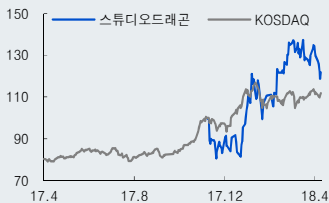


| 투자 의견(유지)      | 매수       |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M, 유지)  | 110,000원 |
| 현재주가(18/04/27) | 87,400원  |
| 상승여력           | 26%      |

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| 영업이익(18F, 십억원)           | 59     |
| Consensus 영업이익(18F, 십억원) | 70     |
| EPS 성장률(18F, %)          | 54.1   |
| MKT EPS 성장률(18F, %)      | 15.7   |
| P/E(18F, x)              | 54.0   |
| MKT P/E(18F, x)          | 9.5    |
| KOSDAQ                   | 886.49 |

|               |        |
|---------------|--------|
| 시가총액(십억원)     | 2,450  |
| 발행주식수(백만주)    | 28     |
| 유동주식비율(%)     | 23.9   |
| 외국인 보유비중(%)   | 1.0    |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.77   |
| 52주 최저가(원)    | 57,800 |
| 52주 최고가(원)    | 98,600 |

| 주가상승률(%) | 1개월   | 6개월 | 12개월 |
|----------|-------|-----|------|
| 절대주가     | -10.5 | -   | -    |
| 상대주가     | -13.2 | -   | -    |



[미디어/엔터/레저]

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

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 흔들림 없이 하반기를 주시하자

### 1Q18 Review: 일시적 요인으로 기대치 하회

1분기 연결 매출액은 799억원(+6.0% YoY, 이하 동), 영업이익은 107억원(-23.7%)을 기록했다. 컨센서스 매출액(868억원)과 영업이익(145억원)을 각각 -7.9%, -26.4% 하회했다. ‘도깨비’ 흥행으로 전년 동기 실적 베이스가 높았던 것(17년 연간 영업이익의 42.2%)이 사실이다. 여기에 판매(미투, 올림픽 등 외부 요인의 부정적 영향)와 기타 주요 연예인 매니지먼트 활동 공백, PPL은 정상 범위) 매출액 부진이 더해진 것이 감익과 기대치 하회의 주 원인이었다.

편성 매출액(407억원, +54.5%)은 예상 수준이었다. 판매 매출액(321억원, -12.0%)은 넷플릭스 관련 발생 금액 호조에(약 100억원 추정) 외부 요인에 의한 부정적 효과가 강했다. 갑작스러운 출연자 교체, 스토리 변화, 평창 올림픽 등으로 수출(넷플릭스 제외)과 국내 VoD 판매 등이 둔화된 것으로 추정한다. 기타 매출액(71억원, -43.4%, PPL/매니지먼트/OST 등이 포함)도 부진했다. 다만 원인은 PPL이 아닌 매니지먼트 공백으로 파악되는데, 이는 소속 연예인 활동에 연동되어 본래 변동성이 높은 부문이다. 일시적 요인으로 볼 수 있어 다행스럽다.

### 2분기는 숨 고르기, 하반기가 실적의 하이라이트

2분기 매출액 735억원(+18.3%), 영업이익 89억원(+12.8%)을 전망한다. 이 기간 편성될 드라마는 총 6개로 전부 캡티브 채널에서 방영 예정이다. 3월부터 방송된 ‘라이브’와 ‘나의 아저씨’ 흥행에 이어 ‘어바웃 타임’(5월~), ‘김비서가 왜 그럴까’(6월~) 등이 기대작이다. 텐트폴급 대작(회당 제작비 5~6억원 이상) 편성이 없어 실적 규모는 크지 않겠으나 원가율 안정화를 기대할 수 있다. 참고로 이미 넷플릭스에 판매가 완료된 라이브 매출액도 절반 가량이 2분기에 인식된다. 추가 라인업 및 구작 판매 지속에 대한 기대감 또한 여전히 유효하다.

