

투자여건(유지)	<b>매수</b>
목표주가(12M,상향)	<b>▲ 153,000원</b>
현재주가(18/11/07)	97,500원
상승여력	57%

영업이익(18F,십억원)	56
Consensus 영업이익(18F,십억원)	61
EPS 성장률(18F,%)	61.5
MKT EPS 성장률(18F,%)	11.6
P/E(18F,x)	57.5
MKT P/E(18F,x)	8.4
KOSDAQ	682.37

시가총액(십억원)	2,734
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	23.9
외국인 보유비중(%)	2.3
베타(12M) 일간수익률	1.13
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	119,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	16.2	0.0
상대주가	1.8	45.8	0.0



[미디어플랫폼/콘텐츠]

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

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 목표주가 상향, 호실적 그 이상을 보여주다

### 목표주가 상향, 전고점 때보다 더욱 큰 기회가 가시화

‘매수’ 의견을 유지하고 **목표주가를 153,000원으로 상향**(기존 15만원)한다.

1) 19년 영업이익 추정치를 **+14.4% 상향(1,183억원)**했다. 4Q18 ‘알함브라’를 시작으로 **완성작의 중국 수출 재개와, 오리지널 형태의 중국향 드라마 제작 가능성이 높아졌기 때문이다**. 하반기 이후 ‘미스티’ 등 소수 한국 드라마의 판권 수출이 있었는데, 이 또한 실제 방영 허가에 앞서 현지 사업자들이 주요작을 선점하려는 움직임이었다. 연간 완성작 판매 규모는 넷플릭스향 판매액의 80% 수준(470억원), 중국향 오리지널 제작비는 편당 240억원으로 가정했다.

2) 목표주가 산정에 **12개월 선행 P/E 49.7배를 적용**했다. 이는 지난 6월 동사가 기록한 전고점 수준(컨센서스 기준)이다. 당시는 ‘미스터 션샤인’이 높은 금액에 넷플릭스에 선판매되면서 이익 기대치가 높아진 시점인데, 최근 동사는 중국 OTT향 공동 제작 협약을 통해 또 하나의 강력한 성장 모델을 마련했다. **전고점 당시(텐트폴 판가 상승)보다 더욱 큰 기회(완성작 드라마의 넷플릭스/중국 병행 판매 + 넷플릭스/중국향 오리지널 각각 제작)에 가까워진 상황**이다.

동사는 **여전히 주주가 이익 상승으로 직결되는 구간**에 있다. 연간 40편 제작도 가능한 충분한 수의 크리에이터를 보유(약 80명)했기 때문이다. 19년 기준 시 국내 편성 29편과 넷플릭스/중국 오리지널 각각 2편을 제외하고도 7편의 여력이 남는다. 따라서 실적 추가 상향 여지도 남아 있다. 중국 수출이 전면 활성화된다면 다수의 구작 판매와 더불어 복수 OTT 사업자향 오리지널 추가 제작이 가능하다. 미국 전통 미디어와의 협업 가능성도 열려있음이 확인됐다.

### 3Q18 Review: 프리미엄 콘텐츠 앞세운 호실적

연결 매출액 1,237억원(+59.7% YoY, 이하 등), 영업이익 215억원(+223.0%)을 기록했다. 컨센서스와 당사 추정치에 대체로 부합하는 좋은 실적이다. ‘미스터 션샤인’을 앞세운 **국내외 판매(넷플릭스, VoD 등)가 대폭 성장해(+172.0%) 이익 레버리지**가 나타났다(OPM 17.4%). 한편 금번 분기 넷플릭스를 제외한 판권 판매(대부분 국내 VoD로 추정)에서도 300억대의 매출을 기록했는데(+47%, 자체 추정), 프리미엄 콘텐츠의 파급력을 실감할 수 있는 부분이다.

### 올 겨울 기대작들의 판매 성과도 좋을 것

4분기 매출액 1,090억원(+51.6%), 영업이익 169억원(+385.9%)을 예상한다. ‘알함브라 궁전의 추억’(현빈/박신혜, 12/1~), ‘남자친구’(송혜교/박보검, 11/28~) 등 기대작이 많다. 이들의 해외 판매 진행도 순조롭다. 대표 텐트폴 ‘**알함브라 궁전의 추억**’은 넷플릭스뿐 아니라 **중국 OTT사와 선판매 체결도 앞두고 있다**. 성사 시 당사 드라마로는 처음으로 넷플릭스와 중국에 함께 수출되는 것이다. ‘남자친구’의 넷플릭스 판매도 가시성이 높은 것으로 파악된다.

