

# 스튜디오드래곤 (253450.KQ)

## 싱가포르·홍콩 NDR 후기 : ‘아스달 연대기’로 레벨 업

Company Note | 2019. 3. 4

첫 시즌제 텐트폴 ‘아스달 연대기’를 통해 OIMU<sup>주</sup>를 통한 수익 모델이 본격화될 것. 시즌2부터 수익성커질 것으로 기대. 중국, 넷플릭스 등 글로벌 사업자와의 협업 및 최대주주지분 활용 방안 구체화에 주목해 볼 만

### 외국인 투자자의 가장 큰 관심은, 시즌제 텐트폴 ‘아스달 연대기’

당사는 2/25~ 28 싱가포르·홍콩 기관투자자들을 대상으로 스튜디오드래곤의 NDR을 진행하였음. 투자자들의 주요 관심사는 1)향후 사업 계획, 2)글로벌(넷플릭스, 중국) 협업, 3)최대주주지분 유동화 및 4)무형자산 처리 방식이며, 1)~ 3) 관련 장기적 사업 방향성(글로벌화) 및 4) 관련 보수적 비용 처리 방식에 대해 긍정적인 반응 보임

가장 큰 관심은 ‘아스달 연대기’. 동사의 첫 시즌제 텐트폴이자 OIMU를 통해 게임, 투어 등으로 IP 사업 영역 확대가 이루어질 대표작. 현재 글로벌 OTT와 선판매 논의 중으로, 시즌제 특성상 세트장 등 고정비용이 시즌1에 물리게 됨에도 불구하고 BEP(손익분기점) 달성 가능. 시즌2(2020)부터는 세트장 고정비만큼의 레버리지 발생하는 데다, 게임 등 IP를 활용한 부가수익 창출이 본격적으로 시작되며 프로젝트 당 수익성이 극대화될 것

### 눈여겨볼 이벤트: 글로벌 협업 + 최대주주지분 유동화

**글로벌 협업:** 동사 넷플릭스 오리지널 2편의 하반기 편성 예상(좋아하면 울리는, 나 홀로 그대). 중국과의 협업은 상반기 내 3편(나의 아저씨, 김비서가 왜 그럴까, 백일의 낭군님) 공동 제작 구체화 및 연내 2편 편성 목표

**최대주주지분 유동화:** 최대주주(CJ ENM)의 지분 일부 유동화 이슈는 상반기 내 마무리 목표. 제작 측면의 시너지를 통해 글로벌 진출을 가속화시킬 수 있는 최적의 SI(전략적 투자자)를 선택할 것

### 글로벌 체급의 수혜 기반을 형성하는 중

글로벌OTT 간 경쟁이 심화될 것으로 보이는 가운데, 동사는 현재 수익 기반을 견고히 만드는 구간에 있음. 투자 의견 Buy, 산업 내 Top Pick 유지

동사 1)‘아스달 연대기’ 및 ‘좋아하면 울리는’ 등 시즌제 드라마 제작 및 2)SI 확보 및 공동 제작을 통한 글로벌 영향력 강화에 주목. 1)구독자 유지가 중요한 OTT 특성상 시즌제가 미니시리즈보다 유의미하며, 2)글로벌 제작사와의 협업을 통해 더욱 다양한 국가에 유통될 수 있는 콘텐츠가 늘어날 것. 단기적 수익성보다는, 장기적인 가능성을 바라보아야 할 때

주) OIMU(One IP Multi Use): 하나의 IP(지적재산권)를 드라마, 게임, 상품 등 다양한 분야에 활용

## Buy (유지)

목표주가	135,000원 (유지)
현재가 (19/02/28)	94,100원
업종	엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	2,195.44 / 731.25
시가총액(보통주)	2,639.6십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('18/07/12)	119,800원
최저가('18/05/08)	79,600원
평균거래대금(60일)	17.5십억원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	2.8%
주요주주	
씨제이이엔엠 외 3인	74.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-16.9	-14.1	7.3
상대수익률 (%)	-20.4	-6.2	25.8

