

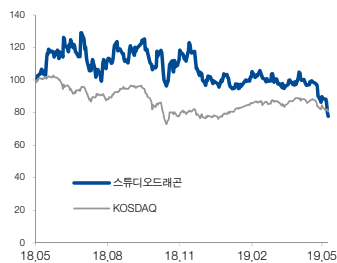
## 아스달 연대기에 모든 것이 달렸다

현재주가 (5/23)	72,200원	
상승여력	38.5%	
시가총액	2,025십억원	
발행주식수	28,051천주	
자본금/액면가	14십억원/500원	
52주 최고가/최저가	119,800원/72,200원	
일평균 거래대금 (60일)	13십억원	
외국인지분율	3.16%	
주요주주	씨제이이엔엠 외 3인 74.35%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-21.8	-24.2 -30.3
상대주가(%p)	-14.5	-19.2 -31.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
-	-	-	-
After	1,549	1,995	100,000
Consensus	1,811	2,706	118,944
Cons. 차이	-14.5%	-26.3%	-15.9%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 스튜디오드래곤에 대하여 투자이전 매수 및 목표주가 100,000원 제시하며, 커버리지 개시
- '아스달 연대기'(6월 1일부터 방영)로 새로운 성장 모멘텀 진입 기대
- 시즌 1의 흥행 여부에 따라 향후 제작 예정인 시즌 2의 성과까지 영향
- 향후 자체 보유 IP를 활용한 OIMU 전략으로 수익다각화 가능

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 6월 1일(tN방영)부터 한국판 왕좌의 게임인 '아스달 연대기'가 방영. '시즌 1'은 총 3개의 Part로 구성(각 Part당 6회)되고, 내년에 '시즌 2'가 방영될 계획. 작년 '미스터 션샤인'에 버금가는 수준의 대규모 제작비가 사용될 것으로 예상되어, '아스달 연대기'의 흥행여부에 따라서 올해 및 내년도 동사의 실적도 결정될 것으로 전망 / '아스달 연대기'의 감가상각 비는 방영 플랫폼이 지불한 방영권료(제작비의 약 70% 수준)를 제외한 부문을 동사가 1.5년에 걸쳐 상각하는 구조이며, 국내외 선판매 발생시에 일정금액을 방영 초기에 반영하여 처음에는 감가상각 부담이 있지만 나중에는 오히려 수익성이 커지는 구조
- '아스달 연대기'를 기점으로 자체 IP를 통한 OIMU(One IP Multi Use) 전략으로 '게임, 리메이크, VR, 영화공연, 굿즈'등으로 다양한 수익창출이 가능할 것으로 판단
- 동사의 해외매출은 꾸준히 증가하고 있으나, 중국시장의 한국 콘텐츠 재진입은 아직 불투명한 상황이고 디즈니 플러스의 아시아권 투자도 내년부터나 가능한 상황.

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 동사의 주가는 제작비용 이슈 등으로 큰 폭의 조정을 받았음. 신작 '아스달 연대기'의 흥행 여부에 따라서 동사의 주가 방향이 결정될 전망
- 동사의 목표주가는 2019F BPS 15,854원에 Target Multiple 6.1배 적용하여 산출

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	287	33	24	74	1,050	84.5	61.9	4.9	22.1	9.5	0.0
2018	380	40	36	115	1,278	21.7	72.3	6.5	21.2	9.3	0.0
2019F	510	54	43	162	1,549	21.2	46.6	4.6	11.8	10.3	0.0
2020F	566	69	56	214	1,995	28.8	36.2	4.0	8.9	11.8	0.0
2021F	589	81	66	248	2,347	17.6	30.8	3.6	7.6	12.3	0.0

