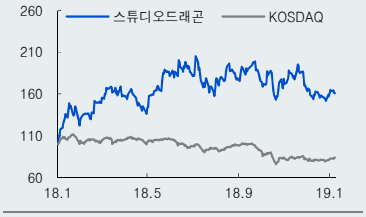
글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

미디어
Company Report
2019.1.17

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	153,000원
현재주가(19/01/16)	94,000원
상승여력	63%

영업이익(18F,십억원)	51
Consensus 영업이익(18F,십억원)	56
EPS 성장률(18F,%)	46.7
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.2
P/E(18F,x)	60.0
MKT P/E(18F,x)	8.7
KOSDAQ	693.38
시가총액(십억원)	2,637
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.2
외국인 보유비중(%)	2.3
베타(12M) 일간수익률	1.26
52주 최저가(원)	71,400
52주 최고가(원)	119,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	-19.0	30.4
상대주가	-2.6	-3.5	69.5



[미디어플랫폼/콘텐츠]

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

스튜디오드래곤 (253450)

'킹덤'은 드래곤에게도 중요하다

4Q18 Preview: 영업이익 112억원 전망

4분기 연결 매출액 1,056억원(+46.9% YoY, 이하 동), 영업이익 112억원(+224.2%)을 예상한다. 분기 주요작 '알함브라 궁전의 추억', '남자친구' 등 흥행작의 편성/판매 등 매출액은 4Q18~1Q19에 걸쳐 인식된다. 두 작품 모두 기대 이상의 성과를 거뒀다. '알함브라'는 단일 작품으로 동사가 넷플릭스(글로벌) 및 중국 OTT에 각각 판매한 첫 사례가 됐다. '남자친구'는 외부 기획작으로 수익성이 제한적이겠지만 판매 성과(100개국 이상)는 강했다.

다만 컨센서스 영업이익과는 약 30% 괴리가 있다. 이와 관련해 1) '알함브라' 중국향 판매가 동시 방영 아닌 구작 기준이었던 점, 2) 해외 독점권 판매 완료 콘텐츠(미스터 션샤인)에 대한 무형자산상각액 증가 가능성(이 경우 19년 상각액은 감소) 등이 고려되어야 할 것이다.

최초의 넷플릭스 오리지널 한드 공개 임박

1/25 '킹덤' 시즌 1이 넷플릭스에 공개된다. 제작발표회, 레드카펫 행사도 차주 진행된다. 한드의 가치가 다시금 시장에 환기될 가능성이 높다. 킹덤은 한국 드라마(작가/감독/출연)로서는 사실상 첫 번째 넷플릭스 자체 제작 작품이다. 넷플릭스는 16년 한국 진출 이후 다양한 장르의 콘텐츠(예능/다큐/드라마 등)를 여러 방식(투자액에 따라 지역별/홀드백 권한)으로 확보해 왔는데 동 작품과 같은 대규모 제작비(회당 20억원 추정)가 전액 투입된 사례는 처음이다.

킹덤(제작사 에이스토리)의 **성공 여부는 넷플릭스를 비롯한 글로벌 플랫폼의 '한드' 투자 의사 결정에 중요한 영향**을 미칠 것이다. 스튜디오드래곤 제작 작품은 아니지만 여전히 이를 동사 관련 중대 관심사로 보는 이유다. 동사는 연내 2개의 후속 오리지널('좋아하면 울리는' 등)을 준비 중이다. 금년의 오리지널 작품 성과는 자연히 20년 이후의 오리지널 제작 수주 성격(편수, 제작 규모, 장르)을 결정지을 것이다.

글로벌 사업자로 본격 거듭나는 2019년

'**매수**' **의견과 목표주가 15.3만원을 유지**한다. 19년은 Non-캡티브향 오리지널 제작이 시작되는 해다. 하반기 본격화될 글로벌 플랫폼 경쟁은 동사에 유리한 환경을 지속 제공할 것이다. 장기간 축적된 제작력을 통해 인지도와 수익원이 지역적으로 확장될 시기다. 주가 측면에서도 넷플릭스 등과의 장기(시즌제) 계약, 복수의 신규 플랫폼(디즈니, AT&T)에 대한 신작/구작 판매, 중국향 판권 판매 재개, 비 캡티브사의 지분 확보 가능성 등 기대할 것이 많다.