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	286.8	379.5	515.0	599.6
중간총	85.8	32.3	35.7	16.4
영업이익	33.0	39.8	76.8	111.0
영업이익률	11.5	10.5	14.9	18.5
(지배지분)순이익	23.8	35.8	63.9	90.5
EPS	1,050	1,277	2,277	3,226
중간총	84.5	21.6	78.3	41.7
PER	61.9	72.4	41.3	29.2
PBR	4.9	6.4	5.6	4.7
EV/EBITDA	22.1	21.3	13.5	11.5
ROE	9.5	9.3	14.6	17.6
부채비율	24.7	21.0	19.0	16.7
순차입금	-182.2	-174.5	-222.3	-301.5

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정  
02)768-7535, hzl.lee@nhq.com

**스튜디오드래곤2.0 – One IP Multi Use로 수익성 레벨 업**

**스튜디오드래곤2.0  
: 하나의 IP를 다양한  
수익원에 활용**

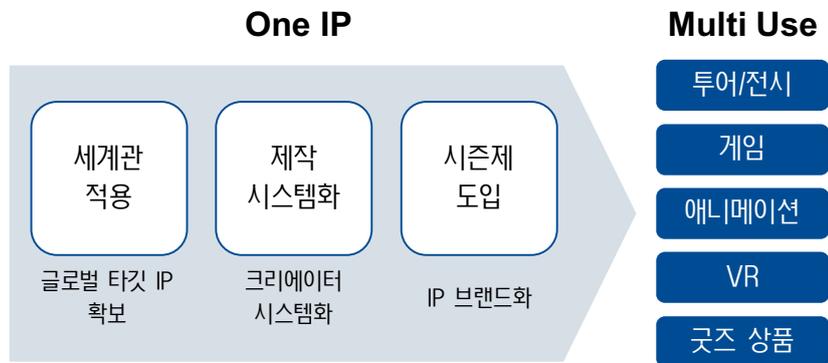
스튜디오드래곤에 대한 외국인 투자자의 가장 큰 관심사는 다름 아닌 향후 사업 계획이었다. 동사의 올해 사업 계획은 ‘스튜디오드래곤2.0(그림1)’이라고 부르는 OIMU<sup>주)</sup>으로 설명된다. 이는 한 IP(지적재산권) 속 세계관을 하나의 미니시리즈에서 끝내지 않고, 시즌제 드라마 및 게임, 투어, 굿즈 등으로 확장시켜 이용하는 방식이다. 궁극적으로는 마블 시리즈 세계관이 다양한 콘텐츠, 게임, 상품 등으로 연결된 것이 가장 큰 성공 사례이며, 드라마의 경우 HBO의 대표작인 ‘왕좌의 게임’ 세계관이 8개 시즌 드라마 및 게임, 상품 등으로 연결된 사례가 있다.

**‘아스달 연대기’,  
S2부터는 부가수익도  
본격화될 것**

‘아스달 연대기’는 동사가 OIMU 컨셉으로 활용할 대표작이 될 것이며, 올해 2분기 공개될 S1은 그 첫 걸음이 될 것이다. 현재 2020년 S2가 계획되어 있고, 동일한 세계관을 기반으로 한 게임 및 애니메이션 제작이 논의 중이다. 오산에 위치한 오픈 세트장의 경우 관광 인프라로 사용될 것이다. 이처럼 ‘아스달 연대기’의 IP는 다양하게 활용되어 부가 수익을 창출할 것이나, 이는 S2가 방영될 2020년 이후 본격화될 것이며, S1은 부가수익의 부재로 BEP(손익분기점) 수준이 예상된다.

