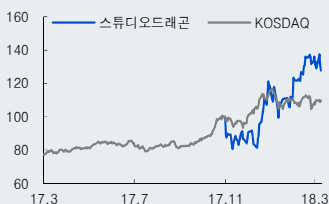


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	110,000원
현재주가(18/04/05)	91,700원
상승여력	20%

영업이익(18F, 십억원)	58
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	69
EPS 성장률(18F, %)	51.9
MKT EPS 성장률(18F, %)	16.0
P/E(18F, x)	57.5
MKT P/E(18F, x)	9.2
KOSDAQ	868.93

시가총액(십억원)	2,571
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	23.9
외국인 보유비중(%)	0.9
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	98,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	-	-
상대주가	2.1	-	-



[미디어/엔터/레저]

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

스튜디오드래곤 (253450)

방향성은 전천후, 실적은 하반기

1Q18 Preview: 기대치 부합할 전망

1분기 준수한 실적을 기록할 전망이다. 연결 매출액 896억원(+19.0% YoY, 이하 동), 영업이익 147억원(+5.3%)을 예상한다. 현 시점 컨센서스 매출액(871억원)과 영업이익(151억원)에 대체로 부합하는 수치다. 전년 '도깨비' 흥행에 이어진 다국가/다채널향 콘텐츠 판매로 실적 베이스가 높은 상황인데, 넷플릭스 판매 호조로 다시 '+' 성장을 이어간다. 당사 종전 기대치에는 미치지 못하겠으나 긍정적으로 보아도 좋은 수준이다.

전년 동기 대비 방영 편수가 늘어남(4편 → 7편, 자체 계산)에 따라 편성 매출액은 381억원(+44.5%)으로 증가할 전망이다. 이익에 중요한 판매 매출액은 388억원(+6.4%)을 예상한다. 넷플릭스향 '화유기'(90억원대 추정) 판매 매출액의 대부분(80%), '라이브'와 '나쁜 녀석들' 판매 매출액 각각의 절반 수준이 당 분기에 인식된다. 합산 시 100억원 이상이다. 그러나 넷플릭스를 제외한 수출과 국내 VoD 판매는 일시적으로 다소 부진할 수 있다. 갑작스러운 출연자 교체 및 스토리 전개 변화, 전년 대비 드라마 화제성 분산, 평창 올림픽 등의 영향이다.

실적은 하반기가 하이라이트

실적 측면에서는 올 하반기가 특히 기대된다. 반기 기준 매출액 1,984억원(+32.8%), 영업이익 336억원(+231.7%)을 전망한다. 2편의 대작 드라마가 3분기(미스터 션샤인)와 4분기(알함브라 궁전의 추억)에 각각 편성될 예정이며 이들의 평가 상승, 채널 확대가 가능하기 때문이다.

7월에 편성된 1) '미스터 션샤인'은 회당 제작비 10억원을 훌쩍 넘는 작품이다. 기존 최대 제작비 수준(도깨비, 푸른바다의 전설, 태양의 후예 등)에서 한 발짝 더 나아간다. 제작비, 소재, 작가(김은숙), 출연진(이병헌, 김태리) 등 드라마 구성 요소 면면으로 볼 때, 국내 방송사-제작사 중 CJ E&M-스튜디오드래곤 연합만이 시도 가능한 프로젝트다. 플랫폼 경쟁이 지속되는 환경까지 고려하면 평가 또한 크게 레벨업될 가능성이 높다. 판매자 우위인 콘텐츠 시장에서 이익 규모를 키우기에 최적의 작품이다. 이에 이어서 2) '알함브라 궁전의 추억'은 10월 방영이 예상된다. 이들 전 남우 주연이 확정(현빈)됐다. 근시일 내 사전 제작 작업에 돌입할 것으로 본다.

방향성은 전천후, 단기 주가 하락을 매수 기회로

동사에 대해 '매수' 의견과 목표주가 11만원을 유지한다. 현 추정치는 19년 넷플릭스 오리지널 1편 제작과 분기 1편의 텐트폴급 판매만 가정한 상태다. 1) 외주 오리지널 추가 제작, 2) 가파른 평가 상승, 3) 중국향 판권 판매 재개 등은 잠재된 실적 상향 변수다. 오리지널 첫 작품 1H19 방영이 확정적인 점, 충분한 제작 여력(최대 40편 vs. 19F 편성 30편), 리메이크 판권부터 제한적 판매 허용이 시작된 중국 최근 분위기를 고려 시 모두 현실화 가능성이 높다.

