

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	150,000원
현재주가(18/09/18)	107,000원
상승여력	40%

영업이익(18F,십억원)	59
Consensus 영업이익(18F,십억원)	63
EPS 성장률(18F,%)	70.9
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.7
P/E(18F,x)	59.6
MKT P/E(18F,x)	8.9
KOSDAQ	831.85

시가총액(십억원)	3,000
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	23.9
외국인 보유비중(%)	2.1
베타(12M) 일간수익률	0.95
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	119,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	10.3	0.0
상대주가	-5.5	18.6	0.0



[미디어/엔터/레저]

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

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 유리하니까 판 키운다

### 전방: 글로벌 OTT 경쟁에 '디즈니 플레이' 가세

전방 콘텐츠 시장이 동시에 우호적이다. 모회사의 안정된 편성과 해외 수요 확대가 함께한다.

1) 최근 월트디즈니는 자사 OTT 플랫폼 'Disney Play' 론칭 일정(2H19)을 밝혔다. 서비스의 성공적인 안착이 연내 최우선 목표라는 입장이 컨퍼런스콜과 간담회를 통해 수 차례 소통되어 왔다. 거대 전통 미디어의 OTT 시장 진입으로, 글로벌 단위 장기 경쟁은 지속 가능성이 높아졌다. 다만 장르별 집중도, Hulu와의 차별점 등은 향후 구체화 내용은 지켜볼 일이다.

2) 중국 OTT인 텐센트TV와 아이치이(바이두)의 이용자 지표는 우열을 논하기 어려울 정도로 비슷하다. 치열한 경쟁이 수처에서 드러난다. 한편 OTT 사업은 보유 콘텐츠가 거의 유일한 차별화 수단이다. 경쟁의 승자가 가려지기 전까지는 시장 점유율 확대/유지를 위해 콘텐츠 수급에 열중할 수밖에 없다. 최근 소수 한국 드라마 선제 확보도 이러한 맥락에서 해석할 수 있다.

3) 모회사이자 최대 고객사인 CJ ENM은 '미스터 션샤인'을 통해 광고(방송 최대 단가 경신 및 PIP/티빙 디지털 수혜) 부문의 성과가 기대된다. 뿐만 아니라 드라마 내 자사 상품 기획 등 수익 모델 다변화 가능성도 보여줬다. 향후 적극적인 콘텐츠 투자 지속 가능성이 높은 이유다.

### 후방: 드라마 한 편에 특수효과 발주 84억원, 드래곤의 제작 규모 확대는 지속

동사 제작 드라마 '아스달연대기'의 제작비 규모는 기존 시장 예상 수준을 상회할 전망이다. 전일 공시(텍스터)에 따르면, 19년 상반기 편성 예정인 동 작품의 VFX(시각특수효과) 용역 계약은 84억원 규모다. 고대 배경의 판타지물임을 감안하더라도 이례적으로 큰 규모다. 이와 함께 주연 배우(송중기, 김지원), 작가진을 고려하면 회당 제작비는 역대 최고 수준을 기록할 가능성이 높다. 회당 16억원 이상, 전체 250억원 이상의 제작비 투입을 전망할 수 있다.

동사 대작 규모는 이미 압도적이지만 상승 곡선은 여전히 이어진다. 전세계 신/구 플랫폼 경쟁으로 주요 사업자의 선판매 제안이 증가한 것이 주 원인이다. '미스터 션샤인' 제작 시 경험한 일이다. 기획 단계부터 판가 경쟁이 생길 정도로 플랫폼사 수요가 강했고, 목표 이익 달성 가시성도 조기에 확보됐다. 이는 작품 후반 작업 고도화와 제작비 증가로 이어졌다. 이에 대응해 보면 '아스달연대기' 제작비 상승의 이면에서도 판권 판매에 대한 자신감을 읽을 수 있다.

### 판가 상승을 도모하는 동사의 대응을 긍정적으로 평가

우호적인 전방 판권 시장 상황은 '판가 상승 → 제작 규모 확대 → 작품 퀄리티 상승'으로 구체화되며 선순환을 일으키고 있다. 한편 한국 대작 드라마는 희소하고(연간 5편 이하), 글로벌 기준에서는 가성비도 뛰어나기 때문에 원가 상승 이상의 판가 레버리지가 지속될 가능성이 높다. 따라서 콘텐츠 당 제작 규모를 확대한 동사의 대응은 옳은 결정이다.

