

미디어

작아진 ENM과 드래곤, 반등은 ENM부터

CJ ENM과 스튜디오드래곤의 주가 하락

CJ ENM과 스튜디오드래곤의 시가총액이 각각 4조원과 2조원 이하에 머물고 있다. ENM은 18년 7월 합병 이후, 드래곤은 18년 연초 이후 최저 수준이다. **지속된 주가 하락의 이유는 1) 4Q18(드래곤), 1Q19(ENM 미디어) 각 사 실적에 수익성 대폭 악화가 드러난 상황에서 2) 역대 최대 제작비(540억원) 투입으로 큰 기대를 모은 아스달 연대기가 흥행에 실패했기 때문이다.** 동 작품은 방영에 앞서 광고와 판권 모두 선판매가 문제 없이 이루어졌다. 따라서 양사에 미치는 **실적 영향은 제한적**이라 판단한다. 그러나 시청률 외에도 IP를 활용한 다양한 파급 효과가 예상됐던 작품이다. 초반부 흥행 실패로 사업 영역 확장 기대감이 줄어든 것은 사실이다.

작품 모멘텀에 대한 시장 판단은 ‘하락 후 횡보’ 형태로 일단락됐다. **주가 반등 시점은 다시 수익성 회복이 가시화될 때일** 것이다. 최근 2개 분기 양사의 수익성 악화 원인은 제작비 증가(공통), 방영권 요율 감소(스튜디오드래곤), 매출액과 제작비의 계절성 미스매치(CJ ENM 미디어)였다. 결국 위 3가지 이슈를 어떻게 볼 것인지가 주가 판단의 단서가 될 수 있다.

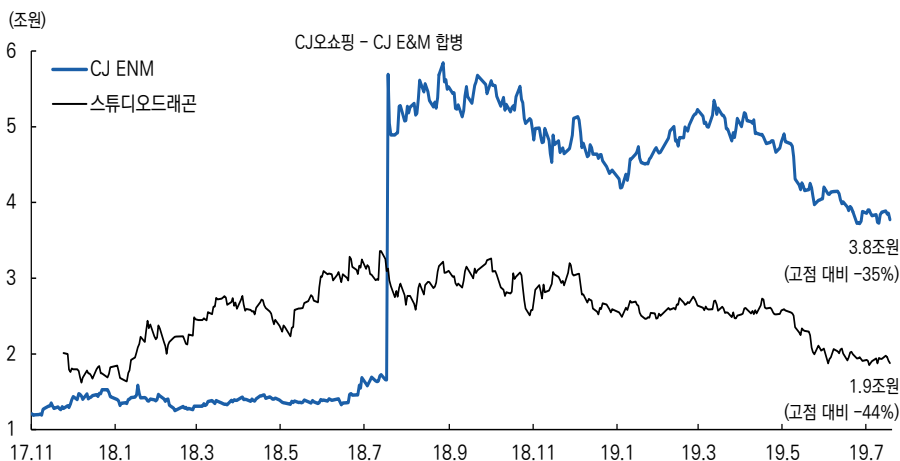
1) 제작비 증가: 공통 문제, 광고든 판권이든 외형 트리거가 필요

제작비는 해마다 늘어왔다. 17~19F CJ ENM 방송 제작비는 4,500억원 → 5,000억원 → 5,700억원이 예상된다. 스튜디오드래곤 드라마 제작비는 2,300억원 → 2,700억원 → 3,000억원으로 자체 추정된다. 이를 넘는 외형 성장 트리거가 필요한 것은 예나 지금이나 같다.

CJ ENM은 광고+판권 매출 증가가 제작비 증가보다 크면 미디어 OPM이 상승, 그렇지 않으면 하락한다. 11~14년에는 광고+판권 매출액 증가가 부족해서 OP가 줄었다. 15~16년에는 광고 매출액이 제작비 이상으로 폭증해서 OP가 늘었다. 17~18년에는 판권 판매 호조로 OP가 증가했다. 19년은 광고와 판권 성과는 여전히 강하지만 과거보다 성장률은 둔화된 상태다.

스튜디오드래곤은 편성+판권 매출 증가가 제작비 증가보다 크면 이익률이 상승, 그렇지 않으면 하락한다. 대작의 경우 최근 방영권 요율은 총 제작비의 70% → 50% 전후로 하락해 편성 매출액 증가를 기대하기는 어렵다. 결국 판권 유통으로 제작비 상승 이상을 커버해야 한다. 동 부문의 성장세는 여전히 강력하지만(19F YoY +31.5%), 제작비는 오르고 콘텐츠 실질 상각 연수는 감소해서 나타나는 상각비 증가까지(19F +350억원) 커버하기에는 역부족이다.

CJ ENM과 스튜디오드래곤의 시가총액은 각각 4조원과 2조원 아래로 하락



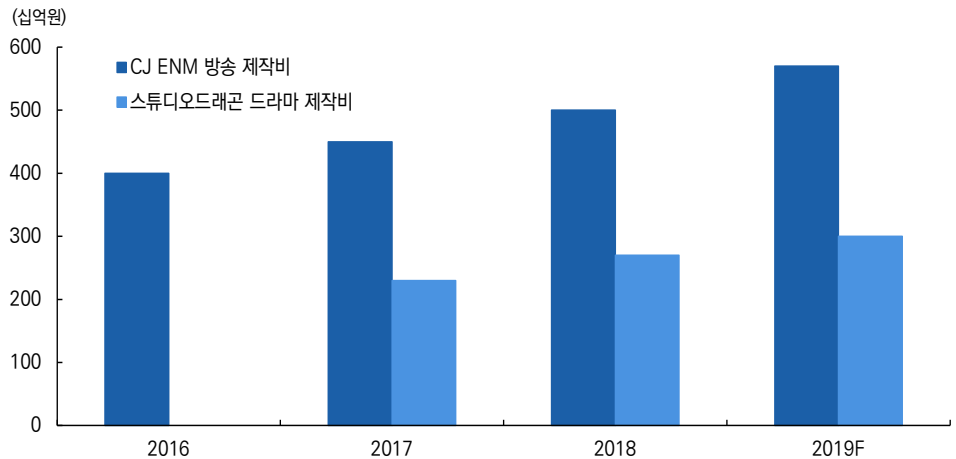
2) 제작비 부담을: 판가 레벨업이 드래곤에게 간절하다

양사 간 드라마 제작비를 부담하는 비율은 최근 들어 바뀌고 있다. 제작비에 비해 훨씬 경직적인 광고시장 특성 상, 제작비 증가분을 CJ ENM도 동일한 비율로 부담하기는 어렵기 때문이다. CJ ENM은 17년까지 드라마 총 제작비의 약 70% 가량을 방영권료 명목으로 스튜디오드래곤에 지급해왔다. 그러나 이 비율은 대작 제작이 많아짐과 동시에 18년 65%, 19F 62%로 감소하고 있다.

이 같은 변화는 이익률 측면의 불리함(광고 매출 경직성 & 제작비 증가)을 실질적으로 드래곤이 부담하는 결과로 이어진다. 즉 매출액(광고+판권 or 편성+판권) 이상으로 제작비가 급하게 증가하며 양사 이익률은 하락하는데 그 폭은 CJ ENM보다 스튜디오드래곤에서 더욱 크게 나타난다.

