

스튜디오드래곤 (253450)

어떤 위기는 기회가 된다

미디어플랫폼/콘텐츠

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	112,000원
현재주가(20/03/20)	75,800원
상승여력	48%

영업이익(19F, 십억원)	29
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	40

EPS 성장률(19F, %)	-26.3
MKT EPS 성장률(19F, %)	-35.2
P/E(19F, x)	85.9
MKT P/E(19F, x)	11.1
KOSDAQ	467.75

시가총액(십억원)	2,130
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	30.3
외국인 보유비중(%)	8.7
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	97,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	6.8	-16.3
상대주가	34.5	48.1	34.1



[미디어플랫폼/콘텐츠]

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

매수 의견과 목표주가 11.2만원 유지

동사에 대해 매수 의견과 목표주가 11.2만원을 유지한다. 기존에는 장기적으로 기대했던 글로벌 고객사향 콘텐츠 판매 확대가, 전염병 사태를 거치면서 좀 더 이른 시점에 일어날 전망이다. 즉 **코로나 이후에 영업 환경이 오히려 개선된다**. 기존의 목표 P/E를 유지하는 근거다. 이미 시장 폭락 속에서도 견조한 움직임으로 연초 대비 주가 하락폭은 -6.3%에 불과하다. 그럼에도 여전히 1) 대부분의 국내 기업과 달리 실적 우려에서 자유롭고 2) 글로벌 수요에도 긍정적인 변화가 예상된다. 시장 방향과 무관하게 양호한 상대 주가 흐름이 유지될 전망이다.

한 발 가까워진 글로벌 고객사

금년은 동사의 **고객사 비중이 국내 캡티브/지상파 → 해외 다양한 OTT로 급격히 이동하는 변곡점**이 될 것이다. 광고 시장은 성장 한계에 도달했는데 제작비는 지속 증가하는 구조적 불균형 때문에 고객사 비중 이동은 필요한 일이었다. 이번 코로나 사태는 그 속도를 높여준다.

지난 해까지 이 점은 수익성을 낮추는 우려 사항이었다. 텐트폴의 캡티브 리쿱 비율 감소는 빨랐는데(14년 미생 70% → 16년 도깨비 60% → 18년 미스터 션샤인 50% → 19년 아스달 연대기 40%), Non-캡티브 고객(OTT, 해외 방송 등)의 판가율 증가는 둔화됐기 때문이다.

같은 변화지만 금년에는 기회로 본다. 지분 스왑과 계약을 통해 넷플릭스향 공급을 보장받았고(3년간 21편) 제작 규모와 판가율이 동반 상승할 것이다. 모회사의 수익성 확보 방침에 따라 Non-캡티브에도 일부 대작 편성을 확보한 상태라 리쿱율의 단기적 추가 하락 가능성은 낮다.

과거 자연재해 시점의 미디어 이용 증가(50% 전후)를 참고하면, 일정 수준의 락인 효과를 동반하는 프리미엄 OTT 가입이 이번 사태로 인해 증가할 전망이다. 이는 자연히 동사의 전방 시장 확대로 이어진다(그림 15). 넷플릭스(실적 유지, 2월 이후 주가 -7%)와 월트디즈니(실적 하향, 주가 -39%)의 엇갈린 흐름도 뉴플랫폼 시장 경쟁을 자극하는 계기가 될 것이다(그림 17-18).

