

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 미국에 중국을 더하면 1,500억원도 가능

### 향후 1년 내 집중될 글로벌 모멘텀에 대한 선제적 매수 전략

디즈니/애플/HBO 등의 참여로 시작할 글로벌 OTT 경쟁에서 오리지널 콘텐츠 투자는 가입자 모객의 핵심이다. 아시아 드라마 제작의 중심인 한국 1위 제작사인 스튜디오드래곤의 높은 수혜가 예상된다. 1) 아스달연대기의 시즌제 2) 넷플릭스향 연간 3편 이상 제작, 3) HBO/애플 등 추가 OTT 제작 가능성, 4) 미국 시즌제 제작 가능성까지 모두 현실화된다면 2021년 영업이익은 중국 없이도 1,000억원까지 기대해 볼 수 있다. 시즌제로 제작되는 글로벌 OTT향 수주 가능성을 선반영하여 목표 P/E 상향하면서 목표주가를 상향(8.6만원 → 9.2만원)한다. 연간 주요 텐트폴 4편이 중국에 판매된다면 영업이익은 1,500억원까지 레벨업 될 것이다.

### 주요 OTT들의 콘텐츠 제작비는 연간 \$300억 넘어설 것

넷플릭스/아마존/홀루 등 상위 3개 OTT의 2018년 콘텐츠 투자금액은 약 \$215억(+21% YoY)으로 이미 사상 최대이나, 디즈니/애플/HBO의 진출로 \$300억(약 36조원)도 상회할 것이다. 애플의 첫 오리지널 작품인 '더 모닝 쇼'의 시즌2개 합산 제작비는 \$3억(회당 1,500만)에 달한다. 미국보다는 해외 OTT의 성장 여력이 훨씬 높은 만큼 아시아, 특히 한국 드라마 제작 산업에 대한 낭보도 빠르게 확정될 것이다. 빠르면 1년 내 1) 미국 시즌제 제작 참여, 2) 회당 제작비 50억원 이상 시즌제, 그리고 3) 넷플릭스 외 추가 OTT 제작(HBO/홀루/애플 등)이 발표될 수 있을 것으로 기대하고 있다.

### 넷플릭스의 한국 오리지널 콘텐츠 10개 이상 제작 공개

2분기 미국 가입자 역 성장으로 콘텐츠 투자에 대한 우려가 높아졌으나, 1) 미국은 가격 인상, 해외는 가입자 성장이라는 투 트랙 전략이며, 2) 라이선스 계약 종료와 가파르게 상승하는 빈지 워칭으로 오리지널 콘텐츠에 대한 높은 의존도(37%, +13p% YoY)를 감안하면 투자는 오히려 더욱 확대될 것이다. 3) 2018년을 기점으로 미국보다는 해외, 특히 남미/아시아태평양의 오리지널이 더 빠르게 확대되고 있으며, 최근 한국에서만 10개 이상의 오리지널을 제작하고 있다고 밝혔다. 스튜디오드래곤은 이 중 최소 3개 이상을 제작할 수 있는 역량을 보유하고 있어 한국 내 최대 수혜가 예상된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 92,000원(상향) | CP(9월 9일): 69,100원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	625.77
52주 최고/최저(원)	116,300/54,000
시가총액(십억원)	1,940.5
시가총액비중(%)	0.89
발행주식수(천주)	28,095.3
60일 평균 거래량(천주)	118.1
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.75
주요주주 지분율(%)	0.00
CJ ENM 외 5인	74.37
추가상승률	1M 6M 12M
절대	14.4 (25.1) (33.8)
상대	7.9 (11.9) (13.4)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	502.8	593.5
영업이익(십억원)	49.1	72.8
순이익(십억원)	40.9	60.5
EPS(원)	1,457	2,150
BPS(원)	15,720	17,801

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	286.8	379.6	521.5	643.2	689.6
영업이익	십억원	33.0	39.9	48.7	76.5	97.9
세전이익	십억원	30.3	45.6	54.4	83.6	106.4
순이익	십억원	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
EPS	원	1,050	1,278	1,379	2,292	2,916
증감률	%	84.5	21.7	7.9	66.2	27.2
PER	배	61.90	72.30	50.09	30.15	23.70
PBR	배	4.95	6.46	4.41	3.85	3.31
EV/EBITDA	배	22.08	21.17	17.43	14.81	12.66
ROE	%	9.45	9.31	9.20	13.63	15.02
BPS	원	13,141	14,305	15,668	17,960	20,876
DPS	원	0	0	0	0	0

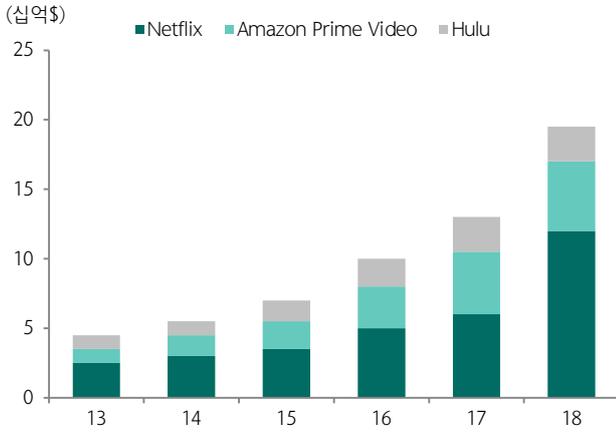


Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafin.com

RA 박다경  
02-3771-7529  
dagyeompark@hanafin.com

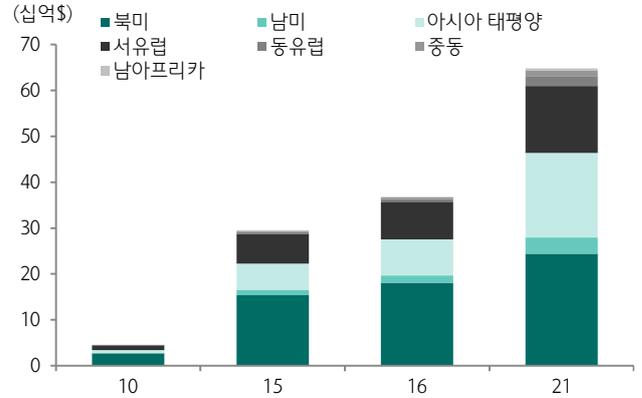
## Key Charts

그림 1. 미국 주요 OTT 연간 콘텐츠 투자 추이



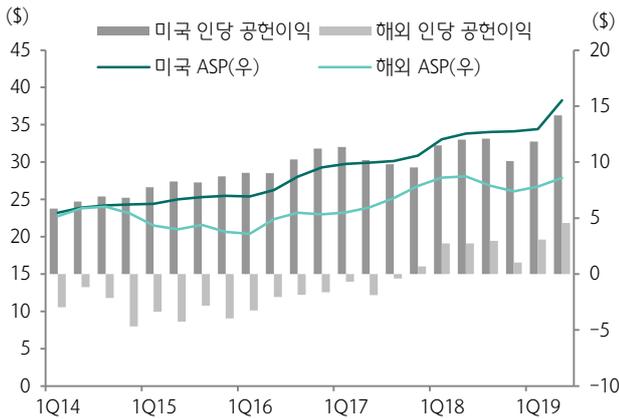
자료: RBC Capital Markets, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 OTT 시장 규모 전망



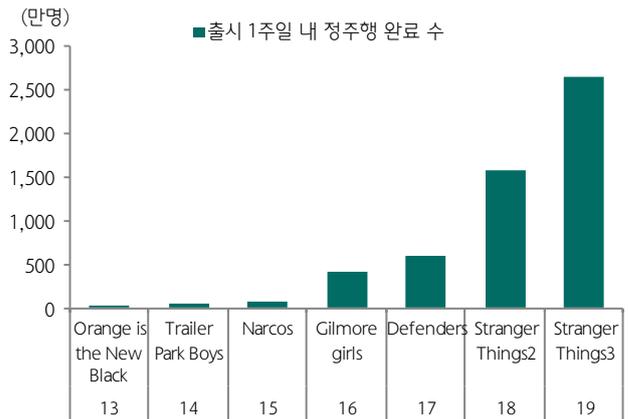
자료: Digital TV Display, 하나금융투자

그림 3. 미국에서는 인당 ASP와 공헌이익 레벨 업



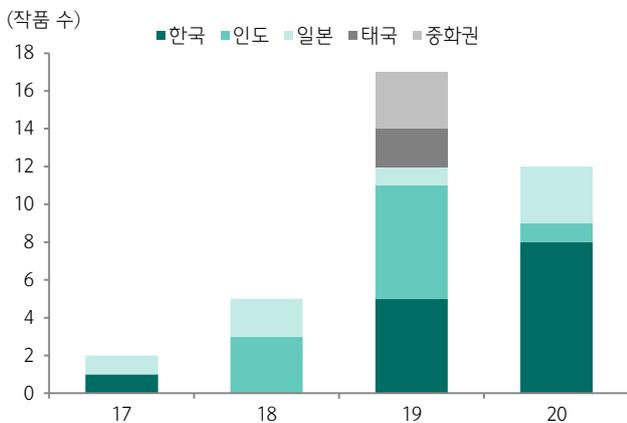
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 4. 해마다 강해지는 빈지와칭 강도



주: Stranger Things2의 경우 1주일 이 아닌 3일 기록만 발표  
자료: Netflix Twitter 및 언론 보도 종합, 하나금융투자

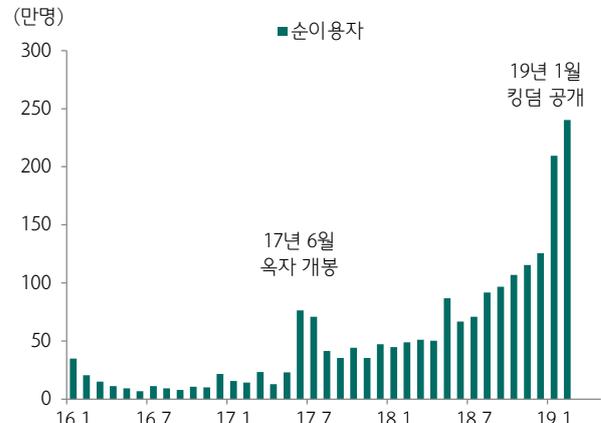
그림 5. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 참조, 하나금융투자

주: 2020년은 현재 제작인 확정된 작품만 기록, 시즌 연장 혹은 신규 제작이 20년에 결정되지 않은 경우 기록되지 않음.

그림 6. 한국 넷플릭스 순이용자 증가 추이



자료: Statista, 하나금융투자

# 1. 주요 OTT들의 콘텐츠 제작비는 연간 \$300억도 넘어설 것

## 1) 1년 내 디즈니/애플/HBO의 자체 OTT 출시

### 신규 OTT의 공격적 콘텐츠 투자

디즈니+/애플 TV/HBO Max 등이 1년 내 OTT 시장에 진입할 것이다. 캐쉬 버닝 전략인 넷플릭스와 달리 엄청난 자금력 혹은 기존 IP를 바탕으로 공격적인 성장 전략을 발표했다.

### - Disney+: \$20억 증반

디즈니는 11월 출시될 Disney+를 위해 오리지널에만 첫해 연간 \$10억, 5년차에 연간 \$20억 증반까지 투자할 예정이며, 향후 2년간의 라인업을 이미 확정된 상태다. Hulu의 지배 주주로 올라서면서 구체적인 액수는 발표하지 않았으나 Hulu의 콘텐츠 투자(18년 \$25억) 역시 강화할 예정이다.

