

투자 의견(유지)

매수

목표주가(12M, 하향) ▼ 130,000원

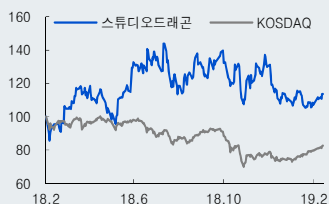
현재주가(19/02/14) 94,600원

상승여력 37%

영업이익(18F, 십억원)	40
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	52
EPS 성장률(18F, %)	21.7
MKT EPS 성장률(18F, %)	4.6
P/E(18F, x)	72.3
MKT P/E(18F, x)	9.2
KOSDAQ	742.27

시가총액(십억원)	2,654
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.2
외국인 보유비중(%)	2.4
베타(12M) 일간수익률	1.18
52주 최저가(원)	75,800
52주 최고가(원)	119,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	-8.8	19.0
상대주가	-9.3	-6.4	35.9



[미디어플랫폼/콘텐츠]

박정엽

02-3774-1652

jay.park@miraesasset.com

스튜디오드래곤 (253450)

그래도 맞는 방향

'매수' 의견 유지, 목표주가 13만원으로 하향

'매수' 의견을 유지하고 목표주가는 15.3만원 → 13만원으로 하향한다. 19F 영업이익 추정치를 917억원으로(-7.9%) 하향했다. 금번 무형자산상각 결정을 토대로, 중국 수출의 가시성이 다소 약해졌다는 판단 하에 중국향 판권 판매를 보수적으로 가정했기 때문이다(동시 판권 재개 시점 하반기 이후로 가정). 다만 동사의 콘텐츠 경쟁력 발전, 글로벌 제작사 가치 상승, 다변화되는 국내외 채널 등은 여전히 옳은 방향이다. 기존과 같이 목표 P/E 50배를 적용했다.

무형자산 상각이 금번 분기 대폭 인식됐다. 추정이 어려워 향후에도 동일 변수 발생을 걱정하는 목소리가 존재하는데, 과도한 우려는 불필요하다. 제작비가 안정화된 상황에서의 상각 스케줄 변화는 인식 시점의 차이에 불과하며 사이클 순환 시점까지만 제한적으로 영향을 미치기 때문이다. 참고로 당장 19년에 상각 연수가 절반(18개월 → 9개월)으로 바뀌는 극단적 가정을 적용해도 연간 영업이익 변동률은 10%를 초과하지 않을 가능성이 높다. <표 3-4> 참고.

4Q18 Review: 콘텐츠 상각비 증가로 영업이익 기대치 하회

4분기 연결 매출액 1,017억원(+41.5% YoY, 이하 동), 영업이익 4억원(-87.3%)을 기록했다. 편성(+39.5%)과 판매(+46.9%) 호조에 힘입어 매출액은 당초 예상 수준이었다. '알함브라 궁전의 추억'(넷플릭스 동시 +중국 OTT 구작 판매), '남자친구'(글로벌 100개국 이상 판권 유통) 등 차별화된 주요 드라마들은 화제성과 판매 양면에서 모두 기대에 부응했다.

영업이익은 당초 예상(112억원)을 크게 하회했다. 기존 예상보다 일회성 비용 반영 규모가 컸던 영향이다. 금번 분기 약 110억원의 콘텐츠 상각비를 추가 인식했고 직원 인센티브로 약 25억원이 지급됐다. 콘텐츠 상각은 중국향 판권 유통이 지연됨에 따라, 당초 판매가 가능할 것으로 판단했던 약 10여개 작품의 잔존 가치를 보수적으로 산정한 데 따른다.

글로벌 사업자로 거듭나는 2019년

넷플릭스 오리지널 드라마 '킹덤'이 1/25에 공개됐다. 공개 직후부터 글로벌 이용자들의 긍정적인 평가(각종 rating과 buzz)를 얻어내고 있다. 2020년 방영될 시즌 2 촬영도 시작됐다. 동사 제작 작품은 아니지만(제작사 에이스토리) '한드'의 가치가 시장에 다시 환기되고 있다.