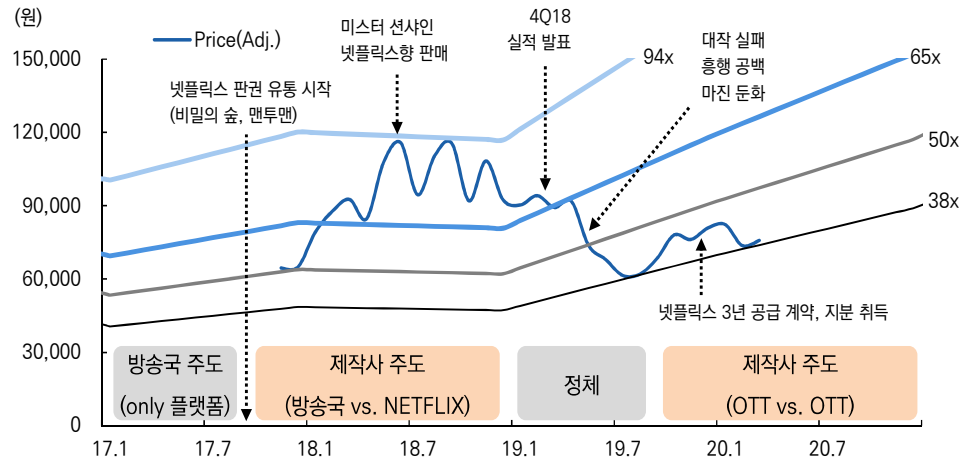
실적 우려도 제한적

1분기 매출액 1,255억원(+12.2% YoY), 영업이익 120억원(+8.4%)을 전망한다. 컨센서스 수준이다. 콘텐츠 소비가 곧장 실적으로 연결되는 부분은 VoD에 국한되고 크진 않다. 그러나 단기 실적 하방이 단단한 구조고 장기 글로벌 수요는 늘어날 것이다. 지금 같은 위기에 강하다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	287	380	469	564	664
영업이익 (십억원)	0	33	40	29	64	92
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	6.2	11.3	13.9
순이익 (십억원)	0	24	36	26	52	71
EPS (원)	0	1,050	1,278	941	1,851	2,515
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	6.4	11.5	13.7
P/E (배)	-	61.9	72.3	85.9	40.9	30.1
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.3	4.4	3.9
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

그림 15. 제작사 주도의 밸류에이션 확장기 재진입



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

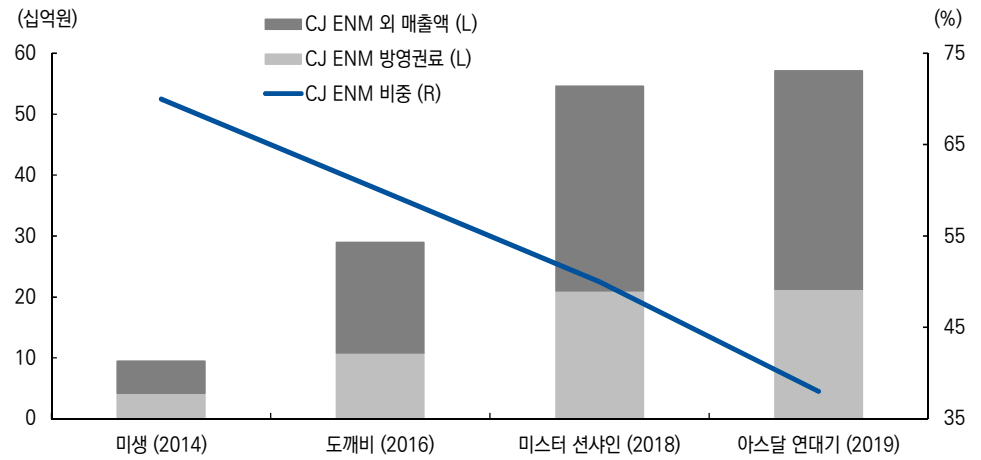
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	112	128	131	97	125	125	139	175	380	469	564
편성	44	58	61	46	47	55	59	57	178	209	219
판매	56	60	60	43	68	59	67	108	162	219	302
기타	12	10	10	9	10	11	12	11	39	41	44
원가	97	113	116	95	109	103	118	150	324	421	480
제작비(오리지널 제외)	49	65	71	49	50	59	64	61	186	233	234
지급수수료	15	10	10	9	14	12	13	22	37	44	60
유무형자산상각(추정)	27	32	28	28	25	26	27	27	75	116	105
기타	6	6	6	10	6	6	6	7	27	28	25
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	8	0	14	0	0	25	0	8	39
판관비	4	5	4	6	4	5	4	7	16	19	21
EBITDA	38	43	40	25	38	43	44	46	115	146	171
영업이익	11	11	11	-4	12	17	16	18	40	29	64
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.5	13.8	11.9	10.3	10.5	6.1	11.3
세전이익	13	12	13	-5	13	18	17	19	46	33	67
당기순이익	9	7	12	-2	10	14	13	15	36	26	52
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.8	11.2	9.7	8.4	9.4	5.6	9.2
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	12.2	-2.5	5.7	79.9	32.4	23.4	20.4
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	7.0	-4.5	-2.3	24.6	35.7	17.2	4.9
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	20.8	-2.5	12.3	151.3	44.9	35.3	37.5
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-10.0	10.0	15.0	20.0	-9.8	3.0	7.8
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-7.4	-1.0	0.0	10.7	86.4	54.7	26.7	17.2
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	8.4	59.4	50.7	흑전	20.3	-28.0	122.4
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	7.4	91.7	16.0	흑전	49.6	-26.1	97.3
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	6.5	7.0	7.5	7.5	25.5	27.5	28.5
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.4	1.5	2.0	2.0	2.0	4.5	5.9	7.5