### - AppleTV: 출시 전 \$60억

애플 TV는 스티븐 스필버그/오프라 윈프리 등의 유명 크리에이터들을 확보했다. 올 가을 공개 예정인 코미디 장르의 드라마 'The Morning Show'에는 총 2개 시즌(20개 에피소드)으로, 회당 제작비는 \$1,500만(=왕좌의 게임 마지막 시즌)이다. 총 \$3억(약 3,600억 원)을 투입한 셈이다. 당초 연간 콘텐츠 투자 계획은 \$10억 수준이었으나, 파이낸셜 타임스에 따르면 스타급 크리에이터를 다수 기용하면서 이미 투자금액은 \$60억을 상회했다.

### - HBO: '20년 \$25억

HBO는 프리미엄 케이블로 대표 IP '왕좌의 게임'(마지막 시즌 총 제작비 \$9천만), 웨스트월드(시즌당 \$1억) 등을 바탕으로 전세계 1.4억명 가입자를 보유하고 있다. AT&T에 인수된 후 자체 OTT 서비스 HBO Max 출시를 발표했는데, 넷플릭스를 경쟁 상대로 지목하며 오리지널 콘텐츠를 50% 증가시키고, 콘텐츠 투자 역시 20년 \$25억(vs. 18년 \$20억)으로 확대할 예정이다. 올해 왕좌의 게임이 시즌8을 끝으로 마무리 되었는데, 웨스트월드 2를 포함해 향후 3년간 8개의 대작 시리즈가 대기 중이다. HBO Max를 위한 다수의 원작 IP를 기반 오리지널 작품들도 제작 중이다.

### 19년 OTT 투자는 \$300억 상회 전망

- 기존 Top3 약 \$250억
- 신규 3사 약 \$95

넷플릭스/아마존/홀루 등 상위 3개 OTT의 2018년 콘텐츠 투자금액은 약 \$215억(+21% YoY)으로 이미 사상 최대를 경신하고 있지만, 디즈니/애플/HBO의 진출로 콘텐츠에 연건 \$300억(약 36조원) 이상을 투자하는 시대도 성큼 다가오고 있다.

그림 1. 미국 주요 OTT 연간 콘텐츠 투자 추이

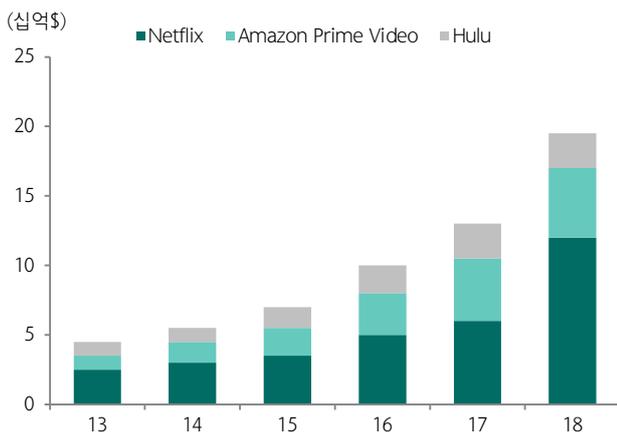


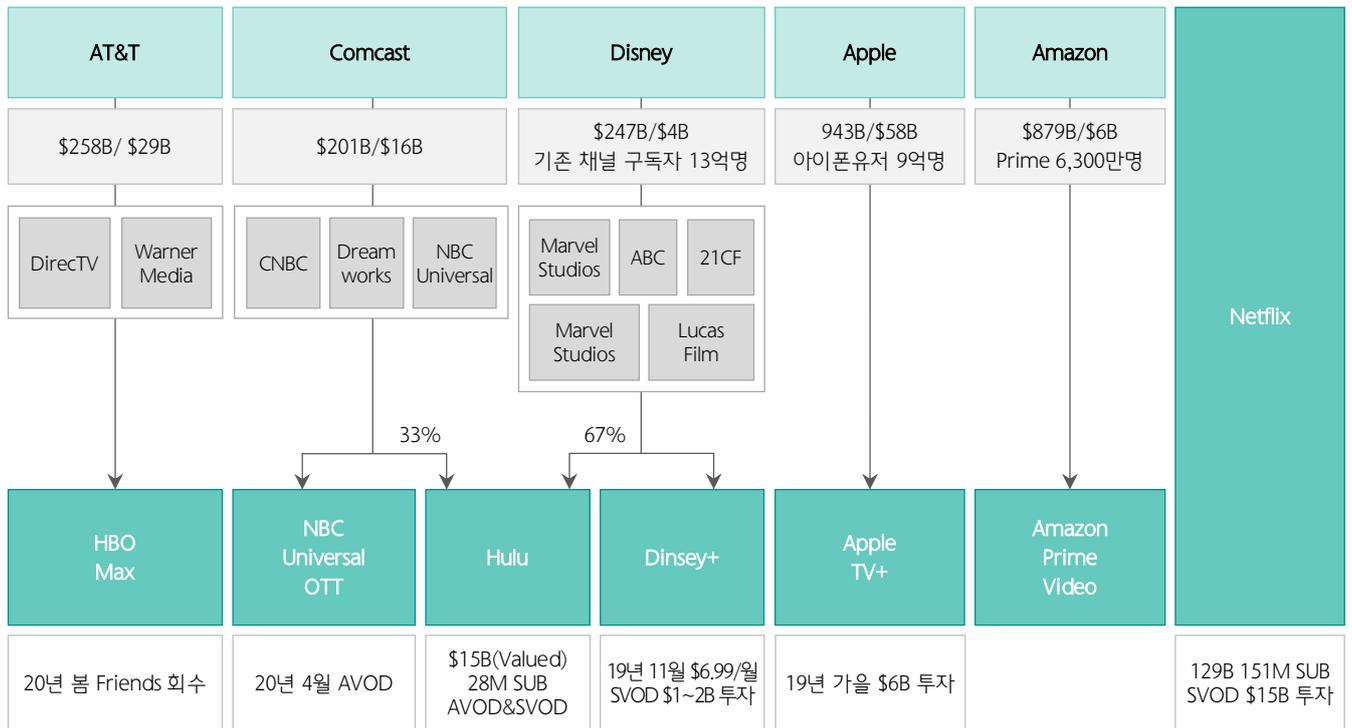
그림 2. 신규 경쟁자들도 무력무력 성장 중

서비스	가격	구독자 수(백만명)
Netflix(US)	\$ 8.99 ~ \$ 15.99	60
Hulu	\$ 5.99 ~ \$ 11.99	28
HBO Now	\$14.99	5
Youtube Premium	\$11.99	1.5
CBS All Access	\$ 5.99 ~ \$ 9.99	2.5
Showtime OTT	\$10.99	2.5
Starz OTT	\$8.99	>3.5
ESPN+	\$4.99	2
출시 예정	예정 가격	출시일
Disney+	\$6.99	19.11.12
Apple TV+	N/A	19년 가을
BET+	~ \$ 3.99	19년 가을
HBO Max	N/A	20년 봄
NBCUniversal OTT	AVOD	20년 4월

자료: RBC Capital Markets, 하나금융투자

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 OTT 경쟁 현황



주: 내용을 써주세요  
자료: 하나금융투자

표 1. 애플TV 오리지널

시점	타이틀	주요 출연진/감독/작가	비고
론칭시	Amazing Stories(\$15M/ep)	Steven Spielberg	85년도의 동명 시리즈 기반 Scifi 시리즈
론칭시	The Morning Show(\$15M/ep)	Reese Witherspoon, Jennifer Aniston	모닝쇼의 뒷이야기
론칭시	See	Jason Momoa, Alfre Woodward	시각을 잃은 인류 이야기
론칭시	Truth Be Told	Octavia Spencer	
론칭시	Home(다큐)		집 소재
	Snoopy In Space(애니)	Peanuts programming	스누피 IP로 교육 방송 예정
	Dickinson	Hailee Steinfeld	1800년대 시인 에밀리 디킨슨
	Little America	Kumail Nanjiani	실화 기반 미국 이민 소재
	Oprah Winfrey(다큐 다수)	Oprah Winfrey	직장에서의 성적 학대 다큐
	Helpsters		
	Little Voice	J.J.Abrams, Sara Bareilles	싱어송라이터
	For All Mankind	Joel Kinnaman, Ronald D.Moore	우주 개발 소재
	Sesame Workshop shows	Sesame Street	애니, 실사, 인형극 등 다양한 포맷으로 준비중
	Swagger		야구선수 Kevin Durant 소재
	<b>Pachinko</b>		<b>이민진 작가 소설 기반</b>
	Shantaram		(호주) 죄수 탈출 소재
	Are you Sleeping	Octavia Spencer	팟캐스트 기반 스릴러
	Defending Jacob	Chris Evans	아들의 살해자로 지목된 아버지 관련 시리즈
	Elephant Queen(다큐)		코끼리 소재
	Mythic Quest	Rob McElhenney, Danny Pudi	게임 회사원 소재 코미디
	Sesame Workshop shows	Sesame Street	애니, 실사, 인형극 등 포맷

자료: tom's guide, 하나금융투자

표 2. HBO Max오리지널

타이틀	장르	출연진	IP
Circe	Fantasy Drama		동명 소설 원작
Dune: The Sisterhood	Science fiction	Revecca Ferguson	동명 소설 원작
The Flight Attendant	Drama	Kaley Cuoco	동명 소설 원작
Gremlins: Secrets of the Mogwai	Animation		Gremlins의 prequel
Love Life	Comedy	Zoe Chao, Sasha Compere	
Made for Love	Comedy	Cristin Millioti	동명 소설 원작
Station Eleven	Post-apocalyptic		동명 소설 원작
Tokyo Vice	Drama		실화 기반 책 바탕
Untitled Gossip Girlsequel	Drama		The CW의 가십걸

자료: tom's guide, 하나금융투자

표 3. Disney + 오리지널 제작 중 콘텐츠 목록

공개 시점	구분	작품명	유관 시리즈 및 확정 출연진
론칭시	시리즈	High School Musical	디즈니 채널의 인기 시리즈였던 하이스쿨 뮤지컬
론칭시	시리즈	The Mandalorian	스타워즈 시리즈, Jon Favreau(PD/배우), Dave Filoni(감독)
Year1	시리즈	Diary of a Female President	Gina Rodriguez, Emily Gipson 출연
Year1	시리즈	The Falcon and The Winter Soldier	마블시리즈(펠론, 윈터솔저)
Year2	시리즈	Loki	마블 시리즈(로키)
Year2	시리즈	Cassian Andor Series	스타워즈 시리즈, Alan Tudyk(배우), Stephen Schiff(연출)
Year2	시리즈	WandaVision	마블 시리즈(스칼렛위치, 비전)
론칭시	애니메이션 시리즈	Forky Asks a Question	토이스토리 스펀오프(Forky)
론칭시	단편 애니메이션 모음	SparkShorts	픽사의 단편 필름 모음
Year1	단편 애니메이션	Lamp Life	토이스토리 스펀오프
Year1	애니메이션 시리즈	Monsters at Work	픽사 몬스터 주식회사 후속 이야기 시리즈
Year1	애니메이션 시리즈	Star Wars: The Clone Wars	에미상 수상 Clone War 전작의 후속
Year1	애니메이션 시리즈	Marvel's What If...?	MCU의 주요한 순간들을 애니메이션화 한 시리즈(동명 만화책 기반)
론칭시	다큐멘터리	Encore!	하이스쿨 뮤지컬의 과거 출연자들을 바탕으로 다시 무대 꾸림
론칭시	다큐멘터리	Walt Disney Imagineering Documentary Series	디즈니 월드 관련 다큐멘터리 시리즈
론칭시	다큐멘터리	Marvel's Hero Project	자신의 지역을 위해 헌신하는 젊은이들에 관한 다큐멘터리
론칭시	기타	The World According to Jeff Goldblum	Jeff Goldblum의 관점에서 본 세상 이야기
Year1	기타	Be Our Chef	Angela Kinsey가 호스트로 출연하는 디즈니 요리 대결 프로
Year1	다큐멘터리	Cinema Relics: Iconic Art of the Movies (working title)	ABC Studio제작, 영화 안의 의상/소품을 소재로 하는 다큐멘터리
Year1	다큐멘터리	Into the Unknown: Making Frozen 2	프로즌2 제작 필름
Year1	다큐멘터리	Magic of Animal Kingdom	내셔널지오그래픽 제작, 디즈니 동물원과 아쿠아리움 소재
Year1	다큐멘터리	Marvel's 616	마블의 이야기와 현실 세계 사이의 접점 관련 다큐
Year1	기타	(Re)Connect	가족 문제 해결 프로그램
Year1	다큐멘터리	Rogue Trip	Bob Woodruff와 그 아들의 오지 탐험
Year1	기타	Shop Class (working title)	학생 발명 대결 프로그램
Year2	기타	Earthkeepers (working title)	동물 관련 다큐멘터리
Year2	다큐멘터리	Ink & Paint	디즈니 애니메이션 관련 다큐멘터리
론칭시	오리지널 영화	Lady & The Tramp	1955년의 원작 실사화
Year1	오리지널 영화	Noelle	크리스마스 영화, Anna Kendrick, Bill Hader 출연
Year1	오리지널 영화	The Phineas and Ferb Movie	디즈니 텔레비전 시리즈 영화화
Year1	오리지널 영화	Stargirl	동명 인기 소설 원작
Year1	오리지널 영화	Timmy Failure	동명 인기 소설 원작
Year1	오리지널 영화	Togo	알래스카에 있었던 실화 바탕 영화

