

# 스튜디오드래곤(253450.KQ)



미디어/엔터 한상웅

Tel. 02)368-6139 / sangwoong@eugenefn.com

## BUY(유지)

|               |          |
|---------------|----------|
| 목표주가(12M, 유지) | 130,000원 |
| 현재주가(01/22)   | 88,000원  |

### Key Data (기준일: 2018.01.22)

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| KOSPI(pt)       | 2,118            |
| KOSDAQ(pt)      | 695              |
| 액면가(원)          | 500              |
| 시가총액(십억원)       | 2,469            |
| 52주 최고/최저(원)    | 123,500 / 70,200 |
| 52주 일간 Beta     | 1.70             |
| 발행주식수(천주)       | 28,051           |
| 평균거래량(3M, 천주)   | 180              |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 17,703           |
| 배당수익률(18F, %)   | 0.0              |
| 외국인 지분율(%)      | 2.0              |
| 주요주주 지분율(%)     |                  |
| 씨제이엔엠 외 3인      | 74.4             |

### Company Performance

| 주가수익률(%)      | 1M    | 3M    | 6M    | 12M  |
|---------------|-------|-------|-------|------|
| 절대수익률         | -7.5  | -19.8 | -14.8 | 14.3 |
| KOSPI 대비상대수익률 | -10.6 | -13.1 | -2.6  | 34.7 |

### Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

| 결산기(12월)<br>(단위: 십억원) | 4Q18E  |                |                | 시장<br>전망치 | 1Q19E  |                |                | 2017   | 2018E  |                | 2019E  |                |
|-----------------------|--------|----------------|----------------|-----------|--------|----------------|----------------|--------|--------|----------------|--------|----------------|
|                       | 예상치    | qoq<br>(%, %p) | yoy<br>(%, %p) |           | 예상치    | qoq<br>(%, %p) | yoy<br>(%, %p) |        | 예상치    | yoy<br>(%, %p) | 예상치    | yoy<br>(%, %p) |
| 매출액                   | 108    | -12.9          | 49.9           | 105       | 100    | -7.5           | 24.8           | 287    | 386    | 34.5           | 479    | 24.1           |
| 영업이익                  | 11     | -46.7          | 229.7          | 15        | 15     | 35.0           | 45.0           | 33     | 51     | 54.3           | 91     | 79.5           |
| 세전이익                  | 12     | -43.3          | 640.2          | 13        | 17     | 34.2           | 55.0           | 30     | 56     | 86.4           | 97     | 71.3           |
| 순이익                   | 10     | -41.6          | 406.9          | 10        | 14     | 34.2           | 72.8           | 24     | 44     | 85.4           | 77     | 74.5           |
| OP Margin             | 10.6   | -6.7           | 5.8            | 13.0      | 15.5   | 4.9            | 2.2            | 11.5   | 13.2   | 1.7            | 19.1   | 5.9            |
| NP Margin             | 9.4    | -4.6           | 6.6            | 9.8       | 13.6   | 4.2            | 3.8            | 8.3    | 11.5   | 3.1            | 16.1   | 4.7            |
| EPS(원)                | 1,444  | -41.6          | 406.9          | 1,612     | 1,938  | 34.2           | 72.8           | 851    | 1,577  | 85.4           | 2,751  | 74.5           |
| BPS(원)                | 14,634 | 2.5            | 11.4           | 14,633    | 15,119 | 3.3            | 12.6           | 13,141 | 14,634 | 11.4           | 17,386 | 18.8           |
| ROE(%)                | 9.9    | -7.5           | 7.7            | 11.0      | 12.8   | 3.0            | 4.5            | 9.5    | 11.4   | 1.9            | 17.2   | 5.8            |
| PER(X)                | 60.9   | -              | -              | 54.6      | 45.4   | -              | -              | 76.4   | 55.8   | -              | 32.0   | -              |
| PBR(X)                | 6.0    | -              | -              | 6.0       | 5.8    | -              | -              | 4.9    | 6.0    | -              | 5.1    | -              |

자료: 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

## 단기 실적 보다 우호적인 미디어 산업의 변화에 주목

### ■ OTT 사업자간의 경쟁 본격화, 우호적 시장 환경이 동사의 수혜로 이어질 것

글로벌 1위의 OTT 사업자인 넷플릭스는 4분기 실적 발표에 앞서 북미 및 남미 지역에서 구독료를 인상한다고 발표했다. 디즈니(2019년 9월 예정), 애플 등 신규 OTT 사업자 진출에 앞선 가격 인상은 넷플릭스의 오리지널 콘텐츠에 대한 강한 자신감을 표현한 전략이라는 판단이다. 또한 주요 콘텐츠의 조회수(공개 후 4주간)를 공개해, 오리지널 콘텐츠 및 알고리즘 추천 시스템의 경쟁력을 증명했다.