제작사에 유리한 산업 환경은 장기 지속될 전망이다. 넷플릭스의 뒤를 잇는 글로벌 신/구 미디어(아마존, 디즈니, 워너 등)의 OTT 진입, 중국 플랫폼의 투자 자원 확보(아이치이 상장) 등이 민첩하게 진행 중이다. 향후 독점 방영권 경쟁은 심화되고, 고객사가 다변화되며 넷플릭스 의존도는 하락할 것이다. 평가 상승분 아니라 거래 상대방 리스크 감소 효과도 얻게 된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	-	-	196	287	363	492
영업이익 (십억원)	-	-	21	33	58	81
영업이익률 (%)	-	-	10.7	11.5	16.0	16.5
순이익 (십억원)	-	-	13	24	45	63
EPS (원)	-	-	907	1,050	1,595	2,248
ROE (%)	-	-	9.5	9.5	11.4	14.2
P/E (배)	-	-	-	61.9	57.5	40.8
P/B (배)	-	-	-	4.9	6.2	5.4
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 스튜디오드래곤 적정 가치 산정

(십억원, x)

	2018F	2019F	12M Forward	Note
EBITDA	114	149	140	
목표 EV/EBITDA	24.2	19.6	20.7	저장화처TV, 화이브라더스,
적정 EV	2,755	2,917	2,907	베이징인라이트, 치원(저장하신) 평균
순차입금(순현금)	-181.6	-181.6	-181.6	
적정 시가총액	2,937	3,098	3,088	
적정주가 (원)	104,756	110,508	110,155	

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	75	62	77	72	90	75	103	96	287	363	492
편성	26	24	42	39	38	31	41	36	131	146	187
판매	36	26	23	26	39	35	47	46	112	166	209
기타	13	12	12	7	13	10	15	13	44	51	65
오리지널 제작 대행	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30
원가	59	50	67	64	72	62	80	75	240	288	390
제작비(오리지널 제외)	24	25	36	39	39	32	43	39	125	153	199
지급수수료	7	5	5	5	8	7	9	9	22	33	42
유무형자산상각(추정)	9	9	10	11	12	14	14	15	39	55	67
기타	19	10	16	9	12	10	13	12	54	47	59
오리지널 제작비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24
판관비	3	3	4	4	3	4	5	5	14	17	20
EBITDA	23	18	17	15	27	23	32	31	72	114	149
영업이익	14	9	7	3	15	10	18	15	33	58	81
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	16.4	12.9	17.7	16.1	11.5	16.0	16.6
세전이익	13	9	6	2	15	10	18	15	30	57	81
당기순이익	13	3	6	2	11	7	14	12	24	45	63
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	12.7	9.9	13.7	12.4	8.3	12.3	12.8
YoY											
매출액					19.0	20.8	32.5	33.2	46.7	26.6	35.4
편성					44.5	26.8	-2.4	-6.5	49.5	11.2	28.5
판매					6.4	31.3	101.5	78.8	48.3	48.7	25.7
기타					1.9	-15.3	20.5	85.1	35.3	16.3	28.3
EBITDA					20.0	28.7	95.0	112.2	-	57.8	30.8
영업이익					5.3	8.7	172.9	344.6	56.1	75.2	40.5
당기순이익					-15.2	164.9	147.8	496.5	83.8	87.5	41.0
주요 가정											
편성 편수	4.0	4.5	6.5	6.5	7.0	6.0	6.5	6.5	21.5	26.0	30.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	0.0	1.0	1.0	1.1	2.0	0.5	1.0	1.0	3.1	4.5	5.5