Top급 제작사의 기회는 계속 커진다. 참고로 전일 넷플릭스는 이용료(미국)를 역대 최대폭으로 인상(+13~18%)했다. 출시 후 12년 간 4차례 가격을 올렸는데 이번 인상은 1년 만이다. 최근 '버드박스', '로마' 등 오리지널의 대성공으로 자신감은 최고조다. 이용료 증가분은 잠재적 최대 경쟁자 '디즈니+' 론칭(2H19 예정)에 대비한 콘텐츠 투자에 쓰일 가능성이 높다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	-	-	196	287	383	579
영업이익 (십억원)	-	-	111	33	51	100
영업이익률 (%)	-	-	56.6	11.5	13.3	17.3
순이익 (십억원)	-	-	-	24	43	79
EPS (원)	-	-	-	1,050	1,540	2,820
ROE (%)	-	-	-	9.5	11.1	17.6
P/E (배)	-	-	-	61.9	60.0	33.3
P/B (배)	-	-	-	4.9	6.3	5.4
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

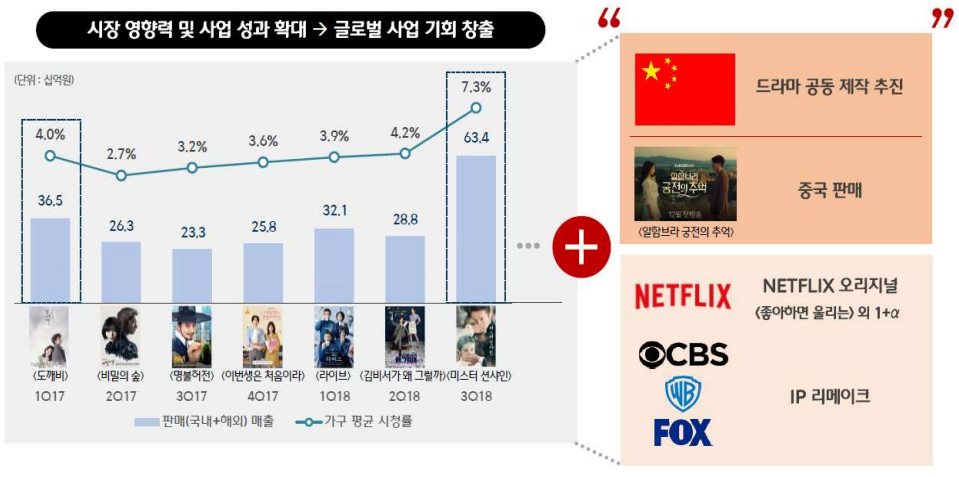
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	80	74	124	106	119	123	162	175	287	383	579
편성	41	34	49	50	48	49	47	50	131	173	193
판매	32	29	63	41	60	63	57	58	112	166	238
기타	7	11	11	12	11	12	12	13	44	42	48
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	16	24	0	0	40
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	30	30	0	0	60
원가	66	64	99	89	94	95	130	142	240	318	461
제작비(오리지널 제외)	45	33	48	50	48	49	47	50	127	175	193
지급수수료	6	6	13	8	12	13	11	12	22	33	48
유무형자산상각(추정)	12	13	23	18	19	19	19	20	41	67	77
기타	3	12	15	13	15	15	15	15	49	42	60
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	13	19	0	0	32
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	26	26	0	0	51
판관비	3	3	3	5	4	4	4	7	14	15	19
EBITDA	23	21	45	30	41	42	47	46	74	118	177
영업이익	11	7	22	11	21	24	28	26	33	51	100
영업이익률	13.3	9.9	17.4	10.7	17.9	19.3	17.6	14.9	11.5	13.2	17.2
세전이익	11	11	22	12	22	24	29	26	30	56	101
당기순이익	8	9	17	9	17	19	23	21	24	43	79
순이익률	9.8	12.0	14.0	8.6	14.2	15.3	13.9	11.9	8.3	11.3	13.7
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	46.9	49.3	65.7	31.0	65.4	46.7	33.7	51.0
편성	54.5	41.1	17.1	27.0	17.4	42.5	-4.5	1.0	49.5	32.0	11.4
판매	-12.0	9.5	172.0	61.0	87.4	117.1	-9.3	39.8	48.3	48.2	43.7
기타	-43.4	-1.9	-8.3	70.0	60.0	5.0	5.0	5.0	35.3	-3.8	14.3
EBITDA	-3.4	4.6	186.0	99.1	76.8	106.5	5.5	56.1	-	59.2	49.6
영업이익	-23.7	-17.6	224.0	224.2	100.2	223.7	32.2	132.1	56.1	53.5	96.2
당기순이익	-41.3	217.3	205.8	355.1	116.1	112.0	30.4	128.0	83.8	80.9	83.4
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