글로벌 미디어 산업의 변화는 1) 양질의 콘텐츠 라이브러리 확보가 OTT의 경쟁력으로 이어지기 때문에 콘텐츠 수요처가 확대된다는 점, 2) 구독료 인상을 통해 자금을 확보한 넷플릭스는 콘텐츠에 대한 투자 여력이 확대되었다는 측면에서 동사에 긍정적이다.

### ■ 2019년은 글로벌 제작사로의 도약하기 위한 원년

동사는 한국 내 콘텐츠 시장에서 압도적인 제작 역량을 바탕으로 글로벌 콘텐츠 제작사로의 도약을 준비하고 있다. 2019년 연내 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 '좋아하면 울리는', '나 홀로 그대'의 2개 작품이 준비 중에 있고, 5월 방영이 예상되는 '아스달 연대기'는 국내 드라마 사상 최초의 시즌제 작품이 될 가능성이 높다.

넷플릭스가 한국에서 최초로 자체 제작하는 시즌제 드라마 '킹덤'이 1/25 방영된다는 점에도 주목할 필요가 있다. 드라마 '킹덤'의 제작사는 에이스토리(지분율: 이상백 16.23%, 이 에이프로드션 16.94%, CJ ENM 13.5%, JTBC계열(중앙일보사, 제이콘텐츠리) 13.5% 등)로 동사와 직접적인 연관은 없으나, '킹덤'의 성공여부는 향후 글로벌 OTT 사업자들의 한국 콘텐츠 수급과 동사의 콘텐츠 수급에 영향을 미치는 요인이 될 수 있기 때문이다.

### ■ 4Q18 영업이익 114억원으로 시장 기대치는 하회할 것으로 예상

동사의 4분기 연결기준 매출액은 1,078억원(+50% yoy), 영업이익은 114억원(+230% yoy)으로 시장 기대치(영업이익 155억원)를 26% 가량 하회할 것으로 예상된다. 주요 콘텐츠가 OTT용으로 사전판매 됨에 따라 무형자산상각비가 기존 추정대비 상승했을 것으로 예상되기 때문이다.

시장의 기대치를 하회하는 실적에도 불구하고 **투자의견 BUY** 및 **목표주가 130,000원은 유지**한다. 단기적인 실적 보다 글로벌 OTT 플랫폼의 확대에 따른 콘텐츠 라이브러리 수요처 증가, 중국형 판권 판매 등 동사의 성장 모멘텀이 될 우호적 외부환경에 대한 기대감이 유효하기 때문이다.