동사는 1) 글로벌(중국 포함) 플랫폼 경쟁, 2) 모회사 안정화, 3) BTS발 K콘텐츠 전성기 등의 기회에 노출되어 있다. 아시아 정상급 제작사로서 협상력은 19년 이후 더욱 강해질 가능성이 농후하다. 개별 라인업 히트보다 더욱 명확한 환경 변화를 염두에 두고 '매수' 대응을 권한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	0	0	196	287	394	559
영업이익 (십억원)	0	0	0	33	59	103
영업이익률 (%)	-	-	0.0	11.5	15.0	18.4
순이익 (십억원)	0	0	0	24	50	84
EPS (원)	0	0	0	1,050	1,795	2,988
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	9.5	12.8	18.2
P/E (배)	-	-	-	61.9	59.6	35.8
P/B (배)	-	-	-	4.9	7.2	6.0
배당수익률 (%)	-	-	-	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)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	75	62	77	72	80	74	126	114	287	394	559
편성	26	24	42	39	41	34	47	50	131	172	189
판매	36	26	23	26	32	29	63	46	112	169	250
기타	13	12	12	7	7	11	16	17	44	52	60
오리지널 제작 대행	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	60
원가	59	50	67	64	66	64	95	92	240	317	434
제작비(오리지널 제외)	24	25	36	39	42	35	53	52	125	181	195
지급수수료	7	5	5	5	6	6	13	9	22	34	50
유무형자산상각(추정)	8	9	10	11	12	13	14	16	38	57	77
기타	19	11	16	9	6	9	16	14	55	46	63
오리지널 제작비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	48
판관비	3	3	4	4	3	3	6	6	14	18	21
EBITDA	22	18	16	14	23	21	40	33	71	116	181
영업이익	14	9	7	3	11	7	25	16	33	59	103
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	19.8	14.1	11.5	15.0	18.5
세전이익	13	9	6	2	11	11	26	17	30	65	107
당기순이익	13	3	6	2	8	9	20	13	24	50	84
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	16.1	11.7	8.3	12.8	15.0
YoY											
매출액					6.0	19.6	63.0	58.0	46.7	37.4	41.8
편성					54.5	41.1	12.8	29.5	49.5	31.3	9.7
판매					-12.0	9.5	169.6	77.7	48.3	51.5	47.3
기타					-43.4	-1.9	31.7	142.2	35.3	19.4	15.0
EBITDA					2.2	17.0	144.0	128.4	-	63.6	56.4
영업이익					-23.7	-17.6	276.7	361.0	56.1	78.5	75.2
당기순이익					-41.3	217.3	258.8	563.8	83.8	111.0	66.5
주요 가정											
편성 편수	4.0	4.5	6.5	7.0	7.7	5.3	6.3	6.8	22.0	26.0	29.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	0.0	1.0	1.0	1.1	2.0	0.5	1.0	1.0	3.1	4.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경

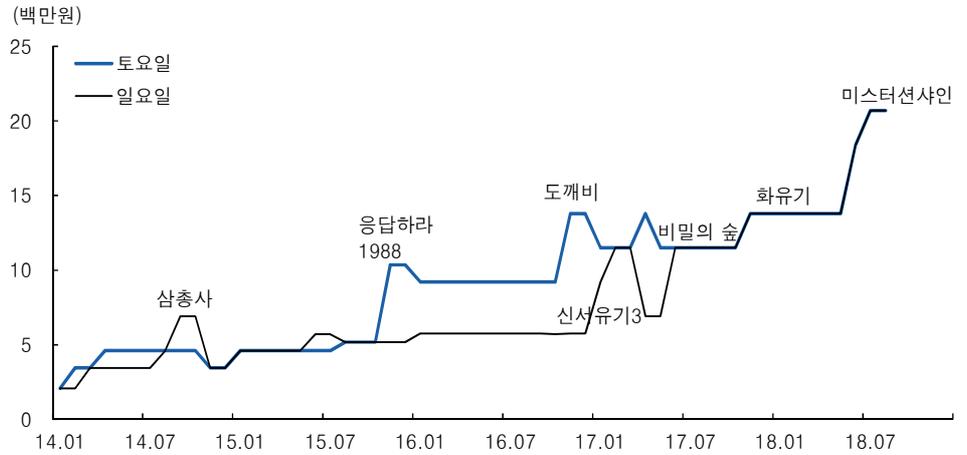
(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	394	559	394	559	0.0	0.0	추후 변경 예정
영업이익	59	103	59	103	0.0	0.0	
순이익	50	84	50	84	0.0	0.0	
영업이익률	15.0	18.5	15.0	18.5	0.0	0.0	
순이익률	12.8	15.0	12.8	15.0	0.0	0.0	