플랫폼 경쟁이 심해지기 때문에 20년 이후 글로벌 오리지널 제작 수주 및 판권 판매도 유리해질 전망이다. 기존의 OTT 사업자(넷플릭스, 아마존, 훌루 등)의 투자액 증가와 더불어 19년 하반기부터는 대형 사업자들의 신규 플랫폼(디즈니, AT&T, 애플)이 시장에 진입한다. 동사는 연내 2개의 넷플릭스 오리지널('좋아하면 울리는', '나 홀로 그대' 등)을 준비 중인데, 이들 콘텐츠 뿐만 아니라 그 후속작들에 대한 기대감 또한 높게 가져가도 좋다.

한편 중국향 사업은 오리지널 제작 협업, 리메이크 제작 지원, 구작 판권 판매 등으로 다변화될 전망이다. 향후 적극적인 동시 방영권 판매를 목표하는 한편, 현 시점 가능한 범위에서 수익성 강화를 위한 접근이 예상된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18P	12/19F
매출액 (십억원)	-	-	-	287	380	574
영업이익 (십억원)	-	-	-	33	40	92
영업이익률 (%)	-	-	-	11.5	10.5	16.0
순이익 (십억원)	-	-	-	24	36	73
EPS (원)	-	-	-	1,050	1,278	2,601
ROE (%)	-	-	-	9.5	9.3	16.6
P/E (배)	-	-	-	61.9	72.3	36.4
P/B (배)	-	-	-	4.9	6.4	5.6
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(x, 십억원)

	18P	19F
현 주가 기준 P/E	74.1	36.3
적정 시총	3,648	3,648
NP	36	73
Target PE	101.9	50.0
적정주가 (원)	130,128	130,128
상승여력 (%)	37.6	37.6

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액	80	74	124	102	102	124	180	169	287	380	574
편성	41	34	49	54	44	55	52	50	131	178	201
판매	32	29	63	38	48	57	79	67	112	162	252
기타	7	11	11	10	9	12	12	12	44	39	45
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	16	20	0	0	36
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	20	20	0	0	40
원가	66	64	99	95	85	101	139	137	240	324	462
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	48	44	55	52	50	127	173	201
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	12	15	18	25	21	22	50	78
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	19	20	21	23	41	75	84
기타	7	4	6	10	7	9	10	9	49	26	35
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	14	17	0	0	31
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	17	17	0	0	34
판매비	3	3	3	6	3	4	4	8	14	16	20
EBITDA	28	15	45	26	32	39	58	47	74	115	176
영업이익	11	7	22	0.4	13	18	37	24	33	40	92
영업이익률	13.3	9.9	17.4	0.4	12.8	14.6	20.4	14.2	11.5	10.5	16.0
세전이익	11	11	22	2	14	19	38	25	30	46	95
당기순이익	8	9	17	2	11	15	29	19	24	36	73
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.7	10.5	11.7	16.0	11.3	8.3	9.4	12.7
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	27.5	66.9	45.2	65.7	46.7	32.4	51.2
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.6	60.3	7.1	-8.0	49.5	35.7	13.0
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	51.0	99.2	24.9	76.2	48.3	44.9	55.2
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	30.0	5.0	6.0	25.0	35.3	-9.8	14.6
EBITDA	17.9	-21.4	186.0	75.6	14.0	150.4	29.2	78.9	-	54.5	53.1
영업이익	-23.7	-17.6	224.0	-87.3	22.6	147.3	69.9	5,336.0	56.1	20.8	129.6
당기순이익	-41.3	217.3	205.8	-12.5	36.0	63.7	65.8	989.5	83.8	50.1	103.8
주요 가정											
편성 편수	7.0	5.0	6.0	7.5	6.5	7.0	6.5	7.0	22.3	25.5	27.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	2.0	0.5	1.0	1.0	1.5	1.3	1.7	1.5	3.1	4.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 실질 무형자산상각 연수가 절반으로 단축된다면 19년 영업이익의 영향은 -10% 전후

