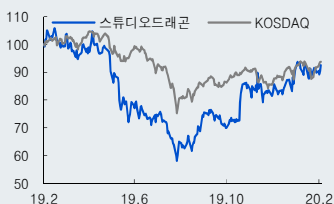


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	112,000원
현재주가(20/02/13)	86,000원
상승여력	30%

영업이익(19P, 십억원)	29
Consensus 영업이익(19P, 십억원)	40
EPS 성장률(19P, %)	-26.3
MKT EPS 성장률(19P, %)	-34.9
P/E(19P, x)	85.9
MKT P/E(19P, x)	15.7
KOSDAQ	687.61

시가총액(십억원)	2,416
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	30.3
외국인 보유비중(%)	7.7
베타(12M) 일간수익률	0.89
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	98,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	47.0	-9.0
상대주가	-2.4	26.3	-2.1



[미디어플랫폼/콘텐츠]

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

스튜디오드래곤 (253450)

전성기 시작점

'매수' 의견 및 목표주가 11.2만원 유지

매수 의견과 목표주가 11.2만원을 유지한다. 현 추정치 기준 20F Target P/E는 약 55배다. 1) 멀티 OTT 체제에서의 제작 규모와 판가 상승, 2) 서구권 콘텐츠 협업(미국법인 확대), 3) 중국 개방 등 기대할 요소가 많은 2020년이다. **글로벌 시장에서 협상력 강화를 앞둔 정상급 드라마 제작사**라는 포인트로 동사의 밸류에이션 확장기를 맞이할 필요가 있다(그림 1).

전세계가 K-콘텐츠 영향력 확대를 실감하고 있다. '기생충'은 아카데미 영화 시상식에서 4관왕이 됐다. 넷플릭스는 4Q19 실적 발표에서 '글로벌 인지도가 높은' 한국 드라마에 지속 대규모 투자 의지를 밝혔다. 네이버웹툰은 전년 말 글로벌 MAU 6천만, 미국 MAU 1천만을 돌파했다. BTS는 19년 음악 공연 티켓 판매액 5위다.

다양한 포맷의 콘텐츠들이 경쟁력을 인정 받는 한편 각 플랫폼을 통해 수익화를 시도 중이다. 이들 중 **TV 광고까지 포함한 홈비디오(드라마)**는 시장 규모와, 글로벌 뉴플랫폼화 측면에서 현재까지 가장 앞서있다. **콘텐츠 장르 내에서도 가장 높은 멀티플 부여가 가능하다.**

20년 외형과 수익성 동반 개선

20년은 산업 환경 변화가 좋은 실적으로 연결될 가능성이 높다. 방송-OTT 간 경쟁을 넘어 OTT끼리의 경쟁이 본격화되기 때문에 콘텐츠 제작자의 협상력이 다시 강해진다. 국내 웨이브, 해외 디즈니, 애플, 워너, NBC유니버설 등의 신규 OTT 출범이 현실이 됐다. 하나 같이 콘텐츠 투자 증액을 계획하는 가운데 디즈니는 3개월도 안되어 3천만 가입자를 모았다.

외형 확대: 1) Non-Captive 비중이 높아지며 편성이 증가(28편 → 33편)하고, 2) 넷플릭스형 계약에 의거해 판권 판매(5.9편 → 7.8편 가정)와 오리지널 제작(1편 → 3편)이 늘어날 전망이다. 3) 멀티 OTT 체제 하에서 협상력 강화에 따른 판가 상승, 공동제작/리메이크 등 다양한 형태의 협업도 기대된다. 모두 글로벌 미디어 생태계 흐름과 관련된 이유 있는 변화다.

수익성 강화: 외형 확대 요인은 수익성도 개선시킨다. 프로젝트 마진을 높이거나 그 자체로 신규 수익원이 되기 때문이다. 이에 더해 **20년에는 무형자산상각이 정상화되며 1분기부터 수익성이 빠르게 개선될** 가능성이 높다. 동사의 역사적 제작비 투톱 '아스달 연대기'와 '미스터 션샤인'의 감가상각이 4Q19로 종료됐다. 아울러 과거 일시 상각 등의 이벤트는 2H18부터 전년 전체에 걸쳐 불리하게 적용된 바 있어 전년 감가상각비 베이스가 높다. 이에 따라 20년은 제작비 증가에도 불구하고 감가상각비가 전년과 유사 수준에서 형성될 전망이다(그림 2).