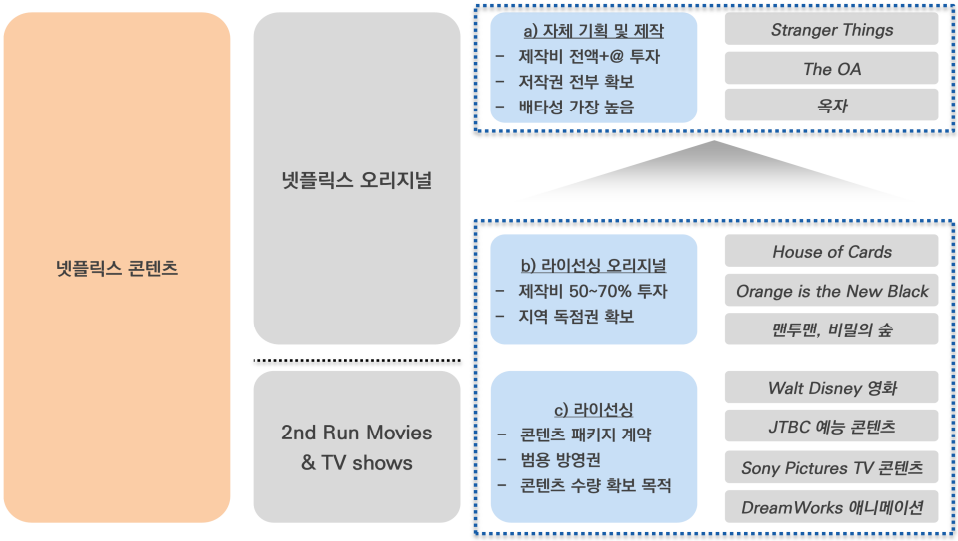
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 19년에는 넷플릭스 + 중국향 오리지널 제작 시작



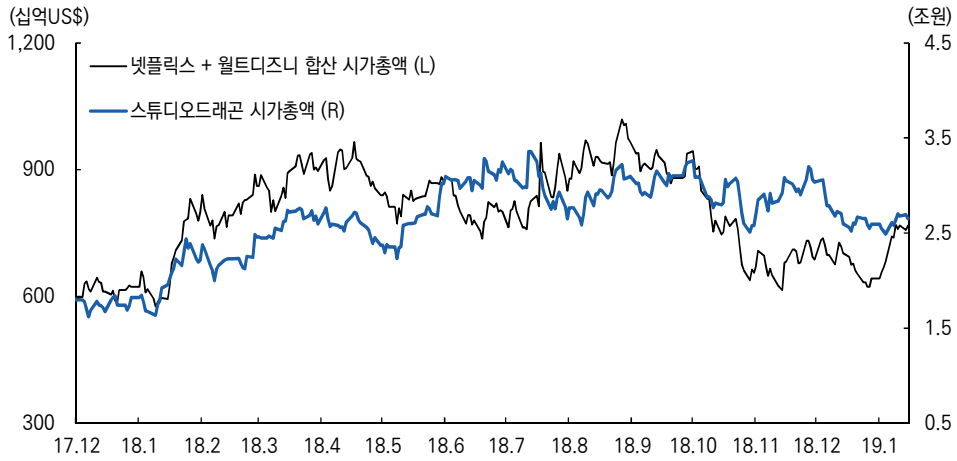
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 글로벌 플랫폼 방영 콘텐츠의 제작 대행업으로 확장 중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 글로벌 OTT의 전통 미디어 잠식은 관련 종목 합산 시가총액 방향성에 반영될 것



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 1/25 공개 예정인 넷플릭스의 첫 한국 오리지널 시리즈 '킹덤'