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경

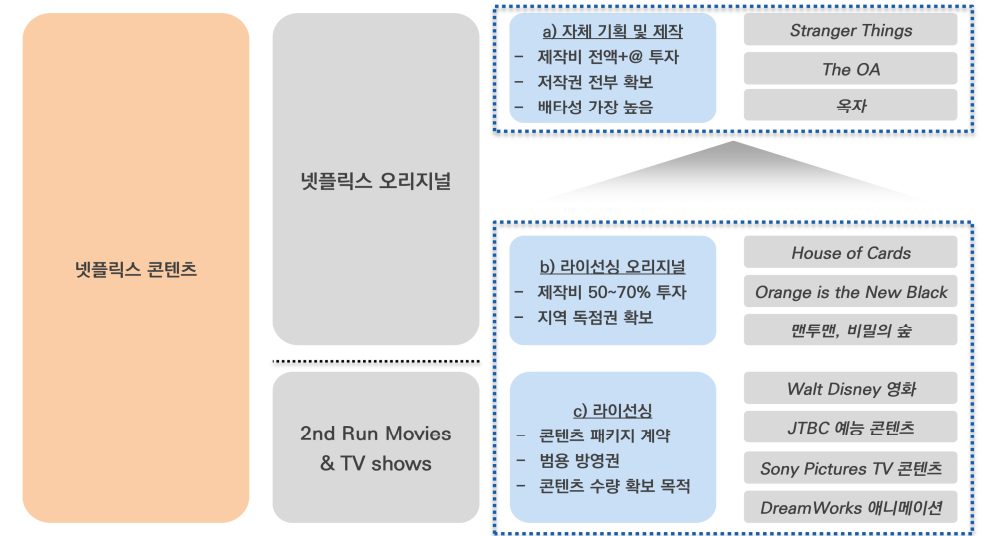
(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	18F	19F	18F	19F	18F	19F
매출액	383	525	363	492	-5.1	-6.3
영업이익	62	85	58	81	-6.4	-4.7
순이익	48	66	45	63	-6.5	-4.8
영업이익률	16.2	16.3	16.0	16.6	-0.2	0.3
순이익률	12.5	12.6	12.3	12.8	-0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준

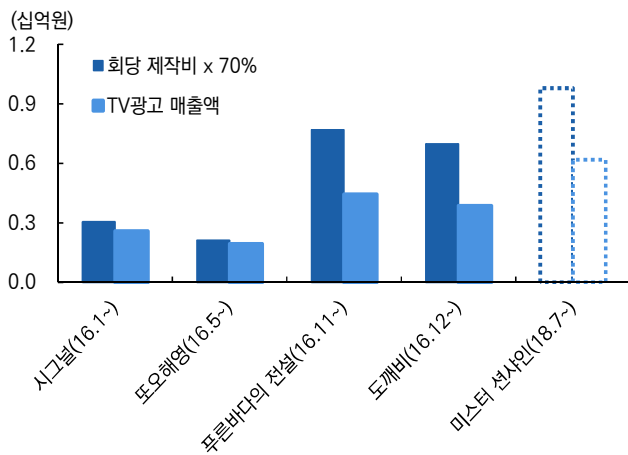
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 다음 단계는 글로벌 플랫폼 방영 콘텐츠의 제작 대행업



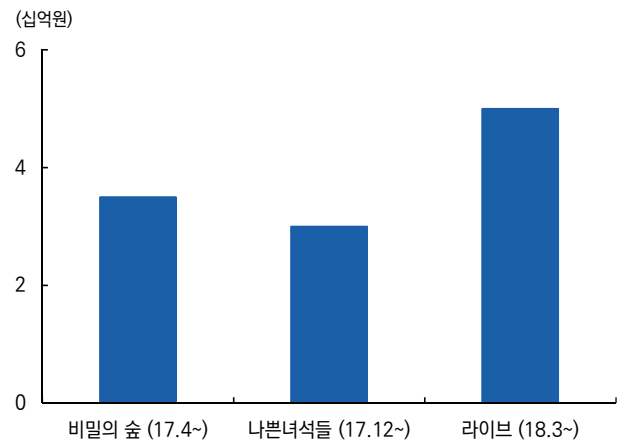
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 향후 더욱 커질 제작 스케일은 경쟁사들의 모방이 어려울 것



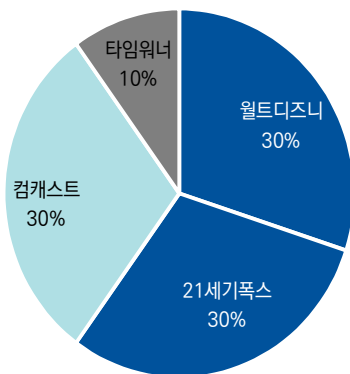
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 넷플릭스형 동사 콘텐츠 판가는 상승세



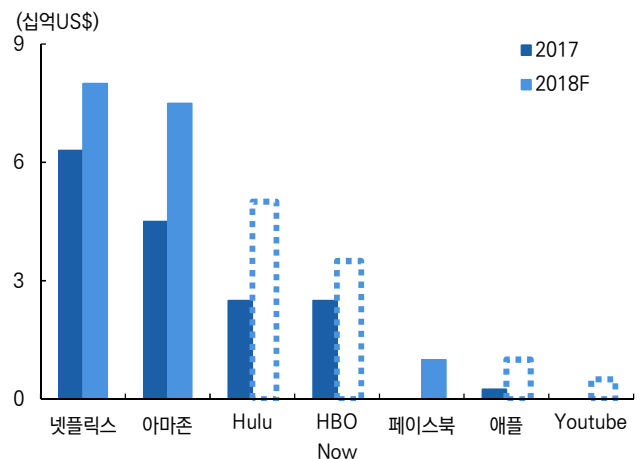
주: 판가 결정 변수는 연기자, 작가, 홀드백, 독점권 등으로 다양함
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. Hulu 지분율: 디즈니, 다수 지분 인수 후 육성을 주도할 전망



