

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 107,000원
현재주가(20/05/07)	78,000원
상승여력	37%

영업이익(20F, 십억원)	62
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	59
EPS 성장률(20F, %)	88.9
MKT EPS 성장률(20F, %)	30.4
P/E(20F, x)	43.8
MKT P/E(20F, x)	12.7
KOSDAQ	668.17

시가총액(십억원)	2,192
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	38.3
외국인 보유비중(%)	8.4
베타(12M) 일간수익률	0.44
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	90,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	-0.4	-14.1
상대주가	-6.0	-0.7	-3.1



[미디어플랫폼/콘텐츠]

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

스튜디오드래곤 (253450)

전방 주시

1Q20 Review: 기대치 부합

매출액 1,203억원(+7.6% YoY), 영업이익 115억원(+4.1%)을 기록했다. 당사 추정치와 컨센서스(110억원)에 부합했다. 1) 주요 콘텐츠 해외 판매가 성공적이었다. 3개의 타이틀(사랑의 불시착 10회분, 하이바이마마 12회분, 루갈 2회분)이 판매됐고 평가도 인상됐다. 넷플릭스 오리지널 '나홀로 그대' 관련 실적이 계상됐다. 2) 기존 대작 상각 종료 효과가 확인됐다. 제작비 증가에도 상각비가 줄었다(YoY -1.9%, QoQ -6.1%). 3) 코로나로 인한 영향은 제한적이었다. PPL이 소폭 부진한 정도였고, VoD 소비는 큰 변동이 없었던 것으로 파악된다.

전방 1) 글로벌 고객사 비중이 높아질 것

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

지난 해까지 이는 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 등 플랫폼)의 평가 증가는 둔화됐기 때문이다.

금년에는 이를 기회로 본다. 지분 계약과 함께 넷플릭스형 공급을 보장받았고(3년간 21편) 제작 규모와 평가율이 함께 상승하기 시작했다. 모회사의 수익성 확보 방침에 따라 Non-캡티브에도 일부 대작 편성을 확보한 상태라 리쿱율의 단기적 추가 하락 가능성도 낮아졌다.

전방 2) TV 광고 회복 속도 체크할 필요

6월 이후 TV 광고 시장의 회복 여부는 동사 드라마 편성에 영향을 미칠 수 있다. 현재 방송국들의 콘텐츠 편성은 하반기 광고 경기 반등을 가정한 것이기 때문이다. 시장 회복 속도에 따라 편성 계획이 바뀔 가능성은 존재하며, 따라서 당분간 광고 시장에 관심이 필요하다. 참고로 1분기 CJ ENM 광고는 -29% 줄었고 지상파 감소폭은 더욱 컸다. 반면 네이버/카카오/유튜브 광고는 (+) 성장하거나 감소폭이 작았다. 광고주들의 매체 차별화가 심해진 것이다.

'매수' 의견 및 목표주가 10.7만원 제시

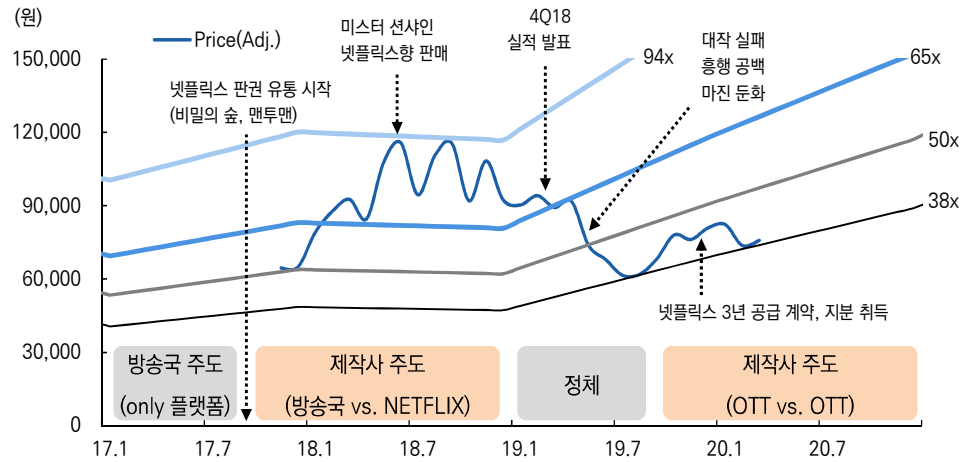
동사에 대해 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 10.7만원(기존 11.2만원)으로 제시한다. 기존보다 편성이 줄어들 가능성을 일부 반영해(30편 가정) 12MF 이익 추정을 -5% 하향했다.

