

다가온 멀티 OTT 시대

매수
(유지)목표가: 107,000원
상승여력: 19.3%

박정엽 jay.park@miraasset.com

2Q20 Review

: 높아진 실적 체력을 확인

매출액 1,614억원(+25.9% YoY), 영업이익 169억원(+56.3%), 당사 추정치 포함

- 사상 최대 매출액: 캡티브 편성 감소에도 <더킹>의 편성/판매/기타 전 부문 호조
- 판권 확대(757억원, +25.5%): 동시 판가 상승, 구작 판매 증가(도깨비, 나의 아저씨 등)
- 기타 매출액 폭증(203억원, +107.1%): <더킹> PPL 완판, OST 호조에 따른 것
- 외형 확대와 판권 호조에 따라 제작비 보수적 반영에도 불구하고 수익성 개선

멀티 OTT 시대의 주인공

한국 드라마 선호 현상 속에 글로벌 OTT 후발 주자들이 등장

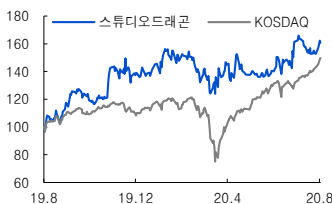
- 한국 드라마는 여전히 다수 아시아 국가에서 넷플릭스 조회 수 Top 10의 과반을 차지
- 세계 2위 경쟁력: Top 50 내 미국 22편, 한국 8편, 콜롬비아 4편, 스페인/일본 2편
- 전통 TV 매체 시청률과 무관한 현상이며 점차 지역도 확장되는 단계
- 한편 디즈니+ 가입자는 6,050만명, 당초 제시된 목표치('24년 6~9천만명)에 조기 도달
- 전방 시장 확대 상황에서 동사는 콘텐츠 경쟁력을 입증, 향후 협상력 강화될 전망

투자 의견 및 밸류에이션

매수 의견 및 목표주가 10.7만원 유지

- 글로벌 제작사 포지셔닝과 함께 분기 OP 체력이 강화된 시점(100억원 → 150억원)
- 멀티플 확장 국면으로 중국 수출, 후발 OTT 수주 구체화 시 목표주가 상향 근거 마련
: 현재 중국계 OTT향 오리지널 2개 작품 기획 중이며 연내 애플/HBO 협업 진행 예정
- 콘텐츠 수급: 핸드 영향력 제고, 해외 제작 지연에 따라 신/구작 판매에 유리한 환경
- 플랫폼 확장: 중국/글로벌 OTT의 지역 확장에 따른 제작사 협상력 강화
- 8월 '비밀의 숲 2', 10월 '스위트홈'(네이버웹툰 원작) 등 글로벌 타겟 기대작 풍부

Key data



현재주가(20/8/6, 원)	89,700	시가총액(십억원)	2,520
영업이익(20F, 십억원)	63	발행주식수(백만주)	28
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	56	유동주식비율(%)	38.3
EPS 성장률(20F, %)	88.4	외국인 보유비중(%)	8.6
P/E(20F, x)	50.6	베타(12M) 일간수익률	0.35
MKT P/E(20F, x)	16.3	52주 최저가(원)	54,000
KOSDAQ	854.12	52주 최고가(원)	92,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	6.4	66.1
상대주가	-11.6	-16.2	7.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	0	287	380	469	558	642
영업이익 (십억원)	0	33	40	29	63	84
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	6.2	11.3	13.1
순이익 (십억원)	0	24	36	26	50	61
EPS (원)	0	1,050	1,278	941	1,774	2,165
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	6.4	11.0	11.9
P/E (배)	-	61.9	72.3	85.9	50.6	41.4
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.3	5.3	4.7
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