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	287	380	469	619	703
영업이익 (십억원)	0	33	40	29	70	93
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	6.2	11.3	13.2
순이익 (십억원)	0	24	36	26	57	72
EPS (원)	0	1,050	1,278	941	2,025	2,567
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	6.4	12.5	13.8
P/E (배)	-	61.9	72.3	85.9	42.5	33.5
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.3	5.0	4.3
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

4Q19 Review: 드라마 성과 부진으로 예상 하회

연결 매출액 974억원(-4.2% YoY), 영업손실 -41억원(적전)을 기록했다. 컨센서스(89억원) 및 당사 추정 영업이익(36억원)을 하회했다. 이유는 분기 편성 편수 감소(전년 11편 → 9편)와 방영 드라마의 흥행 부진(분기 시청률 평균 2.5%)이다.

비교적 흥행한 '사랑의 불시착'은 4분기에는 6회분만 인식됐다. 주요 작품 부진으로 프로젝트 손익에 중요한 VoD, 협찬 수익이 저하됐다. 비용 증감은(제작원가 -19.1%, 무형자산상각비 +6.4%) 통제됐으나 외형 감소 때문에 수익성이 부진한 모습이다.

표 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

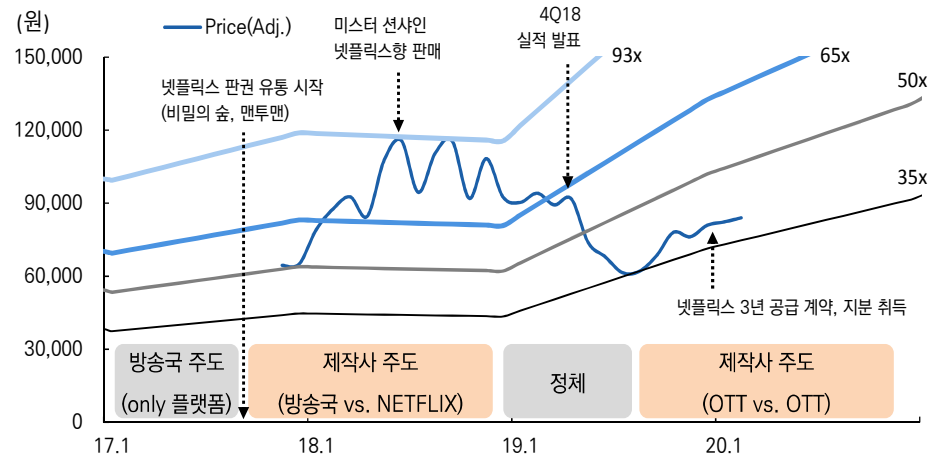
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F
매출액	112	128	131	97	139	130	175	175	380	469	619
편성	44	58	61	46	54	59	59	57	178	209	230
판매	56	60	60	43	73	59	104	107	162	219	342
기타	7	11	11	10	12	10	10	10	39	41	46
원가	97	113	116	95	120	107	153	148	324	421	528
제작비(오리지널 제외)	49	65	71	49	58	64	64	61	186	233	236
지급수수료	15	10	10	9	15	12	21	21	37	44	70
유무형자산상각(추정)	27	32	28	28	26	27	28	28	75	115	110
기타	6	6	6	10	7	5	7	7	27	21	26
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	8	0	14	0	25	23	0	8	62
판권비	4	5	4	6	4	5	5	7	16	19	21
EBITDA	38	43	40	25	41	45	47	47	115	146	180
영업이익	11	11	11	-4	15	18	18	19	40	29	70
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	10.9	13.9	10.2	10.7	10.5	6.1	11.3
세전이익	13	12	13	-5	16	19	19	20	46	33	73
당기순이익	9	7	12	-2	12	15	15	15	36	26	57
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	8.9	11.3	8.3	8.8	9.4	5.6	9.2
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	24.4	1.4	33.8	79.4	32.4	23.4	32.1
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	23.4	2.3	-2.3	24.6	35.7	17.2	10.3
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	29.1	-2.5	73.7	150.2	44.9	35.3	56.2
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	5.0	20.0	15.0	20.0	-9.8	3.0	14.5
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-7.4	8.9	3.9	17.0	92.5	54.7	26.7	23.7
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	37.5	67.3	64.6	흑전	20.3	-28.0	144.2
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	34.9	100.9	26.3	흑전	49.6	-26.1	115.8
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	7.5	7.5	7.5	7.5	25.5	27.5	30.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.4	1.8	2.0	2.0	2.0	4.5	5.9	7.8