전세계를 대상으로 하는 OTT 가입자 폭증으로 글로벌 타겟의 콘텐츠 수급이 활발해질 전망이다. 동사의 1) 대규모 제작 기회가 보다 빠르게 현실화되고, 2) 판권 협상력이 강화되어 판가 협상(P)에서 유리해지는 구간이다. 높은 밸류에이션이 충분히 유지될 수 있다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	287	380	469	524	625
영업이익 (십억원)	0	33	40	29	62	84
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	6.2	11.8	13.4
순이익 (십억원)	0	24	36	26	50	60
EPS (원)	0	1,050	1,278	941	1,779	2,143
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	6.4	11.0	11.9
P/E (배)	-	61.9	72.3	85.9	43.8	36.4
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.3	4.6	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

그림 1. 제작사 주도의 밸류에이션 확장기 재진입



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

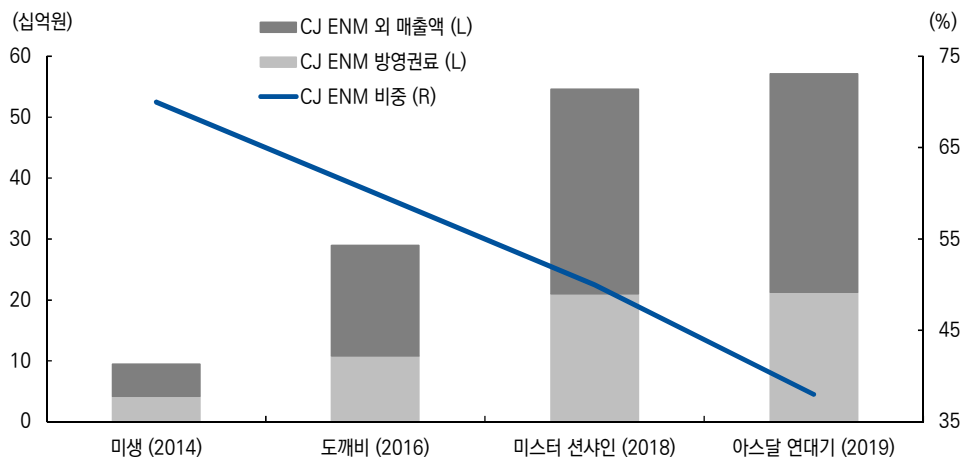
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	112	128	131	97	120	123	120	162	380	469	524
편성	44	58	61	46	45	54	54	56	178	209	209
판매	56	60	60	43	67	59	55	95	162	219	275
기타	12	10	10	9	8	9	11	11	39	41	40
원가	97	113	116	95	104	101	99	138	324	421	442
제작비(오리지널 포함)	49	65	71	49	62	58	57	85	186	233	263
지급수수료	15	10	10	11	11	12	11	19	37	47	53
유무형자산상각(추정)	27	32	28	28	26	26	26	27	75	115	106
기타	6	6	6	7	4	5	5	6	27	25	20
판권비	4	5	4	6	5	5	4	6	16	19	20
EBITDA	38	43	40	24	38	43	43	45	115	145	170
영업이익	11	11	11	-4	11	17	16	18	40	29	62
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.5	13.7	13.5	11.1	10.5	6.1	11.9
세전이익	13	12	13	-5	12	17	17	19	46	33	65
당기순이익	9	7	12	-2	8	14	13	15	36	26	50
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.0	11.1	11.0	9.1	9.4	5.6	9.5
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	7.6	-4.4	-8.6	66.1	32.4	23.4	11.9
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	-6.3	-11.8	22.8	35.7	17.2	0.3
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	-2.5	-8.5	120.9	44.9	35.3	25.5
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	-5.0	10.0	25.0	-9.8	3.0	-1.5
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-8.5	0.1	-0.2	7.5	88.0	54.7	26.4	16.6
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	4.1	55.3	48.4	흑전	20.3	-28.0	117.9
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	-7.6	86.8	14.2	흑전	49.6	-26.1	89.6
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	7.5	7.5	25.5	27.5	28.0
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