도표 1 실적 전망

|        | 1Q17A | 2Q17A | 3Q17A | 4Q17A | 1Q18A  | 2Q18A  | 3Q18A  | 4Q18F  | 2017A | 2018F | 2019F |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액    | 75.3  | 62.1  | 77.5  | 71.9  | 79.9   | 74.3   | 123.7  | 107.8  | 286.8 | 385.6 | 478.6 |
| YoY    | -     | -     | -     | -     | 6.0%   | 19.6%  | 59.6%  | 49.9%  | 46.7% | 34.4% | 24.1% |
| 편성매출   | 26.3  | 24.1  | 41.8  | 39.0  | 40.7   | 34.1   | 48.9   | 42.6   | 131.2 | 166.3 | 190.2 |
| 판매매출   | 36.5  | 26.3  | 23.3  | 25.7  | 32.1   | 28.8   | 63.4   | 53.7   | 111.8 | 178.0 | 231.1 |
| 기타매출   | 12.5  | 11.6  | 12.4  | 7.2   | 7.1    | 11.4   | 11.4   | 11.3   | 43.7  | 41.3  | 57.4  |
| 매출원가   | 58.6  | 49.9  | 66.8  | 64.4  | 66.2   | 63.7   | 98.9   | 91.9   | 239.7 | 320.7 | 369.3 |
| 매출원가율  | 77.8% | 80.4% | 86.1% | 89.6% | 82.9%  | 85.7%  | 80.0%  | 85.3%  | 83.6% | 83.2% | 77.2% |
| 매출총이익  | 16.8  | 12.2  | 10.7  | 7.4   | 13.6   | 10.6   | 24.8   | 15.8   | 47.1  | 64.8  | 109.3 |
| 매출총이익률 | 22.2% | 19.6% | 13.9% | 10.4% | 17.1%  | 14.3%  | 20.0%  | 14.7%  | 16.4% | 16.8% | 22.8% |
| 판매비    | 2.8   | 3.3   | 4.0   | 4.0   | 3.0    | 3.3    | 3.3    | 4.4    | 14.1  | 14.0  | 17.9  |
| 판매비율   | 3.7%  | 5.3%  | 5.2%  | 5.5%  | 3.7%   | 4.4%   | 2.7%   | 4.1%   | 4.9%  | 3.6%  | 3.7%  |
| 영업이익   | 14.0  | 8.9   | 6.7   | 3.5   | 10.7   | 7.3    | 21.4   | 11.4   | 33.0  | 50.8  | 91.4  |
| YoY    | -     | -     | -     | -     | -23.7% | -17.6% | 222.1% | 229.7% | 55.6% | 54.1% | 79.7% |
| OPM    | 18.5% | 14.3% | 8.7%  | 4.8%  | 13.3%  | 9.9%   | 17.3%  | 10.6%  | 11.5% | 13.2% | 19.1% |
| 영업외손익  | (0.7) | 0.1   | (0.3) | (1.8) | 0.2    | 0.1    | 0.6    | 1.1    | (2.7) | 5.5   | 5.3   |
| 세전이익   | 13.2  | 9.0   | 6.5   | 1.7   | 10.8   | 7.4    | 22.0   | 12.5   | 30.3  | 56.4  | 96.7  |
| 세전이익률  | 17.6% | 14.5% | 8.3%  | 2.3%  | 13.6%  | 10.0%  | 17.8%  | 11.6%  | 10.6% | 14.6% | 20.2% |
| 법인세    | (0.1) | 6.2   | 0.7   | (0.3) | 3.0    | 1.6    | 4.8    | 2.4    | 6.4   | 12.3  | 19.5  |
| 당기순이익  | 13.4  | 2.8   | 5.8   | 2.0   | 7.9    | 8.9    | 17.2   | 10.1   | 23.8  | 44.1  | 77.1  |
| NPM    | 17.8% | 4.5%  | 7.4%  | 2.8%  | 9.8%   | 12.0%  | 13.9%  | 9.4%   | 8.3%  | 11.4% | 16.1% |

자료: 유진투자증권

도표 2 2019년 상반기 tvN 드라마 예상 편성

|    | 1월      | 2월        | 3월             | 4월      | 5월  | 6월             |
|----|---------|-----------|----------------|---------|-----|----------------|
| 월화 | 왕이 된 남자 |           | 사이코메트리, 그녀석    |         | 어비스 |                |
| 수목 | 남자친구    | 진심이 닿다    |                | 그녀의 사생활 |     | 모두의 프라이버시: www |
| 금요 | 톱스타 유백이 |           | 막돼먹은 영애씨 시즌 17 |         |     | 미정             |
| 주말 | 알함브라    | 로맨스는 별책부록 |                | 자백      |     | 아스달 연대기        |

자료: 유진투자증권

도표 3 2019년 하반기 tvN 드라마 예상 편성

|    | 7월              | 8월      | 9월 | 10월   | 11월  | 12월     |
|----|-----------------|---------|----|-------|------|---------|
| 월화 | 식빵 굽는 남자        | 유령을 잡아라 |    |       | 미쓰리  | 소원을 말해봐 |
| 수목 | 악마가 너의 이름을 부를 때 |         |    | 지정생존자 | 머니게임 |         |
| 금요 | 미정              |         |    |       |      |         |
| 주말 |                 | 호텔 델루나  |    | 미정    |      |         |