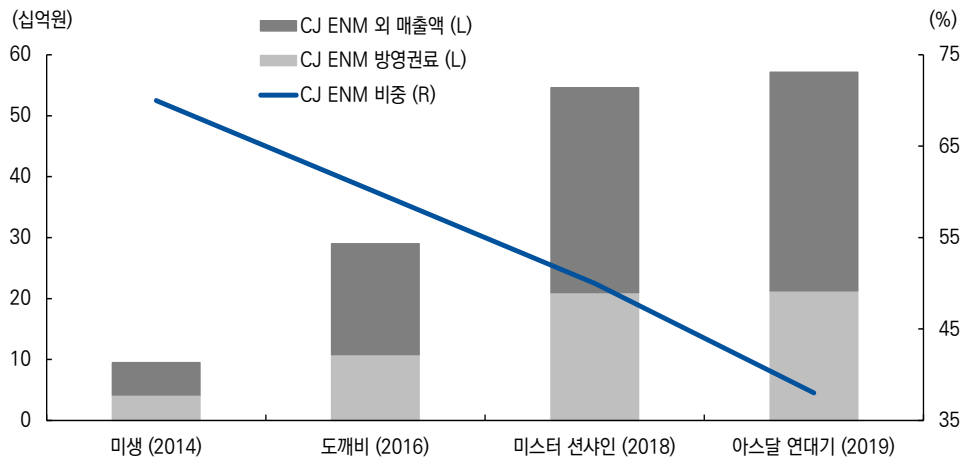
결국 스튜디오드래곤의 수익성 회복을 위해 판권 가격이 또 한번 올라야만 한다. 국내 드라마 콘텐츠의 역사적 판가(제작비 대비) 고점은 18년 7월 동사가 제작한 ‘미스터 션샤인’으로 파악되는데, **20년 이후 또 한번 구조적 판가 상승을 기대할 만하다.** 20년 이후는 동사를 포함한 제작사들의 판가 협상력이 강해지는 타이밍인데, 이는 디즈니를 포함한 후발 OTT 플랫폼들의 자체 서비스 출시로 콘텐츠 경쟁이 다시금 불붙을 가능성이 높기 때문이다. 2Q19 넷플릭스의 가입자 순증 쇼크로 말미암아 이들의 미국외 가입자 유치 경쟁이 더욱 치열해질 가능성도 커졌다.

그림 1. CJ ENM과 스튜디오드래곤의 제작비는 꾸준히 상승해왔다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 작품 규모 커질수록 CJ ENM 방영권료 비율은 하락, 이는 스튜디오드래곤의 마진 압박 요인



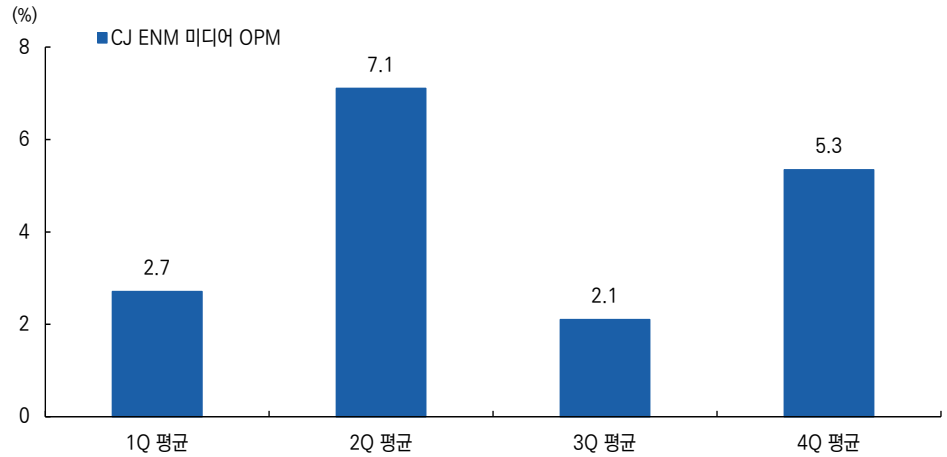
자료: 미래에셋대우 리서치센터

3) 계절성 미스매치: ENM은 1분기의 억울함을 2분기에 풀 수 있다

CJ ENM은 1분기 기대를 크게 하회하는 미디어 OP(137억원, OPM 3.6%)을 기록했다. 스튜디오 드래곤 영업이익을 제외하면 17억원밖에 남지 않는다. 이와 관련해 당초 1) 광고 비수기 효과, 2) 4Q18의 일회성 매출액, 3) 전년 하반기의 제작비 증액 등에 따른 이익률 하락 압력을 간과했다.

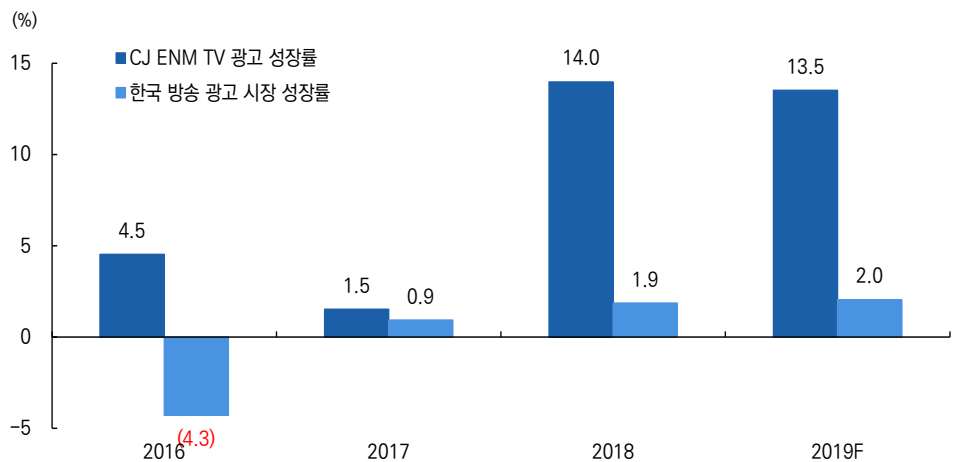
2분기 실적을 앞두고 CJ ENM의 이익 레버리지를 기대할 수 있다. 외형 측면에서 2분기는 광고 시장 성수기다. TV(+16.0%)와 디지털(+40.0%) 모두 지난 분기와 같이 견조한 YoY 성장을 기록한 것으로 추정된다. 반면 비용 단에서는 증가 요인이 제한적이다. 드래곤과 달리 CJ ENM은 여전히 6개 분기에 걸쳐 콘텐츠를 정액 상각한다. QoQ 무형자산상각액 차이가 크지 않은 구조다.

그림 3. 2011년~2019년 CJ ENM 방송 부문의 분기별 평균 이익률



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. CJ ENM은 방송 광고 시장을 지속 아웃퍼폼



자료: 미래에셋대우 리서치센터

투자 판단: ENM은 2Q 실적 전후, 드래곤은 20년에 맞춘 매수 전략

CJ ENM의 2Q 미디어 OPM이 개선되며 주가 반등이 먼저 시작될 것으로 본다. 계절적 요인에 힘입어 수익성이 회복될 가능성이 높다. 1Q19에 과하게 하락한 OPM에 대한 오해가 일부 풀릴 것이다. 동사에 대해 ‘매수’ 의견을 유지하고 목표주가를 26만원으로 제시한다.

스튜디오드래곤은 평가 상승이 중요하다. 디즈니 플러스(11월 출시)에 이어 20년부터 본격화될 Multi-OTT 시대를 기대한다. 이러한 환경에서는 콘텐츠 수급 상 판권 유통의 주도권이 다시금 제작사에게 돌아올 가능성이 높다. 글로벌 플랫폼 환경 변화에 민감하게 대응할 시점이 다가온다. 동사에 대해 ‘매수’ 의견을 유지하고 목표주가를 8.7만원으로 제시한다.