실적은 올 하반기가 특히 기대된다. 반기 기준 매출액 2,073억원(+38.8%), 영업이익 394억원(+289.6%)을 전망한다. 2편의 대작 드라마가 3분기(미스터 셀샤인)와 4분기(알함브라 궁전의 추억)에 각각 편성될 예정이며 이들의 평가 상승, 채널 확대도 가능하다. 양 프로젝트 모두 제작비, 소재, 작가, 출연진 등 드라마 구성 요소 면면에서 CJ E&M-스튜디오드래곤 연합만이 시도 가능한 수준으로 본다. 아시아 정상급 제작력을 인정받는 시기가 될 것이다.

### 목표주가 유지, 콘텐츠 판매자 위주의 시장 트렌드에 집중

동사에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 11만원을 유지한다. 현 추정치는 19년 넷플릭스 오리지널 1편 제작, 2Q18 이후 분기 1편의 텐트폴 판매만 각각 가정한 상태다. 향후 1) 외주 오리지널 추가 제작, 2) 평가 및 판매 편수 증가, 3) 중국향 판매 재개 등은 잠재된 실적 상향 변수다.

새로 공개된 지표를 통해 수출 중 넷플릭스 비중에 대한 대략적 파악이 가능해졌다. 현재 의존도는 높아 보이지만(44%), 이들을 잇는 글로벌 OTT(아마존, 디즈니, 워너 + 아이치이)의 시장 진입 또한 진행 중이다. 향후 독점 방영권 경쟁은 심화되고, 고객사가 다변화되며 넷플릭스 의존도는 하락할 것이다. 평가 상승뿐 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   | 361    | 480    |
| 영업이익 (십억원) | -     | -     | 21    | 33    | 59     | 72     |
| 영업이익률 (%)  | -     | -     | 10.7  | 11.5  | 16.3   | 15.0   |
| 순이익 (십억원)  | -     | -     | 13    | 24    | 45     | 55     |
| EPS (원)    | -     | -     | -     | 1,050 | 1,618  | 1,961  |
| ROE (%)    | -     | -     | 9.5   | 9.5   | 11.6   | 12.5   |
| P/E (배)    | -     | -     | -     | 61.9  | 54.0   | 44.6   |
| P/B (배)    | -     | -     | -     | 4.9   | 5.9    | 5.2    |
| 배당수익률 (%)  | -     | -     | -     | 0.0   | 0.0    | 0.0    |

