

스튜디오드래곤(253450.KQ)



미디어엔터 한상웅

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

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
		○

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	130,000원
현재주가(02/14)	94,600원

Key Data	(기준일: 2019.02.14)
KOSPI(pt)	2,226
KOSDAQ(pt)	742
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	2,654
52주 최고/최저(원)	123,500 / 75,200
52주 일간 Beta	1.54
발행주식수(천주)	28,051
평균거래량(3M,천주)	172
평균거래대금(3M,백만원)	16,618
배당수익률(18A, %)	-
외국인 지분율(%)	2.4
주요주주 지분율(%)	
씨제이엔엠 외 3인	74.4

Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-9.3	-8.8	19.0
KOSPI 대비상대수익률	-10.1	-19.8	-6.2	31.5

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, %)	4Q18P					1Q19F			2017	2018P		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	102	108	-5.6	103	-1.4	115	13.2	44.2	287	380	32.4	492	29.7
영업이익	0	11	-96.1	12	-96.2	12	2,683.8	15.2	33	40	21.0	88	121.5
세전이익	2	12	-86.2	13	-86.2	14	690.1	25.6	30	46	50.8	94	105.1
순이익	2	10	-82.7	9	-81.0	11	530.5	40.1	24	36	50.3	76	111.6
영업이익률	0.4	10.6	-10.2	11.1	-10.7	10.7	10.2	-2.7	11.5	10.5	-1.0	17.9	7.4
순이익률	1.7	9.4	-7.7	8.9	-7.2	9.6	7.8	-0.3	8.3	9.4	1.1	15.4	6.0
EPS(원)	249	1,444	-82.7	1,284	-80.6	1,571	530.5	40.1	851	1,278	50.3	2,704	111.6
BPS(원)	14,336	14,634	-2.0	13,749	4.3	14,729	2.7	9.7	13,141	14,336	9.1	17,040	18.9
ROE(%)	1.7	9.9	-8.1	9.3	-7.6	10.7	8.9	2.3	9.5	9.3	-0.1	17.2	7.9
PER(X)	379.6	65.5	-	73.7	-	60.2	-	-	76.4	74.0	-	35.0	-
PBR(X)	6.6	6.5	-	6.9	-	6.4	-	-	4.9	6.6	-	5.6	-

자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

콘텐츠 관련 감가상각비 추가 인식으로 가벼워진 체력

■ 4Q18 Review: 무형자산 추가 상각비 110억 반영에 따라 컨센서스 하회

스튜디오드래곤의 4Q18 매출액은 1,017억원(+41.5% yoy), 영업이익은 4억원(-87.3% yoy)으로 시장 컨센서스(영업이익 118억원)를 큰 폭으로 하회하는 실적을 기록했다. **4분기 실적 부진의 주요인은 시장환경변화로 인해 기준에 무형자산화 한 2018년 콘텐츠 10개 라인업에 대해서 추가적인 감가상각비 110억원을 반영했기 때문이다.**

이는 중국으로 해외 판매가 가능할 것으로 예상된 작품에 대해서 진행된 보수적인 수익추정 원칙 기반의 회계적인 조정이다. 또한 감가상각비에 대한 조정은 현금유출입을 동반하지 않기 때문에 **동사의 펀더멘탈의 변화를 의미하지는 않는다.**

오히려 보수적인 회계원칙이 적용된 콘텐츠가 중국으로 수출될 경우, 사실상 비용이 거의 발생하지 않기 때문에 높은 공헌이익을 통해 전사 수익성 개선에 기여할 수 있게 된다. 따라서 **일회적인 회계 이슈가 향후 회사 이익에는 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.**

■ 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작 + IP 사업 영역 확대 = 글로벌 기업으로 도약하는 원년

넷플릭스가 제작한 시즌제 드라마 ‘킹덤’이 사실상 성공적으로 안착함에 따라 동사에서 제작하는 시즌제 드라마 ‘아스달 연대기’에 대한 기대감도 높아지고 있다. 또한 동사는 ‘좋아하면 울리는’, ‘나 홀로 그대’의 2개 작품을 넷플릭스 오리지널 콘텐츠로 준비 중이다. 넷플릭스 오리지널 콘텐츠는 제작수익이 일정 수준(제작수수료 10~20%)으로 정해져 있기 때문에 콘텐츠 관련 이익 레버리지를 기대하기는 어렵지만, 동사가 글로벌 제작사로 도약하기 위해 레퍼런스를 확보한다는 측면에서 성장을 위한 준비단계로 평가해야 한다.