주) OIMU(One IP Multi Use): 하나의 IP(지적재산권)을 드라마, 게임, 상품 등 다양한 분야에 활용

**그림1. 스튜디오드래곤2.0 - IP 사업 영역 확대를 통한 글로벌 비즈니스 모델 구축**



자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

그림2. 아스달 연대기 캐스팅: 송중기, 김지원, 장동건 등



자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

그림3. 아스달 연대기 컨셉 이미지: 게임, 애니 등에 활용 가능



자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

그림4. 아스달 연대기 오산 세트장 조감도



자료: 오산시 블로그, NH투자증권 리서치본부

그림5. 오산 세트장 상량식 현장: 정교한 세트장 확인 가능



자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

**‘아스달 연대기 S1’  
회당 제작비  
20억원 이상 추정**

‘아스달 연대기 S1’ 제작비는 약 400억원에 달할 것으로 추정한다. 동사는 ‘아스달 연대기’와 관련, 지난 해 삼화네트웍스와 오픈 세트장 제작에 100억원, 미술용역에 48억원 상당의 계약을 진행하였고 텍스터와는 VFX 용역 등에 84억원의 계약을 진행했다. 배우 인세 등 기타 비용 등을 제외하고도 벌써 232억원이 투입되었다. 현재 브루나이 등에서 해외 로케이션 촬영도 진행되고 있어 해당 비용도 감안해야 한다. 일반적인 영화 촬영에서 VFX 관련 비용이 전체 제작비의 10~ 20%임을 고려해 역산해보아도 회당 제작비는 전년도 20억원 이상일 것으로 추정된다.

**‘아스달 연대기’는  
S1에서부터 BEP  
달성이 가능할 것**

제작비가 높은 만큼 편성비로 리쿱 비중은 줄어들 수밖에 없다. 현대극이 아닌 만큼, PPL 수익도 제한적일 것이다. 당사에서는 리쿱 50%를 가정한다. 판매가 되지 않는다면 말 할 필요 없이 적자다. 그러나 이미 글로벌OTT와의 선판매 논의가 진행 중이다. 전년도 넷플릭스의 계약 금액은 제작비 대비 60%, 텐트폴의 경우 프리미엄이 붙었던 것으로 보인다. 만일 오픈 세트장 관련 100억원이 동사 부가 사업에 기여하는 부분이 커, 해당 부분을 제하고 계약 금액을 산정했다고 가정해도, 글로벌 OTT 판매에서만 대략 50%는 보전 가능하다. S1부터 BEP 달성은 가능하다.

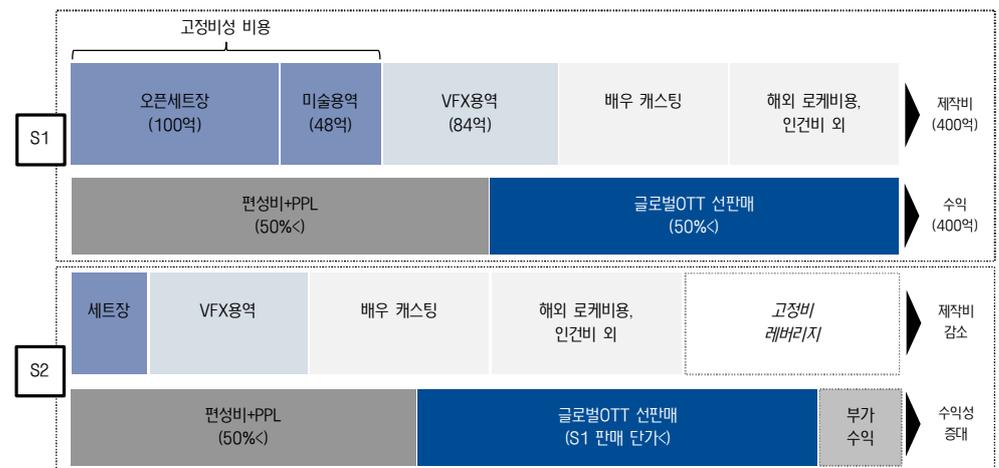
**일반적으로 시즌제  
영두시 S1은 적자**

국내 드라마 원작의 미국 리메이크 드라마 ‘굿닥터’ 팀에 의하면, 시즌제가 일반적인 미국에서도 보통 시즌3에서 손익분기점(BEP)을 맞춘다고 한다. 이례적 성공을 거둔 ‘왕좌의 게임’조차, 초기 시즌의 수익성은 크지 않았다.