표 1. CJ ENM 2Q19 실적 프리뷰

(십억원, %, %p)

	2Q18	1Q19	2Q19		성장률		주요 내용
			당사	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	585.2	1,104.8	1,174.9	1,142.4	100.8	6.3	2Q 영업이익 927억원 전망. 미디어 부문 이익 정상화와 영화 부문 국내외 흥행 성과 반영 예상.
영업이익	49.6	92.1	92.7	89.7	86.7	0.6	전 분기 TV 광고(+16.9%), 디지털(+39.4%), 커머스 자체 취급금 비중 증가(12.5%)는 2Q에도 유효
영업이익률 (%)	8.5	8.3	7.9	7.8	-0.6	-0.5	미디어: 수익성(OPM 7.6%) 정상화 가능. 아스달 선판매 단가는 전고점과 동일. 예능 흥행 성공.
세전이익	42.0	86.3	86.5	90.5	106.1	0.3	영화: 기생충 국내외 흥행으로 부문 영업이익 84억원 기록 전망. 베트남 등 해외 성과도 견조.
순이익	23.9	42.5	61.1	58.8	155.3	43.8	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

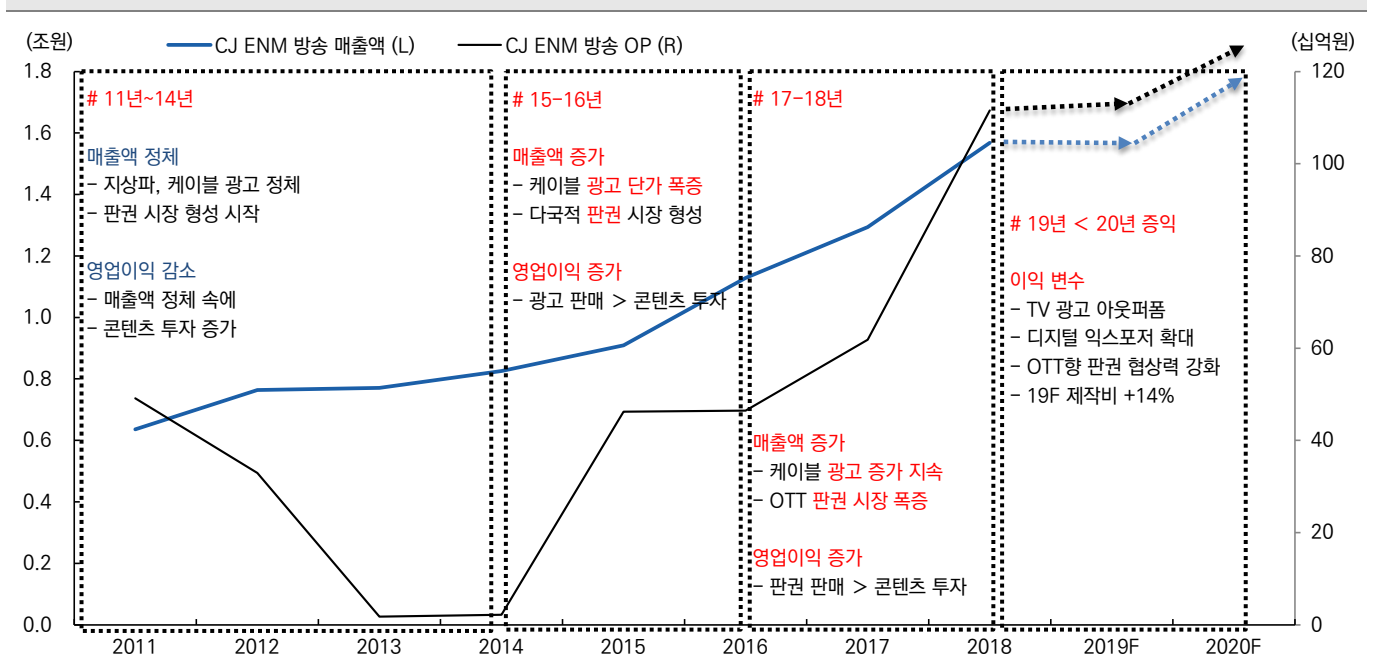
표 2. 스튜디오드래곤 2Q19 실적 프리뷰

(십억원, %, %p)

	2Q18	1Q19	2Q19		성장률		주요 내용
			당사	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	74.3	111.8	115.7	117.1	55.7	3.5	2Q 영업이익 103억원 전망, 컨센서스 부합.
영업이익	7.3	11.0	10.3	11.0	41.2	-6.3	주요 판권 판매는 아스달연대기, 불뿔, 여비스 등
영업이익률 (%)	9.9	9.9	8.9	9.4	-1.0	-0.5	아스달 연대기 제작비는 방영 분기에 걸쳐 가속상각 예정.
세전이익	11.0	13.2	10.1	12.2	-8.3	-23.4	하반기 호텔델루나, 사랑의불시착 등 텐트폴 대기.
순이익	8.9	9.2	7.7	10.6	-13.3	-16.4	분기 100억원 전후의 OP 체력에 변수 없음. 중국/신규 OTT 관련 외부 환경 개선을 기다리는 시점.

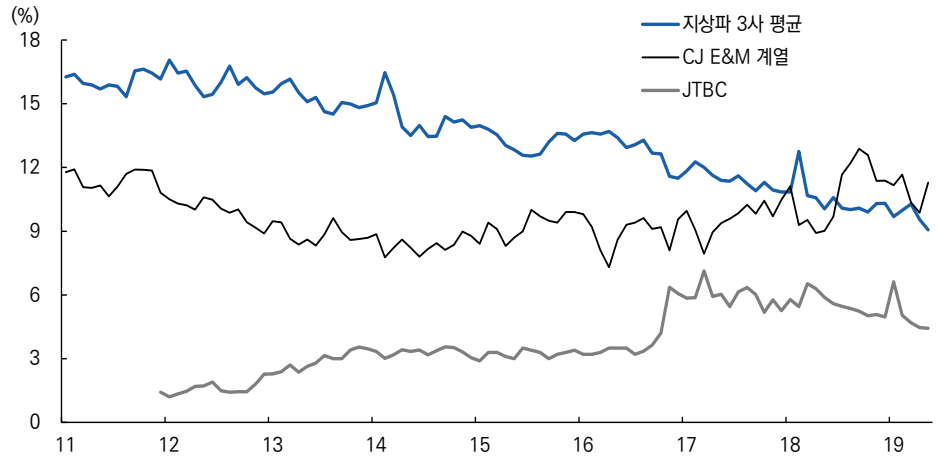
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. CJ ENM 미디어 부문 이익 변수 정리



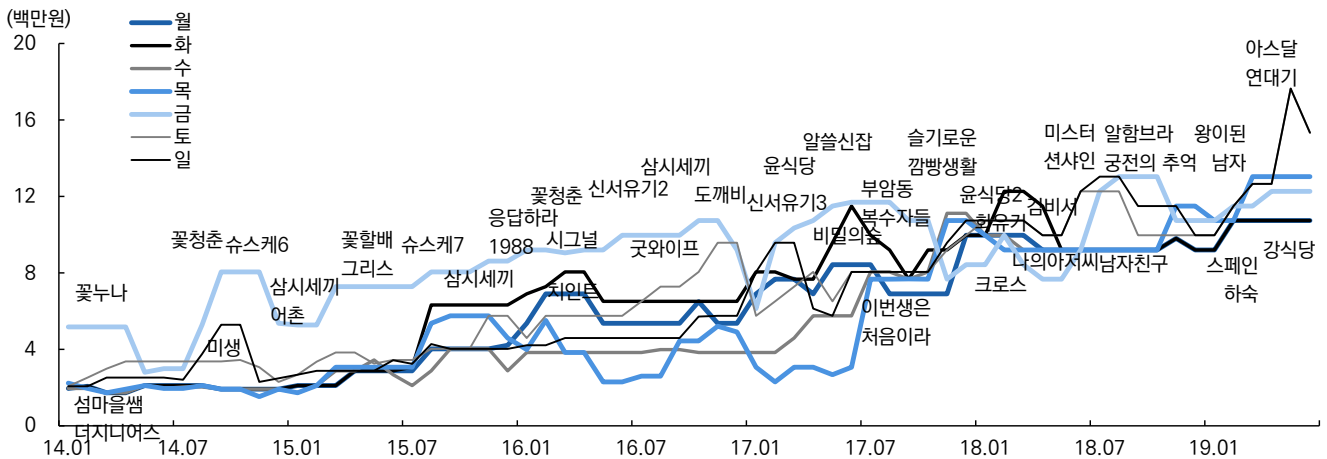
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 최근 CJ ENM 계열 PP 시청 점유율이 지상파 평균을 역전