주: K-IFRS 연결 기준

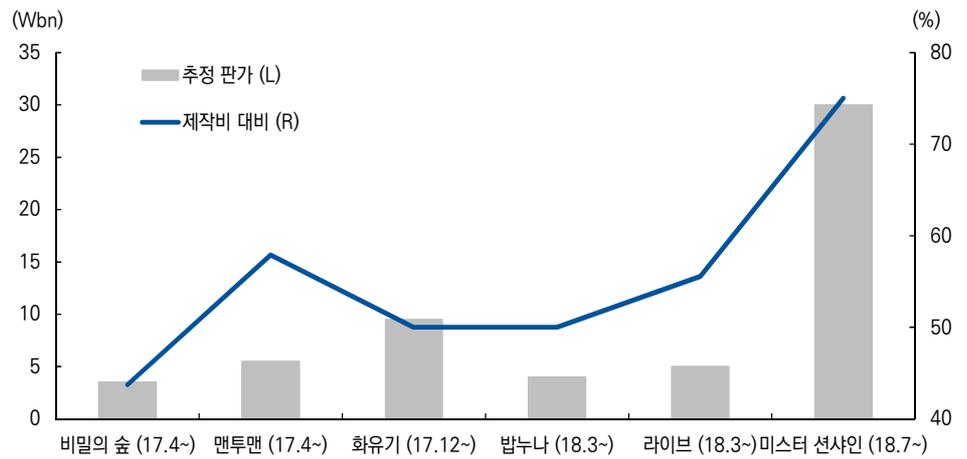
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 콘텐츠 경쟁력에 힘입어 CJ ENM의 광고 단가 상승 지속



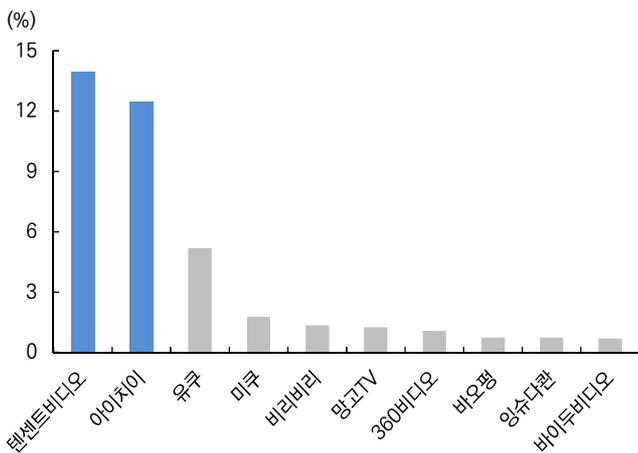
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 한국 드라마의 넷플릭스향 콘텐츠 평가: 제작 규모에 따른 레버리지 관찰



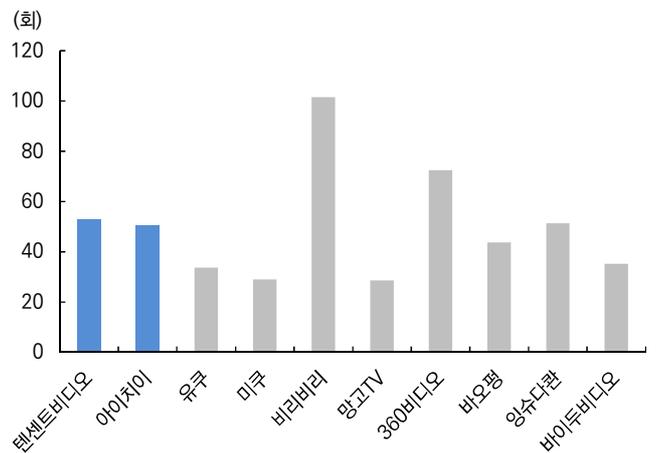
주: 판매 계약별로 방영권 성격(국가, 독점권, 홀드백 등)은 상이  
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 중국 안드로이드 비디오 앱 랭킹: 주간 이용률 1,2위 막상막하