**고정비 레버리지, 부가  
수익 등을 통해 S2는  
높은 수익성 기대**

‘아스달 연대기’는 차별화된 글로벌 유통 역량을 통해 수익 구조를 개선해 S1부터 BEP를 맞출 것으로 보이며, S2 부터는 1)고정비(세트장, 미술비 및 일부 VFX 초기비용) 관련 레버리지 및 2)게임, 굿즈 등의 부가수익이 붙으며 가파른 수익성 상승이 기대된다. 추가로, 일반적으로 모든 시즌제의 경우 초기 시즌 단가가 제일 낮다. 이에 3)이후 시즌에 대한 단가(P) 상승 효과까지 기대해볼 수 있다.

그림6. 아스달 연대기 S1 및 S2 수익 추정 도식화



자료: Dart, NH투자증권 리서치본부 전망

### 쉬면서 가야 멀리가듯, 시즌제로 가야 오래간다

#### 시즌제 초기의 낮은 영업이익보다는 장기 투자로 보자

단기적으로 ‘아스달 연대기’ S1은 당장의 영업이익에 기여하지 못하고, S2에 가야 수익이 나오는 구조로 불확실성이 높아 보인다. 차라리 방영 분기 내 수익화가 되는 ‘미스터 션샤인’, ‘김비서가 왜그럴까’ 등이 더 좋아보이기도 한다. 다만 당장의 낮은 영업이익 기여는 제작사 역시 인지하고 있는 바이고, 향후 시즌의 높은 수익성을 위한 일종의 ‘투자’로 바라보는 게 적절하다.

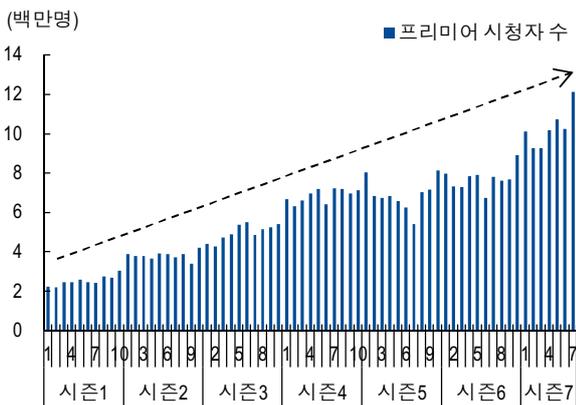
#### 기존 시리즈물과는 조금 다른 ‘시즌제’가 시작된다

기존 국내 시즌제 드라마인 ‘학교’, ‘별순검’, ‘응답하라’, ‘신의 퀴즈’ 등의 경우 시리즈물은 맞지만 시즌 간 연관성이 크지는 않다. 하지만 1월 공개된 ‘킹덤(Netflix)’이나, 전년도 3분기 공개된 ‘보이스2(OCN)’는 조금 다르다. 결말이 다음 시즌을 암시하는 형태로 마무리되었다. 이는 국내 시청자들에게는 생소한 포맷이다. 드라마를 끝까지 보아도 궁금증만 쌓이고, ‘떡밥’만 던져둔 상태로 시즌이 마무리된다.

#### 시즌간 연관성이 커져야 후반 시즌의 수익성도 커진다

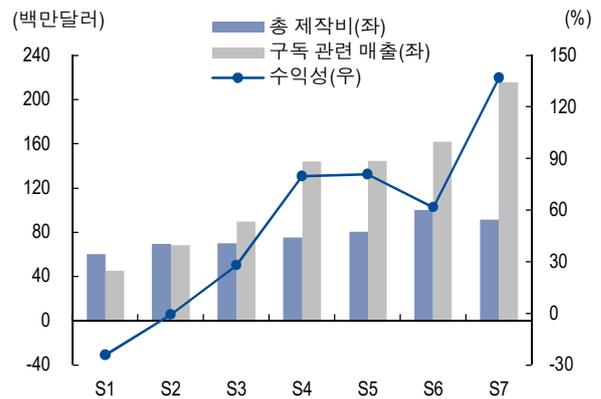
다음 이야기가 궁금해서라도 다음 시즌을 기다리게 만드는 형태의 시즌제 드라마는, 우리나라 기존 드라마에 흔치 않다. 시즌 간 연관성이 커질수록 시즌1을 본 시청자가 시즌2와 시즌3로 지속 흡수될 가능성이 높고, 이는 수익성으로 직결될 것이다. 이는 평균 3개 시즌을 거쳐야 제작비를 회수할 수 있는 미국 드라마 시장의 생태를 고려하면 자연스러운 형태이다. 그림7, 8에서 확인할 수 있듯 ‘왕좌의 게임’은 아주 성공적인 예다. 시즌1,2에서 생긴 궁금증을 해소하려 향후 시즌을 지속적으로 소비하게 되고, 이는 후반 시즌으로 갈수록 그 수익성을 높아지게 만들었다.