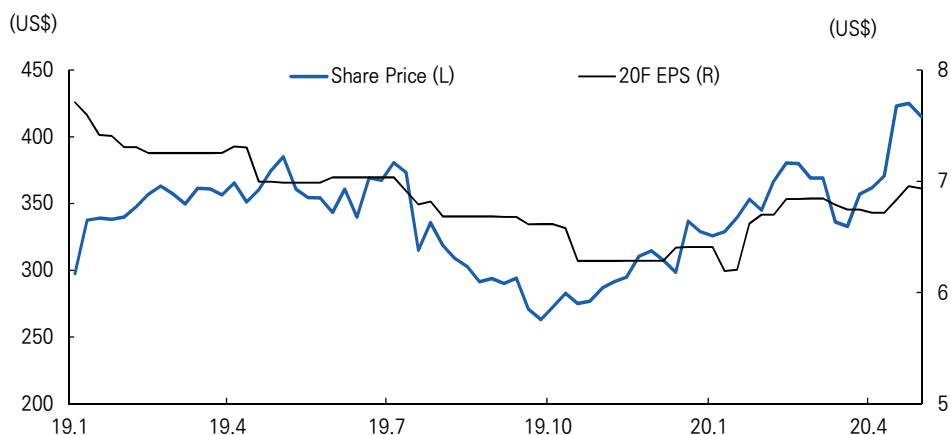
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 지상파 가세로 방영권료를 추가 하락은 제한적, 스튜디오드래곤의 마진 압박 종료 단계



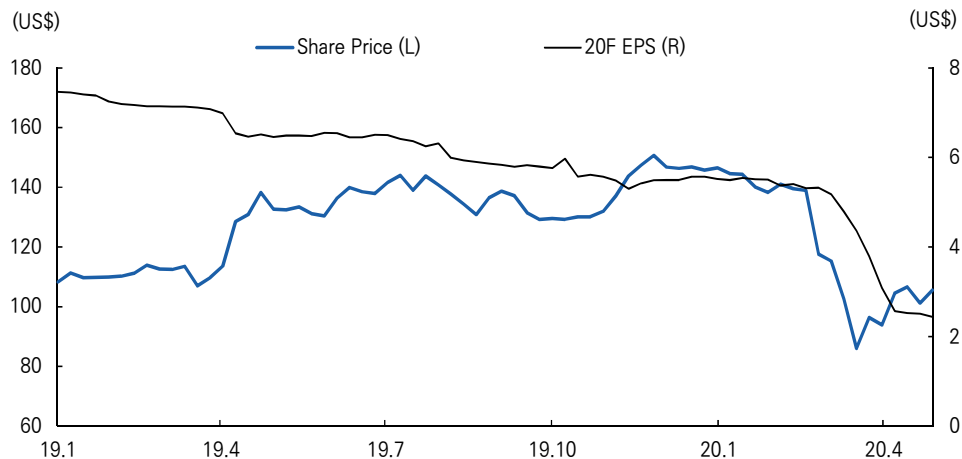
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. OTT 경쟁 심화 예상: 넷플릭스는 실적과 주가 모두 견조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. OTT 경쟁 심화 예상: 디즈니는 구미디아/테마파크에 의한 실적 하향, 주가 부진