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 콘텐츠 투자를 일제히 늘리는 글로벌 OTT



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	196	287	363	492
매출원가	168	240	288	390
매출총이익	28	47	75	102
판매비와관리비	6	14	17	20
조정영업이익	21	33	58	81
영업이익	21	33	58	81
비영업손익	-6	-3	-1	0
금융손익	-1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	30	57	81
계속사업법인세비용	2	6	13	18
계속사업이익	8	24	45	63
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	24	45	63
지배주주	13	24	45	63
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	8	24	45	63
지배주주	8	24	45	63
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-	74	114	149
FCF	-13	-7	101	122
EBITDA 마진율 (%)	-	25.8	31.4	30.3
영업이익률 (%)	10.7	11.5	16.0	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	8.4	12.4	12.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	81	290	318	389
현금 및 현금성자산	12	51	80	36
매출채권 및 기타채권	39	55	55	82
재고자산	0	1	1	2
기타유동자산	30	183	182	269
비유동자산	161	170	186	217
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	124	128	144	173
자산총계	242	459	504	606
유동부채	84	91	91	129
매입채무 및 기타채무	20	32	32	47
단기금융부채	8	10	10	10
기타유동부채	56	49	49	72
비유동부채	21	0	0	0
장기금융부채	20	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	0
부채총계	106	91	91	130
지배주주지분	136	368	413	476
자본금	11	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320
이익잉여금	8	32	77	140
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	136	368	413	476

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	-12	-7	101	122
당기순이익	2	24	45	63
비현금수익비용가감	25	46	68	85
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산감가상각비	22	41	56	67
기타	3	5	12	18
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-73	0	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-14	0	-26
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	9	0	3
법인세납부	-2	-10	-13	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-70	-141	-72	-166
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-72	-97
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-142	0	-69
기타투자활동	-67	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	93	188	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	28	-18	0	0
자본의 증가(감소)	126	208	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-61	-2	0	0
현금의 증가	12	40	80	-43
기초현금	0	12	0	80
기말현금	12	51	80	36

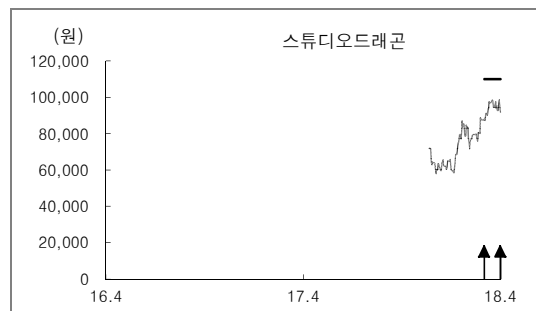
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	61.9	57.5	40.8
P/CF (x)	-	21.2	22.7	17.3
P/B (x)	-	4.9	6.2	5.4
EV/EBITDA (x)	-	22.1	20.7	15.7
EPS (원)	907	1,050	1,595	2,248
CFPS (원)	1,885	3,068	4,036	5,287
BPS (원)	6,176	13,141	14,736	16,984
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	46.4	26.5	35.5
EBITDA증가율 (%)	-	236.4	54.1	30.7
조정영업이익증가율 (%)	-	-	75.8	39.7
EPS증가율 (%)	-	600.0	51.9	40.9
매출채권 회전을 (회)	5.3	6.2	6.6	7.2
재고자산 회전을 (회)	0.0	443.0	280.4	306.3
매입채무 회전을 (회)	29.2	40.5	47.5	51.9
ROA (%)	5.4	6.8	9.3	11.4
ROE (%)	19.5	9.5	11.4	14.2
ROIC (%)	11.8	15.6	23.8	29.4
부채비율 (%)	77.8	24.7	22.0	27.3
유동비율 (%)	96.4	319.6	350.9	300.8
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-49.4	-51.0	-49.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	19.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2018.03.06	매수	110,000	-	-



* 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)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 스튜디오드래곤의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 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.