그림7. ‘왕좌의 게임’ 프리미어 시청자수: 우상향 추세



주: 프리미어 시청자란 첫 방송에 대한 시청자수. 재방송 불포함  
 자료: Nielson, NH투자증권 리서치본부

그림8. ‘왕좌의 게임’ 및 부가수익 제외 수익성 추정



주: 구독 관련 매출 가정 = 시즌별 평균 시청자수(Q) \* HBO 3개월 구독비(P) \* 왕좌의 게임 외 프로그램 기여도 고려 디스카운트(40~ 50%)  
 자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부 추정

**시즌제의 등장이유?**

왜 미국 시장에서나 흔했던 시즌제가 국내 드라마 시장에도 등장하는 것일까? 이는 드라마 시장의 급변하는 환경 때문이라고 본다.

**국내 드라마 시장이 급변하기 때문**

**1. 글로벌 OTT 대세화:** 최근 ‘구독 수익 중심’의 OTT 플랫폼이 대세화되고 있다. 이러한 환경 하에서는 한 호흡으로 끝나는 미니시리즈보다는, 시청을 위해 오랜 기간 구독이 필요한 시즌제가 더 적합하다. 특히 글로벌OTT와의 판매 계약이 중요해지는 현재, OTT 환경에 맞는 시즌제 제작은 수익성 강화를 위해 불가피하다.

**2. 국내 드라마 간 경쟁 심화:** 국내만 보아도 동일 시간대 시청자가 선택할 수 있는 드라마 선택지가 늘고 있다. 드라마 제공 채널이 많아질 뿐만 아니라, OTT 및 웹플랫폼을 통해 시간대에 구애받지 않고 원하는 드라마를 시청할 수도 있다. 이러한 상황에서 ‘시즌제’ 드라마는 시청자 확보 경쟁에서 조금 더 유리하다. 이전 시즌의 시청자가, 다음 시즌까지 시청할 확률이 높아지기 때문이다.

**‘아스달 연대기’는 큰 그림의 시작 + 단기 수익화 가능한 라인업도 충분**

당사에서는 ‘아스달 연대기’가 당장 올해 수익성에 기여하지 못하더라도 지속성 있는 수익 구조를 형성하기 위한 기반을 형성할 것으로 판단한다. ‘킹덤’이 그랬듯 ‘아스달 연대기’ 역시 S1 제작 단계에서 이미 S2가 계획되고 있다. S1 자체가 완결성을 가지기보다는, 향후 시즌에 대한 궁금증이 증폭되게끔 ‘떡밥 던지기’에 주력할 가능성이 높다. 마치 ‘킹덤’이나 ‘왕좌의 게임’의 S1이 그랬듯 말이다. 게다가 동사는 매 분기 7~ 8편의 미니시리즈도 진행 중으로 단기 수익화 가능한 라인업도 충분하다. 단기적 영업이익의 부재에 실망할 것 없다.