\*K-IFRS 연결 기준

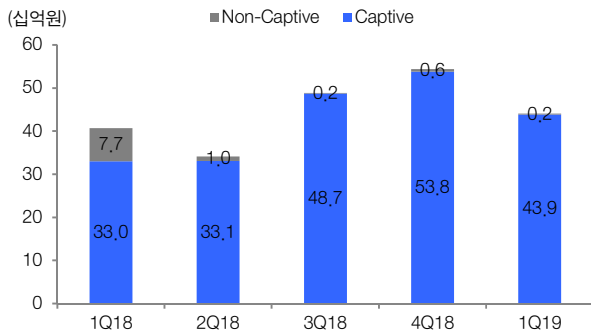
〈표1〉 스튜디오드래곤 연결 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.0	131.9	138.0	379.6	509.8	566.1
- 편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	50.7	53.3	55.9	178.1	204.0	229.3
- 판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	64.6	65.9	69.2	162.1	256.0	283.9
- 기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	12.7	12.8	12.9	39.4	49.8	52.9
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	13.9	14.7	14.6	39.9	54.1	68.8
- OPM	13.4%	9.8%	17.4%	0.4%	9.8%	10.9%	11.1%	10.6%	10.5%	10.6%	12.1%
당기순이익	7.9	9.0	17.3	1.7	7.5	11.6	12.2	12.2	35.9	43.4	56.0
- NPM	9.9%	12.1%	14.0%	1.7%	6.7%	9.1%	9.2%	8.8%	9.5%	8.5%	9.9%