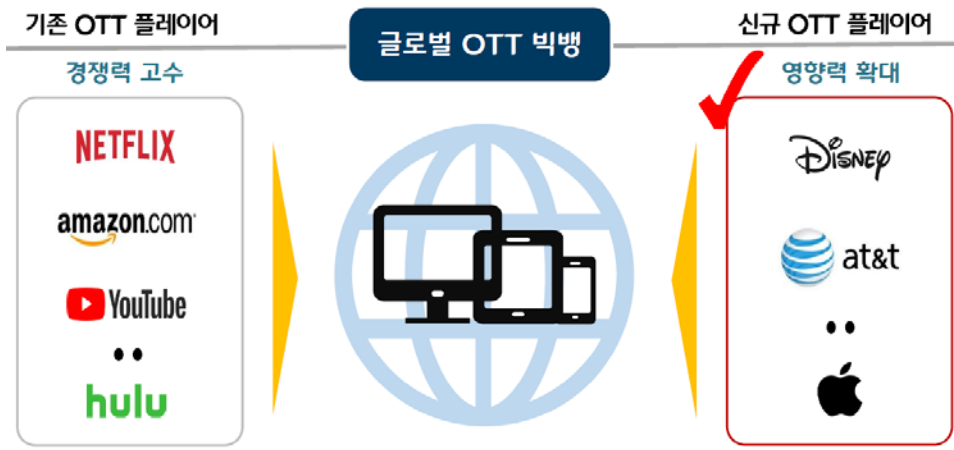
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. CJ ENM 방송 광고 단가: 슬랏별 광고 단가는 전고점 수준을 유지



자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 2020년 이후 OTT 경쟁 본격화 → 제작사 협상력 강화 기대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

미디어

작어진 ENM과 드래곤, 반등은 ENM부터

CJ ENM (035760/매수) 성수기 미디어 수익성 회복

- 목표주가 26만원
- 2분기 영업이익 927억원 전망, 포인트는 미디어 수익성 회복과 영화 흥행 성공
- 실적 발표를 전후해 밸류에이션 매력 부각될 것
- 투자 포인트: 디지털 광고에 힘입은 19F 미디어 개선, 음악 부문 신규 아이돌 데뷔

스튜디오드래곤 (253450/매수) 다음 기회는 후발 OTT 출시

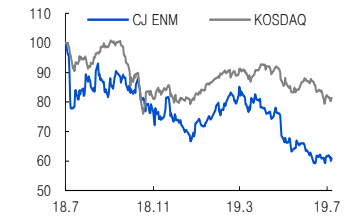
- 목표주가 8.7만원
- 2분기 영업이익 103억원 전망, 컨센서스 부합
- 수익성 회복 위해 판권 가격 상승이 필요, 20년 후발 OTT의 콘텐츠 경쟁이 기회
- 투자 포인트: P/E 35배 이하로 하락한 밸류에이션, 20년 글로벌 OTT 환경 변화에 맞춘 매수 유효

CJ ENM (035760)

성수기 미디어 수익성 회복

미디어플랫폼/콘텐츠

투자이견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	260,000원
현재주가(19/07/19)	174,500원
상승여력	49%
영업이익(19F, 십억원)	350
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	355
EPS 성장률(19F, %)	-14.6
MKT EPS 성장률(19F, %)	-24.4
P/E(19F, x)	17.7
MKT P/E(19F, x)	12.6
KOSDAQ	674.06
시가총액(십억원)	3,827
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	46.8
외국인 보유비중(%)	17.9
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	169,700
52주 최고가(원)	266,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.1 -15.5 -24.1
상대주가	3.2 -12.7 -10.4



[미디어플랫폼/콘텐츠]
박정업
02-3774-1652
jay.park@miraeasset.com

2Q19 Preview: 영업이익 927억원 전망

연결 매출액 1.17조원(YoY +12.0%), 영업이익 927억원(+17.1%)을 전망한다. 미디어 부문 수익성 회복과 영화 호조로 컨센서스 영업이익 897억원에 부합할 것이다. 1Q는 방송 비수기에 비용 반영이 늘어서 OPM이 급락했는데, 2분기는 반대로 성수기 레버리지가 기대된다.

미디어 OP 추정치는 328억원(+12.3%)이다. 2Q 국내 광고 시장은 부진했지만 콘텐츠 경쟁력과 뉴미디어를 십분 활용해 TV(+16%)와 디지털 광고(+40%) 공히 1Q의 높은 성장률을 이어갈 것이다. 아스달 연대기는 전고점 광고 단가(2,070만원/15초)를 기록했다. 디지털 광고도 지속 확대(유튜브 등)됐다. 한편 주요작 판권 판매(어비스, 봄밤, 아스달 연대기 등)가 있었다. 영화 OP 추정치는 84억원(흑전)이다. 텐트폴 '기생충'이 누적 천만 관객 달성에 다가서며 흥행했다. 역대 최다국가인 192개국에 해외 판매되기도 했는데 이는 잠재적 서프라이즈 변수다. 이 밖의 부문별 OP 추정치는 커머스 351억원, CJ헬로 154억원, 음악 16억원 등이다.

여전히 투자 포인트는 방송과 음악

하반기 광고 매출액 증가(TV +11%, 디지털 +27%)에도 제작비는 정상 통제(기존 가이던스 5,700억원 유지)되며 미디어 부문 이익 개선이 예상된다. TV와 디지털 광고 성장이 여전히 둔화되지 않고 있다. TV는 프라임 타임 단가가 전고점과 동일한 수준이며 후순위 채널과 시간별 단가도 상승세다. 디지털은 18년 9월 이후 부쩍 늘어난 유튜브 활용이 최근에도 나타난다. 자체 유튜브 채널과 DIA TV계 채널을 통해 동사 콘텐츠가 글로벌 시장에 본격 노출되고 있다.

음악 사업 도약이 기대된다. Mnet 채널 시너지에 기반한 동 부문은 타사와 비교가 무색한 높은 히트율이 전제된다. 하반기에는 프로듀스X101을 통해 선발된 남자 아이돌이 데뷔한다. IZ*ONE과 함께 2개 팀이 다시 재가동된다. 동 시리즈는 방영 내내 줄곧 CPI 1위를 차지하며 강한 영향력을 증명한 바 있다. 한편 20년에도 글로벌 그룹 2팀이 데뷔할 전망이다.