표1. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018P	2019E	2020F
매출액	- 수정 후	286.8	379.5	515.0	599.6
	- 수정 전	286.8	379.5	514.4	606.3
	- 변동률		0.0	0.1	-1.1
영업이익	- 수정 후	33.0	39.8	76.8	111.0
	- 수정 전	33.0	39.8	88.4	121.7
	- 변동률		0.0	-13.1	-8.8
영업이익률(수정 후)		11.5	10.5	14.9	18.5
EBITDA		74.3	113.6	178.5	202.7
(지배지분)순이익		23.8	35.8	63.9	90.5
EPS	- 수정 후	1,050	1,277	2,277	3,226
	- 수정 전		1,277	2,599	3,525
	- 변동률		0.0	-12.4	-8.5
PER		61.9	72.4	41.3	29.2
PBR		4.9	6.4	5.6	4.7
EV/EBITDA		22.1	21.3	13.5	11.5
ROE		9.5	9.3	14.6	17.6

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: 기존 추정 대비 분기별 무형자산상각비 확대 조정, TP 산정에 필요한 EBITDA 변동 없음

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018E	2019F
<b>전체 작품수</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
국내방영	4	6	6	7	6	6	6	8	7	7	7	7	22	25	28
OTT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	2
<b>매출액</b>	<b>75.3</b>	<b>62.1</b>	<b>77.5</b>	<b>71.9</b>	<b>79.9</b>	<b>74.3</b>	<b>123.7</b>	<b>101.7</b>	<b>104.8</b>	<b>129.9</b>	<b>139.5</b>	<b>140.7</b>	<b>286.8</b>	<b>379.5</b>	<b>515.0</b>
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.6	55.3	52.4	48.2	131.2	178.1	200.5
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	49.0	59.7	74.0	80.0	111.8	162.1	262.7
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.3	14.9	13.1	12.5	43.7	39.4	51.8
<b>%y-y(매출액)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>6.0</b>	<b>19.6</b>	<b>59.7</b>	<b>41.5</b>	<b>31.3</b>	<b>74.8</b>	<b>12.8</b>	<b>38.4</b>	<b>46.7</b>	<b>32.3</b>	<b>35.7</b>
<b>매출원가</b>	<b>58.6</b>	<b>49.9</b>	<b>66.8</b>	<b>64.4</b>	<b>66.2</b>	<b>63.7</b>	<b>98.9</b>	<b>95.2</b>	<b>86.1</b>	<b>109.9</b>	<b>112.9</b>	<b>114.5</b>	<b>239.7</b>	<b>324.0</b>	<b>423.4</b>
제작비	35.2	31.8	38.2	44.5	44.6	33.3	47.7	62.3	52.2	65.3	73.0	73.8	149.7	187.9	264.3
무형자산상각비	9.9	9.8	10.3	10.9	12.7	13.1	23.3	24.4	20.6	29.5	25.2	26.1	41.0	73.5	101.5
지급수수료 外	13.4	8.3	18.2	9.0	8.9	17.2	27.9	8.6	13.3	15.1	14.6	14.5	49.0	62.6	57.5
<b>매출총이익</b>	<b>16.8</b>	<b>12.2</b>	<b>10.7</b>	<b>7.4</b>	<b>13.6</b>	<b>10.6</b>	<b>24.8</b>	<b>6.5</b>	<b>18.7</b>	<b>20.0</b>	<b>26.6</b>	<b>26.3</b>	<b>47.1</b>	<b>55.5</b>	<b>91.6</b>
GPM%	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	17.9	15.4	19.1	18.7	16.4	14.6	17.8
<b>영업이익</b>	<b>14.0</b>	<b>8.9</b>	<b>6.7</b>	<b>3.5</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>21.5</b>	<b>0.4</b>	<b>15.0</b>	<b>16.5</b>	<b>22.5</b>	<b>22.7</b>	<b>33.1</b>	<b>39.8</b>	<b>76.8</b>
OPM%	18.5	14.3	8.7	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	14.3	12.7	16.1	16.2	11.5	10.5	14.9
<b>%y-y(영업이익)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-23.7</b>	<b>-17.6</b>	<b>218.5</b>	<b>-87.3</b>	<b>41.2</b>	<b>125.5</b>	<b>4.9</b>	<b>5,058.4</b>	<b>-</b>	<b>20.4</b>	<b>92.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>13.4</b>	<b>2.8</b>	<b>5.7</b>	<b>2.0</b>	<b>7.9</b>	<b>8.9</b>	<b>17.3</b>	<b>1.7</b>	<b>11.9</b>	<b>15.8</b>	<b>18.0</b>	<b>18.2</b>	<b>23.8</b>	<b>35.8</b>	<b>63.9</b>
NPM(%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	11.3	12.2	12.9	12.9	8.3	9.4	12.4