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

## 실적 전망 및 주요 차트

표 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

|                  | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18P | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 2017 | 2018F | 2019F |
|------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 매출액              | 75   | 62   | 77   | 72   | 80    | 73    | 108   | 100   | 287  | 361   | 480   |
| 편성               | 26   | 24   | 42   | 39   | 41    | 32    | 42    | 37    | 131  | 152   | 187   |
| 판매               | 36   | 26   | 23   | 26   | 32    | 32    | 51    | 49    | 112  | 165   | 207   |
| 기타               | 13   | 12   | 12   | 7    | 7     | 10    | 15    | 13    | 44   | 44    | 56    |
| 오리지널 제작 대행       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0    | 0     | 30    |
| 원가               | 59   | 50   | 67   | 64   | 66    | 61    | 81    | 77    | 240  | 285   | 388   |
| 제작비(오리지널 제외)     | 24   | 25   | 36   | 39   | 39    | 32    | 43    | 39    | 125  | 153   | 199   |
| 지급수수료            | 7    | 5    | 5    | 5    | 6     | 6     | 10    | 10    | 22   | 33    | 41    |
| 유무형자산상각(추정)      | 9    | 9    | 10   | 11   | 12    | 14    | 14    | 15    | 39   | 55    | 67    |
| 기타               | 19   | 10   | 16   | 9    | 8     | 9     | 14    | 13    | 54   | 44    | 57    |
| 오리지널 제작비         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0    | 0     | 24    |
| 판권비              | 3    | 3    | 4    | 4    | 3     | 4     | 5     | 5     | 14   | 17    | 20    |
| EBITDA           | 23   | 18   | 17   | 15   | 23    | 23    | 36    | 33    | 72   | 115   | 139   |
| 영업이익             | 14   | 9    | 7    | 3    | 11    | 9     | 21    | 18    | 33   | 59    | 72    |
| 영업이익률            | 18.5 | 14.3 | 8.6  | 4.8  | 13.3  | 12.1  | 19.9  | 18.0  | 11.5 | 16.3  | 14.9  |
| 세전이익             | 13   | 9    | 6    | 2    | 11    | 9     | 21    | 18    | 30   | 58    | 70    |
| 당기순이익            | 13   | 3    | 6    | 2    | 8     | 7     | 17    | 14    | 24   | 45    | 55    |
| 순이익률             | 17.8 | 4.5  | 7.3  | 2.8  | 9.8   | 9.1   | 15.3  | 13.8  | 8.3  | 12.4  | 11.5  |
| YoY              |      |      |      |      |       |       |       |       |      |       |       |
| 매출액              |      |      |      |      | 6.0   | 18.3  | 39.0  | 38.5  | 46.7 | 25.7  | 33.1  |
| 편성               |      |      |      |      | 54.5  | 31.8  | 0.1   | -4.1  | 49.5 | 15.6  | 23.5  |
| 판매               |      |      |      |      | -12.0 | 21.8  | 120.7 | 91.6  | 48.3 | 47.4  | 25.5  |
| 기타               |      |      |      |      | -43.4 | -17.4 | 16.9  | 79.4  | 35.3 | 0.8   | 26.3  |
| EBITDA           |      |      |      |      | 2.1   | 24.3  | 115.2 | 129.6 | -    | 59.3  | 21.3  |
| 영업이익             |      |      |      |      | -23.7 | -0.2  | 223.1 | 417.1 | 56.1 | 78.3  | 21.7  |
| 당기순이익            |      |      |      |      | -41.3 | 138.3 | 191.6 | 588.4 | 83.8 | 87.8  | 22.7  |
| 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 2. 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경

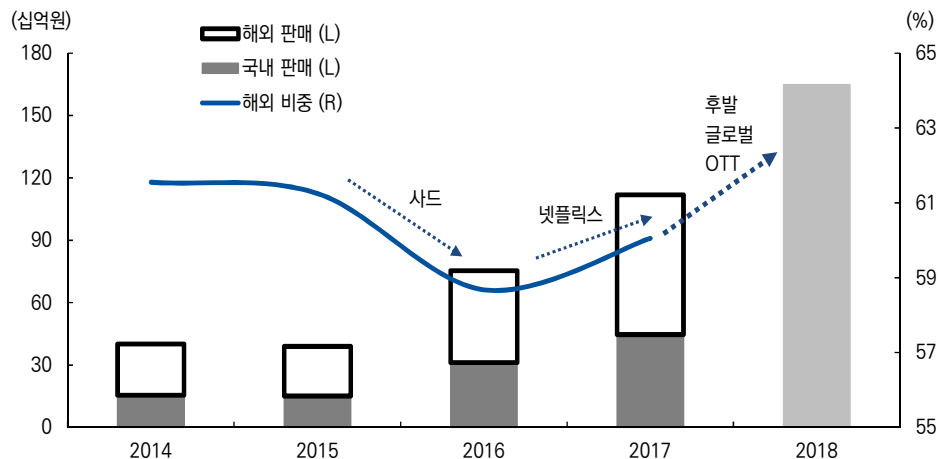
(십억원, %, %p)

|       | 변경 전 |      | 변경 후 |      | 변경률  |       | 변경 근거                    |
|-------|------|------|------|------|------|-------|--------------------------|
|       | 18F  | 19F  | 18F  | 19F  | 18F  | 19F   |                          |
| 매출액   | 363  | 492  | 361  | 480  | -0.7 | -2.4  | - 판매(국내 VoD) 및 기타 매출액 하향 |
| 영업이익  | 58   | 81   | 59   | 72   | 1.7  | -11.9 |                          |
| 순이익   | 45   | 63   | 45   | 55   | 0.2  | -12.8 |                          |
| 영업이익률 | 16.0 | 16.6 | 16.3 | 14.9 | 0.4  | -1.6  | - 판매 매출액 하향에 따른 역레버리지    |
| 순이익률  | 12.3 | 12.8 | 12.4 | 11.5 | 0.1  | -1.4  |                          |

