지분을 5%와 제작/판매 편수 7편은 각각 동사의 유동 지분율(25%)과 제작 capa(40편+)의 20%에 불과하다. 양 측면 모두 단일 사업자 종속을 논하기에 부족한 수준이다. 오히려 향후 OTT 플레이어 추가 진입에 대비, 신규 고객사 확장 가능성을 지닌 적절한 규모로 판단한다.

콘텐츠사 가치 상승이 또다시 시작될 시기다. 넷플릭스의 최종 결정은 뉴플랫폼 간 글로벌 경쟁이 시작되는 20년을 앞두고, 경쟁 서비스의 성공적인 출시에 즈음해서 이뤄졌다. 자신들이 선도한 환경 변화가 전면적으로 확대되는 시기에 이들이 제시한 방향성은 명확하다. 20년뿐 아니라 21년 이후까지 염두에 둔 긍정적인 접근이 필요하다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	287	380	468	615	723
영업이익 (십억원)	0	33	40	36	75	102
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	7.7	12.2	14.1
순이익 (십억원)	0	24	36	30	61	79
EPS (원)	0	1,050	1,278	1,074	2,156	2,800
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	7.2	13.1	14.8
P/E (배)	-	61.9	72.3	77.6	38.7	29.8
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.4	4.8	4.1
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

스튜디오드래곤

넷플릭스의 지분 인수, 다가오는 주도권을 상징

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

P/E	19F	20F	21F	12MF
현재 P/E	77.9	38.6	29.7	42.2
적정 시총	3,150	3,150	3,150	3,150
NP	30	61	79	55
Target PE	104.9	52.0	40.0	56.8
적정주가 (원)	112,298	112,298	112,298	112,298
상승 여력 (%)		34.6		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

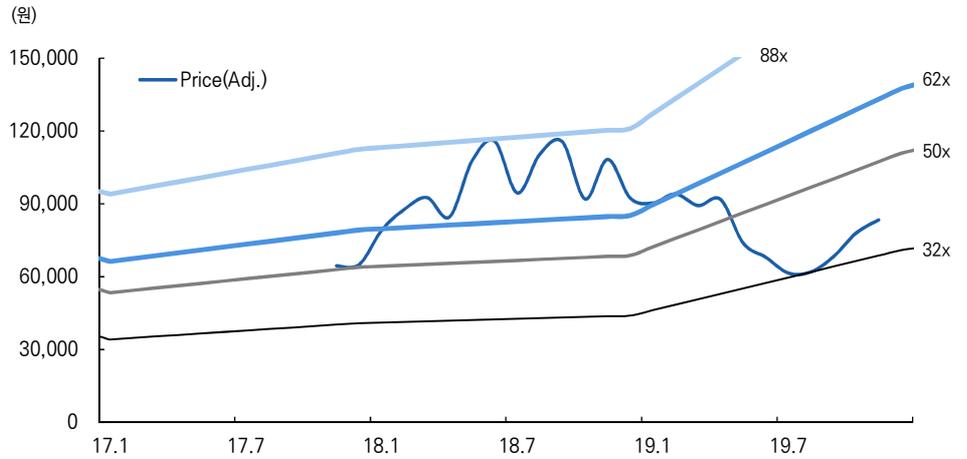
(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	80	74	124	102	112	128	131	97	380	468	615
편성	41	34	49	54	44	58	61	44	178	207	221
판매	32	29	63	38	56	60	60	43	162	219	349
기타	7	11	11	10	12	10	10	10	39	42	45
원가	66	64	99	95	97	113	116	88	324	413	520
제작비(오리지널 제외)	33	45	48	60	49	65	71	49	186	233	236
지급수수료	9	7	22	-1	15	10	10	9	37	44	70
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	32	28	28	75	115	110
기타	7	4	6	10	6	6	6	3	27	21	26
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	8	0	0	8	62
판권비	3	3	3	6	4	5	4	6	16	19	20
EBITDA	28	15	45	26	38	43	40	31	115	153	186
영업이익	11	7	22	0	11	11	11	4	40	36	75
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	8.4	8.3	3.7	10.5	7.8	12.1
세전이익	11	11	22	2	13	12	13	3	46	41	78
당기순이익	8	9	17	2	9	7	12	2	36	30	61
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	5.7	8.8	2.1	9.4	6.4	9.9
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.5	6.0	-4.4	32.4	23.4	31.3
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	24.4	-18.7	35.7	16.4	6.5
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	-5.4	12.6	44.9	35.1	59.4
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	-14.1	-9.0	10.0	-9.8	7.1	7.2
EBITDA	17.9	-21.8	186.0	77.0	34.7	182.5	-11.5	18.8	54.7	32.7	22.1
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	48.8	-49.3	1,001.3	20.3	-8.6	105.4
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-17.8	-33.1	23.5	49.6	-15.8	101.7
주요 가정											
편성 편수	7.0	5.0	6.0	7.5	6.5	7.5	7.0	6.0	25.5	27.0	28.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	2.0	0.5	1.0	1.0	1.5	2.5	1.5	0.5	4.5	6.0	6.5