주: K-IFRS 연결 기준

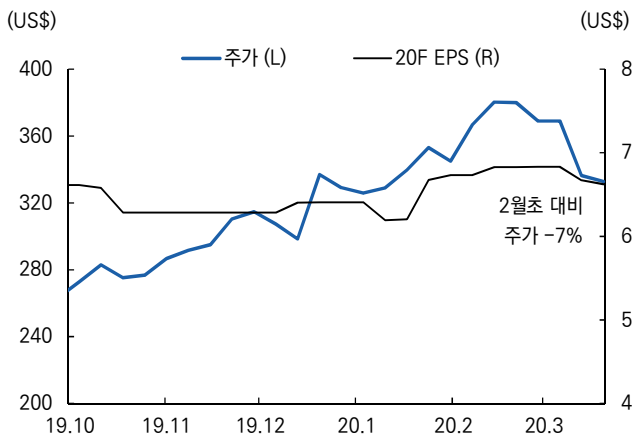
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 지상파 가세로 방영권료를 추가 하락은 제한적, 스튜디오드래곤의 마진 압박 종료 단계



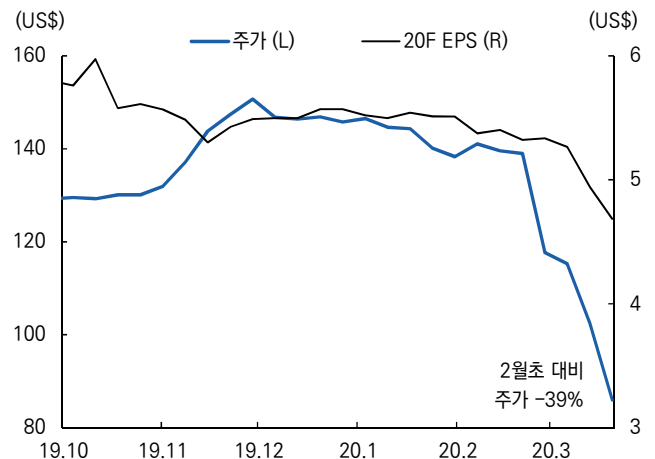
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. OTT 경쟁 심화 예상: 넷플릭스의 실적과 주가 모두 견조한데



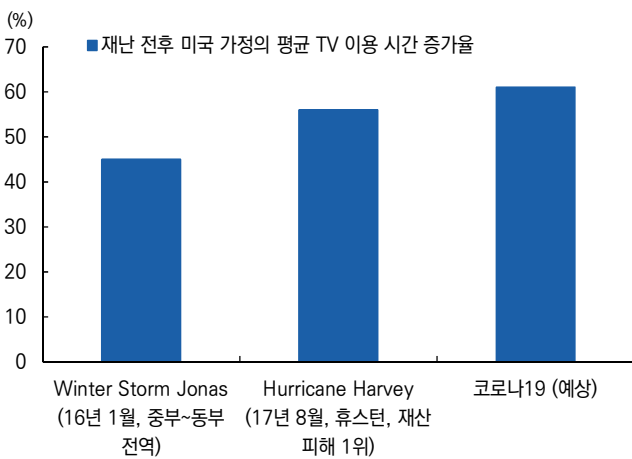
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. OTT 경쟁 심화 예상: 디즈니는 실적 하향, 주가 급락 상태