주: K-IFRS 연결 기준

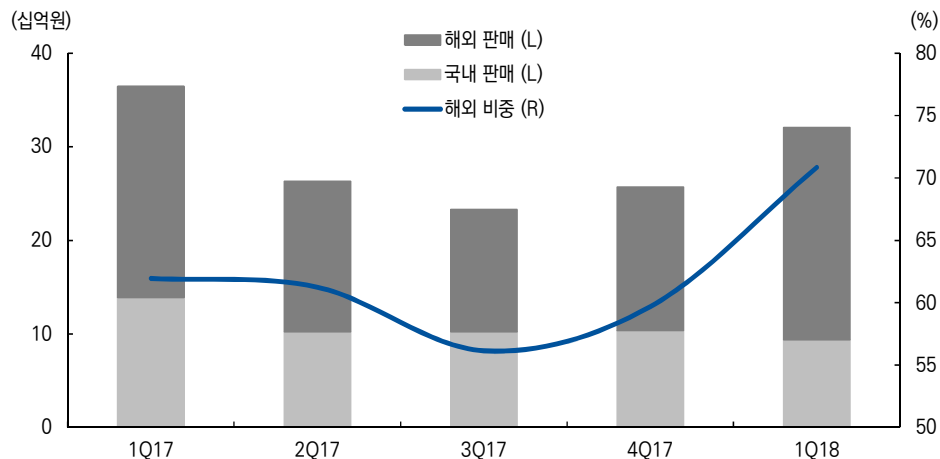
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 후발 글로벌 OTT 진입 시 해외 매출액 비중 추가 상승 예상



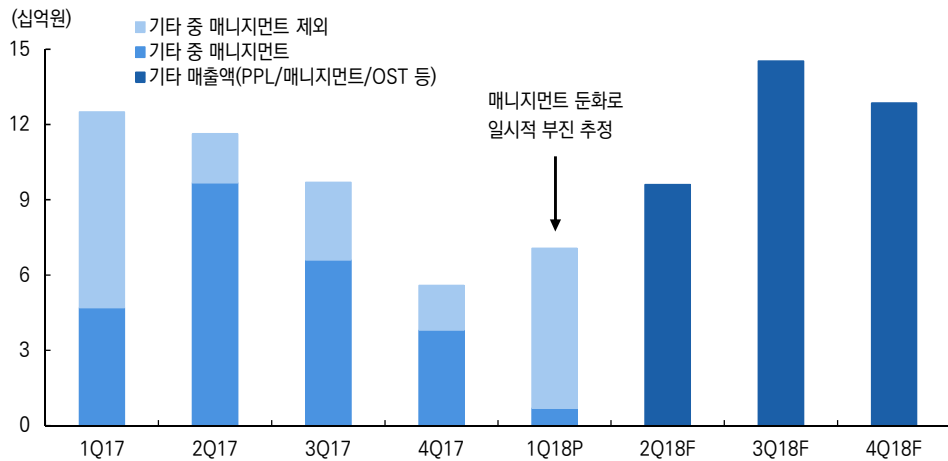
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 후발 글로벌 OTT 진입 시 해외 매출액 비중 추가 상승 예상