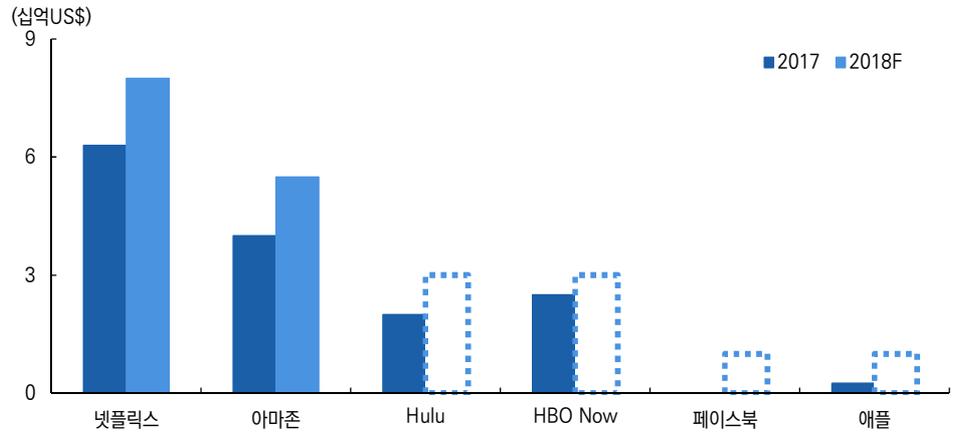
주: 6/26~7/1 기준, 앱별 주간 active user / 중국 전체 주간 active user로 산출  
자료: Cheetah Mobile, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 중국 안드로이드 비디오 앱 랭킹: 평균 실행 횟수도 막상막하



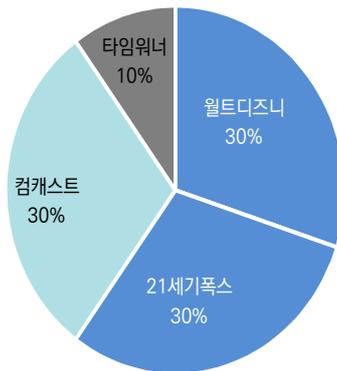
주: 6/26~7/1 기준  
자료: Cheetah Mobile, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 콘텐츠 투자를 일제히 늘리는 글로벌 OTT



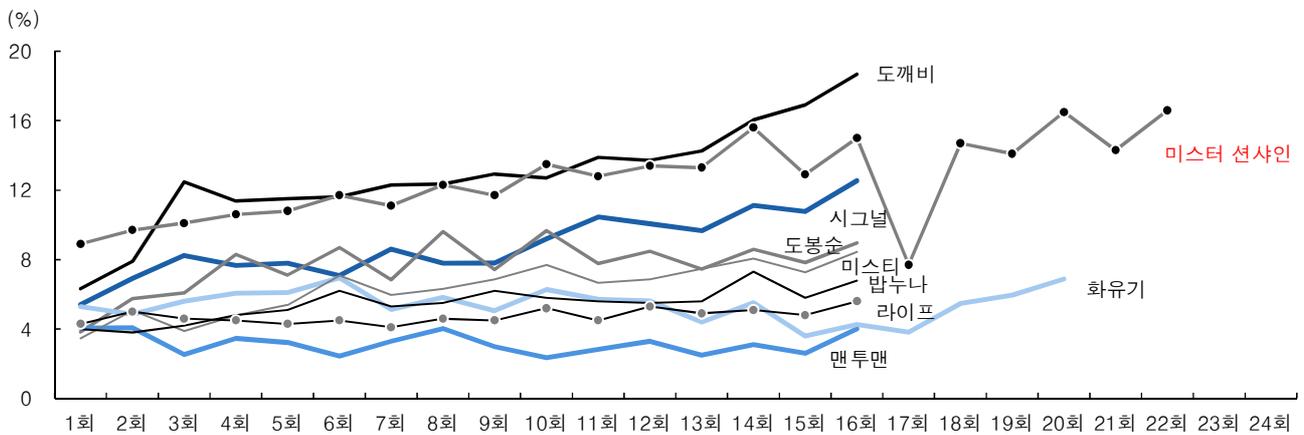
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. Hulu: 디즈니가 다수 지분 차지하게 됨, 자체 신규 플랫폼과 함께 글로벌 육성 본격화 예상



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. '미스터 션샤인'은 케이블/중편 드라마 최고 수준의 시청률 기록 중