자료: 넷플릭스, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	**196**	**287**	**383**	**579**
매출원가	**0**	**240**	**318**	**461**
매출총이익	**196**	**47**	**65**	**118**
판매비와관리비	**58**	**14**	**15**	**19**
조정영업이익	**111**	**33**	**51**	**100**
영업이익	**111**	**33**	**51**	**100**
비영업손익	**-47**	**-3**	**5**	**1**
금융손익	-1	-1	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	64	30	56	101
계속사업법인세비용	1	6	12	22
계속사업이익	8	24	43	79
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**0**	**24**	**43**	**79**
지배주주	0	24	43	79
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**8**	**24**	**43**	**79**
지배주주	8	24	43	79
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	133	74	118	177
FCF	-13	-7	-8	142
EBITDA 마진율 (%)	67.9	25.8	30.8	30.6
영업이익률 (%)	56.6	11.5	13.3	17.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	8.4	11.2	13.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	**81**	**290**	**250**	**355**
현금 및 현금성자산	12	51	153	194
매출채권 및 기타채권	39	55	55	92
재고자산	0	1	1	2
기타유동자산	30	183	41	67
비유동자산	**161**	**170**	**240**	**267**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	124	128	178	203
자산총계	**242**	**459**	**490**	**622**
유동부채	**84**	**91**	**81**	**133**
매입채무 및 기타채무	20	32	32	52
단기금융부채	8	10	0	0
기타유동부채	56	49	49	81
비유동부채	**21**	**0**	**0**	**1**
장기금융부채	20	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	1
부채총계	**106**	**91**	**81**	**134**
지배주주지분	**136**	**368**	**409**	**488**
자본금	11	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320
이익잉여금	8	32	75	154
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**136**	**368**	**409**	**488**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-12**	**-7**	**-8**	**142**
당기순이익	0	24	43	79
비현금수익비용가감	25	46	77	96
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	22	41	67	78
기타	3	5	10	18
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-73	-117	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-14	-19	-36
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	9	11	4
법인세납부	-2	-10	-11	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	**-70**	**-141**	**119**	**-101**
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-25	-103
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-142	141	-2
기타투자활동	-67	1	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	**93**	**188**	**-10**	**0**
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
현금의 증가	**12**	**40**	**101**	**41**
기초현금	0	12	51	153
기말현금	12	51	153	194

예상 주당가치 및 valuation (요약)

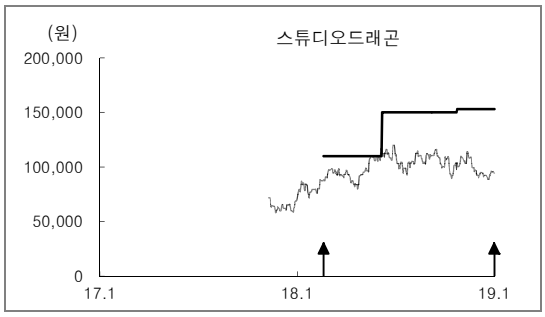
	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	61.9	60.0	33.3
P/CF (x)	-	21.2	21.5	15.1
P/B (x)	-	4.9	6.3	5.4
EV/EBITDA (x)	-	22.1	20.6	13.8
EPS (원)	0	1,050	1,540	2,820
CFPS (원)	1,735	3,068	4,288	6,233
BPS (원)	6,176	13,141	14,590	17,410
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	46.4	33.4	51.2
EBITDA증가율 (%)	-	-44.4	59.5	50.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-70.3	54.5	96.1
EPS증가율 (%)	-	-	46.7	83.1
매출채권 회전율 (회)	5.3	6.2	7.0	7.9
재고자산 회전율 (회)	0.0	443.0	296.2	337.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	40.5	52.4	57.2
ROA (%)	0.0	6.8	9.1	14.2
ROE (%)	0.0	9.5	11.1	17.6
ROIC (%)	72.2	15.6	17.7	29.0
부채비율 (%)	77.8	24.7	19.8	27.4
유동비율 (%)	96.4	319.6	310.2	266.1
순차입금/자기자본 (%)	12.1	-49.4	-37.3	-39.7
조정영업이익/금융비용 (x)	129.7	19.0	649.2	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤
'킹덤'은 드래곤에게도 중요하다

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			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



* 괴리율 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 악화
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)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 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.