'매수' 의견과 목표주가 26만원 제시

동사에 '매수' 의견을 유지한다. 목표주가는 26만원으로 하향한다. 실적 조정과 지분 가치 하락을 반영했다. 미디어 가치 1.5조원(P/NOPLAT 20배), 커머스 가치 1조원(P/NOPLAT 11배), 보유 지분 가치 3.1조원 각각을 합산했다(SOTP 방식). 1Q 과도한 OPM 하락으로 주가가 급락했다. 2분기 수익성 회복에 따라 밸류에이션 매력이 부각, 주가도 반등할 가능성이 높다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	2,309	2,209	2,260	3,427	4,670	4,881
영업이익 (십억원)	210	179	224	251	350	371
영업이익률 (%)	9.1	8.1	9.9	7.3	7.5	7.6
순이익 (십억원)	85	23	131	163	216	284
EPS (원)	13,650	3,769	21,054	11,514	9,831	12,931
ROE (%)	9.6	2.6	13.5	8.6	7.6	9.2
P/E (배)	14.0	43.2	11.0	17.5	17.7	13.5
P/B (배)	1.3	1.1	1.4	1.4	1.1	1.0
배당수익률 (%)	1.3	1.5	1.3	0.6	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

표 3. CJ ENM 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	1,032	1,049	1,079	1,198	1,105	1,175	1,117	1,273	4,358	4,670	4,881
미디어	340	369	407	451	380	447	446	517	1,568	1,789	1,978
커머스	291	307	293	402	324	316	290	393	1,293	1,323	1,355
영화	80	36	45	52	104	93	56	62	213	316	251
음악	56	67	58	53	52	52	51	63	233	218	283
CJ헬로	264	270	276	240	245	267	274	238	1,050	1,023	1,014
영업이익	90	79	77	69	92	93	77	88	315	350	371
영업이익률	8.7	7.5	7.1	5.8	8.3	7.9	6.9	6.9	7.2	7.5	7.6
미디어	25	29	37	21	14	33	34	38	112	118	131
커머스	42	34	18	30	42	35	19	30	124	127	130
영화	7	-4	-2	-2	19	8	2	-2	-1	28	12
음악	3	4	3	1	5	2	2	4	11	12	32
CJ헬로	13	16	21	20	13	15	20	18	69	65	66
세전이익	75	42	73	27	86	87	72	86	217	331	401
당기순이익	63	28	54	40	49	66	55	65	184	235	305
순이익률	6.1	2.6	5.0	3.3	4.4	5.6	4.9	5.1	4.2	5.0	6.2
지배주주순이익	59	24	42	37	43	61	51	61	163	216	284
YoY											
매출액	10.6	7.3	10.9	9.9	7.1	12.0	3.6	6.3	9.7	7.2	4.5
미디어	19.1	11.2	28.2	25.6	11.6	20.9	9.7	14.5	21.1	14.1	10.5
커머스	1.8	2.5	6.0	21.4	11.4	2.7	-0.9	-2.2	8.4	2.3	2.4
영화	30.9	-21.9	-20.4	-15.0	30.2	159.4	25.2	19.5	-5.3	48.3	-20.7
음악	18.4	41.1	-12.2	-24.7	-7.3	-22.3	-12.2	20.0	1.2	-6.6	30.0
CJ헬로	4.4	6.9	7.7	-10.6	-7.5	-0.9	-0.9	-0.9	1.9	-2.5	-0.9
영업이익	17.0	-10.4	23.6	14.6	2.4	17.1	0.6	27.4	9.5	11.2	6.1
당기순이익	89.1	-21.5	105.3	-18.5	-21.9	137.4	1.4	65.1	28.4	27.6	29.7
주요 가정											
방송 광고 시장	863	1,020	942	1,099	881	1,041	961	1,121	3,924	4,005	4,074
케이블	300	354	327	382	306	362	334	389	1,363	1,391	1,418
지상파	327	387	357	416	330	390	360	420	1,487	1,502	1,517
극장 관객 수	51	45	67	53	55	54	67	53	216	229	216
CJ E&M 점유율	23.0	6.4	11.6	9.7	34.8	20.2	13.5	12.8	12.7	20.0	14.6

주: K-IFRS 연결 기준

자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	4,702	5,040	4,670	4,881	-0.7	-3.2	- 드라마 평가 상승폭 하향
영업이익	358	405	350	371	-2.1	-8.3	
순이익	241	330	235	305	-2.3	-7.7	
영업이익률	7.6	8.0	7.5	7.6	-0.1	-0.4	
순이익률	5.1	6.6	5.0	6.2	-0.1	-0.3	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

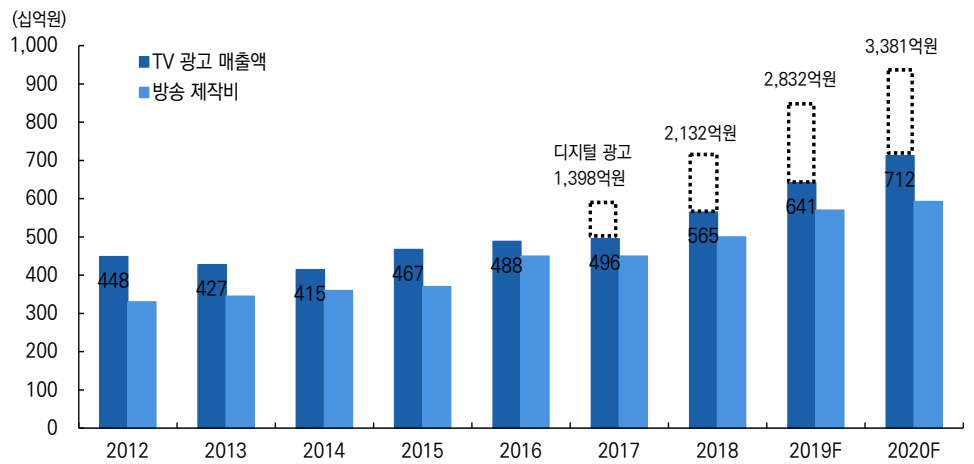
표 5. CJ ENM 목표주가 산정

(십억원)

Valuation - SOTP (subsidiary)		
현재주가 (원)	174,500	
발행주식수 (백만주)	21.9	자사주 2.3만주
시가총액 (십억원)	3,826	
1. 상장 자회사 가치		
(a) 넷마블 지분 가치	1,458	1. = (a)+(b)+(c)+(d) 보유지분 21.96%
시가총액	9,483	최근 20 영업일
할인율	30.0	
(b) 스튜디오드래곤 지분 가치	966	보유 지분 71.33%
시가총액	1,934	최근 20 영업일
할인율	30.0	
(c) CJ헬로 지분 가치	604	보유 지분 53.92%
시가총액	1,600	매각가 기준
할인율	30.0	
(d) 삼성생명 지분 가치	58	보유지분 0.5%
시가총액	16,506	최근 20 영업일
할인율	30.0	
2. 상장 자회사 제외한 가치		
미디어 19F NOPLAT (스튜디오드래곤 제외)	75	(미디어) + (영화) + (음악) - (스튜디오드래곤)
Target P / NOPLAT	20.0	디지털 광고, 콘텐츠 판매 성장성 감안한 적정 멀티플
커머스 19F NOPLAT (헬로 제외)	96	
Target P / NOPLAT	11.0	홈쇼핑 업종 평균 멀티플
총 적정 주주가치 (c)	5,683	1. + 2.
목표주가 (원)	260,000	(c) / 주식 수
상승여력 (%)	49.0	