자료: AGB Nielsen, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
<b>매출액</b>	<b>196</b>	<b>287</b>	<b>394</b>	<b>559</b>
매출원가	100	240	317	434
매출총이익	96	47	77	125
판매비와관리비	0	14	18	21
조정영업이익	0	33	59	103
영업이익	0	33	59	103
비영업손익	-36	-3	6	4
금융손익	-1	-1	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-36	30	65	107
계속사업법인세비용	0	6	15	24
계속사업이익	8	24	50	84
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>50</b>	<b>84</b>
지배주주	0	24	50	84
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>50</b>	<b>84</b>
지배주주	8	24	50	84
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	74	116	181
FCF	-13	-7	88	150
EBITDA 마진율 (%)	11.2	25.8	29.4	32.4
영업이익률 (%)	0.0	11.5	15.0	18.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	8.4	12.7	15.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
<b>유동자산</b>	<b>81</b>	<b>290</b>	<b>304</b>	<b>409</b>
현금 및 현금성자산	12	51	49	113
매출채권 및 기타채권	39	55	55	79
재고자산	0	1	1	2
기타유동자산	30	183	199	215
<b>비유동자산</b>	<b>161</b>	<b>170</b>	<b>196</b>	<b>210</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	124	128	151	163
<b>자산총계</b>	<b>242</b>	<b>459</b>	<b>500</b>	<b>619</b>
<b>유동부채</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>115</b>
매입채무 및 기타채무	20	32	32	45
단기금융부채	8	10	0	0
기타유동부채	56	49	49	70
<b>비유동부채</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장기금융부채	20	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>106</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>116</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>136</b>	<b>368</b>	<b>419</b>	<b>503</b>
자본금	11	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320
이익잉여금	8	32	82	166
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>136</b>	<b>368</b>	<b>419</b>	<b>503</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>89</b>	<b>150</b>
당기순이익	0	24	50	84
비현금수익비용가감	25	46	69	97
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	22	41	57	78
기타	3	5	12	19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-73	-17	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-14	0	-24
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	9	-2	3
법인세납부	-2	-10	-14	-24
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-70</b>	<b>-141</b>	<b>-81</b>	<b>-87</b>
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-68	-90
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-142	-16	-2
기타투자활동	-67	1	3	5
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>93</b>	<b>188</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	28	-18	-10	0
자본의 증가(감소)	126	208	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-61	-2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>12</b>	<b>40</b>	<b>-2</b>	<b>63</b>
기초현금	0	12	51	49
기말현금	12	51	49	113

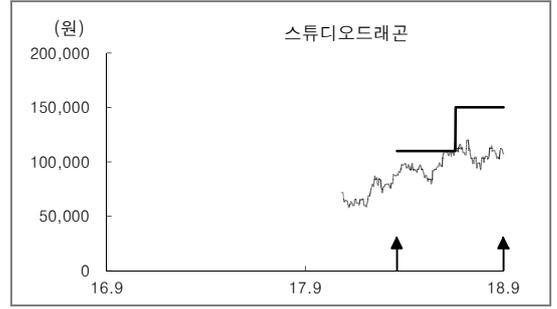
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	61.9	59.6	35.8
P/CF (x)	-	21.2	25.1	16.6
P/B (x)	-	4.9	7.2	6.0
EV/EBITDA (x)	-	22.1	24.0	15.0
EPS (원)	0	1,050	1,795	2,988
CFPS (원)	1,735	3,068	4,266	6,459
BPS (원)	6,176	13,141	14,942	17,930
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	37.3	41.9
EBITDA증가율 (%)	-	236.4	56.8	56.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	78.8	74.6
EPS증가율 (%)	-	-	71.0	66.5
매출채권 회전을 (회)	5.3	6.2	7.2	8.4
재고자산 회전을 (회)	0.0	443.0	304.3	355.3
매입채무 회전을 (회)	17.3	40.5	52.3	58.9
ROA (%)	0.0	6.8	10.5	15.0
ROE (%)	0.0	9.5	12.8	18.2
ROIC (%)	0.0	15.6	23.3	37.1
부채비율 (%)	77.8	24.7	19.3	23.0
유동비율 (%)	96.4	319.6	376.4	354.6
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-49.4	-49.2	-53.6
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	19.0	1,206.1	9,964.6

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2018.06.22	매수	150,000	-	-
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	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 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.40%	14.78%	11.82%	0.00%

\* 2018년 6월 30일 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.