한편 처음으로 tvN과 OCN외 채널 편성(Olive)이 시작됐다. ‘은주의 방’(웹툰 원작, 11/6~)인데 타겟과 소재가 새로운 작품이다. 이를 통해 편성 확대 및 장르 다변화를 실험할 전망이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	0	0	196	287	387	604
영업이익 (십억원)	0	0	111	33	56	118
영업이익률 (%)	-	-	56.6	11.5	14.5	19.5
순이익 (십억원)	0	0	0	24	48	94
EPS (원)	0	0	0	1,050	1,696	3,344
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	9.5	12.1	20.2
P/E (배)	-	-	-	61.9	57.5	29.2
P/B (배)	-	-	-	4.9	6.6	5.4
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

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

# Valuation 및 실적 전망

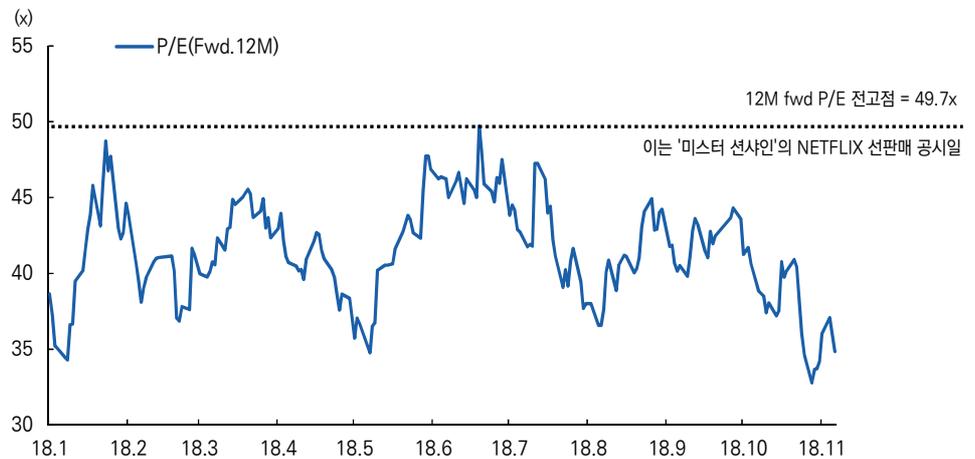
표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(x, 십억원)

	18F	12MF	19F
현 주가 기준 P/E	57.5	31.8	29.2
적정 시총	4,278	4,278	4,278
NP	48	86	94
Target PE	90.0	49.7	45.6
적정주가 (원)	152,578	152,578	152,578
상승여력 (%)	56.5	56.5	56.5

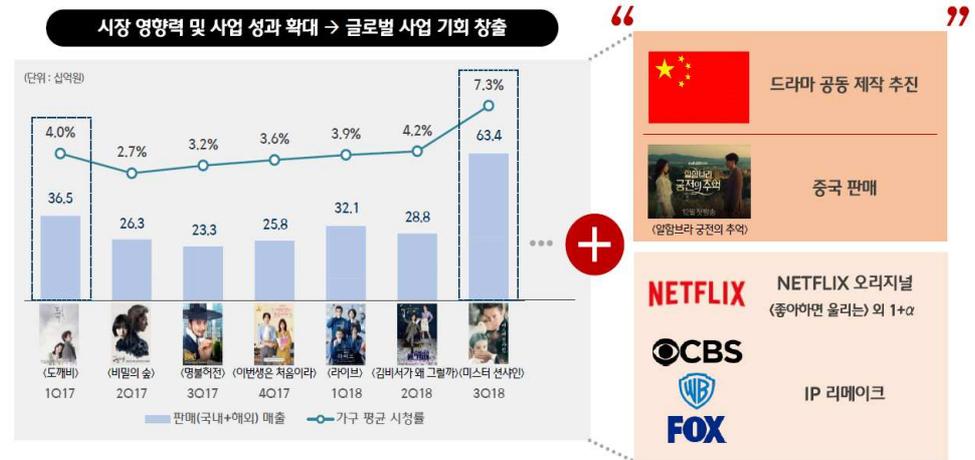
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 전고점 P/E는 49.7배: '미스터 션샤인'의 넷플릭스 판매 계약 성사된 시점