자료: TWDC, 하나금융투자

## 2. Netflix: 오리지널 콘텐츠 의존도는 37%(+13%p YoY)

### 1) 넷플릭스의 투 트랙 전략: 미국은 P, 해외는 Q로 성장

#### (1) 넷플릭스 2Q 미국 가입자 역 성장에 대한 우려

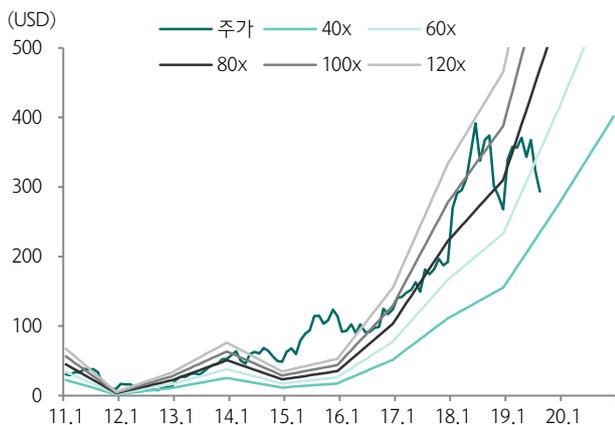
2Q19 유료 가입자 가이던스 미달로 Netflix 성장 둔화 우려 확대

스튜디오드래곤도センチ먼트 약화와 아스달 영향으로 신저가 경신

그러나, 오해 덜어내면 매수 구간

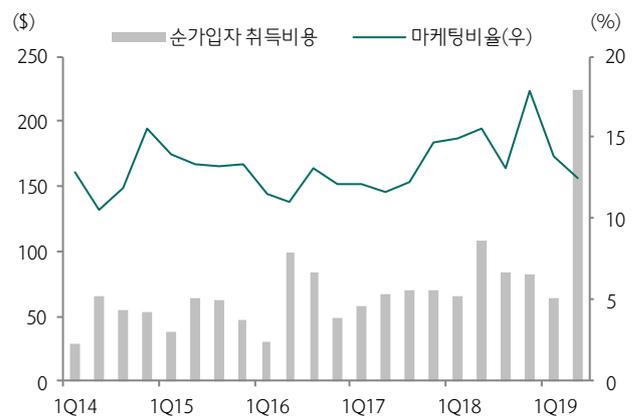
넷플릭스의 2Q19 매출액은 \$49억(+26% YoY), 유료 가입자 순증은 270만명(vs. 가이던스 500만)을 기록하면서 성장 둔화에 대한 우려가 확대되고 있다. 유료 가입자가 가이던스 하회뿐만 아니라 미국에서 처음으로 역성장(6,010만명(-0.2% QoQ))했기 때문이다. 영업 레버리지(18년 콘텐츠 투자 \$140억 vs. 매출액 \$158억)가 높은 구독형 산업의 특성상 가입자 성장 둔화는 치명적이다. 잠재적인 경쟁자들의 진입(디즈니/애플 등)으로 투자는 더 늘려야 되는 상황에서, 순 가입자 취득 비용(마케팅비/가입자 순증 분)도 일시적이지만 \$200을 상회했다. 시장 대비 높은 프리미엄에 대한 근거가 약해지면서 주가 역시 부진한 흐름이 이어지고 있다. 스튜디오드래곤의 주가 역시 넷플릭스의 주가センチ먼트와 연동되는 경우가 많았고, 아스달연대기의 시청률 논란이 더해지며 8월 신저가를 경신했다. 그러나, 약간의 오해를 덜어내면 지금은 스튜디오드래곤을 매수해야 하는 구간이다.

그림 4. 넷플릭스 12MF P/E 밴드차트



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 넷플릭스 순가입자 취득비용은 증가 중



주: 순가입자 취득비용은 마케팅비/가입자 순증분, 마케팅비율은 마케팅비/매출  
자료: Netflix, 하나금융투자

표 4. 넷플릭스 실적 테이블

(단위: 백만 달러)

	16	17	18	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출	8,831	11,693	15,794	3,701	3,907	3,999	4,187	4,521	4,923
매출원가	6,030	7,660	9,632	2,196	2,290	2,412	2,733	2,871	3,006
마케팅비	991	1,278	2,172	479	527	435	730	617	603
기술개발비	852	1,053	1,277	301	317	327	332	373	383
일반 관리비	578	864	1,109	278	311	344	176	202	225
영업이익	380	839	1,605	447	462	481	216	459	706
기타손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0
이자비용	(150)	(238)	(420)	(81)	(102)	(109)	(129)	(136)	(152)
이자 및 기타 수익	31	(115)	42	(66)	68	7	32	76	(53)
세전 이익	261	485	0	300	429	379	119	400	501
순이익	118	559	15	290	384	403	134	344	271
GPM(%)	32%	34%	39%	41%	41%	40%	35%	37%	39%
OPM(%)	4%	7%	10%	12%	12%	12%	5%	10%	14%

자료: 하나금융투자

(2) 투 트랙 전략: 미국은 P, 해외는 Q로 성장

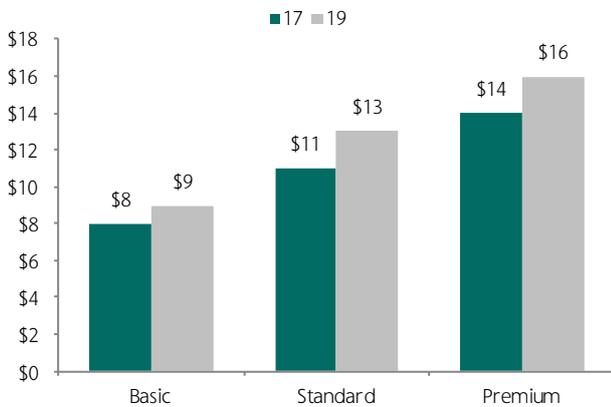
미국: 가격 인상

넷플릭스는 점유율이 하락할 수 밖에 없는 미국에서는 가격 인상, 여전히 잠재력이 높은 해외에서는 가입자 증가 목표라는 투 트랙 전략으로 가고 있다. 미국부터 살펴보면, 2018년 소비자들의 넷플릭스 가격 인상에 대한 설문조사에 따르면 월 구독 가격을 각각 \$1/\$3 인상했을 때 소비자의 구독 및 요금제 유지 비율은 각각 **84%/62%**였으며, 8%/16%만이 구독을 해지할 것으로 예상했다. 즉, 넷플릭스 가입자들의 가격 인상 민감도가 \$3 이하에서 높지 않았으며, 관련 설문조사 결과가 발표됨과 동시에 가격 인상이 결정되었다. 2019년 1월 4번째이자 가장 높은 증가율(스탠다드 기준)의 가격 인상을 단행했다. 미국 가입자가 소폭 역 성장했음에도 2분기 ASP는 \$38(+13% YoY), 인당 공헌이익은 \$14(+18%)로 사상 최대였다.

해외: 가입자 증가

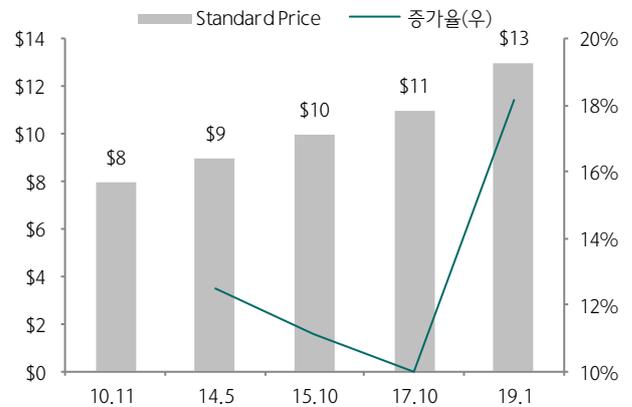
해외는 미국보다 가격이 상대적으로 낮아졌지만, 압도적인 가입자 성장률을 바탕으로 2018년부터는 공헌이익이 플러스 성장으로 전환했다. 2분기 가입자 순증이 부진했으나, 주요 오리지널 작품인 ‘기묘한 이야기’ 등이 방영되는 3분기에게는 고성장 재개가 예상된다. 2분기 부진에도 순증 가입자 목표는 2018년과 비슷한 수준이다. 해외 로컬 오리지널 작품 의존도를 높이기 위한 투자가 더욱 확대될 것으로 예상된다.

