

매수 기회

매수
(유지)목표가: 107,000원
상승여력: 27.8%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

3Q20 Preview

매출액 1,146억원(-12.7% YoY), 영업이익 110억원(+1.0%), 컨센서스 부합 전망

- 전방 시장 위축에 따른 편성 감소에도 판권 호조로 수익성 개선(OPM 9.6%, +1.3%p)
- 편성: 회차 및 편당 제작 규모 감소로 편성 매출액 432억원(-28.9%) 예상
- 판매: '사이코지만괜찮아', '비밀의숲2', '청춘기록' OTT 동시 방영으로 호조(YoY flat)
- 비용: '더킹' 제작비를 전액 상각한 직전 분기 대비 유무형자산상각비 감액될 것
- 흥행 지표(넷플릭스 순위)가 인상적이었으며 이는 추후 동사 콘텐츠 수요를 제고할 요인

국내외 전방 상황 개선

1) 콘텐츠로 경쟁하는 글로벌 OTT와 2) 최악을 벗어난 국내 방송국

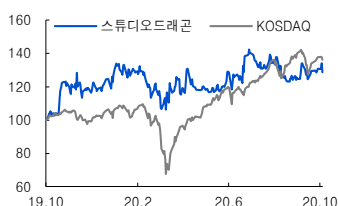
- COVID-19로 콘텐츠 제작 지연, 기존 OTT의 판권 구매 총액은 예상보다 적게 나타남
- 반면 특수 상황 하에 OTT 침투는 더욱 용이해져 넷플릭스 2개 분기 연속 (+)FCF 기록
- 디즈니+, HBO, 피콕 등 후발 OTT는 출시 및 지역 확장 본격화로 추격 의지를 시사
- 1위의 투자 여력과 후발 사업자의 조바심은 질 좋은 콘텐츠 수급 경쟁으로 귀결될 것
- 한편 하반기 지상파/케이블 광고 회복 기류로 국내 편성 불확실성도 제한적

투자 의견 및 밸류에이션

'매수' 의견 및 목표주가 10.7만원 유지

- 향후 수개월 국내 편성 완만한 회복, OTT 판권 경쟁, 중국 수출 등의 긍정적 변수 산재
- 연내 오리지널 대작 '스위트홈' 공개 예정되어 동사 콘텐츠 레벨업 가능한 시점
- 전일 보도 관련, 이종 IP/플랫폼/콘텐츠 협업 확정될 경우 제작 Capa 급격히 증가
- 따라서 지속 하향된 21F 컨센서스 OP 677억원은 향후 상향 여지가 크다고 판단하며
- CP 협상력 우위 → 멀티플 확장 국면에서 대작 공개 임박한, 명확한 매수 기회로 판단

Key data



현재주가(20/10/14, 원)	83,700	시가총액(십억원)	2,354
영업이익(20F, 십억원)	55	발행주식수(백만주)	28
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	54	유동주식비율(%)	38.3
EPS 성장률(20F, %)	65.2	외국인 보유비중(%)	9.3
P/E(20F, x)	53.8	베타(12M) 일간수익률	0.36
MKT P/E(20F, x)	16.3	52주 최저가(원)	66,400
KOSDAQ	861.48	52주 최고가(원)	92,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	7.6	26.1
상대주가	7.1	-23.8	-6.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	0	287	380	469	545	606
영업이익 (십억원)	0	33	40	29	55	83
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	6.2	10.1	13.7
순이익 (십억원)	0	24	36	26	44	60
EPS (원)	0	1,050	1,278	941	1,555	2,138
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	6.4	9.7	12.0
P/E (배)	-	61.9	72.3	85.9	53.8	39.1
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.3	5.0	4.4
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

