

투자조건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	130,000원
현재주가(19/05/09)	89,300원
상승여력	46%

영업이익(19F, 십억원)	57
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	68
EPS 성장률(19F, %)	22.3
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.5
P/E(19F, x)	57.2
MKT P/E(19F, x)	11.7
KOSDAQ	724.22
시가총액(십억원)	2,505
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	25.2
외국인 보유비중(%)	3.2
베타(12M) 일간수익률	1.33
52주 최저가(원)	83,600
52주 최고가(원)	119,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-11.1	6.8
상대주가	2.0	-15.6	25.5



[미디어플랫폼/콘텐츠]

박정엽
02-3774-1652
jay.park@miraesaset.com

스튜디오드래곤 (253450)

또 다른 스토리의 시작

1Q19 Review: 가속 상각 반영에도 컨센서스 부합

연결 매출액 1,118억원(+40.0% YoY), 영업이익 110억원(+3.5%)을 기록했다. 구작 판매에 따른 **가속 상각(약 270억원, +115%)**이 **지난 분기와 같은 수준으로 반영**됐다. 이로 인한 **비용 부담에도 예상보다 높은 외형 성장**이 나타나면서 안정적인 100억원대 이익을 실현했다.

특히 전반적인 작품 완성도가 좋아지면서 국내외 판권 매출액(562억원, +75.1%)이 크게 증가했다. 이중 해외 판권은 +87.4% 증가하면서 금번 분기 판권 유통의 76%를 차지했다. 주요 편성/판매 콘텐츠로는 로맨스는별책부록(온기), 알함브라궁전의추억(절반), 남자친구(절반) 등이 있었다. 제작 편수가 증가해(9편 → 12편)에 편성 매출액도 함께 올랐다(+8.4%).

월드클래스 제작사 위상 본격화

글로벌 미디어 주도권은 TV → OTT로 넘어왔다. 미국 유료방송과 광고 시장을 빼앗긴 구미 디어(디즈니, 워너)들은 자체 플랫폼을 론칭하며 글로벌 단위의 경쟁 2라운드 개막을 알리고 있다. 이로 인해 **20년부터 아시아 타겟의 콘텐츠 수급은 더욱 활발해질 가능성이 높다**.

동사의 2분기 행보는 이러한 변화를 정조준하고 있다. 글로벌 단위의 뉴플랫폼 오리지널 수주는 제작사별 트랙 레코드를 기반으로 정해지는데, 이에 대비하고자 장기간 1) **대표작이 될 수 있는 시즌제 대작(아스달 연대기)**을 배치했고 2) 어비스, 보이스3 등 참신한 소재를 지속 시도하고 있다. 이를 통한 글로벌 인지도 확대 이후에는 해외 리메이크, 이중 포맷(영화/공연/게임/VR 등)으로 확장, 굿즈 기획/제작 등의 IP 사업 영역 다각화가 현실화될 가능성이 높다. 이들 중 일부는(아스달 게임, 포오해영 공연, 보이스/시그널/알함브라 리메이크, 다수 드라마 굿즈 등) 이미 상당 부분 구체화되어 개발 중인 것으로 파악된다.

'매수' 의견, 목표주가 13만원 유지

동사에 대해 매수 의견과 목표주가 13만원을 유지한다. 19년 이익 추정치는 대폭 하향했는데 시즌제인 '아스달 연대기'의 금년 이익 기여 가능성이 높지 않고, 중국형 수출 시그널이 지연되고 있으며, 연말까지는 불리하게 작용할 무형자산상각도 감안하기 위함이다. 그럼에도 여전히 전년비 +40% 이상의 OP 성장이 가능하다. 금번 분기 판가 인상 및 지역 다각화는, 동사 브랜드 인지도 상승과 라이브러리 확대를 통한 이익의 기초 체력 강화를 증명한다.

실적 하향에도 동사 주가는 높은 멀티플을 유지하면서 1) 20년 이익 개선(아스달 시즌2, 오리지널 추가 수주, 유통 확대)과 2) 다변화될 수익 모델에 대한 장기 기대감을 품을 수 있다. 3주 앞으로 다가온 아스달 연대기는 성과를 예단하기 어려우나 '나비효과'를 일으킬 잠재력은 분명하다. 히트 여부 자체에 대한 확률 게임보다는 해외 파트너와의 B2B 거래 확장 기회로 바라볼 필요가 있다. 단순히 프로젝트 마진 이상의 의미를 지니는 콘텐츠임을 기억하자.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F
매출액 (십억원)	0	0	0	287	380	533
영업이익 (십억원)	0	0	0	33	40	57
영업이익률 (%)	-	-	-	11.5	10.5	10.7
순이익 (십억원)	0	0	0	24	36	44
EPS (원)	0	0	0	1,050	1,278	1,563
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	12.9	9.3	10.4
P/E (배)	-	-	-	61.9	72.3	57.2
P/B (배)	-	-	-	4.9	6.5	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 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	80	74	124	102	112	115	149	157	287	380	533
편성	41	34	49	54	44	54	53	57	131	178	208
판매	32	29	63	38	56	50	57	58	112	162	221
기타	7	11	11	10	12	12	12	12	44	39	48
넷플릭스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	16	20	0	0	36
차이니스 오리지널 제작	0	0	0	0	0	0	10	10	0	0	20
원가	66	64	99	95	97	99	125	135	240	324	456
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	60	48	54	53	57	127	186	212
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	-1	17	15	18	18	22	37	68
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	23	24	26	41	75	101
기타	7	4	6	10	7	7	7	8	49	27	29
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	14	17	0	0	31
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	9	9	0	0	17
판매비	3	3	3	6	4	4	4	8	14	16	20
EBITDA	28	15	45	26	38	35	45	41	74	115	159
영업이익	11	7	22	0	11	12	20	14	33	40	57
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	10.1	13.6	9.2	11.5	10.5	10.8
세전이익	11	11	22	2	13	11	20	14	30	46	59
당기순이익	8	9	17	2	9	9	15	11	24	36	44
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	7.6	10.2	6.9	8.3	9.4	8.2
YoY											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	55.3	20.1	54.3	46.7	32.4	40.3
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	57.9	8.9	5.4	49.5	35.7	17.1
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	72.1	-9.6	52.8	48.3	44.9	36.2
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	5.0	6.0	25.0	35.3	-9.8	20.6
EBITDA	17.9	-21.8	186.0	77.0	34.7	128.4	-0.8	54.7	-	54.7	38.0
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	60.9	-6.1	4,295.1	56.1	20.3	44.0
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-1.9	-12.1	559.4	83.8	49.6	22.8
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	1.5	1.5	1.5	3.1	4.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. '아스달 연대기'를 통한 동사의 다음 단계 도약을 기대