그림 6. 2019년 넷플릭스의 가격 인상(미국)



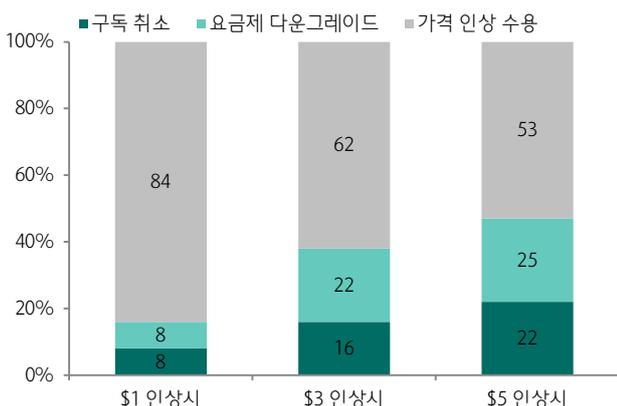
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 7. 넷플릭스의 스탠다드 가격 인상 추이 - '19년 가장 큰 폭



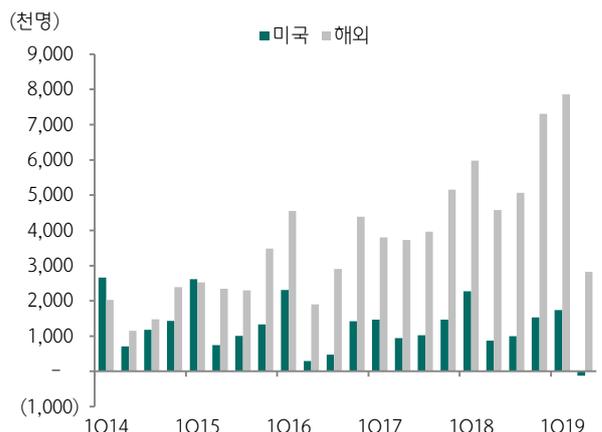
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 8. 소비자들의 가격 인상에 대한 저항 설문조사



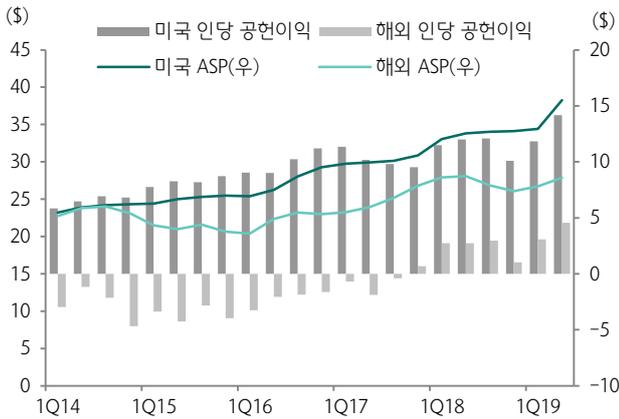
자료: Statista, 하나금융투자

그림 9. 지역별 순가입자 증가(감소) 추이



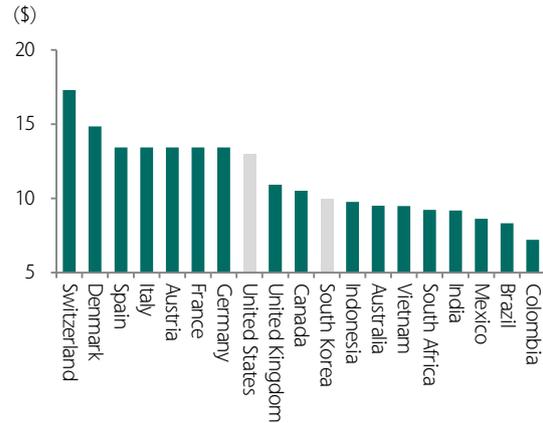
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 10. 미국에서는 인당 ASP와 공헌이익 올리고 있음



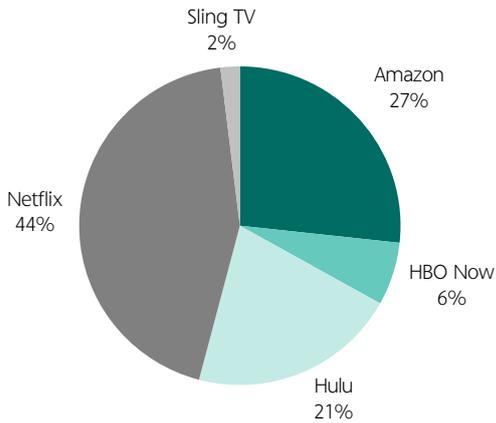
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 11. 국가별 넷플릭스 스탠드 요금



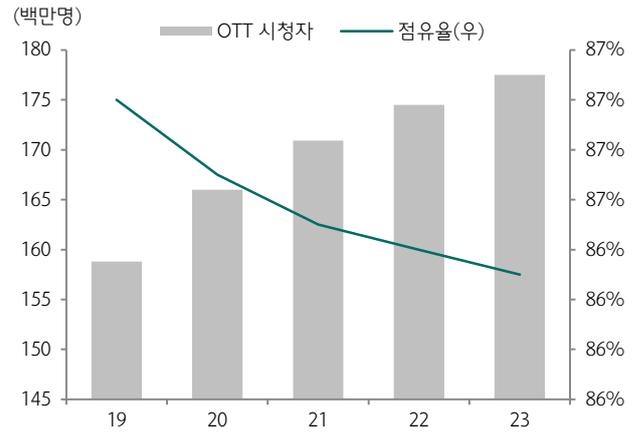
주: 요금은 Standard 기준으로 책정  
자료: Comparitech, 하나금융투자

그림 12. 시청자 수 기준 미국 OTT 점유율



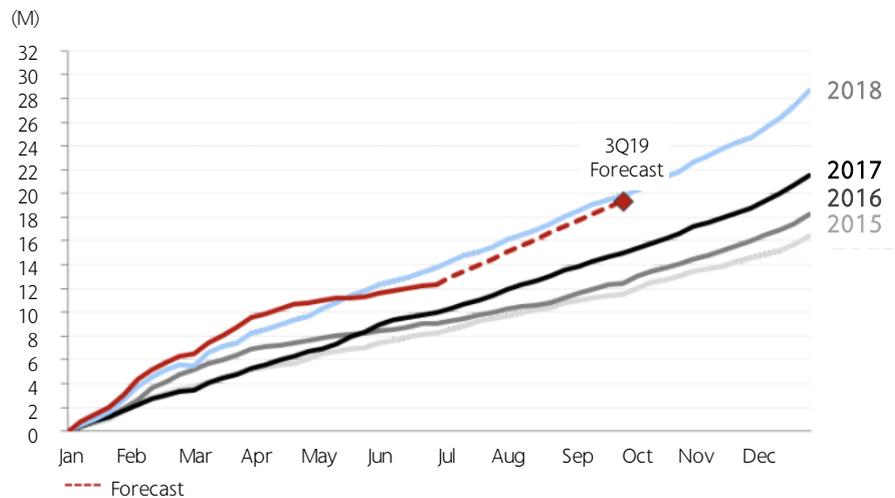
자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 13. 미국 내 넷플릭스 점유율 추이(2014년 90%)



자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 14. 연도별 글로벌 가입자 순증 추이 및 가이드스



자료: 넷플릭스 주주 서한, 하나금융투자

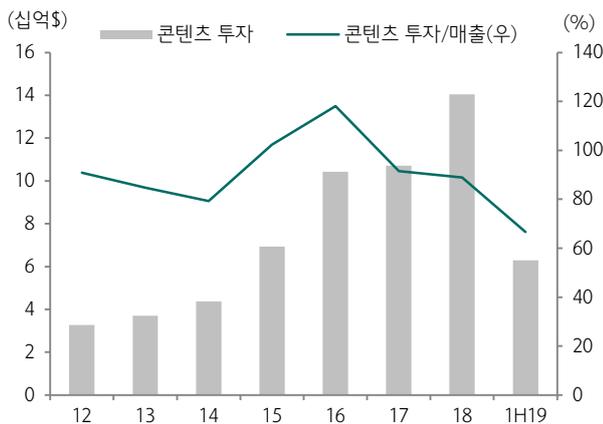
## 2) 넷플릭스의 오리지널 의존도 계속 높아질 수 밖에 없다

### (1) 라이선스 작품들의 계약 종료

**지정생존자 취소로 투자 둔화 우려** 최근 주요 뉴스 중 하나가 하우스 오브 카드를 대체했던 지정생존자의 시즌 4 제작 취소였다. 결론적으로는 주요 배우들의 계약이 시즌 3까지인 상태에서 이미 차기작이 정해진 배우들이 많아 자금보다는 스케줄의 문제가 컸던 것으로 나타났지만, 투자 둔화에 대한 우려가 높아지고 있다. 다만, 실제 콘텐츠 투자 금액을 보면 18년 기준 매출의 78%를 신규 오리지널(자체제작+라이선스)에 투자했으며, 1H19 콘텐츠 투자 규모는 \$63억(-5.8% YoY)이나, 연간으로는 \$150억으로 사상 최대가 예상된다.

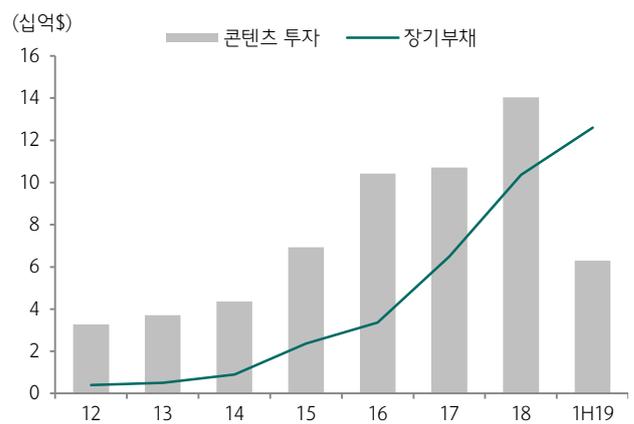
**주요 라이선스 작품 계약 종료(예정)** 또한, 주요 라이선스 작품들의 계약 종료도 시작되고 있다. 넷플릭스의 2018년 상위 10개 드라마 콘텐츠 중 8개가 라이선스다. 폭스는 "Family Guy" 등이 홀루로 옮겨지면서 넷플릭스 내 폭스 시청률이 2017년 1월 25% → 2018년 9월 5%까지 하락했다. 라이선스 작품들의 시청자가 적지 않았다는 반증인데, 중장기적으로 디즈니 등 경쟁자들이 모두 빠져나간다는 가정을 해보면 가입자 성장 동력은 둔화되고 있다. 디즈니는 이미 시청률이 높았던 마블 관련 드라마(Punisher, Jessica Jones)의 제작을 중단했다.

그림 15. 넷플릭스의 콘텐츠 투자와 매출 대비 비중



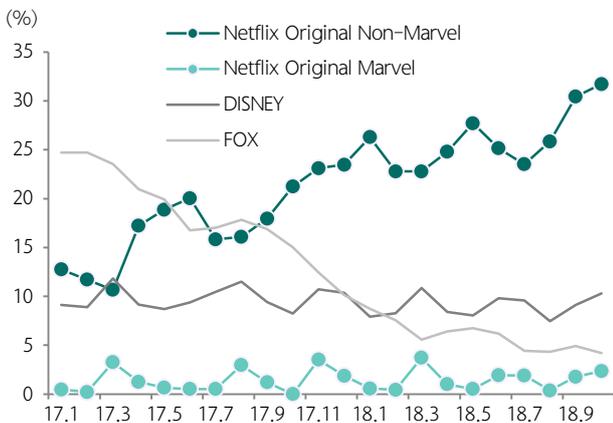
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 16. 넷플릭스의 콘텐츠 투자와 장기부채 추이



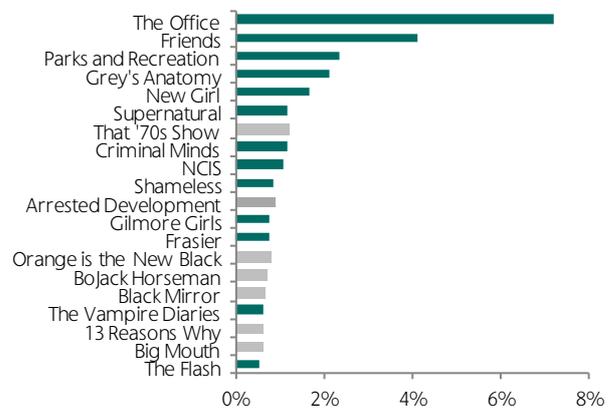
자료: Statista, 하나금융투자

그림 17. 넷플릭스 콘텐츠 제작자 기준 합산 시청률



주: 상기 시청률은 17년 1월에서 18년 10월 사이에 대한 7Park Data 추정치임  
자료: 7Park Data, Variety, 하나금융투자