(십억원, %)

시기	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019
분기 총 제작비 (추정)	64	48	78	83	65	84	85	77	272	311
방영권료율 (% , 역산 및 추정)	63.9	71.7	62.7	65.9	68.0	65.0	62.0	65.0	65.5	64.8
당기인식제작원가 (공시)	33	45	48	48	-	-	-	-	173	-
당기인식제작원가 (추정)	41	34	49	54	44	55	52	50	178	201
(현행) 6개 분기 상각 시 (공시)	18	8	23	26	-	-	-	-	75	-
(현행) 6개 분기 상각 시 (추정)	16	15	18	21	22	24	25	28	70	99
(가정) 3개 분기 상각 시 (추정)	19	18	22	24	26	26	27	29	82	109
상각기간 단축 시 차액	2.6	2.5	4.3	2.5	4.1	2.1	1.9	1.7	11.9	9.9
예상 영업이익 변동률 (%)	24.1	34.7	19.8	560.9	31.3	11.7	5.3	7.3	29.7	10.8

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 가정 변경에 따른 시기별 무형자산상각액 추정치 비교

(십억원, %)

시기	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019
6개 분기 상각 시										
총 상각비 (추정)	15	14	15	20	22	24	25	28	65	99
총 상각비 (공시)	18	8	23	26					75	
상각비 (Q+1)	4	2	5	5	3	5	5	4	16	18
상각비 (Q+2)	3	4	2	5	5	3	5	5	14	18
상각비 (Q+3)	2	3	4	2	5	5	3	5	11	18
상각비 (Q+4)	0	2	3	4	2	5	5	3	8	15
상각비 (Q+5)	4	0	2	3	4	2	5	5	8	16
상각비 (Q+6)	3	4	0	2	3	4	2	5	9	14
3개 분기 상각 시										
총 상각비 (추정)	17	18	22	24	26	26	27	29	80	109
상각비 (+1Q)	8	4	10	9	7	10	11	9	31	36
상각비 (+2Q)	6	8	4	10	9	7	10	11	28	37
상각비 (+3Q)	3	6	8	4	10	9	7	10	21	36

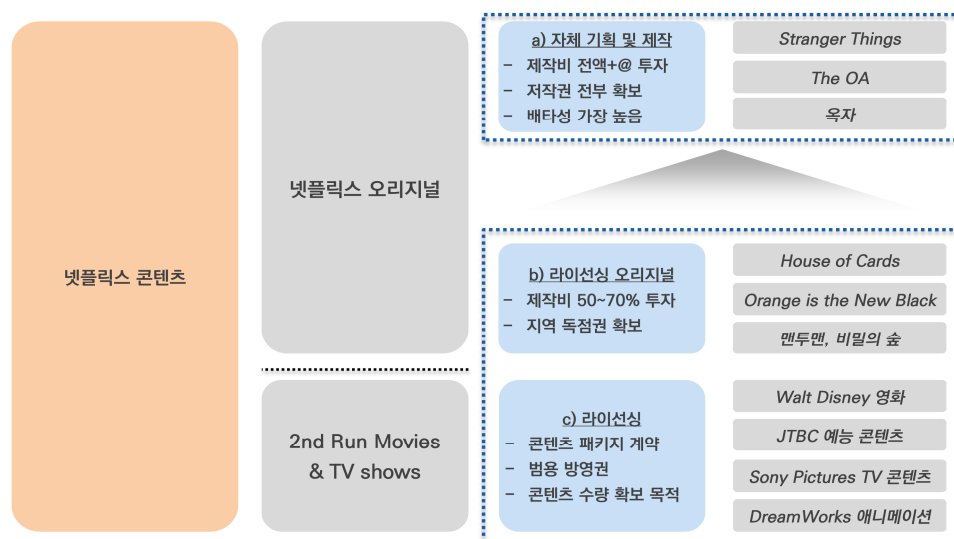
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 아스달 연대기 시즌 1 흥행이 동사의 다음 도약 포인트