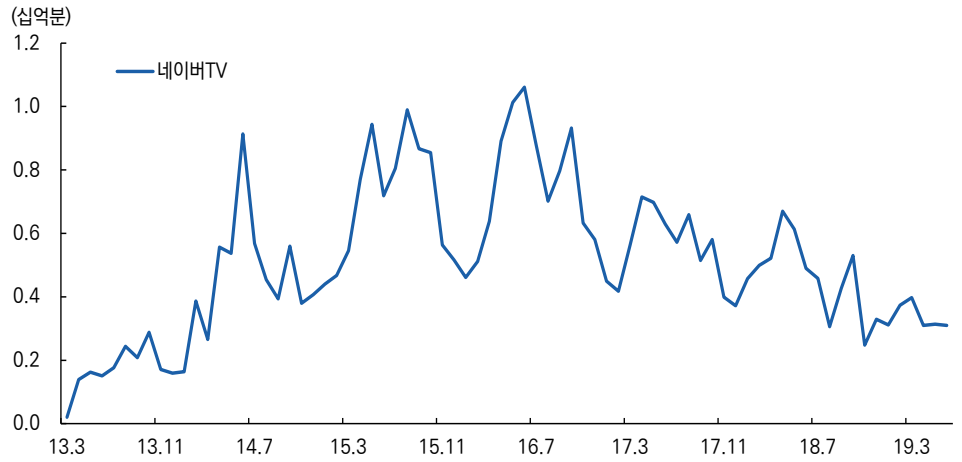
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. TV 광고와 디지털 광고를 합치면 제작비 증가 이상의 매출액 성장이 가능



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 모바일앱 체류 시간: 네이버TV 트래픽은 감소세



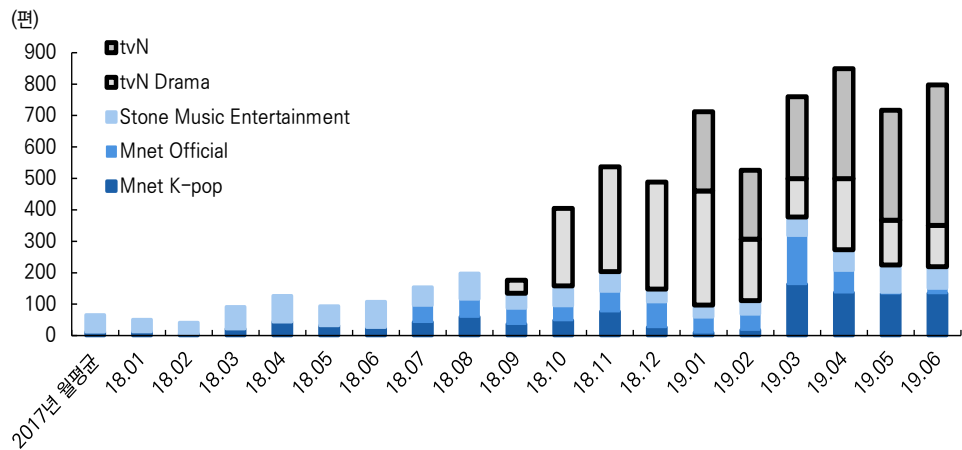
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 모바일앱 체류 시간: 유튜브와 넷플릭스 트래픽은 지속 증가



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 동사는 2H18 이후 주요 유튜브 채널에 콘텐츠 업로드를 확대



자료: Youtube, 미래에셋대우 리서치센터

CJ ENM (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	2,260	3,427	4,670	4,881
매출원가	988	1,998	2,857	2,964
매출총이익	1,272	1,429	1,813	1,917
판매비와관리비	1,047	1,178	1,463	1,545
조정영업이익	224	251	350	371
영업이익	224	251	350	371
비영업손익	-40	-34	-19	30
금융손익	-14	-20	0	0
관계기업등 투자손익	6	-2	12	7
세전계속사업손익	184	217	331	401
계속사업법인세비용	41	33	96	96
계속사업이익	143	184	235	305
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	143	184	235	305
지배주주	131	163	216	284
비지배주주	13	22	20	21
총포괄이익	142	134	276	305
지배주주	131	113	256	283
비지배주주	11	20	20	22
EBITDA	469	777	1,059	928
FCF	147	357	860	872
EBITDA 마진율 (%)	20.8	22.7	22.7	19.0
영업이익률 (%)	9.9	7.3	7.5	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.8	4.8	4.6	5.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	664	1,807	2,355	3,184
현금 및 현금성자산	114	453	917	1,646
매출채권 및 기타채권	372	940	999	1,069
재고자산	76	94	100	107
기타유동자산	102	320	339	362
비유동자산	2,138	4,948	4,691	4,247
관계기업투자등	96	1,241	1,319	1,411
유형자산	816	1,398	1,374	1,193
무형자산	950	1,827	1,506	1,130
자산총계	2,802	6,755	7,046	7,431
유동부채	732	2,022	2,213	2,297
매입채무 및 기타채무	216	536	570	610
단기금융부채	174	894	1,015	1,015
기타유동부채	342	592	628	672
비유동부채	586	1,308	1,206	1,226
장기금융부채	512	1,039	920	920
기타비유동부채	74	269	286	306
부채총계	1,318	3,329	3,419	3,523
지배주주지분	1,028	2,764	2,948	3,207
자본금	31	111	111	111
자본잉여금	80	2,245	2,245	2,245
이익잉여금	924	1,070	1,262	1,522
비지배주주지분	456	662	679	701
자본총계	1,484	3,426	3,627	3,908

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	330	587	900	872
당기순이익	143	184	235	305
비현금수익비용가감	332	544	826	653
유형자산감가상각비	166	180	209	181
무형자산상각비	79	346	501	376
기타	87	18	116	96
영업활동으로인한자산및부채의변동	-94	-81	-93	10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-100	-65	-65
재고자산 감소(증가)	-10	-9	-7	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-7	11	14
법인세납부	-41	-38	-62	-96
투자활동으로 인한 현금흐름	-256	-158	-209	-28
유형자산처분(취득)	-182	-226	-39	0
무형자산감소(증가)	-81	-296	-155	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-96	-23	-28
기타투자활동	-11	460	8	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-62	-89	-150	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	-40	1,247	2	0
자본의 증가(감소)	-5	2,244	0	0
배당금의 지급	-18	-21	0	-24
기타재무활동	1	-3,559	-152	0
현금의 증가	11	339	464	729
기초현금	103	114	453	917
기말현금	114	453	917	1,646

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	11.0	17.5	17.7	13.5
P/CF (x)	3.0	3.9	3.6	4.0
P/B (x)	1.4	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	5.1	8.3	5.1	5.1
EPS (원)	21,054	11,514	9,831	12,931
CFPS (원)	76,426	51,528	48,399	43,689
BPS (원)	167,432	149,371	157,753	169,609
DPS (원)	3,000	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	12.6	12.8	10.0	7.7
배당수익률 (%)	1.3	0.6	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	2.3	51.6	36.3	4.5
EBITDA증가율 (%)	5.2	65.7	36.3	-12.4
조정영업이익증가율 (%)	25.1	12.1	39.4	6.0
EPS증가율 (%)	458.6	-45.3	-14.6	31.5
매출채권 회전을 (회)	7.0	5.7	5.1	5.0
재고자산 회전을 (회)	32.6	40.2	48.0	47.1
매입채무 회전을 (회)	26.0	18.0	14.9	14.5
ROA (%)	5.2	3.9	3.4	4.2
ROE (%)	13.5	8.6	7.6	9.2
ROIC (%)	10.4	8.1	7.5	10.1
부채비율 (%)	88.8	97.2	94.3	90.1
유동비율 (%)	90.8	89.4	106.4	138.6
순차입금/자기자본 (%)	32.9	40.4	25.3	4.6
조정영업이익/금융비용 (x)	11.1	7.5	0.0	0.0

자료: CJ ENM, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

다음 기회는 후발 OTT 출시

미디어플랫폼/콘텐츠

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	87,000원
현재주가(19/07/19)	67,500원
상승여력	29%
영업이익(19F,십억원)	50
Consensus 영업이익(19F,십억원)	54
EPS 성장률(19F,%)	6.1
MKT EPS 성장률(19F,%)	-24.4
P/E(19F,x)	49.8
MKT P/E(19F,x)	12.6
KOSDAQ	674.06
시가총액(십억원)	1,893
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.2
외국인 보유비중(%)	2.5
베타(12M) 일간수익률	1.30
52주 최저가(원)	66,000
52주 최고가(원)	116,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-6.3 -24.4 -36.3
상대주가	-0.2 -21.9 -24.8



[미디어플랫폼/콘텐츠]
박정업
02-3774-1652
jay.park@miraeeasset.com

2Q19 Preview: 영업이익 103억원 전망

연결 매출액 1,157억원(+55.7% YoY), 영업이익 103억원(+42.5%)을 전망한다. 컨센서스 영업이익 110억원과 큰 차이 없는 추정치다. 금번 분기에도 주요작 판권 판매가 활발했다.