주: K-IFRS 연결 기준

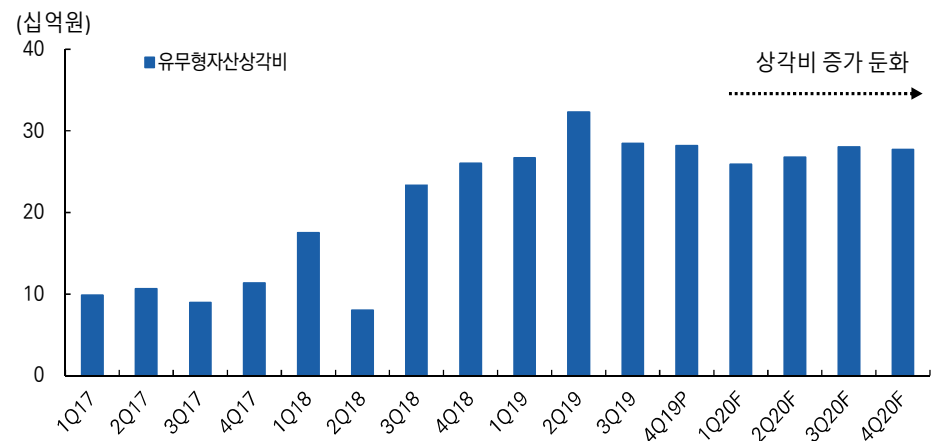
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 제작사 주도의 밸류에이션 확장기 시작



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 무형자산상각비는 20년부터 증가세가 둔화될 것



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
매출액	380	469	619	703
매출원가	324	421	528	588
매출총이익	56	48	91	115
판매비와관리비	16	19	21	22
조정영업이익	40	29	70	93
영업이익	40	29	70	93
비영업손익	6	4	3	-1
금융손익	3	3	5	9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	73	92
계속사업법인세비용	10	7	16	20
계속사업이익	36	26	57	72
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	26	57	72
지배주주	36	26	57	72
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	26	57	72
지배주주	35	26	57	72
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	145	181	119
FCF	-29	81	179	94
EBITDA 마진율 (%)	30.3	30.9	29.2	16.9
영업이익률 (%)	10.5	6.2	11.3	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	5.5	9.2	10.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
유동자산	247	225	474	596
현금 및 현금성자산	153	128	309	411
매출채권 및 기타채권	69	66	118	134
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	24	30	46	50
비유동자산	265	314	205	181
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	0	0
무형자산	199	221	111	86
자산총계	512	539	679	776
유동부채	108	104	186	211
매입채무 및 기타채무	55	53	95	108
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	53	51	91	103
비유동부채	3	8	8	8
장기금융부채	2	7	7	7
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	111	111	194	219
지배주주지분	401	428	485	557
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322
이익잉여금	68	94	151	223
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	428	485	557

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	82	179	94
당기순이익	36	26	57	72
비현금수익비용가감	74	122	122	37
유형자산감가상각비	0	1	1	0
무형자산상각비	75	115	110	25
기타	-1	6	11	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-139	-52	16	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-6	-52	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	17	15	5
법인세납부	-10	-15	-16	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-49	3	9
유형자산처분(취득)	0	-1	0	0
무형자산감소(증가)	0	-20	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	139	3	-3	-1
기타투자활동	2	-31	6	10
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	-58	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	5	0	0
자본의 증가(감소)	1	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-65	0	0
현금의 증가	102	-25	182	102
기초현금	51	153	128	309
기말현금	153	128	309	411

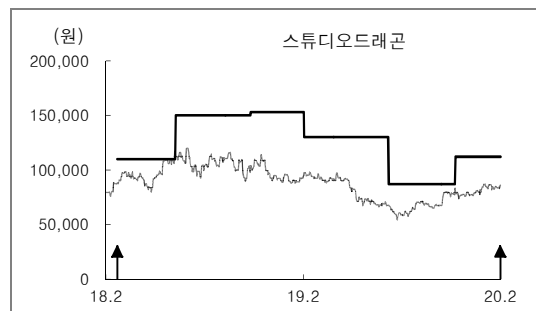
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
P/E (x)	72.3	85.9	42.5	33.5
P/CF (x)	23.5	15.3	13.5	22.1
P/B (x)	6.5	5.3	5.0	4.3
EV/EBITDA (x)	21.1	14.7	11.6	16.8
EPS (원)	1,278	941	2,025	2,567
CFPS (원)	3,930	5,280	6,358	3,884
BPS (원)	14,305	15,236	17,261	19,828
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	23.4	32.0	13.6
EBITDA증가율 (%)	55.4	26.1	24.8	-34.3
조정영업이익증가율 (%)	21.2	-27.5	141.4	32.9
EPS증가율 (%)	21.7	-26.4	115.2	26.8
매출채권 회전율 (회)	6.1	7.0	6.7	5.6
재고자산 회전율 (회)	405.4	828.0	800.7	663.1
매입채무 회전율 (회)	25.3	22.0	20.2	16.4
ROA (%)	7.4	5.0	9.3	9.9
ROE (%)	9.3	6.4	12.5	13.8
ROIC (%)	15.2	7.2	25.9	55.2
부채비율 (%)	27.7	26.0	40.0	39.4
유동비율 (%)	228.4	217.6	254.9	282.5
순차입금/자기자본 (%)	-39.3	-31.4	-65.2	-75.1
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	69.6	152.1	203.1

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	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 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)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 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.