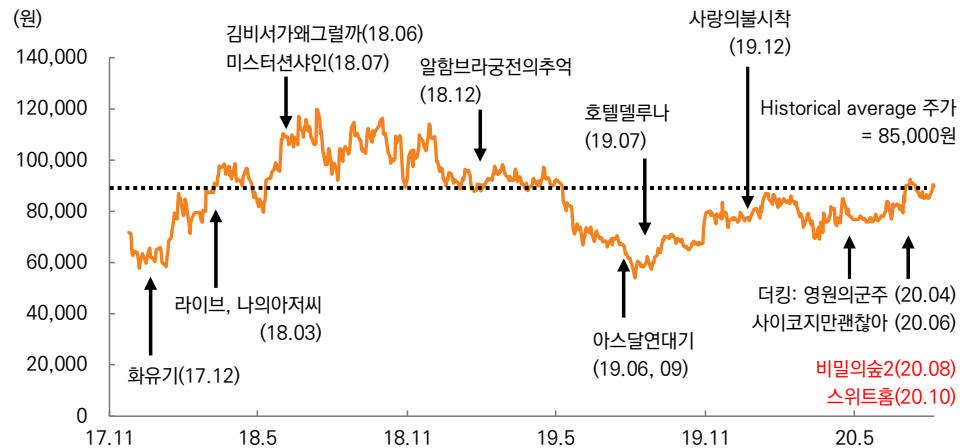
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	112	128	131	97	120	161	117	159	469	558	642
편성	44	58	61	46	45	65	46	52	209	209	231
판매	56	60	60	43	67	76	59	96	219	297	356
기타	12	10	10	9	8	20	11	11	41	51	55
원가	97	113	116	95	104	140	96	135	421	474	537
제작비(오리지널 포함)	49	65	71	49	62	75	50	80	233	267	254
지급수수료	15	10	10	11	11	14	12	19	47	56	72
유무형자산상각	27	32	28	28	26	45	30	29	115	130	136
기타	6	6	6	7	4	5	5	6	25	21	26
판관비	4	5	4	6	5	5	5	7	19	21	22
EBITDA	38	43	40	24	38	63	46	48	145	195	219
영업이익	11	11	11	-4	11	17	16	18	29	63	84
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.5	10.5	13.7	11.5	6.2	11.3	13.1
세전이익	13	12	13	-5	12	17	17	19	33	65	78
당기순이익	9	7	12	-2	8	13	13	15	26	50	61
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.0	8.3	11.1	9.3	5.6	8.9	9.5
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	7.6	25.9	-10.9	63.6	23.4	19.1	15.2
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-23.6	14.6	17.2	0.3	10.2
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-1.6	124.0	35.3	35.7	19.8
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	10.0	25.0	3.0	25.6	8.0
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-8.5	0.1	44.4	15.7	98.1	26.4	33.9	12.7
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	4.1	56.3	46.6	흑전	-28.0	118.7	33.3
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	-7.6	82.1	12.4	흑전	-26.1	88.7	22.3
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	7.0	27.5	26.5	28.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.4	1.5	2.0	2.0	2.0	5.9	7.5	8.5

주: K-IFRS 연결 기준

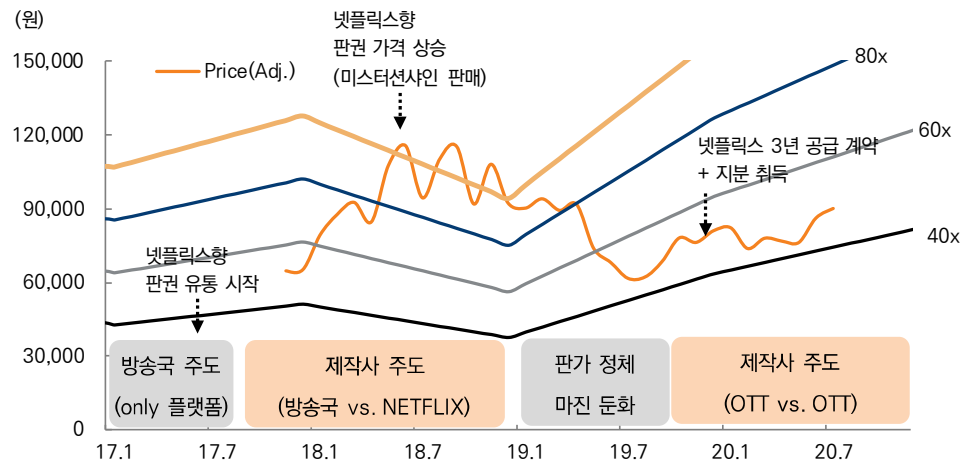
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 주요 텐트폴과 동사 주가: 현시점 주가는 상장 후 평균 수준