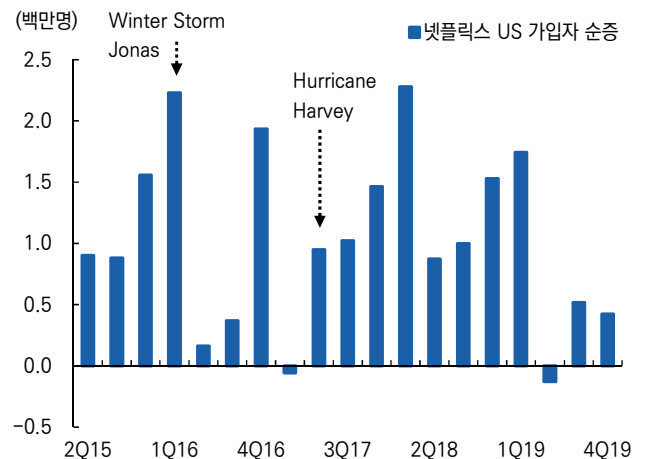
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 과거 재난 시 TV(스트리밍 포함) 시청은 증가했다



주: Jonas는 1주 평균, Harvey는 4주 평균을 비교
자료: 닐슨미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 해당 시기 넷플릭스 US 가입자 순증에도 영향이 있었을 것



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	380	469	564	664
매출원가	324	421	480	551
매출총이익	56	48	84	113
판매비와관리비	16	19	21	21
조정영업이익	40	29	64	92
영업이익	40	29	64	92
비영업손익	6	4	3	-1
금융손익	3	3	5	9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	67	91
계속사업법인세비용	10	7	15	20
계속사업이익	36	26	52	71
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	26	52	71
지배주주	36	26	52	71
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	26	52	71
지배주주	35	26	52	71
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	145	172	119
FCF	-29	81	171	96
EBITDA 마진율 (%)	30.3	30.9	30.5	17.9
영업이익률 (%)	10.5	6.2	11.3	13.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	5.5	9.2	10.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	247	225	466	596
현금 및 현금성자산	153	128	301	405
매출채권 및 기타채권	69	66	118	139
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	24	30	46	51
비유동자산	265	314	209	182
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	0	0
무형자산	199	221	114	87
자산총계	512	539	675	778
유동부채	108	104	186	219
매입채무 및 기타채무	55	53	95	112
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	53	51	91	107
비유동부채	3	8	8	8
장기금융부채	2	7	7	7
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	111	111	195	228
지배주주지분	401	428	480	551
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322
이익잉여금	68	94	146	217
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	428	480	551

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	82	171	96
당기순이익	36	26	52	71
비현금수익비용가감	74	122	117	38
유형자산감가상각비	0	1	1	0
무형자산감가상각비	75	115	107	27
기타	-1	6	9	11
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-139	-52	16	7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-6	-53	-21
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	17	15	6
법인세납부	-10	-15	-15	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-49	3	8
유형자산처분(취득)	0	-1	0	0
무형자산감소(증가)	0	-20	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	139	3	-3	-1
기타투자활동	2	-31	6	9
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	174	103
기초현금	51	153	128	301
기말현금	153	128	301	405

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	72.3	85.9	40.9	30.1
P/CF (x)	23.5	15.3	12.6	19.5
P/B (x)	6.5	5.3	4.4	3.9
EV/EBITDA (x)	21.1	14.7	10.6	14.5
EPS (원)	1,278	941	1,851	2,515
CFPS (원)	3,930	5,280	6,023	3,883
BPS (원)	14,305	15,236	17,088	19,603
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	20.3	17.7
EBITDA증가율 (%)	55.4	26.1	18.6	-30.8
조정영업이익증가율 (%)	21.2	-27.5	120.7	43.8
EPS증가율 (%)	21.7	-26.4	96.7	35.9
매출채권 회전율 (회)	6.1	7.0	6.1	5.2
재고자산 회전율 (회)	405.4	828.0	728.4	612.5
매입채무 회전율 (회)	25.3	22.0	18.3	15.0
ROA (%)	7.4	5.0	8.6	9.7
ROE (%)	9.3	6.4	11.5	13.7
ROIC (%)	15.2	7.2	23.4	53.4
부채비율 (%)	27.7	26.0	40.5	41.3
유동비율 (%)	228.4	217.6	250.1	272.0
순차입금/자기자본 (%)	-39.3	-31.4	-64.2	-74.8
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	69.6	157.2	225.8

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터