그림 18. 넷플릭스 내 상위 프로그램 시청 지분율



자료: Jumpshot, 하나금융투자  
주: 회색은 넷플릭스 오리지널

주요작 라이선스 종료로  
오리지널 제작 확대 및 소비 상승

넷플릭스 중복 구독률은 약 60%

(2) 높아지는 오리지널 콘텐츠 의존도

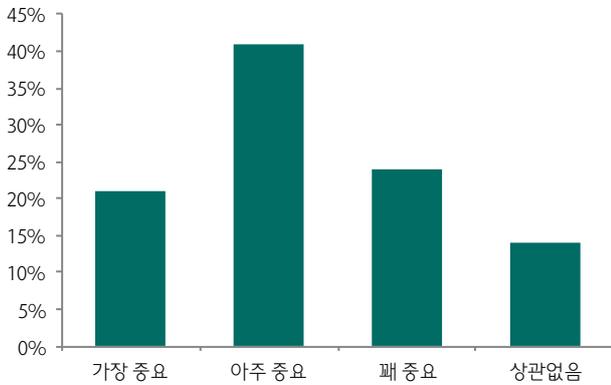
이용자가 많았던 주요 작품들의 라이선스 종료는 곧 오리지널 제작 확대를 의미한다. 다행히 넷플릭스의 이용자의 오리지널 콘텐츠 소비 비중은 2017년 24% → 2018년 37%로 빠르게 상승하고 있다. 타 플랫폼인 훌루/아마존과 비교하더라도 오리지널 소비 비중이 10%p 이상 높다. 넷플릭스 내 오리지널 콘텐츠가 구독에 미치는 영향이 중요하다는 소비자들의 비중은 85%도 상회했다. 특히 재미있는 점은, 오리지널 콘텐츠를 보기 위해 소비자들이 중복 구독도 마다하지 않는다는 점이 나타나고 있다는 것이다. 이 중 넷플릭스는 다른 플랫폼과의 중복 구독율이 60% 내외로 상당히 높았는데, 오리지널 콘텐츠의 경쟁력을 증명하는 것이다.

표 5. OTT 플랫폼별 중복구독 비율

	Netflix	Hulu	SlingTV	CBS All Access	HBO Now	DirectV Now
Netflix		17%	3%	1%	1%	0%
Hulu	61%		4%	2%	1%	0%
SlingTV	56%	23%		3%	1%	0%
CBS All Access	59%	37%	8%		1%	0%
HBO Now	62%	30%	4%	2%		0%
DirectV Now	51%	19%	2%	4%	0%	

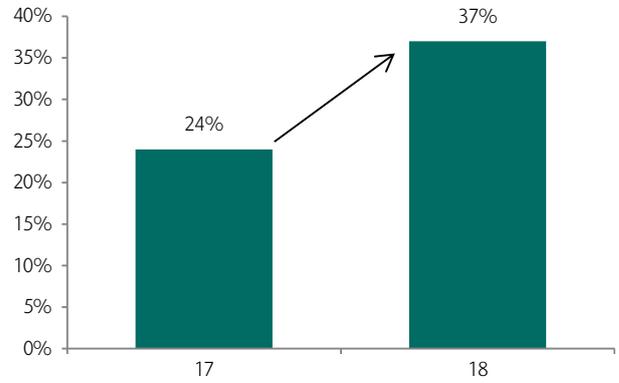
자료: Statista, 하나금융투자

그림 19. 오리지널 콘텐츠가 넷플릭스 구독에 미치는 영향



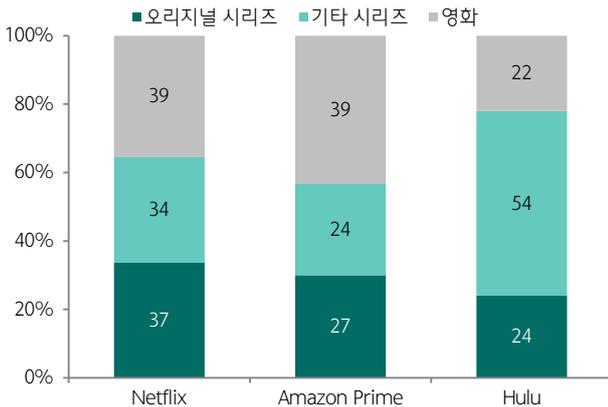
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 20. 넷플릭스 사용자들의 오리지널 콘텐츠 의존도



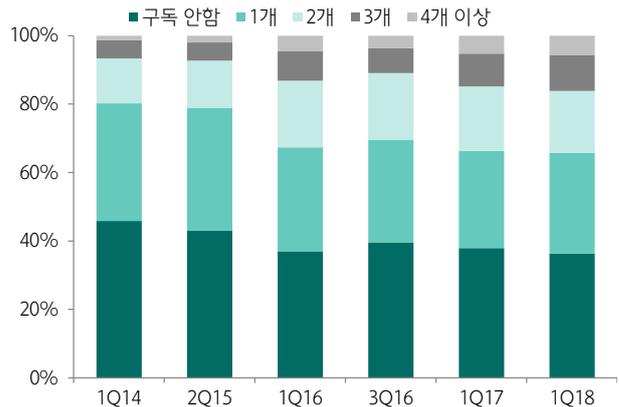
자료: 7Park Data, 하나금융투자

그림 21. US 시청자의 카테고리별 스트리밍 비중



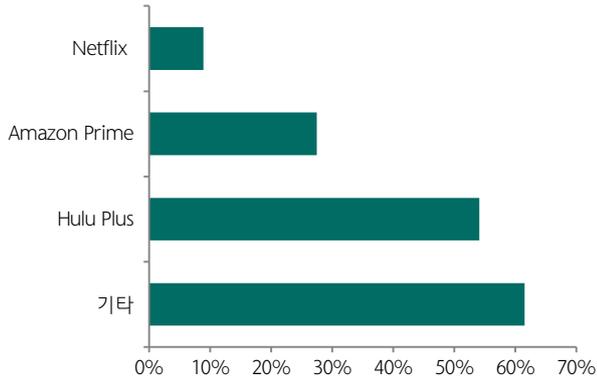
자료: Hub Entertainment Research

그림 22. 미국 내 이용자의 구독 OTT 서비스 개수



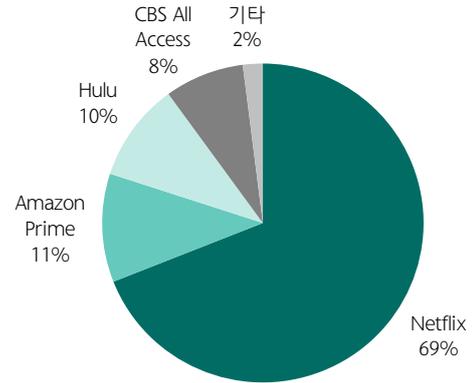
자료: Park Associates, 하나금융투자

그림 23. 미국 내 이용자의 OTT 서비스별 구독 취소 비율



자료: Park Associates, 하나금융투자

그림 24. 글로벌 디지털 오리지널 드라마의 플랫폼별 수요



자료: Parrot Analytics, 하나금융투자

표 6. 2018년 미국 내 상위 오리지널 드라마 시리즈 순위

순위	시리즈명	플랫폼	장르	2018년 연간 수요 강도(Dex)
1	Chilling Adventures Of Sabrina	Netflix	Horror	31,906,065
2	Titans	DC Universe	Action	30,052,995
3	Stranger Things	Netflix	Sci-Fi	27,613,781
4	Star Trek: Discovery	CBS All Access	Sci-Fi	23,665,187
5	Orange Is The New Black	Netflix	Comedy	21,269,989
6	13 Reasons Why	Netflix	Drama	20,632,174
7	The Haunting Of Hill House	Netflix	Horror	19,468,249
8	The Handmaid's Tale	Hulu	Drama	19,058,892
9	Marvel's Daredevil	Netflix	Action	18,851,500
10	Voltron: Legendary Defender	Netflix	Children	14,709,509
11	Narcos	Netflix	Drama	14,525,116
12	Black Mirror	Netflix	Sci-Fi	13,936,251
13	Money Heist (La Casa De Papel)	Netflix	Drama	13,110,962
14	Cobra Kai	YouTube Premium	Comedy	12,780,951
15	Sense8	Netflix	Drama	11,746,084
16	Marvel's Jessica Jones	Netflix	Action	11,462,859
17	Ozark	Netflix	Drama	11,449,809
18	House Of Cards	Netflix	Drama	10,552,612
19	BoJack Horseman	Netflix	Comedy	10,499,897
20	Queer Eye	Netflix	Reality	10,140,532

자료: Parrot Analytics, 하나금융투자

(3) 기묘해지는 빈지 워칭 강도

빈지 워칭 강도 심화

가장 중요한 지표인 빈지 워칭(출시 1일 안에 정주행을 완료한 시청자 수)은 상상 이상으로 높은 성과를 증명하고 있다. 2017년 가장 성공적이었던 작품 중 하나인 Defenders는 610만 명이었으나, 기묘한 이야기 시즌2/시즌3는 각각 1,580만명/2,640만명으로 기묘하게 상승하고 있다. 주요 오리지널 콘텐츠 의존도가 높아지면서 핵심 크리에이터들인 손다 라임스(그레이 아나토미), 손 레비(기묘한 이야기), 데이비드 베니오프(왕좌의 게임) 등과 다년 계약도 체결했다.

오리지널 콘텐츠 제작 편수 확대

- 17년 21편
- 18년 36편
- 19년 87편

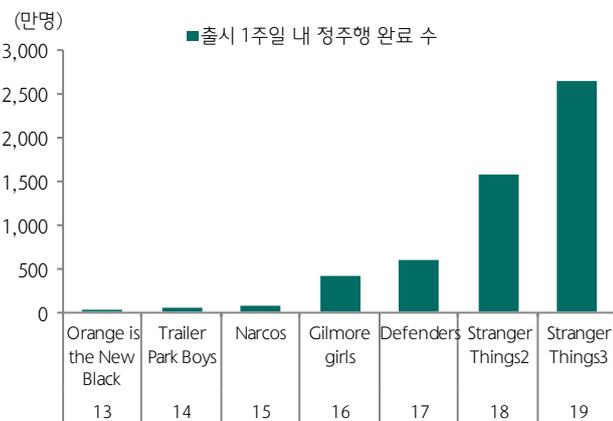
절대적인 콘텐츠 제작 편수도 확대된다. 2017년 오리지널 제작 편수는 21편에 불과했으나 2018년 36편, 2019년 87편까지 확대될 것이며, 2020년 이미 발표가 확정된 것만 61편에 달한다. 2016년 오리지널 콘텐츠 비중은 25% → 2018년 51%까지 상승했으며, 더 가파르게 확대될 것이다.