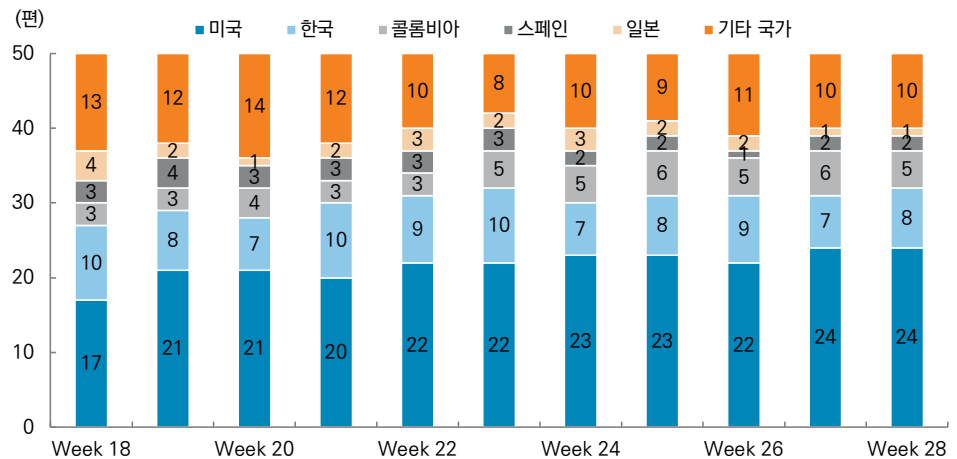
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 판권 수요가 많아지는 국면에서 동사의 P/E가 상승한다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 글로벌 영향력은 확대: 넷플릭스 주간 Top 50 국적별 share는 한국이 미국에 이어 꾸준히 2위



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 접속 국가별 넷플릭스 Top 10 인기 콘텐츠: 아시아에서 한드 영향력은 절대적

순위	한국	일본	홍콩	대만	싱가폴	태국	필리핀
1	사이코지만 관촬아	사랑의 불시착	사이코지만 관촬아	사이코지만 관촬아	사이코지만 관촬아	사이코지만 관촬아	사이코지만 관촬아
2	Three Kingdoms	사이코지만 관촬아	The Umbrella Academy	The Umbrella Academy	The Umbrella Academy	The Umbrella Academy	The Umbrella Academy
3	Stranger	Re:ZERO - Starting Life in Another World-	우리, 사랑했을까	우리, 사랑했을까	우리, 사랑했을까	The Underclass	Dark Desire
4	슬기로운 의사생활	Okuro Wiki	Connected	슬기로운 의사생활	Indian Matchmaking	2gether: The Series	Grey's Anatomy
5	The Umbrella Academy	이태원클라스	Dark	Demon Slayer: Kimetsu no Yaiba	Transformers: War for Cybertron	Cursed	Girl from Nowhere
6	우리, 사랑했을까	Demon Slayer: Kimetsu no Yaiba	사랑의 불시착	Dark Desire	Dark Desire	Berserk!	A Love to Last
7	응답하라1988	Fire Force	Dark Desire	사랑의 불시착	Good Girls	더킹: 영원의 군주	2gether: The Series
8	미스터 션사인	The Umbrella Academy	Grey's Anatomy	쌍갑포차	Connected	우리, 사랑했을까	Cursed
9	나의 아저씨	Deca-Dence	Cursed	Grey's Anatomy	New Girl	Unlucky Ploy	사랑의 불시착
10	Dark Desire	MAJOR Second	Transformers: War for Cybertron	Berserk!	Cursed	도깨비	응답하라1988

주: 8월 6일 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 멀티 OTT 시대: 주요 서비스 출시 현황