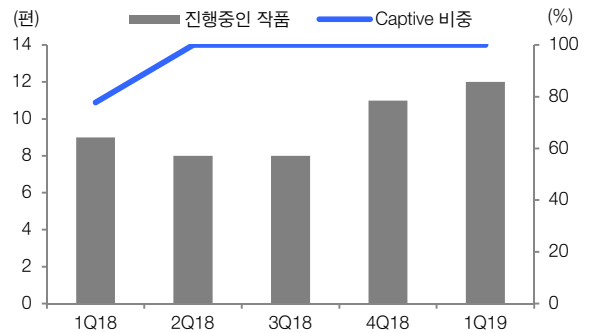
주: IFRS 연결 기준  
 자료: 한대치증권

〈그림1〉 편성매출 추이



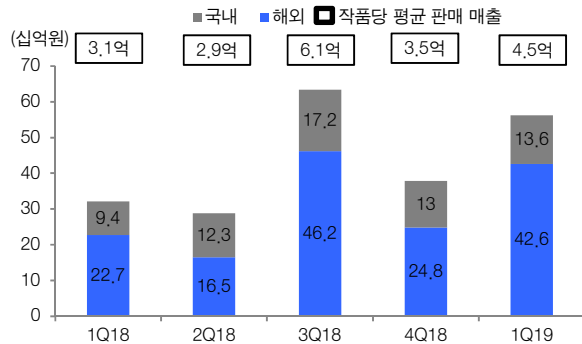
자료: 스튜디오드래곤, 한대치증권

〈그림2〉 제작현황 추이



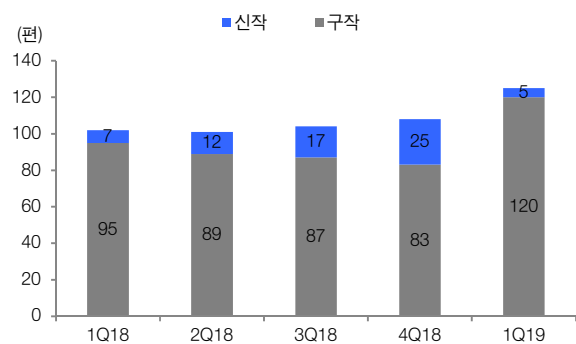
자료: 스튜디오드래곤, 한대치증권

〈그림3〉 판매매출 추이



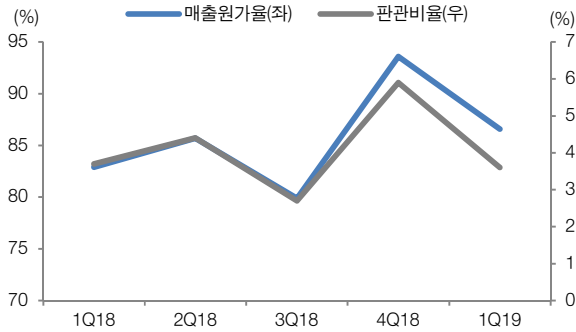
자료: 스튜디오드래곤, 한대치증권

〈그림4〉 라이브러리 판매 추이



자료: 스튜디오드래곤, 한대치증권

〈그림5〉 매출원가율 및 판관비율 추이



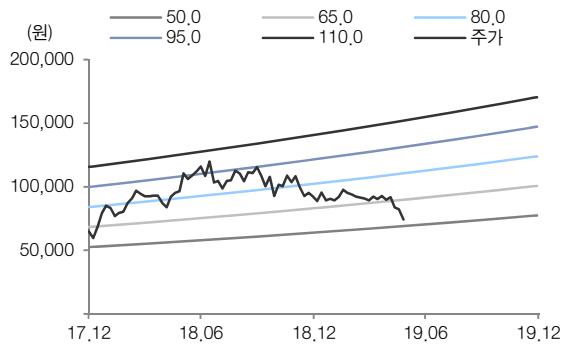
자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림6〉 이스달 연대기



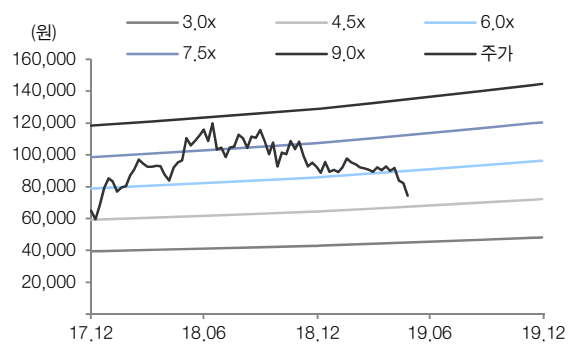
자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림7〉 스튜디오드래곤 P/E 밴드



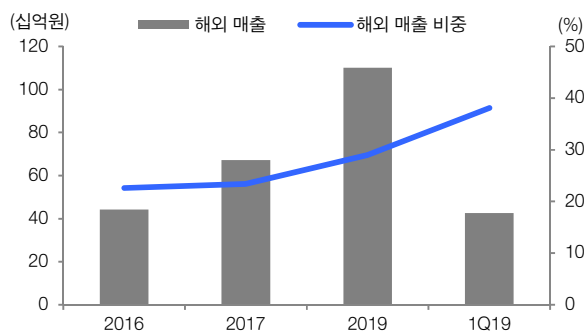
자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림8〉 스튜디오드래곤 P/B 밴드



자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림9〉 해외판매 매출 및 비중 추이



자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림10〉 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	287	380	510	566	589
증가율 (%)	85.7	32.4	34.3	11.0	4.1
<b>매출원가</b>	240	324	437	477	487
매출원가율 (%)	83.6	85.4	85.8	84.2	82.7
<b>매출총이익</b>	47	56	73	89	102
매출이익률 (%)	16.4	14.6	14.2	15.8	17.3
증가율 (%)	118.1	17.9	30.5	23.0	14.5
판매관리비	14	16	18	20	21
판매비율 (%)	4.9	4.1	3.6	3.6	3.6
EBITDA	74	115	162	214	248
EBITDA 이익률 (%)	25.9	30.3	31.9	37.8	42.1
증가율 (%)	91.4	55.1	41.1	31.6	16.0
<b>영업이익</b>	33	40	54	69	81
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.6	12.1	13.7
증가율 (%)	98.3	21.0	35.7	27.0	17.6
<b>영업외손익</b>	-3	6	2	1	1
금융수익	1	7	2	1	2
금융비용	3	1	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	30	46	56	70	82
세전계속사업이익률	10.6	12.0	10.9	12.4	14.0
증가율 (%)	188.3	50.8	22.3	25.4	17.6
법인세비용	6	10	12	14	16
계속사업이익	24	36	43	56	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	24	36	43	56	66
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	8.5	9.9	11.2
증가율 (%)	192.9	50.3	21.2	28.8	17.6
지배주주지분 순이익	24	36	43	56	66
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
총포괄이익	24	35	43	56	66