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액	380	469	524	625
매출원가	324	421	442	520
매출총이익	56	48	82	105
판매비와관리비	16	19	20	21
조정영업이익	40	29	62	84
영업이익	40	29	62	84
비영업손익	6	4	3	-7
금융손익	3	3	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	65	77
계속사업법인세비용	10	7	15	17
계속사업이익	36	26	50	60
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	26	50	60
지배주주	36	26	50	60
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	26	50	60
지배주주	35	26	50	60
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	146	142	123
FCF	-29	-13	136	98
EBITDA 마진율 (%)	30.3	31.1	27.1	19.7
영업이익률 (%)	10.5	6.2	11.8	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	5.5	9.5	9.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
유동자산	247	244	465	609
현금 및 현금성자산	153	60	237	339
매출채권 및 기타채권	69	84	139	166
재고자산	1	0	0	0
기타유동자산	24	100	89	104
비유동자산	265	337	262	225
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	0	0
무형자산	199	233	155	116
자산총계	512	582	726	833
유동부채	108	145	241	287
매입채무 및 기타채무	55	64	107	128
단기금융부채	0	2	3	4
기타유동부채	53	79	131	155
비유동부채	3	8	8	8
장기금융부채	2	8	8	8
기타비유동부채	1	0	0	0
부채총계	111	153	249	296
지배주주지분	401	428	477	537
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322
이익잉여금	68	94	144	204
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	428	477	537

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	-12	136	98
당기순이익	36	26	50	60
비현금수익비용가감	84	124	92	50
유형자산감가상각비	0	2	1	0
무형자산상각비	75	115	79	39
기타	9	7	12	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-139	-143	10	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-22	-55	-27
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	9	12	6
법인세납부	-10	-19	-15	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-81	41	4
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	140	-42	37	-2
기타투자활동	1	-39	4	6
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	0	1	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	8	1	1
자본의 증가(감소)	1	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-10	0	-1
현금의 증가	102	-93	177	103
기초현금	51	153	60	237
기말현금	153	60	237	339

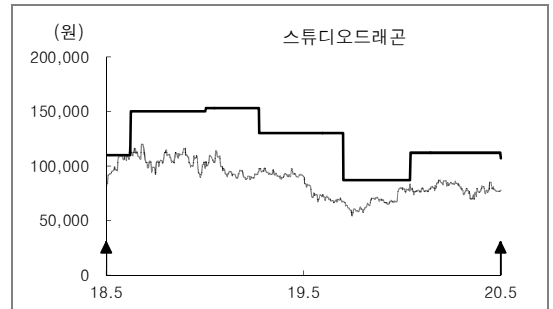
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
P/E (x)	72.3	85.9	43.8	36.4
P/CF (x)	21.6	15.1	15.5	19.8
P/B (x)	6.5	5.3	4.6	4.1
EV/EBITDA (x)	21.1	15.0	13.7	15.0
EPS (원)	1,278	941	1,779	2,143
CFPS (원)	4,280	5,346	5,036	3,934
BPS (원)	14,305	15,242	16,986	19,129
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	11.7	19.3
EBITDA증가율 (%)	55.4	27.0	-2.7	-13.4
조정영업이익증가율 (%)	21.2	-27.5	113.8	35.5
EPS증가율 (%)	21.7	-26.4	89.1	20.5
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.2	4.7	4.1
재고자산 회전율 (회)	405.4	1,620.7	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	25.3	22.1	18.0	15.5
ROA (%)	7.4	4.8	7.6	7.7
ROE (%)	9.3	6.4	11.0	11.9
ROIC (%)	15.2	8.7	19.2	36.0
부채비율 (%)	27.7	35.8	52.2	55.0
유동비율 (%)	228.4	168.4	193.0	211.8
순차입금/자기자본 (%)	-39.2	-21.2	-50.5	-63.9
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	58.1	92.7	114.4

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2020.05.07	매수	107,000	-	-
2019.11.22	매수	112,000	-29.34	-22.32
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)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 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.