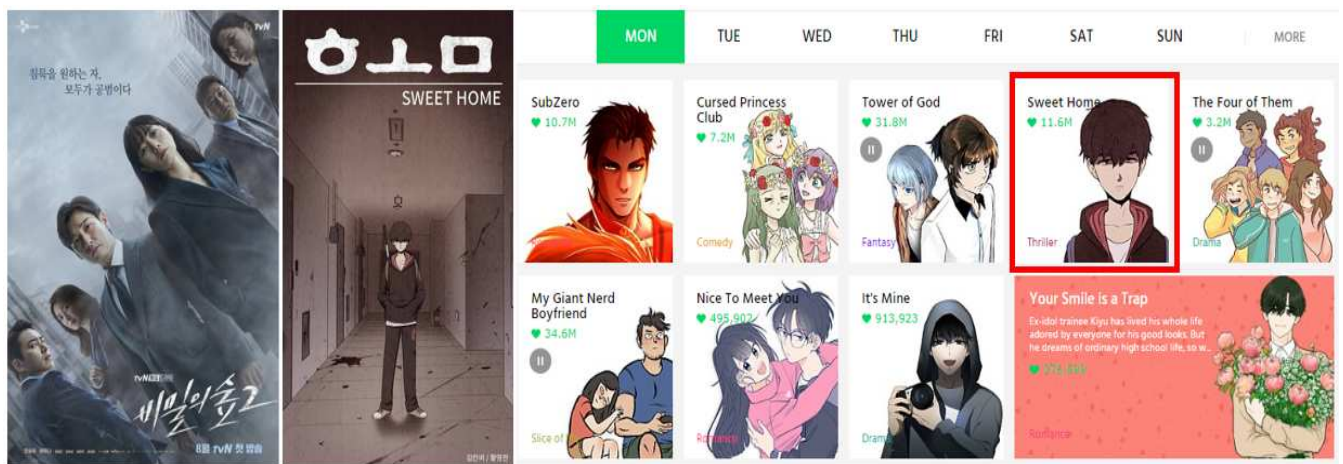
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	112	128	131	97	120	161	115	148	469	545	606
편성	44	58	61	46	45	65	43	42	209	196	197
판매	56	60	60	43	67	76	60	95	219	297	355
기타	12	10	10	9	8	20	11	12	41	51	54
원가	97	113	116	95	104	140	99	126	421	469	502
제작비(오리지널 포함)	49	65	71	49	62	75	51	73	233	260	284
지급수수료	15	10	10	11	11	14	12	19	47	56	71
유무형자산상각	27	32	28	28	26	45	31	29	115	132	124
기타	6	6	6	7	4	5	5	6	25	20	23
판권비	4	5	4	6	5	5	5	7	19	21	22
EBITDA	38	43	40	24	38	63	43	45	145	189	207
영업이익	11	11	11	-4	11	17	11	15	29	55	83
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.5	10.5	9.6	10.4	6.1	10.1	13.6
세전이익	13	12	13	-5	12	17	12	16	33	57	77
당기순이익	9	7	12	-2	8	13	9	13	26	44	60
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.0	8.3	8.0	8.5	5.6	8.0	9.9
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	7.6	25.9	-12.7	52.4	23.4	16.2	11.3
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-28.9	-7.5	17.2	-6.0	0.4
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-0.1	121.1	35.3	35.5	19.5
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	10.0	30.0	3.0	26.7	5.0
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-8.5	0.0	44.3	7.6	86.3	26.4	29.7	9.9
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	4.1	56.8	1.0	흑전	-28.0	91.5	50.6
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	-7.6	84.0	-21.0	흑전	-26.1	65.7	37.7
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	7.0	6.5	27.5	26.5	27.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.4	1.5	2.0	2.5	2.0	5.9	8.0	8.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 미국이 타겟: 비밀의숲2에 이어 스위트홈(한국 → 미국 네이버웹툰 인기작) 공개된다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	380	469	545	606
매출원가	324	421	469	502
매출총이익	56	48	76	104
판매비와관리비	16	19	21	22
조정영업이익	40	29	55	83
영업이익	40	29	55	83
비영업손익	6	4	2	-6
금융손익	3	3	2	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	33	57	77
계속사업법인세비용	10	7	13	17
계속사업이익	36	26	44	60
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	26	44	60
지배주주	36	26	44	60
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	26	44	60
지배주주	35	26	44	60
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	115	146	189	208
FCF	-29	-13	102	184
EBITDA 마진율 (%)	30.3	31.1	34.7	34.3
영업이익률 (%)	10.5	6.2	10.1	13.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	5.5	8.1	9.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	247	244	398	607
현금 및 현금성자산	153	60	181	369
매출채권 및 기타채권	69	84	128	142
재고자산	1	0	0	0
기타유동자산	24	100	89	96
비유동자산	265	337	302	178
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	4	3
무형자산	199	233	159	35
자산총계	512	582	700	785
유동부채	108	145	221	246
매입채무 및 기타채무	55	64	98	109
단기금융부채	0	2	3	3
기타유동부채	53	79	120	134
비유동부채	3	8	8	8
장기금융부채	2	8	7	7
기타비유동부채	1	0	1	1
부채총계	111	153	229	254
지배주주지분	401	428	471	531
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322
이익잉여금	68	94	137	197
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	401	428	471	531