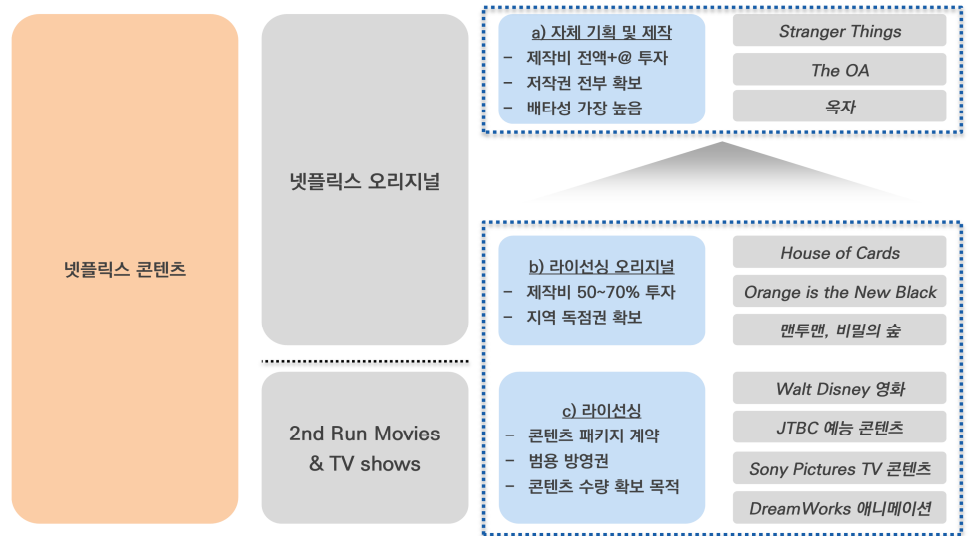
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 1Q18 기타 매출액: 연예인 활동 공백으로 인한 일시적 부진으로 추정



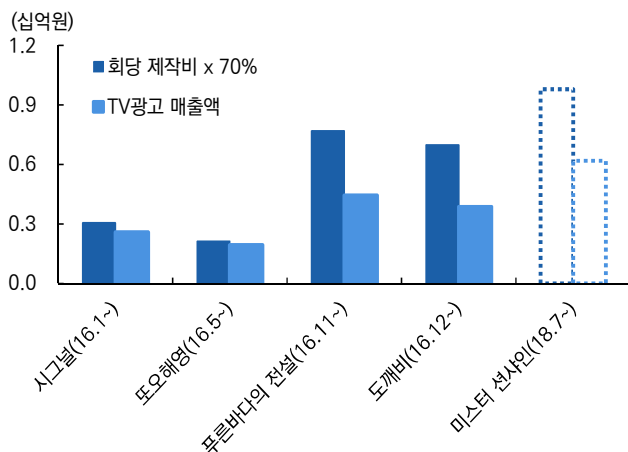
주: 3Q17, 4Q17은 반기 합산치를 분기 수치화한 값 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 다음 단계는 글로벌 플랫폼 방영 콘텐츠의 제작 대행업



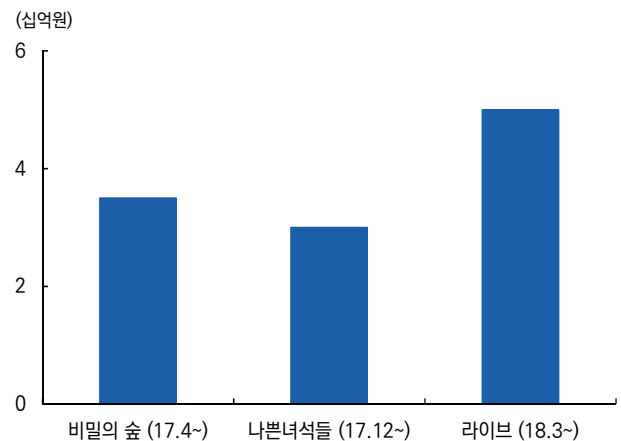
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 향후 더욱 커질 제작 스케일은 경쟁사들의 추적이 어려울 것



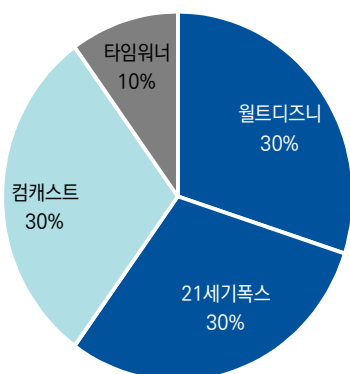
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 넷플릭스향 동사 콘텐츠 판가는 상승세