또한 동사는 5월 방영이 예상되는 ‘아스달 연대기’의 드라마 관련 IP를 활용해 게임, VR 등 사업영역 다각화를 추진할 계획이다. 당사에서는 2019년이 동사가 글로벌 IP를 확보해 중장기적으로 테마파크 운영, 캐릭터 관련 상품을 판매하는 **월트 디즈니(DIS.US)**와 같은 종합 엔터테인먼트 회사로 변모해나가는 원년이 될 것이라 예상한다.

■ 2019년 연간 영업이익 884억원(+121.5% yoy) 전망, 목표주가 130,000원 유지

당사에서 예상하는 동사의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 4,924억원(+29.7%), 884억원(+121.5%)이다. 미디어 산업의 변화가 1) 글로벌 OTT 확대 속 콘텐츠 수요처 확대, 2) 넷플릭스의 글로벌 가입자 확보를 위한 콘텐츠 수급 국가 다양화 등 동사의 성장에는 우호적이다. **투자의견 BUY, 목표주가 130,000원을 유지한다.**



도표 1 실적 전망

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018P	2019F
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	115.2	123.3	136.6	117.3	286.8	379.5	492.4
YoY	6.0%	19.6%	59.6%	41.5%	44.2%	65.9%	10.5%	15.4%	46.7%	32.3%	29.7%
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	52.2	50.9	58.7	45.1	131.2	178.1	206.8
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	48.7	58.0	60.4	57.6	111.8	162.1	224.7
기타매출	7.1	11.4	11.4	9.5	14.3	14.4	17.5	14.7	43.7	39.4	60.9
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	99.2	96.0	107.3	82.3	239.7	324.0	384.9
매출원가율	82.9%	85.7%	80.0%	93.6%	86.1%	77.9%	78.6%	70.2%	83.6%	85.4%	78.2%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	16.0	27.3	29.3	35.0	47.1	55.5	107.5
매출총이익률	17.1%	14.3%	20.0%	6.4%	13.9%	22.1%	21.4%	29.8%	16.4%	14.6%	21.8%
판매비	3.0	3.3	3.3	6.0	3.7	4.5	4.7	6.3	14.1	15.7	19.2
판매비율	3.7%	4.4%	2.7%	5.9%	3.2%	3.7%	3.4%	5.4%	4.9%	4.1%	3.9%
영업이익	10.7	7.3	21.4	0.4	12.3	22.8	24.6	28.7	33.0	39.8	88.4
YoY	-23.7%	-17.6%	222.1%	-87.3%	15.2%	210.8%	15.0%	6410.8%	55.6%	20.8%	121.8%
OPM	13.3%	9.9%	17.3%	0.4%	10.7%	18.5%	18.0%	24.5%	11.5%	10.5%	17.9%
영업외손익	0.2	0.1	0.6	1.3	1.3	1.1	1.5	1.3	(2.7)	5.7	5.2
세전이익	10.8	7.4	22.0	1.7	13.6	23.9	26.1	30.0	30.3	45.6	93.6
세전이익률	13.6%	10.0%	17.8%	1.7%	11.8%	19.4%	19.1%	25.6%	10.6%	12.0%	19.0%
법인세	3.0	1.6	4.8	(0.0)	2.4	4.3	4.7	5.4	6.4	9.9	16.9
당기순이익	7.9	8.9	17.2	1.7	11.2	19.6	21.4	24.6	23.8	35.7	76.8
NPM	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	9.7%	15.9%	15.7%	21.0%	8.3%	9.4%	15.6%