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	-12	106	184
당기순이익	36	26	44	60
비현금수익비용가감	84	124	147	138
유형자산감가상각비	0	2	2	1
무형자산상각비	75	115	132	125
기타	9	7	13	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-139	-143	-71	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-22	-48	-14
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	9	13	3
법인세납부	-10	-19	-13	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	141	-81	19	4
유형자산처분(취득)	0	0	-4	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	140	-42	38	-1
기타투자활동	1	-39	-15	5
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	0	-3	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	8	0	0
자본의 증가(감소)	1	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-10	-3	-1
현금의 증가	102	-93	122	187
기초현금	51	153	60	181
기말현금	153	60	181	369

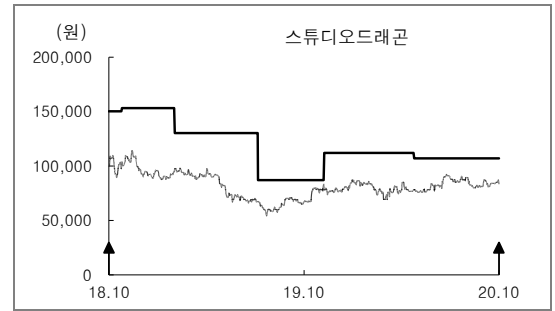
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	72.3	85.9	53.8	39.1
P/CF (x)	21.6	15.1	12.4	11.9
P/B (x)	6.5	5.3	5.0	4.4
EV/EBITDA (x)	21.1	15.0	11.5	9.5
EPS (원)	1,278	941	1,555	2,138
CFPS (원)	4,280	5,346	6,767	7,047
BPS (원)	14,305	15,242	16,756	18,894
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	16.2	11.2
EBITDA증가율 (%)	55.4	27.0	29.5	10.1
조정영업이익증가율 (%)	21.2	-27.5	89.7	50.9
EPS증가율 (%)	21.7	-26.4	65.2	37.5
매출채권 회전을 (회)	6.1	6.2	5.2	4.5
재고자산 회전을 (회)	405.4	1,620.7	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	25.3	22.1	20.2	16.9
ROA (%)	7.4	4.8	6.8	8.1
ROE (%)	9.3	6.4	9.7	12.0
ROIC (%)	15.2	8.7	14.5	38.4
부채비율 (%)	27.7	35.8	48.5	47.7
유동비율 (%)	228.4	168.4	180.0	247.0
순차입금/자기자본 (%)	-39.2	-21.2	-40.9	-71.4
조정영업이익/금융비용 (x)	343.0	58.1	53.6	77.8

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
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 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.