OTT명	최초 출시일	지역별 출시일	가입자수(백만명)
넷플릭스	2007	2007: 미국 2010.9: 캐나다 2011: 라틴아메리카 2012.1: 영국, 아일랜드 2012.10: 덴마크, 핀란드, 노르웨이, 스웨덴 2013: 네덜란드 2014: 오스트리아, 벨기에, 프랑스, 독일, 룩셈부르크, 스위스 2015: 오스트레일리아, 뉴질랜드, 일본, 이탈리아, 포르투갈 스페인 2016: 한국 대부분 국가(현재 190개국)	182.8(1Q20기준)
아마존프라임	2006	2006: 미국(아마존 언박스) 2014: 영국, 독일, 오스트리아 2015: 일본 2016: 기존 외 국가(현재 약 200개국)	150(1Q20기준)
Hulu	2008	2008: 미국 2011: 일본	32(20.5기준)
디즈니+	2019.11	2019.11: 미국, 캐나다, 네덜란드, 호주, 뉴질랜드, 푸에르토리코 2020.3: 영국, 독일, 이탈리아, 스페인, 아일랜드, 스웨덴, 인도 2020.4: 프랑스 2020.6: 일본 2020.9: 덴마크, 노르웨이, 포르투갈, 아이슬란드(예정) 2021: 동유럽 및 한국(예정)	54.5 (20.5 기준)
애플tv+	2019.11	2019.11: 미국 외 100개 이상 국가 출시(한국 제외)	33.6 (20.1 / Only 미국)
HBO Max	2020.5.27	2020.5: 미국, 캐나다	-
Peacock	2020.7.15		-

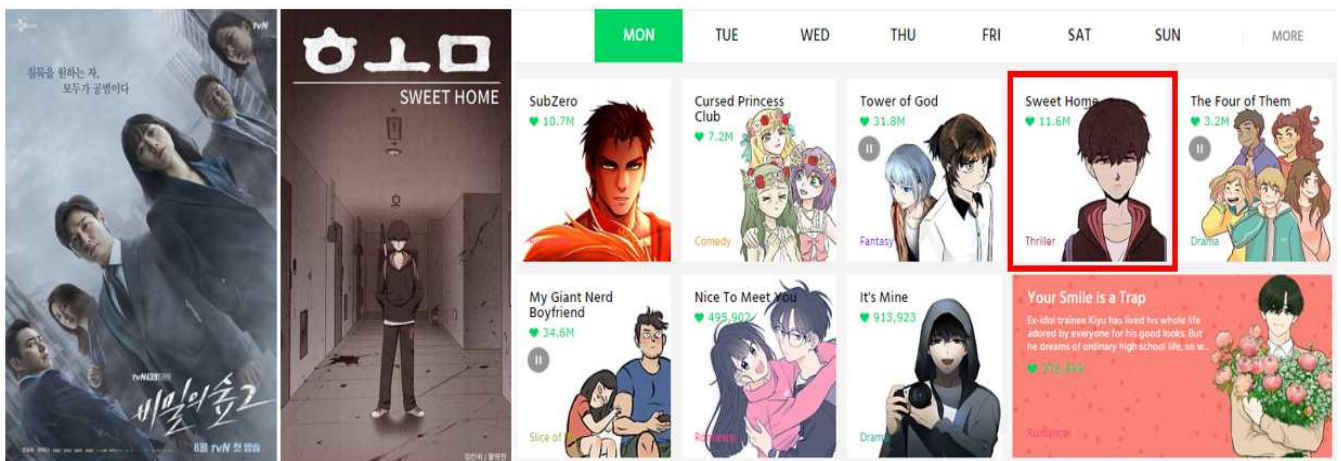
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 제작 지연으로 해외 콘텐츠들의 공개 시점은 연기

이슈	날짜
할리우드 대부분 영화 제작사, 3월 중순부터 영화 제작 중단	2020-03-22
아바타2는 할리우드 최초로 제작 재개	2020-05-23
스파이더맨 3 개봉일 변경: 21년 7월 16일 → 21년 11월 5일	
닥터스트레인지 개봉일 변경: 21년 11월 5일 → 22년 3월 25일	
미국 및 전세계 드라마의 60%가 코로나19로 인해 제작지연	2020-05-19
CW Networks 오리지널 작품 및 Snowfall S04 제작지연	2020-05-25
Bosch Season7, 제작 지연으로 21년 전에 개봉 불가, 락다운 해제시 재개 예상	2020-05-30