주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영)

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 2019년 드라마 라인업 예상

제목	방영(예정)일	반영분기	채널	구분	최고시청률	비고
신의 퀴즈 리부트	18.11.14~19.01.10	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.6%	전작 모두 넷플릭스에 공급
프리스트	18.11.24~19.01.20	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.4%	
은주의 방	18.11.06~19.01.22	4Q, 1Q	Olive	12 부작	0.6%	시즌2 가능성
남자친구	18.11.24~18.01.17	4Q, 1Q	tvN	16 부작	10.0%	전세계 100 개국 수출
알함브라 궁전의 추억	18.12.01~18.01.20	4Q, 1Q	tvN	16 부작	9.7%	<b>[텐트폴]</b> 넷플릭스 글로벌, 중국 수출
왕이 된 남자	19.01.07~19.02.26	1Q	tvN	16 부작	10.1%	
진심이 닿다	19.01.23~19.03.14	1Q	tvN	16 부작	4.7%	
<b>로맨스는 별책부록</b>	<b>19.01.26~19.03.17</b>	<b>1Q</b>	<b>tvN</b>	<b>16 부작</b>	<b>5.8%</b>	<b>넷플릭스 글로벌 공급</b>
빙의	19.03.06~19.04.25	1Q, 2Q	OCN	16 부작		
킬잇	19.03.16~19.04.21	1Q, 2Q	OCN	12 부작		
사이코메트리 그녀석	19.03.11~19.04.30	1Q, 2Q	tvN	16 부작		
자백	19.03.23~19.05.12	1Q, 2Q	tvN	16 부작		
그녀의 사생활		2Q	tvN	16 부작		
보이스 시즌 3		2Q	OCN	16 부작		
왓쳐		2Q	OCN	16 부작		
<b>아스달 연대기 S1</b>		2Q	tvN	18 부작		<b>[텐트폴]</b> 글로벌 OTT 공급 예상
봄밤		2Q, 3Q	MBC	16 부작		지상파
어비스		2Q, 3Q	tvN	16 부작		
구해줘 2		2Q, 3Q	OCN	16 부작		
<b>좋아하면 울리는 S1</b>		<b>3Q</b>	<b>Netflix</b>	<b>8 부작</b>		<b>웹툰 원작 (원작 웹툰: ~시즌 5)</b>
식빵 굽는 남자		3Q	tvN	16 부작		
모두의 프라이버시		3Q	tvN	16 부작		
닥터룸		3Q	SBS	16 부작		지상파
악마가 너의 이름을 부를 때		3Q	tvN	16 부작		
호텔 델루나		3Q	tvN	16 부작		<b>[텐트폴]</b> 아이유, 여진구
지정생존자		3Q, 4Q	tvN	16 부작		리메이크
<b>나 홀로 그대 S1</b>		<b>4Q</b>	<b>Netflix</b>	<b>12~ 15 부작</b>		

주: 방영 중인 드라마 이외의 경우, 언론자료 등에 따른 당사 추정에 기반  
 자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	286.8	379.5	515.0	599.6
증감률 (%)	85.8	32.3	35.7	16.4
매출원가	239.7	324.0	423.4	470.7
매출총이익	47.1	55.5	91.6	128.9
Gross 마진 (%)	16.4	14.6	17.8	21.5
판매비와 일반관리비	14.2	15.7	14.8	18.0
영업이익	33.0	39.8	76.8	111.0
증감률 (%)	98.8	20.6	93.0	44.5
OP 마진 (%)	11.5	10.5	14.9	18.5
EBITDA	74.3	113.6	178.5	202.7
영업외손익	-2.7	5.1	5.0	5.1
금융수익(비용)	-2.5	0.6	1.1	1.5
기타영업외손익	-0.2	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	4.5	3.9	3.6
세전계속사업이익	30.3	45.7	81.9	116.0
법인세비용	6.4	9.9	18.0	25.5
계속사업이익	23.8	35.8	63.9	90.5
당기순이익	23.8	35.8	63.9	90.5
증감률 (%)	193.8	50.4	78.5	41.6
Net 마진 (%)	8.3	9.4	12.4	15.1
지배주주지분 순이익	23.8	35.8	63.9	90.5
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	23.8	35.8	63.9	90.5