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	-7	-29	156	201	232
<b>당기순이익</b>	24	36	43	56	66
유형자산 상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	41	75	108	145	167
외환손익	1	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-73	-139	6	1	1
기타	0	0	-2	-1	-1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-141	141	-200	-199	-199
투자자산의 감소(증가)	-2	0	-1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	0	0	0
기타	-139	141	-199	-199	-199
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	188	-10	0	0	0
장기차입금의 증가(감소)	-8	2	0	0	0
사채의증가(감소)	-20	0	0	0	0
자본의 증가	208	1	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	8	-12	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	0	0	0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	40	102	-44	2	34
기초현금	12	51	153	109	111
기말현금	51	153	109	111	145

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	290	247	237	244	283
현금성자산	51	153	109	111	145
단기투자자산	141	2	3	3	4
매출채권	55	69	93	97	101
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	41	22	30	32	33
<b>비유동자산</b>	170	265	358	413	446
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	290	346	379
투자자산	4	4	4	5	5
기타비유동자산	37	62	62	62	62
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	459	512	595	657	729
<b>유동부채</b>	91	108	147	153	159
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	6	20	27	28	29
유동성장기부채	10	0	0	0	0
기타유동부채	75	89	120	125	130
<b>비유동부채</b>	0	3	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융채 (리스포함)	0	2	2	2	2
기타비유동부채	0	1	1	1	1
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	91	111	150	156	162
<b>지배주주지분</b>	368	401	445	501	567
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
저분조정 등	3	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	32	68	111	167	233
<b>비지배주주지분</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	368	401	445	501	567

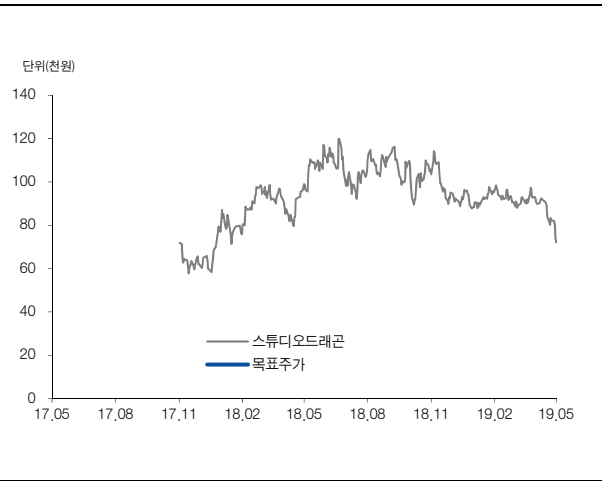
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	1,050	1,278	1,549	1,995	2,347
EPS(지배순이익 기준)	1,050	1,278	1,549	1,995	2,347
BPS(자본총계 기준)	13,141	14,305	15,854	17,850	20,197
BPS(지배지분 기준)	13,141	14,305	15,854	17,850	20,197
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	61.9	72.3	46.6	36.2	30.8
P/E(지배순이익 기준)	61.9	72.3	46.6	36.2	30.8
P/B(자본총계 기준)	4.9	6.5	4.6	4.0	3.6
P/B(지배지분 기준)	4.9	6.5	4.6	4.0	3.6
EV/EBITDA(Reported)	22.1	21.2	11.8	8.9	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	84.5	21.7	21.2	28.8	17.6
EPS(지배순이익 기준)	84.5	21.7	21.2	28.8	17.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	9.5	9.3	10.3	11.8	12.3
ROE(지배순이익 기준)	9.5	9.3	10.3	11.8	12.3
ROA	6.8	7.4	7.8	8.9	9.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	24.7	27.7	33.7	31.2	28.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	19.0	343.0	177.1	224.9	264.4

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과일(%)	
			평균	최고/최저
19/05/24	BUY	100,000	-	-

▶ 최근 2년간 스튜디오드래곤 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 유성만의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 : 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	140건	89.17%
보유	17건	10.83%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당시의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.