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 19년에는 더 있다: 완성작 판매뿐 아니라 오리지널에서도 넷플릭스 + 중국향 매출 가시화



자료: 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤

목표주가 상향, 호실적 그 이상을 보여주다

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	80	74	124	109	119	119	180	187	287	387	604
편성	41	34	49	50	47	46	46	51	131	173	189
판매	32	29	63	40	58	59	61	60	112	164	239
기타	7	11	11	16	13	13	14	15	44	46	56
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	30	30	0	0	60
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	30	30	0	0	60
원가	66	64	99	87	91	90	139	146	240	316	466
제작비(오리지널 제외)	45	33	49	50	47	46	46	51	127	176	189
지급수수료	6	6	13	8	12	12	12	12	22	33	48
유무형자산상각(추정)	12	13	23	16	17	18	18	19	41	64	73
기타	3	12	15	13	15	15	15	16	49	42	61
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	24	24	0	0	48
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	24	24	0	0	48
판매비	3	3	3	5	4	4	4	7	14	15	19
EBITDA	23	21	44	33	42	42	55	53	74	121	192
영업이익	11	7	22	17	24	24	37	33	33	56	118
영업이익률	13.3	9.9	17.4	15.5	20.3	20.2	20.6	17.7	11.5	14.6	19.6
세전이익	11	11	22	17	25	24	38	33	30	61	120
당기순이익	8	9	17	13	19	19	29	26	24	48	94
순이익률	9.8	12.0	14.0	12.4	16.2	16.0	16.3	14.0	8.3	12.3	15.5
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	51.6	48.6	59.6	45.7	71.3	46.7	34.9	56.2
편성	54.5	41.1	17.1	27.6	15.2	34.2	-6.6	2.5	49.5	32.1	9.2
판매	-12.0	9.5	172.0	56.0	82.3	106.0	-3.8	49.9	48.3	47.0	45.4
기타	-43.4	-1.9	-8.3	124.8	88.1	18.2	19.3	-3.8	35.3	5.2	21.5
EBITDA	-3.4	4.6	181.8	118.5	80.0	104.5	25.0	61.0	-	62.2	58.8
영업이익	-23.7	-17.6	224.0	385.9	126.6	226.9	72.8	95.8	56.1	70.5	109.9
당기순이익	-41.3	217.3	205.8	575.1	144.1	114.0	70.0	93.8	83.8	99.3	97.2
주요 가정											
편성 편수	7.0	5.0	6.3	6.8	7.0	7.0	7.0	7.5	22.3	25.0	28.5
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	2.0	0.5	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	3.1	4.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

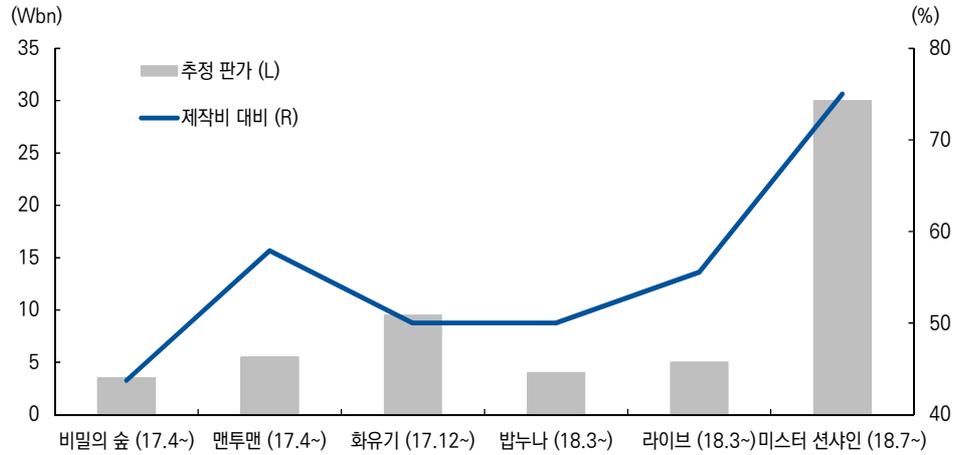
표 3. 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	394	559	387	604	-1.8	8.1	중국 OTT향 오리지널 제작 신규 반영 4Q18 이후 중국향 판권 판매 가정치 조정
영업이익	59	103	56	118	-4.5	14.4	
순이익	50	84	48	94	-5.5	11.9	
영업이익률	15.0	18.5	14.6	19.6	-0.4	1.1	
순이익률	12.8	15.0	12.3	15.5	-0.5	0.5	