주: K-IFRS 연결 기준

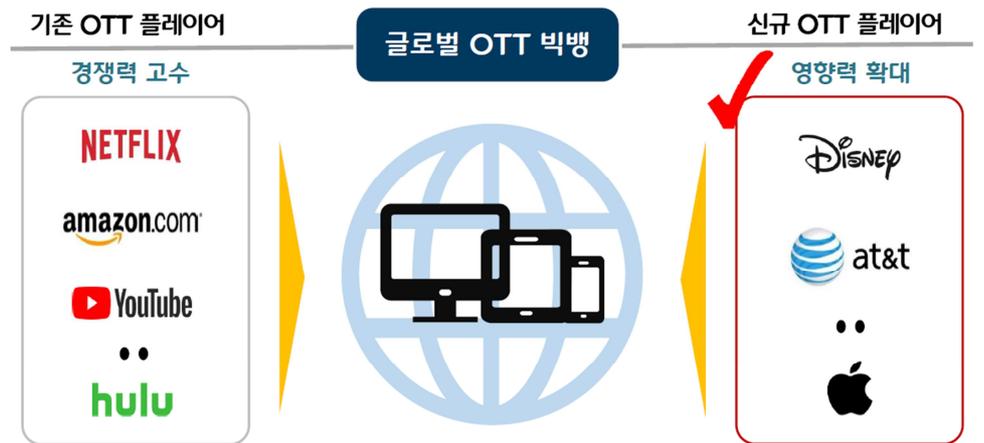
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 12MF P/E 밴드: 18년과 같은 환경이 다가온다



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 2020년 이후 OTT 경쟁 본격화 → 제작사 협상력 강화 → 판권 가격 상승이 가능



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤

넷플릭스의 지분 인수, 다가오는 주도권을 상징

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	380	468	615	723
매출원가	324	413	520	599
매출총이익	56	55	95	124
판매비와관리비	16	19	20	21
조정영업이익	40	36	75	102
영업이익	40	36	75	102
비영업손익	6	5	3	-1
금융손익	3	4	7	12
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	41	78	101
계속사업법인세비용	10	11	17	22
계속사업이익	36	30	61	79
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	30	61	79
지배주주	36	30	61	79
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	30	61	79
지배주주	35	30	61	79
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	153	187	132
FCF	-29	97	181	103
EBITDA 마진율 (%)	30.3	32.7	30.4	18.3
영업이익률 (%)	10.5	7.7	12.2	14.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	6.4	9.9	10.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	247	226	472	611
현금 및 현금성자산	153	136	321	435
매출채권 및 기타채권	69	66	113	133
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	24	23	37	42
비유동자산	265	314	204	175
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	0	0
무형자산	199	230	118	89
자산총계	512	540	676	786
유동부채	108	103	178	210
매입채무 및 기타채무	55	53	91	107
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	53	50	87	103
비유동부채	3	6	6	6
장기금융부채	2	5	5	5
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	111	109	185	216
지배주주지분	401	431	491	570
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320
이익잉여금	68	98	158	237
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	431	491	570

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	98	181	103
당기순이익	36	30	61	79
비현금수익비용가감	74	125	122	40
유형자산감가상각비	0	1	1	0
무형자산상각비	75	116	112	30
기타	-1	8	9	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-139	-43	15	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	0	-48	-20
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	9	14	6
법인세납부	-10	-14	-17	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-68	5	11
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-52	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	139	3	-2	-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	-17	185	114
기초현금	51	153	136	321
기말현금	153	136	321	435

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	72.3	77.6	38.7	29.8
P/CF (x)	23.5	15.1	12.8	19.7
P/B (x)	6.5	5.4	4.8	4.1
EV/EBITDA (x)	21.1	14.4	10.8	14.4
EPS (원)	1,278	1,074	2,156	2,800
CFPS (원)	3,930	5,527	6,508	4,235
BPS (원)	14,305	15,327	17,483	20,283
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	23.2	31.4	17.6
EBITDA증가율 (%)	55.4	33.0	22.2	-29.4
조정영업이익증가율 (%)	21.2	-10.0	108.3	36.0
EPS증가율 (%)	21.7	-16.0	100.7	29.9
매출채권 회전을 (회)	6.1	7.0	6.9	5.9
재고자산 회전을 (회)	405.4	828.2	816.8	697.6
매입채무 회전을 (회)	25.3	21.6	20.4	17.1
ROA (%)	7.4	5.7	10.0	10.8
ROE (%)	9.3	7.2	13.1	14.8
ROIC (%)	15.2	9.3	27.0	59.4
부채비율 (%)	27.7	25.4	37.6	37.9
유동비율 (%)	228.4	218.1	264.5	291.3
순차입금/자기자본 (%)	-39.3	-31.8	-65.6	-76.6
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	170.9	399.4	547.6

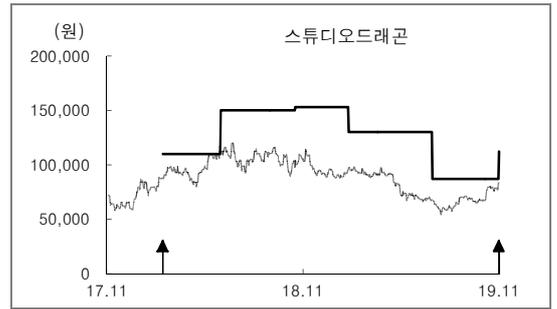
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤

넷플릭스의 지분 인수, 다가오는 주도권을 상징

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2019.11.22	매수	112,000	-	-
2019.07.21	매수	87,000	-22.51	-4.14
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 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 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 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.