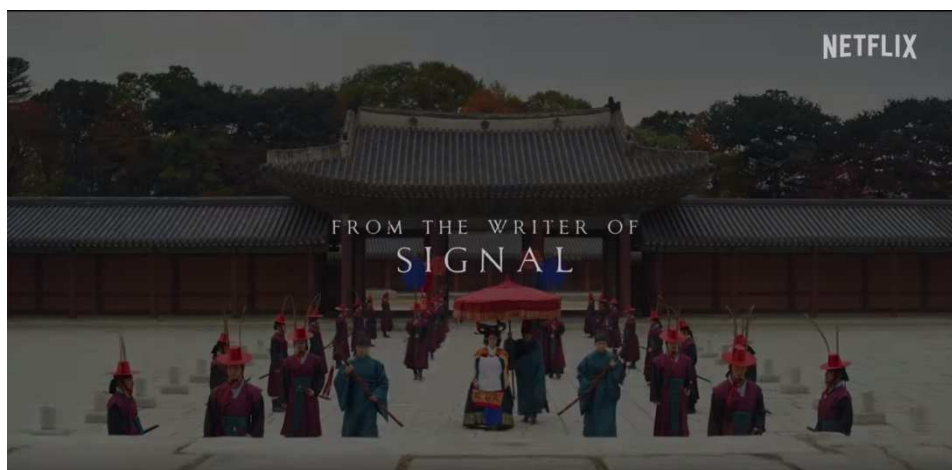
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 글로벌 플랫폼 방영 콘텐츠의 제작 대행업으로 확장 중



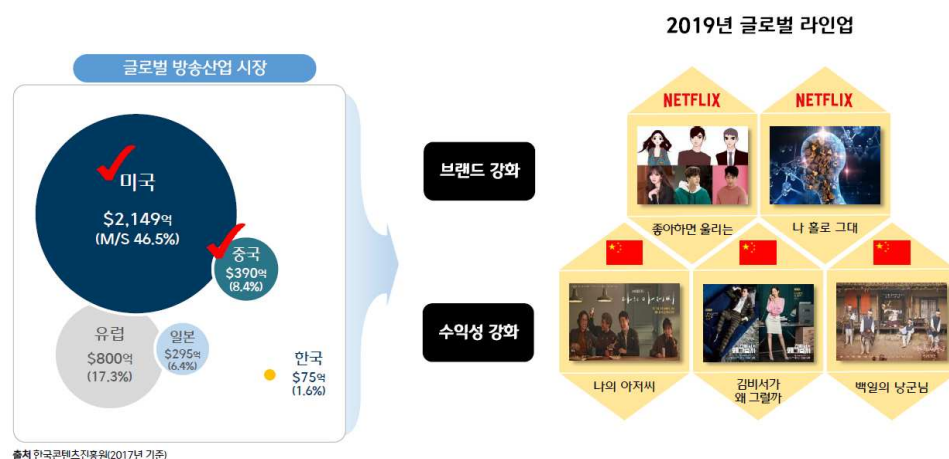
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 첫 오리지널 한드 '킹덤'의 성공은 산업 전체에 긍정적



자료: 넷플릭스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 19년 북미 시장 성공적 진입과 중국 시장 사업 모델 다변화를 기대