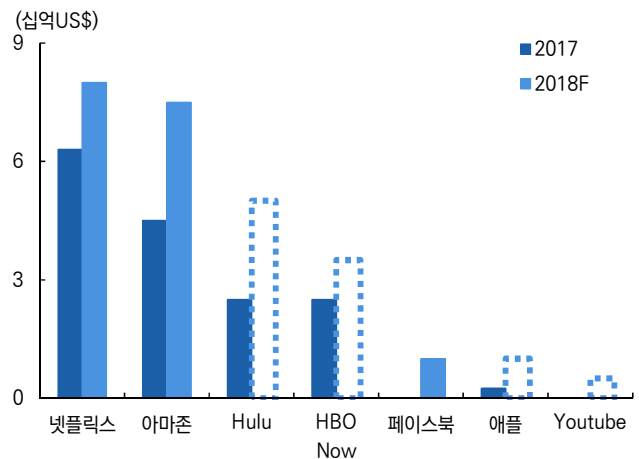
주: 판가 결정 변수는 연기자, 작가, 홀드백, 독점권 등으로 다양함  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. Hulu 지분율: 디즈니, 다수 지분 인수 후 육성을 주도할 전망



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 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   | 361    | 480    |
| 매출원가            | 168   | 240   | 285    | 388    |
| 매출총이익           | 28    | 47    | 76     | 92     |
| 판매비와관리비         | 6     | 14    | 17     | 20     |
| 조정영업이익          | 21    | 33    | 59     | 72     |
| 영업이익            | 21    | 33    | 59     | 72     |
| 비영업손익           | -6    | -3    | -1     | -2     |
| 금융손익            | -1    | -1    | 0      | 0      |
| 관계기업등 투자손익      | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 세전계속사업손익        | 15    | 30    | 58     | 70     |
| 계속사업법인세비용       | 2     | 6     | 13     | 16     |
| 계속사업이익          | 8     | 24    | 45     | 55     |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 13    | 24    | 45     | 55     |
| 지배주주            | 13    | 24    | 45     | 55     |
| 비지배주주           | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 총포괄이익           | 8     | 24    | 45     | 55     |
| 지배주주            | 8     | 24    | 45     | 55     |
| 비지배주주           | 0     | 0     | 0      | 0      |
| EBITDA          | -     | 72    | 115    | 139    |
| FCF             | -13   | -7    | 101    | 115    |
| EBITDA 마진율 (%)  | -     | 25.8  | 31.9   | 29.0   |
| 영업이익률 (%)       | 10.7  | 11.5  | 16.3   | 15.0   |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 1.0   | 8.4   | 12.5   | 11.5   |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 12/16 | 12/17 | 12/18F | 12/19F |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산        | 81    | 290   | 325    | 385    |
| 현금 및 현금성자산  | 12    | 51    | 86     | 40     |
| 매출채권 및 기타채권 | 39    | 55    | 55     | 80     |
| 재고자산        | 0     | 1     | 1      | 2      |
| 기타유동자산      | 30    | 183   | 183    | 263    |
| 비유동자산       | 161   | 170   | 180    | 211    |
| 관계기업투자등     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 유형자산        | 1     | 1     | 1      | 1      |
| 무형자산        | 124   | 128   | 138    | 167    |
| 자산총계        | 242   | 459   | 505    | 596    |
| 유동부채        | 84    | 91    | 91     | 127    |
| 매입채무 및 기타채무 | 20    | 32    | 32     | 46     |
| 단기금융부채      | 8     | 10    | 10     | 10     |
| 기타유동부채      | 56    | 49    | 49     | 71     |
| 비유동부채       | 21    | 0     | 0      | 0      |
| 장기금융부채      | 20    | 0     | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 1     | 0     | 0      | 0      |
| 부채총계        | 106   | 91    | 91     | 127    |
| 지배주주지분      | 136   | 368   | 414    | 469    |
| 자본금         | 11    | 14    | 14     | 14     |
| 자본잉여금       | 115   | 320   | 320    | 320    |
| 이익잉여금       | 8     | 32    | 77     | 132    |
| 비지배주주지분     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 자본총계        | 136   | 368   | 414    | 469    |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 12/16 | 12/17 | 12/18F | 12/19F |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | -12   | -7    | 101    | 115    |
| 당기순이익               | 0     | 24    | 45     | 55     |
| 비현금수익비용가감           | 25    | 46    | 69     | 83     |
| 유형자산감가상각비           | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 무형자산상각비             | 22    | 41    | 56     | 67     |
| 기타                  | 3     | 5     | 13     | 16     |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -46   | -73   | 0      | -7     |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -27   | -14   | 0      | -25    |
| 재고자산 감소(증가)         | 0     | -2    | 0      | -1     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 11    | 9     | 0      | 3      |
| 법인세납부               | -2    | -10   | -13    | -16    |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -70   | -141  | -66    | -162   |
| 유형자산처분(취득)          | -1    | 0     | 0      | 0      |
| 무형자산감소(증가)          | 0     | 0     | -66    | -97    |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -2    | -142  | 0      | -65    |
| 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    | 86     | -47    |
| 기초현금                | 0     | 12    | 0      | 86     |
| 기말현금                | 12    | 51    | 86     | 40     |