자료: 유진투자증권



## 스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2016A      | 2017A      | 2018F      | 2019F      | 2020F      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>자산총계</b> | <b>242</b> | <b>459</b> | <b>505</b> | <b>588</b> | <b>724</b> |
| 유동자산        | 81         | 290        | 284        | 363        | 487        |
| 현금성자산       | 12         | 192        | 182        | 225        | 309        |
| 매출채권        | 39         | 55         | 58         | 94         | 132        |
| 재고자산        | 0          | 1          | 2          | 2          | 3          |
| 비유동자산       | 161        | 170        | 221        | 225        | 238        |
| 투자자산        | 36         | 41         | 62         | 64         | 67         |
| 유형자산        | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 기타          | 124        | 128        | 158        | 159        | 169        |
| <b>부채총계</b> | <b>106</b> | <b>91</b>  | <b>94</b>  | <b>100</b> | <b>123</b> |
| 유동부채        | 84         | 91         | 88         | 94         | 117        |
| 매입채무        | 20         | 32         | 39         | 44         | 66         |
| 유동상이자부채     | 8          | 10         | 0          | 0          | 0          |
| 기타          | 56         | 49         | 49         | 50         | 50         |
| 비유동부채       | 21         | 0          | 6          | 6          | 6          |
| 비유동이자부채     | 20         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 기타          | 2          | 0          | 6          | 6          | 6          |
| <b>자본총계</b> | <b>136</b> | <b>368</b> | <b>410</b> | <b>487</b> | <b>601</b> |
| 지배지분        | 136        | 368        | 410        | 487        | 601        |
| 자본금         | 11         | 14         | 14         | 14         | 14         |
| 자본잉여금       | 115        | 320        | 320        | 320        | 320        |
| 이익잉여금       | 8          | 32         | 76         | 153        | 267        |
| 기타          | 2          | 3          | 0          | 0          | 0          |
| 비지배지분       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>자본총계</b> | <b>136</b> | <b>368</b> | <b>410</b> | <b>487</b> | <b>601</b> |
| 총차입금        | 28         | 10         | 0          | 0          | 0          |
| 순차입금        | 17         | (182)      | (182)      | (225)      | (309)      |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2016A       | 2017A        | 2018F       | 2019F       | 2020F       |
|-----------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>(12)</b> | <b>(7)</b>   | <b>7</b>    | <b>118</b>  | <b>180</b>  |
| 당기순이익                 | 10          | 30           | 44          | 77          | 114         |
| 자산상각비                 | 22          | 41           | 70          | 72          | 83          |
| 기타비(현금성손익)            | 0           | 1            | 8           | 0           | 0           |
| 운전자본증감                | (46)        | (73)         | (107)       | (31)        | (17)        |
| 매출채권감소(증가)            | (27)        | (14)         | (19)        | (36)        | (38)        |
| 재고자산감소(증가)            | 0           | (2)          | (0)         | (0)         | (1)         |
| 매입채무증감(감소)            | 11          | 9            | 7           | 5           | 22          |
| 기타                    | (30)        | (66)         | (95)        | 0           | 0           |
| <b>투자현금</b>           | <b>(70)</b> | <b>(141)</b> | <b>2</b>    | <b>(68)</b> | <b>(81)</b> |
| 단기투자자산감소              | 0           | (140)        | 1           | (6)         | (6)         |
| 장기투자증권감소              | (0)         | 0            | (0)         | (0)         | (0)         |
| 설비투자                  | (1)         | (0)          | (0)         | (0)         | (0)         |
| 유형자산처분                | 0           | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 무형자산처분                | (0)         | (0)          | (0)         | (60)        | (72)        |
| <b>재무현금</b>           | <b>93</b>   | <b>188</b>   | <b>(10)</b> | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| 차입금증가                 | 27          | (18)         | (10)        | 0           | 0           |
| 자본증가                  | 56          | 208          | 0           | 0           | 0           |
| 배당금지급                 | 0           | 0            | 0           | 0           | 0           |
| <b>현금증감</b>           | <b>12</b>   | <b>40</b>    | <b>(1)</b>  | <b>50</b>   | <b>99</b>   |
| 기초현금                  | 0           | 12           | 51          | 50          | 100         |
| 기말현금                  | 12          | 51           | 50          | 100         | 200         |
| Gross Cash flow       | 35          | 76           | 122         | 149         | 197         |
| Gross Investment      | 116         | 74           | 106         | 94          | 91          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>(80)</b> | <b>2</b>     | <b>16</b>   | <b>55</b>   | <b>105</b>  |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2016A      | 2017A      | 2018F        | 2019F        | 2020F        |
|---------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>154</b> | <b>287</b> | <b>386</b>   | <b>479</b>   | <b>613</b>   |
| 증가율(%)        | -          | 85.7       | 34.5         | 24.1         | 28.0         |
| 매출원가          | 133        | 240        | 321          | 369          | 453          |
| <b>매출총이익</b>  | <b>22</b>  | <b>47</b>  | <b>65</b>    | <b>109</b>   | <b>160</b>   |
| 판매 및 일반관리비    | 5          | 14         | 14           | 18           | 21           |
| 기타영업손익        | 0          | 0          | (0)          | 0            | 0            |
| <b>영업이익</b>   | <b>17</b>  | <b>33</b>  | <b>51</b>    | <b>91</b>    | <b>139</b>   |
| 증가율(%)        | -          | 98.3       | 54.3         | 79.5         | 51.6         |
| <b>EBITDA</b> | <b>39</b>  | <b>74</b>  | <b>114</b>   | <b>151</b>   | <b>200</b>   |
| 증가율(%)        | -          | 91.4       | 53.4         | 32.2         | 33.1         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(6)</b> | <b>(3)</b> | <b>6</b>     | <b>5</b>     | <b>5</b>     |
| 이자수익          | 0          | 1          | 3            | 2            | 2            |
| 이자비용          | 1          | 2          | 0            | 0            | 0            |
| 지분법손익         | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 기타영업외손익       | (5)        | (2)        | 2            | 4            | 3            |
| <b>세전순이익</b>  | <b>10</b>  | <b>30</b>  | <b>56</b>    | <b>97</b>    | <b>144</b>   |
| 증가율(%)        | -          | 188.3      | 86.4         | 71.3         | 49.0         |
| 법인세비용         | 2          | 6          | 12           | 20           | 30           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>8</b>   | <b>24</b>  | <b>44</b>    | <b>77</b>    | <b>114</b>   |
| 증가율(%)        | -          | 192.9      | 85.4         | 74.5         | 47.5         |
| 지배주주지분        | 8          | 24         | 44           | 77           | 114          |
| 증가율(%)        | -          | 192.9      | 85.4         | 74.5         | 47.5         |
| 비지배지분         | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>EPS(원)</b> | <b>-</b>   | <b>851</b> | <b>1,577</b> | <b>2,751</b> | <b>4,057</b> |
| 증가율(%)        | -          | -          | 85.4         | 74.5         | 47.5         |
| 수정EPS(원)      | -          | 851        | 1,577        | 2,751        | 4,057        |
| 증가율(%)        | -          | -          | 85.4         | 74.5         | 47.5         |