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	-	287	380	574
매출원가	-	240	324	462
매출총이익	-	47	56	112
판매비와관리비	-	14	16	20
조정영업이익	-	33	40	92
영업이익	-	33	40	92
비영업손익	-	-3	6	3
금융손익	-	-1	4	4
관계기업등 투자손익	-	0	0	0
세전계속사업손익	-	30	46	95
계속사업법인세비용	-	6	10	22
계속사업이익	-	24	36	73
중단사업이익	-	0	0	0
당기순이익	-	24	36	73
지배주주	-	24	36	73
비지배주주	-	0	0	0
총포괄이익	-	24	36	73
지배주주	-	24	36	73
비지배주주	-	0	0	0
EBITDA	-	74	115	176
FCF	-	-7	-8	143
EBITDA 마진율 (%)	-	25.8	30.3	30.7
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	16.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	8.4	9.5	12.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	-	290	247	346
현금 및 현금성자산	-	51	149	184
매출채권 및 기타채권	-	55	55	92
재고자산	-	1	1	2
기타유동자산	-	183	42	68
비유동자산	-	170	236	263
관계기업투자등	-	0	0	0
유형자산	-	1	1	1
무형자산	-	128	174	199
자산총계	-	459	483	609
유동부채	-	91	81	134
매입채무 및 기타채무	-	32	32	53
단기금융부채	-	10	0	0
기타유동부채	-	49	49	81
비유동부채	-	0	0	1
장기금융부채	-	0	0	0
기타비유동부채	-	0	0	1
부채총계	-	91	81	134
지배주주지분	-	368	402	475
자본금	-	14	14	14
자본잉여금	-	320	320	320
이익잉여금	-	32	68	141
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	-	368	402	475

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	-	-7	-8	143
당기순이익	-	24	36	73
비현금수익비용가감	-	46	82	103
유형자산감가상각비	-	0	0	0
무형자산상각비	-	41	75	84
기타	-	5	7	19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-	-73	-117	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-	-14	-19	-36
재고자산 감소(증가)	-	-2	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-	9	11	4
법인세납부	-	-10	-9	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-	-141	116	-108
유형자산처분(취득)	-	0	0	0
무형자산감소(증가)	-	0	-28	-109
장단기금융자산의 감소(증가)	-	-142	141	-2
기타투자활동	-	1	3	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-	188	-10	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-18	-10	0
자본의 증가(감소)	-	208	0	0
배당금의 지급	-	0	0	0
기타재무활동	-	-2	0	0
현금의 증가	-	40	98	35
기초현금	-	12	51	149
기말현금	-	51	149	184

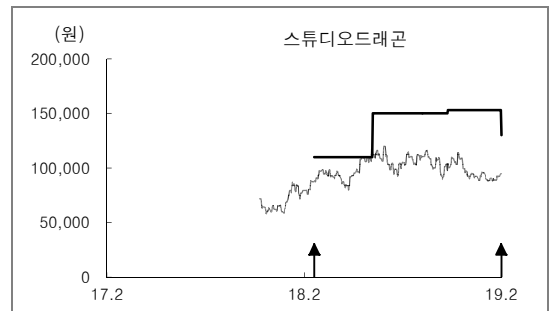
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	61.9	72.3	36.4
P/CF (x)	-	21.2	22.0	15.1
P/B (x)	-	4.9	6.4	5.6
EV/EBITDA (x)	-	22.1	21.3	14.0
EPS (원)	-	1,050	1,278	2,601
CFPS (원)	-	3,068	4,197	6,271
BPS (원)	-	13,141	14,328	16,930
DPS (원)	-	0	0	0
배당성향 (%)	-	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	46.4	32.4	51.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	55.4	53.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	21.2	130.0
EPS증가율 (%)	-	-31.0	21.7	103.5
매출채권 회전율 (회)	-	6.2	6.9	7.9
재고자산 회전율 (회)	-	443.0	293.2	333.8
매입채무 회전율 (회)	-	40.5	53.4	57.4
ROA (%)	-	6.8	7.6	13.4
ROE (%)	-	9.5	9.3	16.6
ROIC (%)	-	15.6	14.1	26.5
부채비율 (%)	-	24.7	20.2	28.3
유동비율 (%)	-	319.6	306.0	258.6
순차입금/자기자본 (%)	-	-49.4	-37.1	-38.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-	19.0	510.8	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2019.02.15	매수	130,000	-	-
2018.11.08	매수	153,000	-36.75	-25.42
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

투자 의견 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 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 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 작성의 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.