편성 편수(2Q19 8편 vs. 전년동기 6편)와 편당 제작비가 증가해 편성과 판권 매출액이 동반 증가한다. 아스달 연대기(S01 18회)의 프로젝트 손익은 BEP를 소폭 상회할 것으로 파악된다. 10회분이 2분기에 반영된다. 주요 글로벌 판권 유통작은 봄밤, 어비스, 빙의 등이 있었다.

글로벌 OTT협상력 강화를 기다린다

제작비에 비해 경직적인 광고 시장 특성 상, 제작비 상승에 따라 CJ ENM이 동사에 지급하는 평균 방영권 유통은 하락세(17년 70% → 19F 62%)에 있다. 이는 이익률 측면의 불리함(광고 매출 경직성 vs. 제작비 증가)을 실질적으로 동사가 많이 부담하는 결과로 이어진다. 이로 인한 마진 압박과 아스달 연대기의 아쉬운 성과는 최근 동사 주가 하락의 가장 큰 원인이었다.

동사의 수익성 회복을 위해서는 판권 가격이 또 한번 올라야 한다. 국내 드라마 콘텐츠의 역사적 판가(제작비 대비) 고점은 18년 7월 동사가 제작한 '미스터 션샤인'으로 파악되는데, 20년에는 구조적 판가 상승을 기대할 만하다. 디즈니를 포함한 후발 OTT 플랫폼들의 자체 서비스가 본격화되며 콘텐츠 경쟁이 다시금 불붙을 가능성이 높기 때문이다. 동사를 포함한 제작사들의 판가 협상력은 이 때 강해질 것이다. 2Q19 넷플릭스의 가입자 순증 쇼크로 말미암아 이들의 미국외 가입자 유치 경쟁이 더욱 치열해질 가능성도 더욱 커졌다.

'매수' 의견과 목표주가 8.7만원 제시

동사에 대해 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 8.7만원으로 하향한다. 20F 지배주주NP에 목표 P/E 40배를 적용했다. 상장 시부터 아스달 방영 이전까지 동사가 꾸준히 지켜온 밸류에이션 저점(45배)에서도 10% 할인된 수치다.

아스달 연대기 방영 이후 주가가 크게 하락한 상황에서도 후속작 호텔 델루나가 긍정적인 국내외 반응을 이끌어 내며 동사의 콘텐츠 경쟁력이 다시 증명되고 있다. 본격 판가 상승이 가능한 2020년이 다소 멀게 느껴지지만, 1) 넷플릭스 외에도 자체적으로 판권 유통을 다변화하는 점(호텔 델루나), 2) 리메이크 판권과 게임 등 IP 수익모델 다각화가 준비되는 점은 긍정적이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	0	0	287	380	501	588
영업이익 (십억원)	0	0	33	40	50	81
영업이익률 (%)	-	-	11.5	10.5	10.0	13.8
순이익 (십억원)	0	0	24	36	38	61
EPS (원)	0	0	1,050	1,278	1,356	2,179
ROE (%)	0.0	0.0	12.9	9.3	9.1	13.0
P/E (배)	-	-	61.9	72.3	49.8	31.0
P/B (배)	-	-	4.9	6.5	4.3	3.8
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

실적 전망 및 Valuation

표 6. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	80	74	124	102	112	116	139	135	380	501	588
편성	41	34	49	54	44	53	47	42	178	186	196
판매	32	29	63	38	56	51	54	52	162	213	233
기타	7	11	11	10	12	12	12	11	39	46	49
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	16	20	0	36	80
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	10	10	0	20	30
원가	66	64	99	95	97	101	119	116	324	433	487
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	60	49	53	47	42	186	190	196
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	-1	15	14	14	14	37	57	62
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	28	29	29	75	113	108
기타	7	4	6	10	6	7	6	6	27	25	27
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	14	17	0	31	68
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	9	9	0	17	26
판권비	3	3	3	6	4	4	3	7	16	19	21
EBITDA	28	15	45	26	38	39	46	40	115	163	189
영업이익	11	7	22	0	11	10	17	11	40	50	81
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	8.9	12.1	8.5	10.5	9.9	13.7
세전이익	11	11	22	2	13	10	17	11	46	51	80
당기순이익	8	9	17	2	9	8	13	9	36	38	61
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	6.7	9.1	6.3	9.4	7.6	10.4
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	55.7	12.3	32.6	32.4	32.1	17.3
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	54.6	-4.3	-22.4	35.7	4.3	5.7
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	77.1	-14.6	36.9	44.9	31.5	9.4
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	5.0	5.0	15.0	-9.8	17.8	5.0
EBITDA	17.9	-21.8	186.0	77.0	34.7	151.7	1.8	52.7	54.7	41.6	16.1
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	42.5	-22.2	3,394.8	20.3	24.6	63.1
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-13.3	-27.3	422.4	49.6	6.3	61.0
주요 가정											
편성 편수	7.0	5.0	6.0	7.5	6.5	7.5	6.5	6.0	25.5	26.5	28.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	2.0	0.5	1.0	1.0	1.5	2.0	1.5	1.5	4.5	6.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

미디어

작어진 ENM과 드래곤, 반등은 ENM부터

표 7. 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	533	-	501	588	-5.9	-	- 판가 상승폭, 방영권 요율 하향
영업이익	57	-	50	81	-13.5	-	
순이익	44	-	38	61	-13.4	-	
영업이익률	10.8	-	9.9	13.7	-0.9	-	
순이익률	8.2	-	7.6	10.4	-0.7	-	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

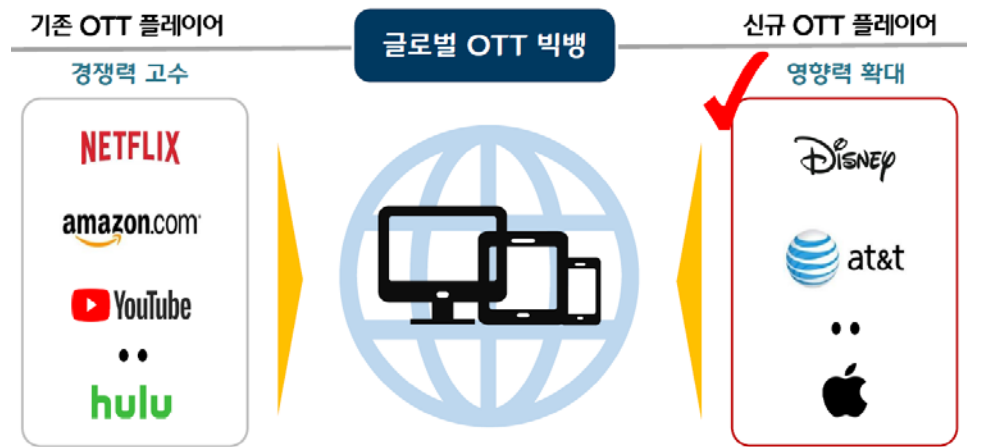
표 8. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(십억원, x, %)

P/E	19F	20F
현재 P/E	50.2	31.2
적정 시총	2,444	2,444
NP	38	61
Target PE	64.4	40.0
적정주가 (원)	87,186	87,186
상승여력 (%)	28.2	28.2