표 7. 넷플릭스와 계약한 주요 크리에이터들

계약 대상(어나운스 시점)	주요 작품	계약 기간 및 규모
손다 라임스(17.8)	그레이 아나토미, 스킨들(ABC)	다년간 계약, \$150M 규모 계약, 8개의 쇼 파이프라인
젠지 코한(17.11)	Orange is the New Black	다년간 계약, 신규 오리지널 시리즈 제작 예정
손 레비(17.12)	Stranger Things	4년짜리 계약, 호러 영화 포함 다수 예정
라이언 머피(18.2)	아메리칸 호러 스토리(FX)	5년간, \$300M 규모 계약. 다큐 3개, TV쇼 4개, 영화 3편 예정
오바마 부부(18.5)	미국 공장(19년 8월 넷플릭스 개봉)	트럼프 임명 과정 관련 다큐 외 2편 더 예정
데이비드 베니오프, 바이스(19.8)	왕좌의 게임	\$200M 규모 계약 추정.
패티 젠킨슨(19.9)	Wonder Woman(DC)	다년간 계약, 신규 오리지널 시리즈 제작 예정

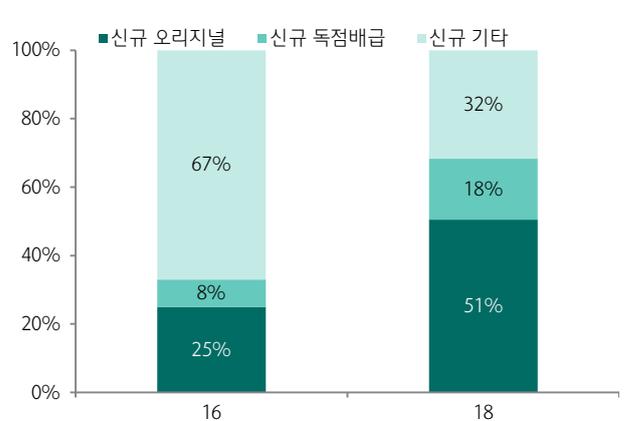
자료: 언론 보도, 하나금융투자  
 주: 크리에이터들과 백만달러대 계약을 한 것은 넷플릭스-손다 라임스가 최초

그림 25. 해마다 강해지는 빈지워칭 강도



주: Stranger Things2의 경우 1주일이 아닌 3일 기록만 발표  
 자료: Netflix Twitter 및 언론 보도 종합, 하나금융투자

그림 26. 넷플릭스의 신규 콘텐츠 카탈로그 구성



자료: Statista, 하나금융투자

### 3. 넷플릭스의 한국 오리지널 콘텐츠 10개 이상 제작 공개

#### 1) OTT 성장 잠재력은 미국보다 해외

**글로벌 OTT 시장 CAGR**

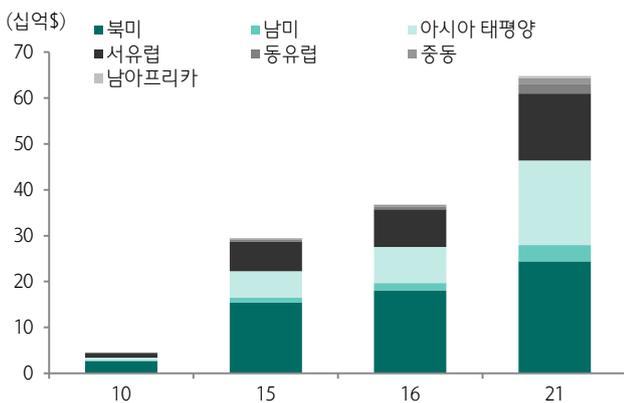
- 북미: 6%
- 남미: 18%
- 아태: 18%

**18년, 19년 오리지널 콘텐츠**

- 영미권: 13 → 30
- 아시아: 5 → 13
- 라틴계: 11 → 26

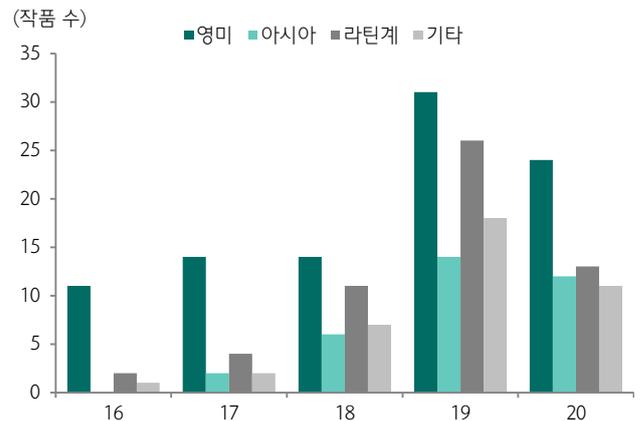
글로벌 OTT 시장 규모는 2016년 \$370억 → 2021년 \$650억으로 연평균 12% 성장할 것으로 예상된다. 지역별로 보면 북미는 6%로 낮지만, 남미/아시아태평양이 각각 18% 성장하는 것이다. 넷플릭스의 2018년 가입자의 글로벌 분포를 보면 북미/유럽/남미/기타가 각각 47%/28%/10%/15%인데, 2023년의 전망치는 미국이 34%로 하락한다. 이미 코드 커팅이 오랫동안 진행된 미국보다는 해외에서의 성장 잠재력이 훨씬 높을 수 밖에 없다. 오리지널 콘텐츠도 마찬가지다. 2017년까지는 영미권 오리지널 콘텐츠 수가 많았으나, 2018년을 기점으로 해외 콘텐츠 비중이 더 높아졌다. 2019년 지역별 오리지널 콘텐츠 수는 영미권 13개(2018년) → 30개, 아시아 5개 → 13개, 라틴계 11개 → 26개이다.

그림 27. 글로벌 OTT 시장 규모 전망



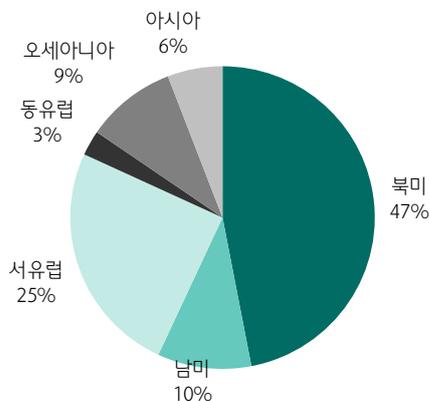
자료: Digital TV Display, 하나금융투자

그림 28. 넷플릭스 권역별 오리지널 드라마 수



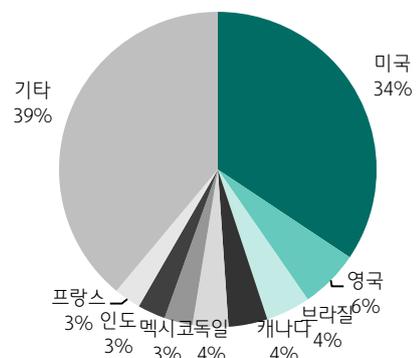
주: 방영일 기준이며 지정생존자처럼 중도에 오리지널로 편입한 작품은 카운트 안됨  
자료: Statista, 하나금융투자

그림 29. 넷플릭스 18년 글로벌 분포



자료: Comparitech, 하나금융투자

그림 30. 23년 국가별 넷플릭스 가입자 분포 전망치



자료: Statista, 하나금융투자

## 2) 나르코스와 킹덤

나르코스를 시작으로 브라질 가입자 및 라틴계 오리지널 제작 확대

2015년 제작된 나르코스는 현지에서 현지 문화 및 언어(영어/스페인어)로 제작된 넷플릭스 오리지널 제작의 첫 번째 사례(브라질 출연진, 감독으로 구성해 미국에서 방영)이다. 이후 브라질 가입자는 2015년 300만명에서 2018년 850만명으로 가파르게 증가했다. 라틴계 오리지널 콘텐츠 제작도 2015~2016년 각각 2개에서 2019년 이후 26개까지 확대되었다.

한국 넷플릭스 주요 작품

- 17년: 옥자(오리지널 영화)
- 18년: 미스터션샤인(동시 방영)
- 19년: 킹덤(오리지널 시리즈)

나르코스의 글로벌 흥행이 라틴계 오리지널 제작 증가 및 가입자 증가에 긍정적인 영향을 미쳤을 것이다. 그리고 한국에서도 이런 현상이 마찬가지로 나타나고 있다. 2016년 진출 이후 2017년 영화 '옥자'가 방영되면서 첫 번째 레벨업이 있었다. 2018년에는 자체 제작 오리지널은 아니지만 '미스터 션샤인'의 넷플릭스 동시 방영(사전 프로모션만 5개월)으로 2번째 성장이 시작되었으며, 2019년 1월 순수 오리지널 드라마인 김은희 작가의 '킹덤'이 공개되면서 순 이용자는 250만명에 육박하고 있다. 가장 늦게 진출한 아시아 지역의 로컬 오리지널 작품 확대가 이제 시작하고 있는 것이다.

국내 순 이용자는 17년 100만명 미만에서 19년 1월 250만명까지 성장

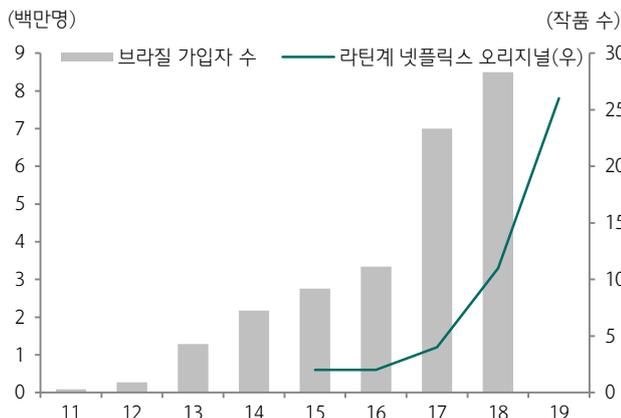
그림 31. 넷플릭스 글로벌 진출 시점 Timeline

넷플릭스는  
 2010년 캐나다로 시작해  
 2011년 남미  
 2012년 유럽  
 2015년 아시아태평양  
 2016년 글로벌 전역으로 진출



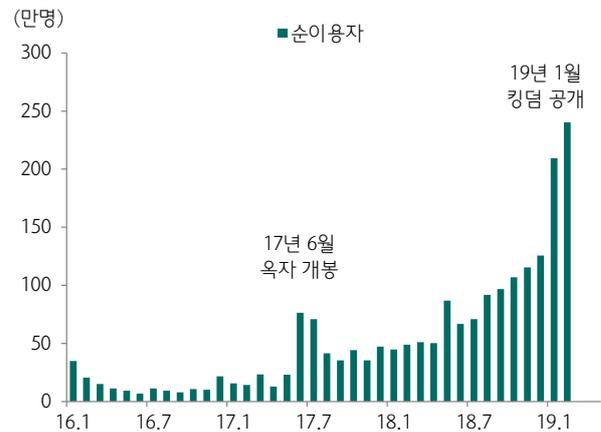
자료: Netflix, 하나금융투자

그림 32. 브라질 성장과 라틴계 오리지널 작품 성장



자료: Comparitech, 하나금융투자

그림 33. 한국 넷플릭스 순이용자 증가 추이



자료: Statista, 하나금융투자

### 3) 한국 오리지널 콘텐츠 10개 이상 제작 계획 발표

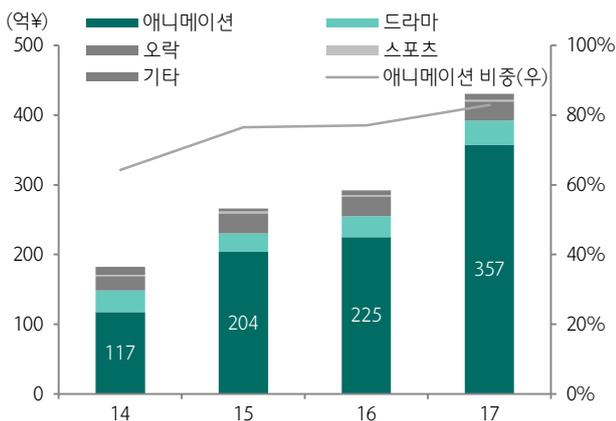
국내 진행 중 작품만 10편 이상

9월 열린 아시아 드라마 컨퍼런스에서 넷플릭스는 2016년 이후 한국 오리지널 콘텐츠 9개를 제작했으며, **현재 작업이 진행중인 오리지널 콘텐츠만 10편 이상**이라고 공개했으며, 이 중 '킹덤2', '범인은 바로 너! 시즌2'등 시즌제 제작도 시작되고 있다.