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 달다		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	아스달	호텔 델루나		미정		

자료: 유진투자증권



스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	242	459	494	576	697
유동자산	81	290	283	373	502
현금성자산	12	192	185	239	329
매출채권	39	55	55	90	128
재고자산	0	1	2	2	3
비유동자산	161	170	211	203	195
투자자산	36	41	62	64	67
유형자산	1	1	1	1	1
기타	124	128	148	138	127
부채총계	106	91	92	98	121
유동부채	84	91	86	92	115
매입채무	20	32	36	42	64
유동성이자부채	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
자본총계	136	368	402	478	576
지배지분	136	368	402	478	576
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	68	144	242
기타	2	3	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	402	478	576
총차입금	28	10	0	0	0
순차입금	17	(182)	(185)	(239)	(329)

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	(12)	(7)	2	117	165
당기순이익	10	30	36	76	98
자산상각비	22	41	73	71	83
기타비현금성손익	0	1	8	0	0
운전자본증감	(46)	(73)	(106)	(30)	(17)
매출채권감소(증가)	(27)	(14)	(15)	(35)	(38)
재고자산감소(증가)	0	(2)	0	(0)	(1)
매입채무증가(감소)	11	9	5	6	22
기타	(30)	(66)	(95)	0	0
투자현금	(70)	(141)	2	(68)	(81)
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)
재무현금	93	188	(10)	0	0
차입금증가	27	(18)	(10)	0	0
자본증가	56	208	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	12	40	(6)	48	84
기초현금	0	12	51	46	94
기말현금	12	51	46	94	178
Gross Cash flow	35	76	117	147	181
Gross Investment	116	74	105	93	91
Free Cash Flow	(80)	2	12	54	90

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	154	287	380	492	588
증가율(%)	-	85.7	32.4	29.7	19.3
매출원가	133	240	324	385	450
매출총이익	22	47	56	108	138
판매 및 일반본대비	5	14	16	19	22
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	17	33	40	88	116
증가율(%)	-	98.3	21.0	121.5	31.1
EBITDA	39	74	113	159	199
증가율(%)	-	91.4	52.1	40.9	25.0
영업외손익	(6)	(3)	6	5	5
이자수익	0	1	3	2	2
이자비용	1	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(5)	(2)	3	3	3
세전순이익	10	30	46	94	121
증가율(%)	-	188.3	50.8	105.1	29.5
법인세비용	2	6	10	18	23
당기순이익	8	24	36	76	98
증가율(%)	-	192.9	50.3	111.6	29.5
지배주주지분	8	24	36	76	98
증가율(%)	-	192.9	50.3	111.6	29.5
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	-	851	1,278	2,704	3,504
증가율(%)	-	-	50.3	111.6	29.5
수정EPS(원)	-	851	1,278	2,704	3,504
증가율(%)	-	-	50.3	111.6	29.5

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	851	1,278	2,704	3,504
BPS	-	13,141	14,336	17,040	20,544
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	76.4	74.0	35.0	27.0
PBR	-	4.9	6.6	5.6	4.6
EV/ EBITDA	0.4	22.1	21.9	15.2	11.7
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	23.9	22.7	18.1	14.6
수익성(%)					
영업이익률	10.8	11.5	10.5	17.9	19.7
EBITDA이익률	25.1	25.9	29.8	32.3	33.9
순이익률	5.3	8.3	9.4	15.4	16.7
ROE	-	9.5	9.3	17.2	18.6
ROIC	-	15.4	15.6	31.6	38.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	12.1	(49.3)	(45.9)	(50.0)	(57.1)
유동비율	96.4	319.6	329.6	405.7	438.1
이자보상배율	19.5	19.0	510.8	-	-
활동성 (회)					
총자산회전율	-	0.8	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	-	6.1	6.9	6.8	5.4
재고자산회전율	-	-	263.3	287.8	253.5
매입채무회전율	-	11.1	11.2	12.6	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 당사에 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

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

(2018.12.31 기준)

