스튜디오드래곤 (253450 KQ)

주도권을 가졌다

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	112,000원
현재주가(19/11/29)	76,200원
상승여력	47%

영업이익(19F,십억원)	36
Consensus 영업이익(19F,십억원)	45
EPS 성장률(19F,%)	-15.9
MKT EPS 성장률(19F,%)	-33.0
P/E(19F,x)	70.9
MKT P/E(19F,x)	14.4
KOSDAQ	632.99
시가총액(십억원)	2,141
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.3
외국인 보유비중(%)	2.4
베타(12M) 일간수익률	1.08
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	109,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.7	4.5	-30.2
상대주가	7.8	14.2	-23.3

이젠 글로벌 제작사, 더 이상의 마진 압박은 없다

- 19년 캡티브, 넷플릭스향 방영권료율 정체와 감가상각 이슈로 실적 부진
- 20F 매출액 6,150억원(+31.3%), 영업이익 747억원(+105.4%)
- 1) 글로벌 미디어 통합(기존 방송/통신사 + 신규 인터넷/IT사)으로 콘텐츠 투자 규모 확대
- 2) OTT 경쟁 본격화에 따라 제작사 판권 유통의 P, Q 동반 증가 가능한 환경
- 11월 넷플릭스의 지분 투자로 안정적인 대작 제작 환경 마련한 점 긍정적

Valuation 및 Risk

- 지난 18년과 유사한 상황으로 제작사 Multiple 확장기라 판단
- 20F 지배주주순이익에 목표 P/E 52배 적용
- 후발 OTT들의 K-콘텐츠 투자 시점과 규모가 아직 불확실한 점 참고

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	70.9	35.3	27.2
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.0	4.4	3.8
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 (253450 KQ)

스튜디오드래곤 상세 실적 추정

(십억원, %, 편)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	112	128	131	97	124	149	174	168	287	380	468	615
편성	44	58	61	44	52	59	57	52	131	178	207	221
판매	56	60	60	43	60	79	106	104	112	162	219	349
기타	12	10	10	10	12	11	11	11	44	39	42	45
원가	97	113	116	88	101	125	151	143	240	324	413	520
제작비(오리지널 제외)	49	65	71	49	56	63	61	56	137	186	233	236
지급수수료	15	10	10	9	12	16	21	21	22	37	44	70
유무형상각	27	32	28	28	27	27	28	28	41	75	115	110
기타	6	6	6	3	6	6	7	7	39	27	21	26
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	8	0	0	13	25	23	0	0	8	62
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	8	8	0	0	0	16
매출총이익	15	15	15	9	23	24	23	25	47	56	55	95
매출총이익률	*13.4*	*12.0*	*11.7*	*9.7*	*18.8*	*15.8*	*13.4*	*14.8*	*16.4*	*14.6*	*11.8*	*15.5*
판관비	4	5	4	6	4	5	5	7	14	16	19	20
EBITDA	38	43	40	31	46	46	48	46	74	115	153	186
영업이익	11	11	11	4	19	19	19	18	33	40	36	75
영업이익률	*9.9*	*8.4*	*8.3*	*3.7*	*15.5*	*12.6*	*10.7*	*10.7*	*11.5*	*10.5*	*7.8*	*12.1*
세전이익	13	12	13	3	20	20	19	19	30	46	41	78
당기순이익	9	7	12	2	16	15	15	15	24	36	30	61
순이익률	*8.2*	*5.7*	*8.8*	*2.1*	*12.5*	*10.2*	*8.7*	*8.8*	*8.3*	*9.4*	*6.4*	*9.9*
YoY												
영업수익	*40.0*	*72.5*	*6.0*	*-4.4*	*11.3*	*16.1*	*32.8*	*72.3*	*46.7*	*32.4*	*23.4*	*31.3*
편성	*8.4*	*70.5*	*24.4*	*-18.7*	*18.6*	*1.9*	*-6.5*	*18.3*	*49.5*	*35.7*	*16.4*	*6.5*
판매	*75.1*	*109.2*	*-5.4*	*12.6*	*6.7*	*31.1*	*76.9*	*144.4*	*48.3*	*44.9*	*35.1*	*59.4*
기타	*63.1*	*-14.1*	*-9.0*	*10.0*	*5.0*	*8.0*	*8.0*	*8.0*	*35.3*	*-9.8*	*7.1*	*7.2*
EBITDA	*34.7*	*182.5*	*-11.5*	*18.8*	*22.1*	*6.8*	*19.7*	*46.2*	*-*	*54.7*	*32.7*	*22.1*
영업이익	*3.5*	*48.8*	*-49.3*	*1,001.3*	*74.7*	*73.9*	*70.9*	*398.5*	*56.1*	*20.3*	*-8.6*	*105.4*
당기순이익	*16.1*	*-17.8*	*-33.1*	*23.5*	*69.9*	*108.6*	*30.9*	*628.4*	*83.8*	*49.6*	*-15.8*	*101.7*
주요 가정												
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.0	7.0	7.0	7.0	7.0	22.3	25.5	27.0	28.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.5	1.5	1.5	2.0	1.5	3.1	4.5	6.0	6.5

자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450 KQ)

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 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	72.3	70.9	35.3	27.2
P/CF (x)	23.5	13.8	11.7	18.0
P/B (x)	6.5	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA (x)	21.1	13.1	9.7	12.9
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 회전율 (회)	6.1	7.0	6.9	5.9
재고자산 회전율 (회)	405.4	828.2	816.8	697.6
매입채무 회전율 (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