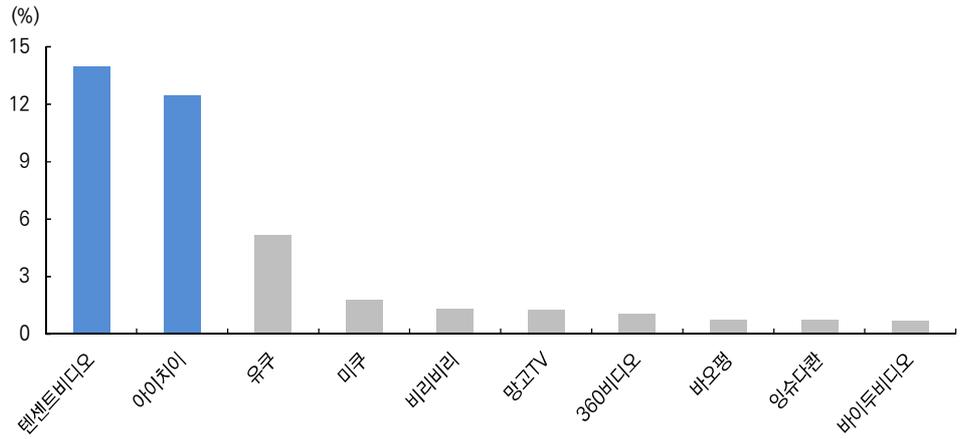
자료: 미래에셋대우 리서치센터

**그림 3. 한국 드라마의 넷플릭스향 콘텐츠 평가: 제작 규모에 따른 레버리지 관찰**



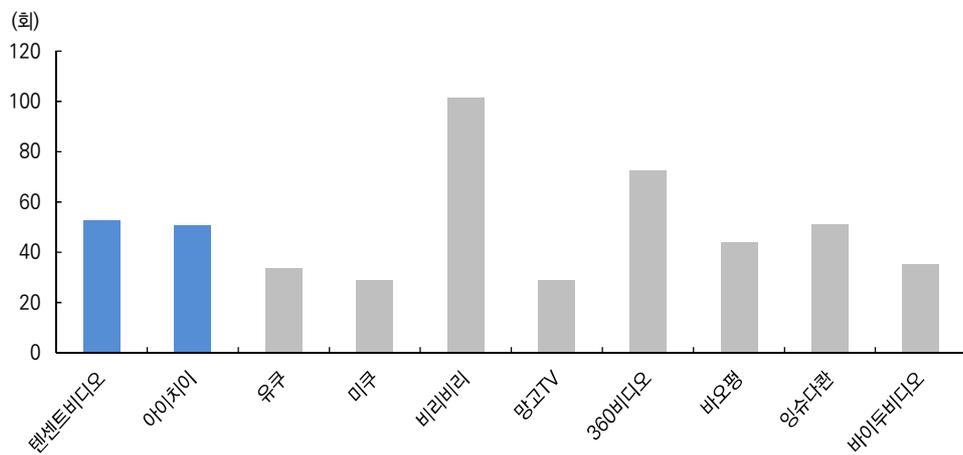
주: 판매 계약별로 방영권 성격(국가, 독점권, 홀드백 등)은 상이  
 자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 4. 경쟁이 치열한 중국 OTT 시장: 중국 비디오 앱 주간 이용률은 1, 2위 간 막상막하**



주: 안드로이드 앱별 주간 active user / 중국 전체 주간 active user로 산출  
 자료: Cheetah Mobile, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 5. 경쟁이 치열한 중국 OTT 시장: 중국 비디오 앱 평균 실행 횟수도 막상막하**