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 하반기 작품은 미국까지 타겟: 비밀의숲 시즌2, 스위트홈(한국 → 미국 네이버웹툰 인기작)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	380	469	558	642
매출원가	324	421	474	537
매출총이익	56	48	84	105
판매비와관리비	16	19	21	22
조정영업이익	40	29	63	84
영업이익	40	29	63	84
비영업손익	6	4	2	-6
금융손익	3	3	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	65	78
계속사업법인세비용	10	7	15	17
계속사업이익	36	26	50	61
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	26	50	61
지배주주	36	26	50	61
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	26	50	61
지배주주	35	26	50	61
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	146	195	220
FCF	-29	-13	155	195
EBITDA 마진율 (%)	30.3	31.1	34.9	34.3
영업이익률 (%)	10.5	6.2	11.3	13.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	5.5	9.0	9.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	247	244	463	695
현금 및 현금성자산	153	60	237	437
매출채권 및 기타채권	69	84	137	158
재고자산	1	0	0	0
기타유동자산	24	100	89	100
비유동자산	265	337	261	126
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	0	0
무형자산	199	233	140	4
자산총계	512	582	724	821
유동부채	108	145	237	273
매입채무 및 기타채무	55	64	105	121
단기금융부채	0	2	3	4
기타유동부채	53	79	129	148
비유동부채	3	8	8	8
장기금융부채	2	8	8	8
기타비유동부채	1	0	0	0
부채총계	111	153	246	282
지배주주지분	401	428	479	539
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322
이익잉여금	68	94	143	204
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	428	479	539

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	-12	155	195
당기순이익	36	26	50	61
비현금수익비용가감	84	124	147	147
유형자산감가상각비	0	2	1	0
무형자산상각비	75	115	131	136
기타	9	7	15	11
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-139	-143	-27	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-22	-46	-21
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	9	11	5
법인세납부	-10	-19	-14	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-81	27	7
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	140	-42	37	-2
기타투자활동	1	-39	-10	9
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	0	-6	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	8	1	0
자본의 증가(감소)	1	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-10	-7	-1
현금의 증가	102	-93	177	200
기초현금	51	153	60	237
기말현금	153	60	237	437

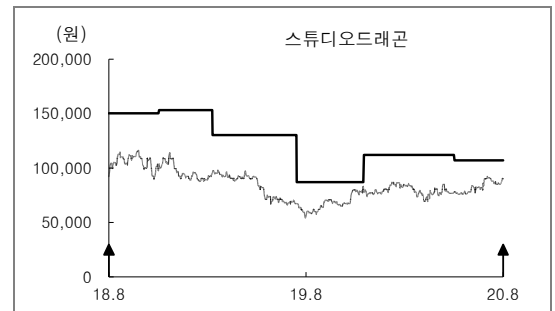
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	72.3	85.9	50.6	41.4
P/CF (x)	21.6	15.1	12.8	12.1
P/B (x)	6.5	5.3	5.3	4.7
EV/EBITDA (x)	21.1	15.0	11.7	9.5
EPS (원)	1,278	941	1,774	2,165
CFPS (원)	4,280	5,346	6,989	7,397
BPS (원)	14,305	15,242	17,036	19,201
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	19.0	15.1
EBITDA증가율 (%)	55.4	27.0	33.6	12.8
조정영업이익증가율 (%)	21.2	-27.5	117.2	33.3
EPS증가율 (%)	21.7	-26.4	88.5	22.0
매출채권 회전을 (회)	6.1	6.2	5.1	4.4
재고자산 회전을 (회)	405.4	1,620.7	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	25.3	22.1	19.5	16.6
ROA (%)	7.4	4.8	7.6	7.9
ROE (%)	9.3	6.4	11.0	11.9
ROIC (%)	15.2	8.7	20.0	53.3
부채비율 (%)	27.7	35.8	51.3	52.2
유동비율 (%)	228.4	168.4	195.3	254.3
순차입금/자기자본 (%)	-39.2	-21.2	-50.7	-81.9
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	58.1	36.4	44.6

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤 (253450)				
2020.05.08	매수	107,000	-	-
2019.11.22	매수	112,000	-29.35	-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



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 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.