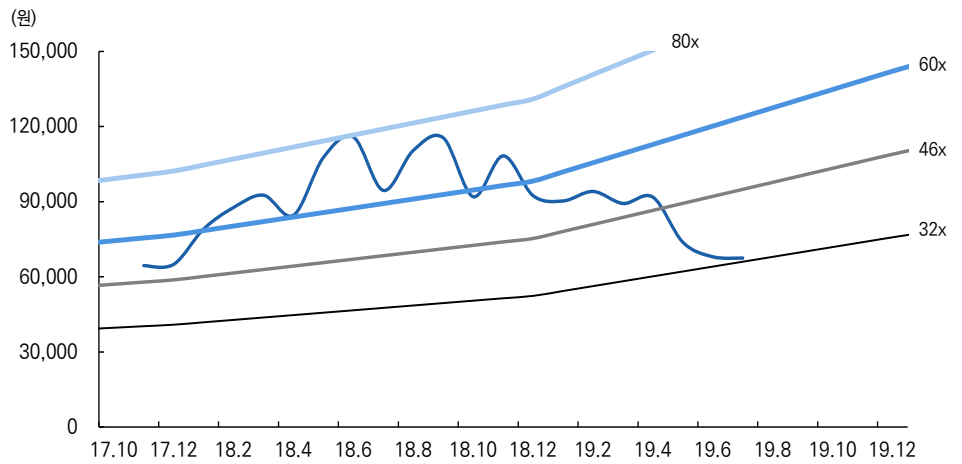
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 2020년 이후 OTT 경쟁 본격화 → 제작사 협상력 강화 → 판권 가격 상승이 가능



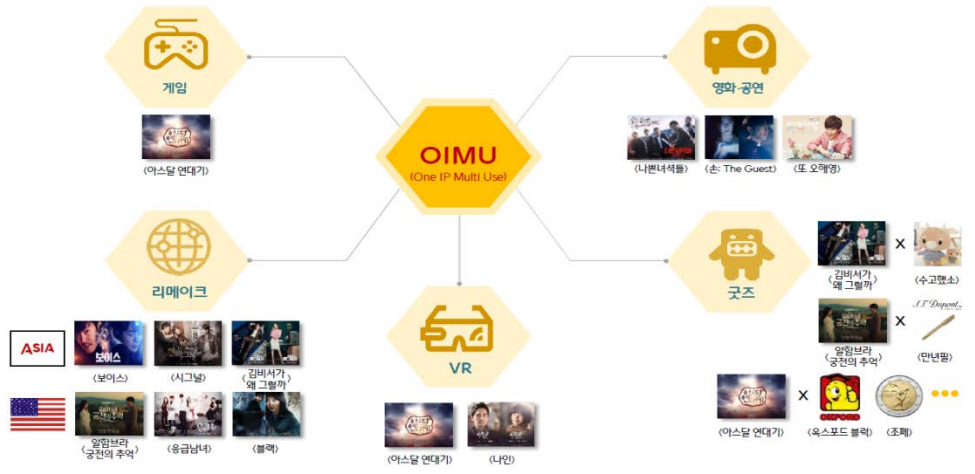
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 12MF P/E 밴드: 상장 이후 아스달 연대기 방영 이전까지 45배가 저점



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 향후 IP 활용한 수익모델 다각화 기대



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	287	380	501	588
매출원가	240	324	433	487
매출총이익	47	56	68	101
판매비와관리비	14	16	19	21
조정영업이익	33	40	50	81
영업이익	33	40	50	81
비영업손익	-3	6	1	-1
금융손익	-1	3	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	51	80
계속사업법인세비용	6	10	13	19
계속사업이익	24	36	38	61
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	24	36	38	61
지배주주	24	36	38	61
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	24	35	38	61
지배주주	24	35	38	61
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	74	115	163	191
FCF	-7	-29	112	168
EBITDA 마진율 (%)	25.8	30.3	32.5	32.5
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.0	13.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.4	9.5	7.6	10.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	290	247	299	484
현금 및 현금성자산	51	153	178	352
매출채권 및 기타채권	55	69	91	101
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	183	24	29	30
비유동자산	170	265	288	179
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	0
무형자산	128	199	204	94
자산총계	459	512	587	663
유동부채	91	108	144	159
매입채무 및 기타채무	32	55	73	81
단기금융부채	10	0	0	0
기타유동부채	49	53	71	78
비유동부채	0	3	4	5
장기금융부채	0	2	4	4
기타비유동부채	0	1	0	1
부채총계	91	111	148	163
지배주주지분	368	401	438	500
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	106	167
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	368	401	438	500

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	-29	113	168
당기순이익	24	36	38	61
비현금수익비용가감	46	74	123	124
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	41	75	113	110
기타	5	-1	10	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	-73	-139	-33	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	-27	-26	-10
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	26	13	3
법인세납부	-10	-10	-15	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-141	141	-86	5
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-90	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-145	139	1	0
기타투자활동	4	2	3	5
재무활동으로 인한 현금흐름	188	-10	-2	0
장단기금융부채의 증가(감소)	10	-8	1	0
자본의 증가(감소)	334	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-156	-3	-3	0
현금의 증가	40	102	25	174
기초현금	12	51	153	178
기말현금	51	153	178	352

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	61.9	72.3	49.8	31.0
P/CF (x)	21.2	23.5	11.8	10.3
P/B (x)	4.9	6.5	4.3	3.8
EV/EBITDA (x)	22.1	21.1	10.5	8.1
EPS (원)	1,050	1,278	1,356	2,179
CFPS (원)	3,068	3,930	5,732	6,584
BPS (원)	13,141	14,305	15,632	17,810
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	31.8	17.4
EBITDA증가율 (%)	-	55.4	41.7	17.2
조정영업이익증가율 (%)	-	21.2	25.0	62.0
EPS증가율 (%)	-	21.7	6.1	60.7
매출채권 회전을 (회)	10.4	6.1	6.3	6.1
재고자산 회전을 (회)	443.0	405.4	745.3	728.1
매입채무 회전을 (회)	79.0	25.3	19.0	17.8
ROA (%)	10.4	7.4	6.9	9.8
ROE (%)	12.9	9.3	9.1	13.0
ROIC (%)	28.7	15.2	14.5	32.6
부채비율 (%)	24.7	27.7	33.8	32.7
유동비율 (%)	319.6	228.4	208.0	305.0
순차입금/자기자본 (%)	-49.5	-39.3	-40.8	-70.6
조정영업이익/금융비용 (x)	19.0	343.0	194.8	297.1

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

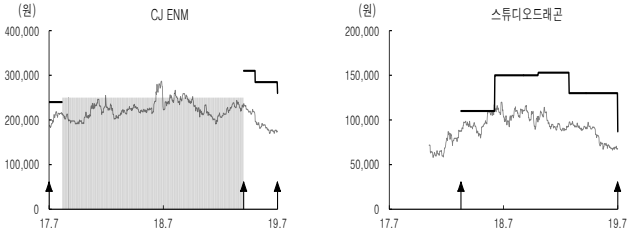
미디어

작어진 ENM과 드래곤, 반등은 ENM부터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ ENM(035760)					스튜디오드래곤(253450)				
2019.07.20	매수	260,000	-	-	2019.07.20	매수	87,000	-	-
2019.05.10	매수	285,000	-36.39	-31.86	2019.02.15	매수	130,000	-36.25	-24.38
2019.04.03	매수	310,000	-28.46	-23.90	2018.11.08	매수	153,000	-36.75	-25.42
2017.08.31	분석 대상 제외		-	-	2018.06.22	매수	150,000	-29.65	-20.13
2017.04.27	매수	240,000	-17.37	-9.12	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 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(▨)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 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.