일본에서는 애니메이션,  
한국에서는 드라마

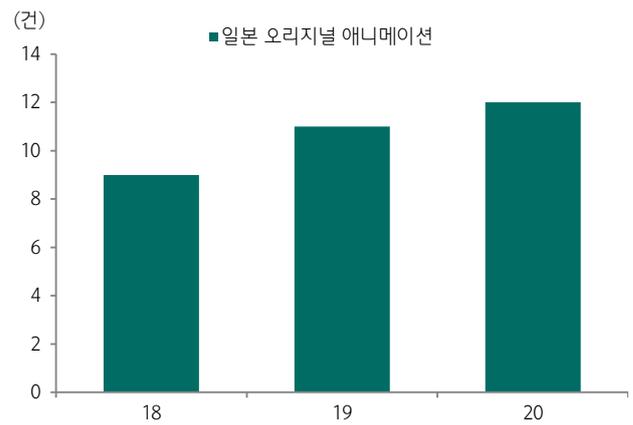
아시아로 시야를 넓혀도 내 드라마 산업의 수혜는 한국에 집중되어 있다. 일본의 경우 애니메이션 강국으로 이미 콘텐츠 수출 내 애니메이션 비중이 80%에 육박하며, 약 60%가 아시아로 수출된다. 2018년 일본 오리지널 애니메이션은 무려 8편이 확정되었으며, 19년과 20년 각각 10편, 12편으로 확장되었다. 반대로 한국의 경우 일본 애니메이션 수출액과 비슷한 규모의 드라마를 수출한다. 드라마 비중이 전체 수출액의 약 80%이며, 90% 이상이 아시아로 수출된다. 이미 좋아하면 올리는, 첫 사랑은 처음이라서(1, 2) 외에도 5편 이상이 1년 내 제작될 것이다.

그림 34. 일본 방송산업 장르별 수출액



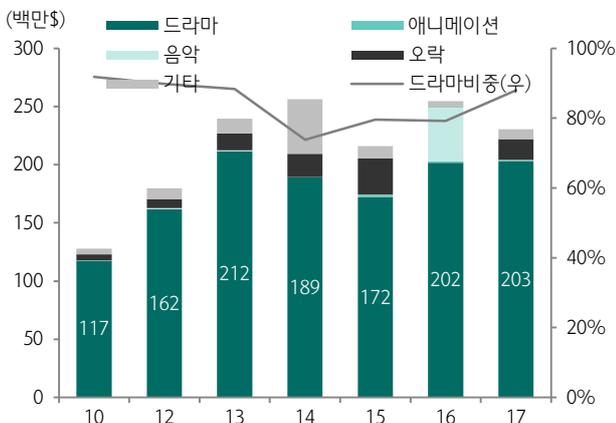
자료: 일본 후생성, 하나금융투자

그림 35. 넷플릭스향 일본 오리지널 애니메이션



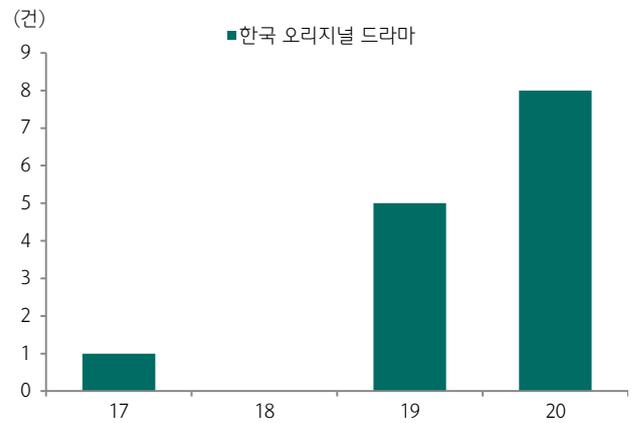
자료: 위키백과, 하나금융투자

그림 36. 한국 방송산업 장르별 수출액



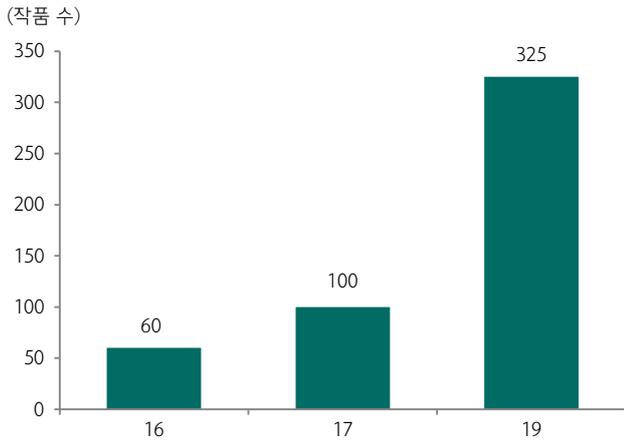
자료: 문화체육관광부, 하나금융투자

그림 37. 넷플릭스향 한국 오리지널 드라마



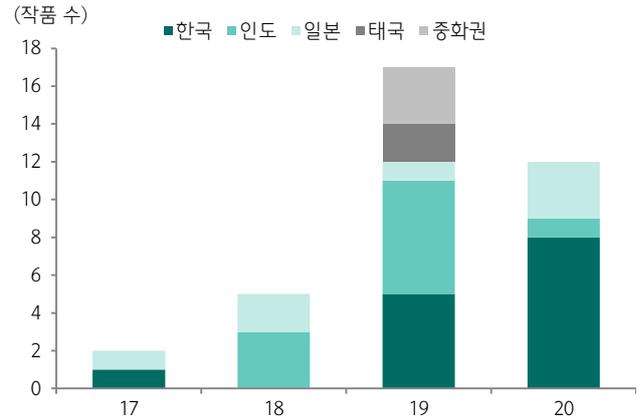
자료: 위키백과, 하나금융투자

그림 38. 넷플릭스의 한국 콘텐츠 수



자료: 넷플릭스, 한국경제, 하나금융투자  
 주: 편수는 영화, 방송 합산 수치이며, 라이선스 포함

그림 39. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 참조, 하나금융투자  
 주: 20년은 현재 제작인 확정된 작품만 기록, 시즌 연장 혹은 신규 제작이 20년에 결정되지 않은 경우 기록되지 않음.

표 8. Netflix의 아시아 오리지널 드라마 방영 일정

(단위: 편)

언어별	작품명	17	18	19	20
아시아 총 오리지널 제작 편수		2	6	14	12
Korean	My Only Love Song	SE1			
Korean	킹덤			SE1	SE2
Korean	페르소나			SE1	SE2
Korean	첫사랑은 처음이라서			SE1, SE2	
Korean	좋아하면 울리는			SE1	SE2
Korean	나홀로그대			SE1	SE2
Korean	보건교사안은영				SE1
Korean	인간수업				SE1
Korean	오징어게임				SE1
Korean	미상의 SF물				SE1
Mandarin	NOWHERE MAN				SE1
Mandarin	TRIAD PRINCESS				SE1
Japanese	Blazing Transfer Student	SE1			
Japanese	Jimmy: The True Story of a True Idiot		SE1		
Japanese	Switched		SE1		
Japanese	The Naked Director			SE1	SE2
Japanese	Followers				SE1
Japanese	주온				SE1
Hindi/English/Urdu	BARD OF BLOOD			SE1	
Hindi	Sacred Games		SE1	SE2	
Hindi	Ghoul		SE1		
Hindi	Selection Day		PART1	PART2	
Hindi	Delhi Crime			SE1	SE2
Hindi	Leila			SE1	
Hindi	Typewriter			SE1	
Hindi, Tamil	Baahubali: Before the Beginning				
THAI	THE STRANDED			SE1	
THAI	SHIMMERS				

자료: 위키백과 및 언론 보도 참조, 하나금융투자

#### 4) 스튜디오드래곤 목표주가 상향

##### 넷플릭스 오리지널 제작 확대

현재까지 방영된 넷플릭스 오리지널은 1편이지만, 2020년에는 최대 3편(나 홀로 그대, 좋아하면 울리는, 추가 1편)까지 제작 가능하다. 시즌제로 갈수록 회당 제작비와 GP마진이 확대된다는 점을 감안하면 IP가 없음에도 이익 레벨은 가파르게 상승할 것이다.

##### 미국 제작사 인수 시 해외 OTT 수혜

또한, 미국 제작사 인수 가능성도 언론을 통해 보도 되었으며, HBO 등 넷플릭스의 추가 OTT 계약 가능성이 높다. 특히, 재미교포 이민진의 소설 '파친코'는 애플 TV를 통해 시리즈 작품(8부작)으로 출시될 것이다. 배경이 일제강점기인 스토리의 특성상 한국 제작사(아직 미정)의 제작 가능성도 높은 편이며, (언론에 따르면) 애플 콘텐츠 중 예산이 높은 편에 속하기에 회당 제작비는 \$500만(약 60억원) 내외 혹은 이상이 될 가능성이 높다. 한국 제작사로 확정만 된다면 꼭 스튜디오드래곤이 아니더라도 한국 드라마 제작 산업에서 가장 중요한 변곡점 중 하나가 될 것이다.

##### 스튜디오드래곤 목표주가 상향

- 1) 글로벌 OTT의 본격 투자 사이클
- 2) 높은 오리지널 흥행과 의존도
- 3) 해외 OTT시장에서 한국 드라마 수요 통한 수혜

1) 글로벌 OTT들의 본격적인 투자(연간 \$300억 이상) 사이클과 2) 넷플릭스의 높은 오리지널 콘텐츠 흥행 및 오리지널 의존도, 그리고 3) 해외 OTT 시장의 성장에서 한국 드라마 제작 산업의 예견된 수혜가 예상된다. 스튜디오드래곤의 2019년 예상 영업이익은 450~500억원 내외이나, 1) 아스달연대기 시즌2~3 외에도 2) 넷플릭스향 3편 이상 제작, 3) HBO/애플 등 넷플릭스 외 추가 OTT 제작 가능성, 4) 미국 시즌제 드라마 제작 가능성까지 모두 현실화된다면 2021년 영업이익은 중국 없이도 1,000억원도 충분히 가능할 것이다. 대부분이 시즌제 제작임을 감안한다면 글로벌향 수주가 시작될 때 밸류에이션 리레이팅이 나타날 가능성이 높다. 이를 반영해 목표 밸류에이션 상향을 통한 목표 주가를 상향(8.6만원 → 9.2만원)한다. 연간 주요 텐트폴 작품 4편이 중국에 판매된다는 가정 하에서는 영업이익 1,500억원까지 레벨업 될 것이다.