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19F
매출액	0	287	380	533
매출원가	0	240	324	456
매출총이익	0	47	56	77
판매비와관리비	0	14	16	20
조정영업이익	0	33	40	57
영업이익	0	33	40	57
비영업손익	0	-3	6	2
금융손익	0	-1	3	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	30	46	59
계속사업법인세비용	0	6	10	15
계속사업이익	0	24	36	44
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	24	36	44
지배주주	0	24	36	44
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	0	24	36	44
지배주주	0	24	36	44
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	0	74	115	159
FCF	0	-7	-29	155
EBITDA 마진율 (%)	-	25.8	30.3	29.8
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	8.4	9.5	8.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19F
유동자산	0	290	247	333
현금 및 현금성자산	0	51	153	194
매출채권 및 기타채권	0	55	69	106
재고자산	0	1	1	1
기타유동자산	0	183	24	32
비유동자산	0	170	265	281
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	0	1	1	1
무형자산	0	128	199	213
자산총계	0	459	512	615
유동부채	0	91	108	167
매입채무 및 기타채무	0	32	55	85
단기금융부채	0	10	0	0
기타유동부채	0	49	53	82
비유동부채	0	0	3	3
장기금융부채	0	0	2	2
기타비유동부채	0	0	1	1
부채총계	0	91	111	170
지배주주지분	0	368	401	444
자본금	0	14	14	14
자본잉여금	0	320	320	320
이익잉여금	0	32	68	111
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	0	368	401	444

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	0	-7	-29	155
당기순이익	0	24	36	44
비현금수익비용가감	0	46	74	114
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	0	41	75	101
기타	0	5	-1	13
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	-73	-139	12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-14	-27	-37
재고자산 감소(증가)	0	-2	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	9	26	11
법인세납부	0	-10	-10	-15
투자활동으로 인한 현금흐름	0	-141	141	-113
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	-116
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-145	139	1
기타투자활동	0	4	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	0	188	-10	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	10	-8	0
자본의 증가(감소)	0	334	1	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	-156	-3	0
현금의 증가	0	40	102	41
기초현금	0	12	51	153
기말현금	0	51	153	194

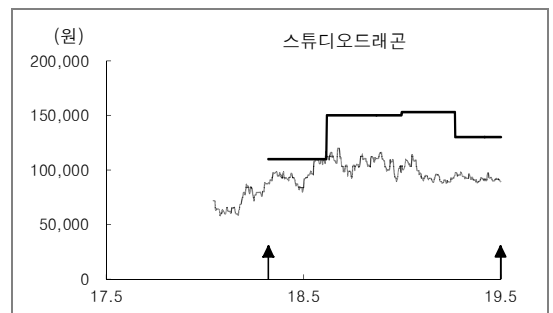
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18	12/19F
P/E (x)	-	61.9	72.3	57.2
P/CF (x)	-	21.2	23.5	15.9
P/B (x)	-	4.9	6.5	5.6
EV/EBITDA (x)	-	22.1	21.1	14.5
EPS (원)	0	1,050	1,278	1,563
CFPS (원)	0	3,068	3,930	5,626
BPS (원)	0	13,141	14,305	15,838
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	-	32.4	40.3
EBITDA증가율 (%)	-	-	55.4	38.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	21.2	42.5
EPS증가율 (%)	-	-	21.7	22.3
매출채권 회전율 (회)	0.0	10.4	6.1	6.1
재고자산 회전율 (회)	0.0	443.0	405.4	724.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	79.0	25.3	18.3
ROA (%)	0.0	10.4	7.4	7.8
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	10.4
ROIC (%)	0.0	28.7	15.2	18.3
부채비율 (%)	0.0	24.7	27.7	38.3
유동비율 (%)	0.0	319.6	228.4	199.5
순차입금/자기자본 (%)	0.0	-49.5	-39.3	-44.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	19.0	343.0	187.4

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	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



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 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.