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	61.9	72.4	41.3	29.2
PBR(X)	4.9	6.4	5.6	4.7
PCR(X)	21.2	21.8	14.5	12.8
PSR(X)	5.1	6.8	5.1	4.4
EV/EBITDA(X)	22.1	21.3	13.5	11.5
EV/EBIT(X)	49.7	60.7	31.5	21.1
EPS(W)	1,050	1,277	2,277	3,226
BPS(W)	13,141	14,411	16,687	19,913
SPS(W)	12,628	13,537	18,358	21,377
자기자본이익률(ROE, %)	9.5	9.3	14.6	17.6
총자산이익률(ROA, %)	6.8	7.5	12.2	15.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	14.2	14.8	25.9	35.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-49.4	-43.2	-47.5	-54.0
총부채/ 자기자본(%)	24.7	21.0	19.0	16.7
이자발생부채	10.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	319.6	327.1	370.4	441.7
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	65,000	92,400	94,100	94,100
시가총액(십억원)	1,822	2,592	2,640	2,640

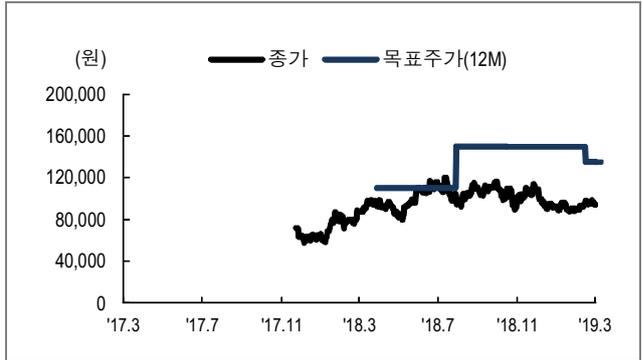
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	51.3	26.6	67.0	138.5
매출채권	54.9	57.7	60.0	61.8
유동자산	289.8	276.2	327.7	410.1
유형자산	1.1	0.8	0.6	0.5
투자자산	3.8	4.3	4.4	4.5
비유동자산	169.6	212.9	229.4	242.0
자산총계	459.5	489.1	557.1	652.1
단기성부채	10.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	6.1	6.1	6.2	6.4
유동부채	90.7	84.4	88.5	92.8
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.3	0.4	0.6	0.7
비유동부채	0.3	0.4	0.6	0.7
부채총계	91.0	84.9	89.0	93.5
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	32.1	67.9	131.8	222.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	404.2	468.1	558.6

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	-7.2	108.7	165.0	182.0
당기순이익	23.8	35.8	63.9	90.5
+ 유/무형자산상각비	41.3	73.8	101.7	91.7
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.8	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	69.7	118.9	182.5	206.3
- 운전자본의증가(감소)	-72.9	-0.2	0.5	1.3
투자활동 현금흐름	-141.0	-123.0	-124.5	-110.6
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	-1.5	-0.5	-0.1	-0.1
Free Cash Flow	-7.3	108.7	165.0	182.0
Net Cash Flow	-148.2	-14.3	40.5	71.4
재무활동 현금흐름	188.1	-10.4	0.0	0.0
자기자본 증가	207.8	0.0	0.0	0.0
부채증감	-19.7	-10.4	0.0	0.0
현금의증가	39.8	-24.8	40.5	71.4
기말현금 및 현금성자산	51.3	26.6	67.0	138.5
기말 순부채(순현금)	-182.2	-174.5	-222.3	-301.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2019.02.15	Buy	135,000원(12개월)	-	-
2018.07.30	Buy	150,000원(12개월)	-32.9%	-22.5%
2018.03.30	Buy	110,000원(12개월)	-8.5%	8.9%

스튜디오드래곤(253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. 2019년 3월 1일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.8%	23.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.