표 9. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	287	380	522	643	80	74	124	102	112	128	136	146
편성	131	178	239	340	41	34	49	54	44	58	70	67
판매	112	162	239	256	32	29	63	38	56	60	54	68
기타	44	39	43	48	7	11	11	10	12	10	11	11
오리지널	0	0	8	54	0	0	0	0	0	0	8	0
매출총이익	47	56	69	99	14	11	25	7	15	15	15	23
GPM	16%	15%	13%	15%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	11%	16%
영업이익	33	40	49	77	11	7	22	0	11	11	10	16
OPM	11%	11%	9%	12%	13%	10%	17%	0%	10%	8%	8%	11%
순이익	24	36	39	64	8	9	17	2	9	7	9	13

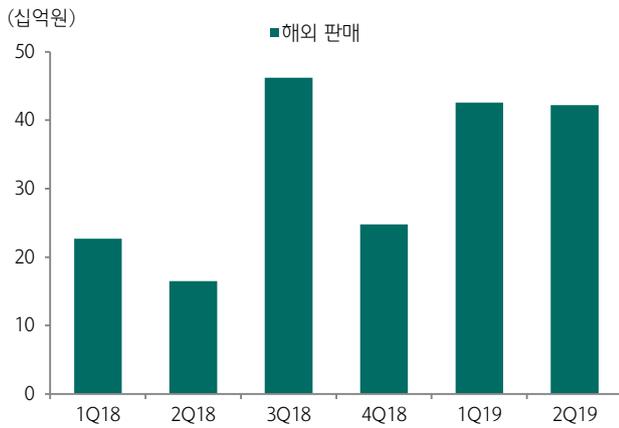
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 10. 스튜디오드래곤 목표주가 상향

지배주주순이익('20년)	64	십억원
주식 수	28,051	천주
EPS	2,294	원
목표 P/E	40	배
목표 주가	92,000	원
현재 주가	69,100	원
상승 여력	33	%

자료: 하나금융투자

그림 40. 해외 콘텐츠 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 41. 국내 콘텐츠 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 42. 스튜디오드래곤 2.0 - 제작 역량 중심 성장 전략



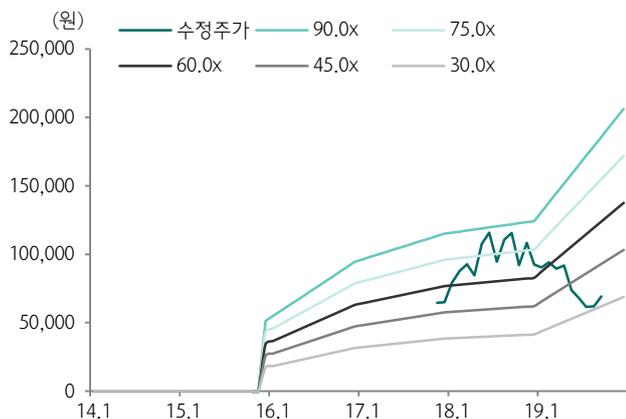
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 11. 2019년 스튜디오 드래곤 방영 예정 라인업

		방영시작	제목	연출	작가	출연진	회차	
tvN	월/화	01월 07일	왕이 된 남자	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영	16	
		03월 11일	사이코메트리 그녀석	김병수	양진아	박진영, 신예은	16	
		05월 06일	어비스	유제원, 주상규	문수연	박보영, 안효섭	16	
		07월 01일	60일, 지정생존자	유종선	김태희	지진희, 이준혁	16	
		08월 26일	위대한 쇼	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈	16	
		10월 21일	유령을 잡아라	신윤섭	소원, 이영주	김선호, 문근영	16	
		12월 경	블랙독	황준혁	박주연	서현진, 라미란	16	
	수/목	02월 06일	진심이 닿다	박준화, 최지영	이명숙, 최보림	유인나, 이동욱	16	
		04월 10일	그녀의 사생활	홍종찬 외 2	김예영	박민영, 김재욱	16	
		06월 05일	검색어를 입력하세요: www	정지현, 권영일	권도은	임수정, 이다희	16	
		09월 25일	청일전자 미쓰리	한동화	박정화	이예리, 김상경	16	
		11월 경	사이코패스 다이어리	이종재	류용재	윤시운, 정인선	16	
	금	09월 20일	쌈니다 천리마마트	백승룡	김솔지	김병철, 이동휘	12	
	토/일	01월 26일	로맨스는 별책부록	이정효	정현정	이나영, 이종석	16	
		03월 23일	자백	김철규, 윤연기	임희철	이준호, 유재명	16	
		06월 01일	아스달연대기 1,2	김원석	김영연, 박상연	장동건, 송중기	12	
		07월 13일	호텔델루나	오충환	홍정은, 홍미란	이지은, 여진구	16	
		09월 07일	아스달연대기 3				6	
		09년 미정	날 녹여주오 사랑의 불시착	신우철 이정효	백미경 박지은	지창욱, 원진아 현빈, 손예진	16	
	OCN	수/목	03월 06일	빙의	최도훈	박희강	송새벽, 고준희	16
			05월 08일	구해줘 2	이권	서주연	엄채구, 천호진	16
07월 17일			미스터리간제	성용일	장홍철	윤균상, 금새록	16	
09월 18일			달리는 조사관	김용수	백정철	이요원, 최귀화	16	
토/일		03월 23일	킬잇	남성우, 안지숙	손연수, 최명진	장기용, 나나	12	
		05월 11일	보이스 3	남기훈	마진원	이하나, 이진욱	16	
		07월 06일	왓쳐	안길호	한상운	한석규, 서강준	16	
		10월 경	모두의 거짓말	이윤정	전영신, 원유정	이민기, 이유영	16	
기타	지상파	05월 22일	봄밤	안판석	김은	한지민, 정해인	32	
		07월 19일	의사요한	조수원	김지운	지성, 이세영	32	
	넷플릭스 오리지널	08월 22일 4Q	좋아하면 울리는 1 나홀로 그대 1	이나정 이상엽	천계영 류용재	김소현, 송강, 정가람 윤현민, 고성희	8 12-15	

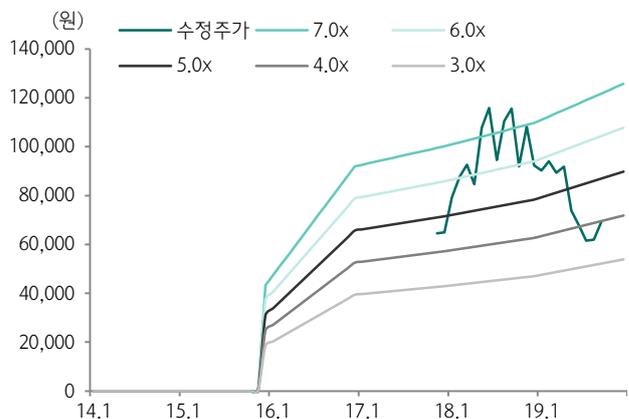
자료: 언론보도 집계, 하나금융투자

그림 43. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 44. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

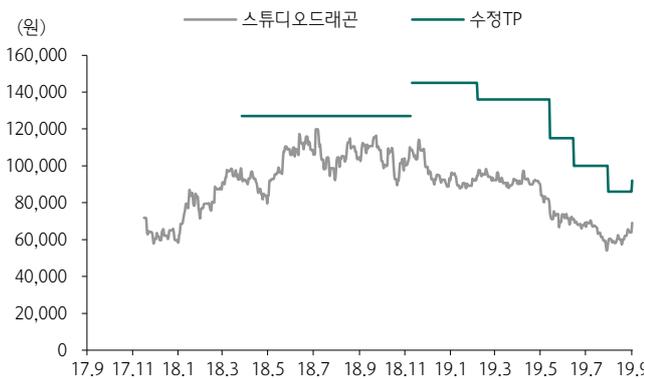
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	286.8	379.6	521.5	643.2	689.6
매출원가	239.7	324.0	452.7	543.9	566.2
매출총이익	47.1	55.6	68.8	99.3	123.4
판매비	14.2	15.7	20.1	22.8	25.6
영업이익	33.0	39.9	48.7	76.5	97.9
금융손익	(2.5)	6.1	5.9	7.1	8.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0
세전이익	30.3	45.6	54.4	83.6	106.4
법인세	6.4	9.8	15.7	19.2	24.5
계속사업이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
지배주주지분포괄이익	23.8	34.7	38.7	64.4	81.9
NOPAT	26.0	31.3	34.7	58.9	75.4
EBITDA	74.3	115.2	97.4	108.0	118.2
성장성(%)					
매출액증가율	85.8	32.4	37.4	23.3	7.2
NOPAT증가율	101.6	20.4	10.9	69.7	28.0
EBITDA증가율	91.5	55.0	(15.5)	10.9	9.4
영업이익증가율	98.8	20.9	22.1	57.1	28.0
(지배주주)순이익증가율	193.8	50.4	8.1	66.4	27.2
EPS증가율	84.5	21.7	7.9	66.2	27.2
수익성(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	13.2	15.4	17.9
EBITDA이익률	25.9	30.3	18.7	16.8	17.1
영업이익률	11.5	10.5	9.3	11.9	14.2
계속사업이익률	8.3	9.4	7.4	10.0	11.9
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,278	1,379	2,292	2,916
BPS	13,141	14,305	15,668	17,960	20,876
CFPS	3,068	3,930	3,530	3,888	4,231
EBITDAPS	3,271	4,108	3,471	3,846	4,210
SPS	12,628	13,539	18,584	22,904	24,558
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	61.9	72.3	50.1	30.2	23.7
PBR	4.9	6.5	4.4	3.8	3.3
PCFR	21.2	23.5	19.6	17.8	16.3
EV/EBITDA	22.1	21.2	17.4	14.8	12.7
PSR	5.1	6.8	3.7	3.0	2.8
재무비율(%)					
ROE	9.5	9.3	9.2	13.6	15.0
ROA	6.8	7.4	7.0	10.1	11.2
ROIC	15.3	14.6	15.9	33.6	51.0
부채비율	24.7	27.7	33.8	35.9	33.0
순부채비율	(49.5)	(38.2)	(55.3)	(67.6)	(75.7)
이자보상배율(배)	19.0	343.0	1,192.5	1,872.9	2,395.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	289.8	247.2	371.4	498.5	612.7
금융자산	192.6	155.5	245.5	343.1	446.1
현금성자산	51.3	153.0	242.1	339.0	441.6
매출채권 등	54.9	68.8	94.5	116.5	124.9
재고자산	1.3	0.6	0.8	1.0	1.1
기타유동자산	41.0	22.3	30.6	37.9	40.6
비유동자산	169.6	265.2	217.3	186.9	166.9
투자자산	3.8	3.7	4.6	5.6	6.0
금융자산	3.8	3.3	4.6	5.6	6.0
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	150.1	118.8	98.6
기타비유동자산	37.2	62.0	61.9	61.9	61.9
자산총계	459.5	512.4	588.7	685.4	779.6
유동부채	90.7	108.2	145.6	177.7	189.9
금융부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	34.2	59.9	82.3	101.5	108.8
기타유동부채	46.4	48.3	63.3	76.2	81.1
비유동부채	0.3	2.9	3.2	3.4	3.5
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.3	0.8	1.1	1.3	1.4
부채총계	91.0	111.1	148.8	181.0	193.4
지배주주지분	368.4	401.3	440.0	504.4	586.2
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
자본조정	2.7	0.3	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	0.0	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	32.1	67.6	106.4	170.7	252.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	440.0	504.4	586.2
손금부채	(182.5)	(153.4)	(243.3)	(341.0)	(444.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(7.2)	(29.1)	86.8	92.9	95.5
당기순이익	23.8	35.8	38.7	64.4	81.9
조정	41.9	74.5	44.7	25.6	12.5
감가상각비	41.3	75.3	48.7	31.5	20.4
외환거래손익	0.8	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	(0.3)	(4.0)	(5.9)	(7.9)
영업활동 자산부채 변동	(72.9)	(139.4)	3.4	2.9	1.1
투자활동 현금흐름	(141.0)	140.6	2.3	4.1	7.2
투자자산감소(증가)	(1.5)	0.1	(0.8)	(1.1)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(139.5)	140.7	3.1	5.2	7.6
재무활동 현금흐름	188.1	(9.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
금융부채증가(감소)	(18.0)	(7.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.7)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	39.8	101.7	89.0	96.9	102.7
Unlevered CFO	69.7	110.2	99.1	109.2	118.8
Free Cash Flow	(7.3)	(29.3)	86.8	92.9	95.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.10	BUY	92,000		
19.8.9	BUY	86,000	-29.08%	-23.84%
19.6.24	BUY	100,000	-34.39%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.57%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-32.90%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	담당자변경	145,000		
18.11.18	담당자변경			-
18.4.5	BUY	127,000	-19.28%	-5.67%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 9월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 09월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.