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/16 | 12/17  | 12/18F | 12/19F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | -     | 61.9   | 54.0   | 44.6   |
| P/CF (x)        | -     | 21.2   | 21.5   | 17.8   |
| P/B (x)         | -     | 4.9    | 5.9    | 5.2    |
| EV/EBITDA (x)   | -     | 22.1   | 19.5   | 15.9   |
| EPS (원)         | 0     | 1,050  | 1,618  | 1,961  |
| CFPS (원)        | 1,735 | 3,068  | 4,066  | 4,919  |
| BPS (원)         | 6,176 | 13,141 | 14,759 | 16,720 |
| 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   | 25.8   | 33.0   |
| EBITDA증가율 (%)   | -     | 100.0  | 55.4   | 20.9   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -     | 120.0  | 78.8   | 22.0   |
| EPS증가율 (%)      | -     | -      | 54.1   | 21.2   |
| 매출채권 회전을 (회)    | 5.3   | 6.2    | 6.6    | 7.1    |
| 재고자산 회전을 (회)    | 0.0   | 443.0  | 278.6  | 302.8  |
| 매입채무 회전을 (회)    | 7.8   | 40.5   | 46.9   | 52.3   |
| ROA (%)         | 0.0   | 6.8    | 9.4    | 10.0   |
| ROE (%)         | 0.0   | 9.5    | 11.6   | 12.5   |
| ROIC (%)        | 9.9   | 15.6   | 24.6   | 26.6   |
| 부채비율 (%)        | 77.8  | 24.7   | 22.0   | 27.2   |
| 유동비율 (%)        | 96.4  | 319.6  | 358.1  | 303.5  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 12.1  | -49.4  | -52.5  | -49.9  |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 17.7  | 19.0   | 0.0    | 0.0    |

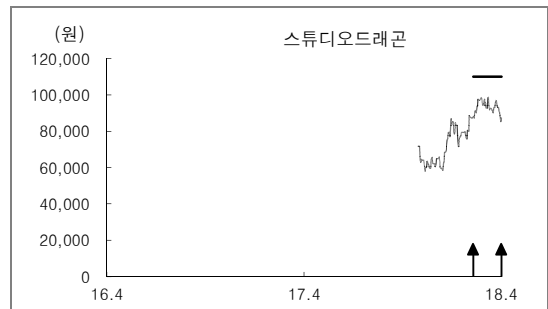
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

## 투자 의견 및 목표주가 변동추이

## 스튜디오드래곤

흔들림 없이 하반기를 주시하자

| 제시일자            | 투자조건 | 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

## 투자조건 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 |
| 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상         |                                            |

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

## 투자조건 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 비중축소(매도) |
|--------|-----------------|--------|----------|
| 74.13% | 15.92%          | 9.95%  | 0.00%    |

\* 2018년 3월 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.