자료: Cheetah Mobile, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤

목표주가 상향, 호실적 그 이상을 보여주다

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
<b>매출액</b>	<b>196</b>	<b>287</b>	<b>387</b>	<b>604</b>
매출원가	0	240	316	466
매출총이익	196	47	71	138
판매비와관리비	58	14	15	19
조정영업이익	111	33	56	118
영업이익	111	33	56	118
비영업손익	-47	-3	5	2
금융손익	-1	-1	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	64	30	61	120
계속사업법인세비용	1	6	14	26
계속사업이익	8	24	48	94
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>48</b>	<b>94</b>
지배주주	0	24	48	94
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>47</b>	<b>94</b>
지배주주	8	24	47	94
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	133	74	121	192
FCF	-13	-7	65	151
EBITDA 마진율 (%)	67.9	25.8	31.3	31.8
영업이익률 (%)	56.6	11.5	14.5	19.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	8.4	12.4	15.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
<b>유동자산</b>	<b>81</b>	<b>290</b>	<b>299</b>	<b>431</b>
현금 및 현금성자산	12	51	201	264
매출채권 및 기타채권	39	55	55	95
재고자산	0	1	1	2
기타유동자산	30	183	42	70
<b>비유동자산</b>	<b>161</b>	<b>170</b>	<b>198</b>	<b>217</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	124	128	150	167
<b>자산총계</b>	<b>242</b>	<b>459</b>	<b>497</b>	<b>649</b>
<b>유동부채</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>138</b>
매입채무 및 기타채무	20	32	32	54
단기금융부채	8	10	0	0
기타유동부채	56	49	49	84
<b>비유동부채</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
장기금융부채	20	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	1
<b>부채총계</b>	<b>106</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>139</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>136</b>	<b>368</b>	<b>416</b>	<b>510</b>
자본금	11	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320
이익잉여금	8	32	80	173
<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>416</b>	<b>510</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>66</b>	<b>151</b>
당기순이익	0	24	48	94
비현금수익비용가감	25	46	73	95
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	22	41	64	73
기타	3	5	9	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-73	-42	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-14	-1	-39
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	9	4	4
법인세납부	-2	-10	-13	-26
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-70</b>	<b>-141</b>	<b>94</b>	<b>-88</b>
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-51	-90
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-142	141	-3
기타투자활동	-67	1	4	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>150</b>	<b>63</b>
기초현금	0	12	51	201
기말현금	12	51	201	264

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	61.9	57.5	29.2
P/CF (x)	-	21.2	22.7	14.5
P/B (x)	-	4.9	6.6	5.4
EV/EBITDA (x)	-	22.1	21.0	12.9
EPS (원)	0	1,050	1,696	3,344
CFPS (원)	1,735	3,068	4,302	6,731
BPS (원)	6,176	13,141	14,847	18,191
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	34.8	56.1
EBITDA증가율 (%)	-	-44.4	63.5	58.7
조정영업이익증가율 (%)	-	-70.3	69.7	110.7
EPS증가율 (%)	-	-	61.5	97.2
매출채권 회전을 (회)	5.3	6.2	7.0	8.1
재고자산 회전을 (회)	0.0	443.0	298.8	344.1
매입채무 회전을 (회)	0.0	40.5	52.0	56.7
ROA (%)	0.0	6.8	9.9	16.4
ROE (%)	0.0	9.5	12.1	20.2
ROIC (%)	72.2	15.6	21.9	41.5
부채비율 (%)	77.8	24.7	19.5	27.2
유동비율 (%)	96.4	319.6	370.5	312.0
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-49.4	-48.4	-51.8
조정영업이익/금융비용 (x)	129.7	19.0	1,240.3	0.0

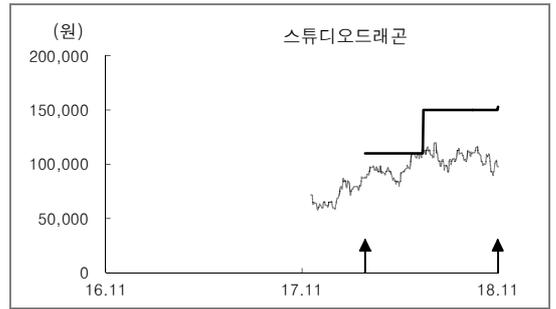
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

**스튜디오드래곤**

목표주가 상향, 호실적 그 이상을 보여주다

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2018.11.08	매수	153,000	-	-
2018.06.22	매수	150,000	-29.65	-20.13
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

**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 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

\* 2018년 9월 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.