### 주요투자지표

|                   | 2016A | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>    |       |        |        |        |        |
| EPS               | -     | 851    | 1,577  | 2,751  | 4,057  |
| BPS               | -     | 13,141 | 14,634 | 17,386 | 21,443 |
| DPS               | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>밸류에이션(배,%)</b> |       |        |        |        |        |
| PER               | n/a   | 76.4   | 56.1   | 32.1   | 21.8   |
| PBR               | n/a   | 4.9    | 6.0    | 5.1    | 4.1    |
| EV/ EBITDA        | 0.4   | 22.1   | 20.2   | 15.0   | 10.8   |
| 배당수익률             | 0.0   | 0.0    | n/a    | n/a    | n/a    |
| PCR               | n/a   | 23.9   | 21.5   | 18.2   | 14.1   |
| <b>수익성(%)</b>     |       |        |        |        |        |
| 영업이익률             | 10.8  | 11.5   | 13.2   | 19.1   | 22.6   |
| EBITDA이익률         | 25.1  | 25.9   | 29.5   | 31.5   | 32.7   |
| 순이익률              | 5.3   | 8.3    | 11.5   | 16.1   | 18.6   |
| ROE               | n/a   | 9.5    | 11.4   | 17.2   | 20.9   |
| ROIC              | n/a   | 15.4   | 19.3   | 29.9   | 39.7   |
| <b>인정성(배,%)</b>   |       |        |        |        |        |
| 순차입금/자/지분         | 12.1  | (49.3) | (44.3) | (46.1) | (51.4) |
| 유동비율              | 96.4  | 319.6  | 322.1  | 386.7  | 416.6  |
| 이자보상배율            | 19.5  | 19.0   | 651.7  | n/a    | n/a    |
| <b>활동성(회)</b>     |       |        |        |        |        |
| 총자산회전율            | n/a   | 0.8    | 0.8    | 0.9    | 0.9    |
| 매출채권회전율           | n/a   | 6.1    | 6.8    | 6.3    | 5.4    |
| 재고자산회전율           | n/a   | n/a    | 259.0  | 265.8  | 254.2  |
| 매입채무회전율           | n/a   | 11.1   | 11.0   | 11.6   | 11.1   |



## Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| • STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%  |
| • BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 88% |
| • HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 12% |
| • REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2018.12.31 기준)

