스튜디오드래곤(253450.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

불확실한 '아스달 연대기' 외에도 주목할 건 많다

■ **아스달 연대기 방영 시작, 대서사를 위한 설명은 필수적일 뿐**

2019년 최대 기대작인 **'아스달 연대기'는 1화, 2화 시청률로 각각 6.7%, 7.3%**를 기록하며 방영을 시작했다. 시즌제 드라마의 특성상 극 초반 캐릭터, 배경 설명 등 드라마의 설정에 대한 시청자들의 이해를 위한 내용이 집중될 수 밖에 없다. 더구나 태고라는 시대적 환경과 종족간의 갈등이 발생하는 이유의 설명도 필요했다. 따라서 초기 1, 2회의 내용은 주요인물/종족 간의 대립구도를 만드는 과정이었고, 긴장감이 떨어진 서사라는 느낌이 강했다. 극 초반부터 시청자의 기대에 부흥할 만한 긴장감과 갈등 노출이 부재했다는 점도 아쉽다. 또한 100% 사전제작으로 제작됐기 때문에 시청자의 반응에 맞춘 변화를 주기 어렵다는 한계도 있다.

■ **초반 시청률만으로 흥행 판단은 어려움, 다만 콘텐츠 산업의 구조적 변화는 필요**

시청률 데이터는 부정적이지 않다. 2화의 시청률은 1화 대비 소폭 상승했고, 이전 작품 '남자친구(10.3%/2화 기준)', '알함브라 궁전의 추억(7.4%)', '미스터 션샤인(9.7%)', '도깨비(7.9%)'과 비교해도 나쁘지 않은 수치다. 그러나 약 500억원 이상의 **제작비 때문에 이에 걸맞은 연출력과 스토리에 대한 시청자의 눈높이도 높아진 상황**이다. 결국 드라마 흥행과 더불어 콘텐츠 산업의 성장을 저해해온 **중국향 콘텐츠 판매, 합작 드라마 제작과 같은 구조적인 문제의 해소가 필요**하다.

동사에 대한 목표주가를 기존 110,000원에서 17% 하향한 91,000원으로 수정제시한다. 목표주가 하향은 2019년 및 2020년 연간 영업이익 추정치를 각각 8%, 5% 하향 조종함에 따른 것이다. 투자의견 BUY를 유지하는 것은 1) 아시아 중심의 OTT 사업자 확대로 동사의 콘텐츠 라이브러리 판매 증가에 따른 영업 레버리지, 2) 2020년 '아스달 연대기' 시즌2의 방영에 따른 이익 개선, 3) '호텔 델루나' 등 기대작이 하반기에 포진해 있기 때문이다. 목표주가는 당사 추정 2020년 EPS 기준 PER 29.7배 수준이다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	154	287	380	515	599
영업이익(십억원)	17	33	40	58	99
세전계속사업손익(십억원)	10	30	46	69	111
당기순이익(십억원)	8	24	36	52	86
EPS(원)	-	851	1,278	1,862	3,059
증감률(%)	-	-	50.3	45.7	64.3
PER(배)	-	76.4	72.3	35.9	21.9
ROE(%)	-	9.5	9.3	12.2	17.3
PBR(배)	-	4.9	6.5	4.1	3.5
EV/EBITDA(배)	-	22.1	21.1	9.8	7.4

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	91,000원
현재주가(06/03)	66,900원

Key Data (기준일: 2019.06.03)

KOSPI(pt)	2,068
KOSDAQ(pt)	698
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,877
52주 최고/최저(원)	123,500 / 65,800
52주 일간 Beta	1.59
발행주식수(천주)	28,051
평균거래량(3M,천주)	158
평균거래대금(3M,백만원)	13,580
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	3.0
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	74.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.1	-28.9	-38.6	-39.4
KOSPI 대비상대수익률	-18.7	-24.3	-36.9	-18.4

Company vs KOSDAQ composite

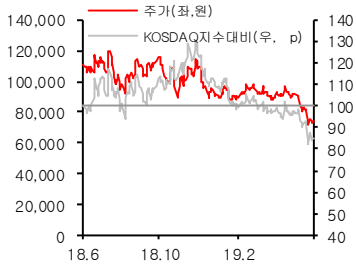
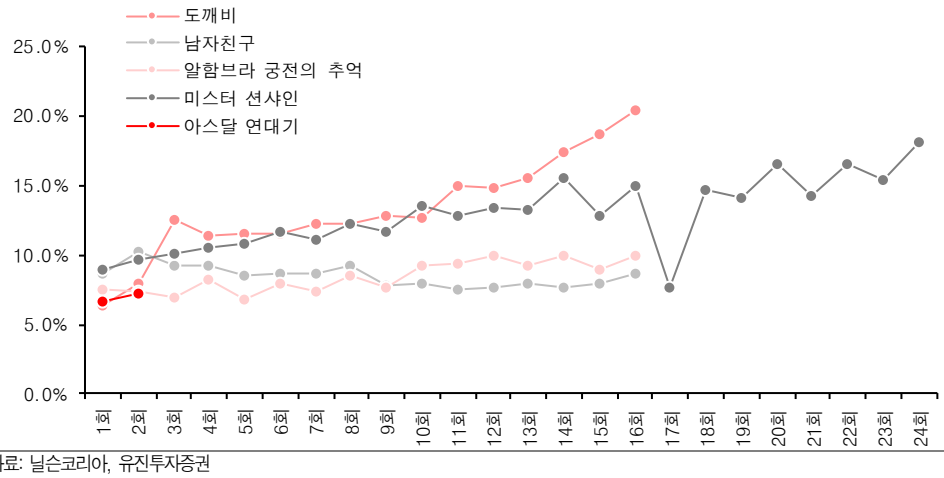


도표 42 실적 전망

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**79.9**	**74.3**	**123.7**	**101.7**	**111.8**	**121.4**	**149.2**	**132.9**	**379.5**	**515.3**	**598.6**
YoY	*6.0%*	*19.6%*	*59.6%*	*41.5%*	*40.0%*	*63.4%*	*20.6%*	*30.7%*	*32.3%*	*35.8%*	*16.2%*
편성 매출	**40.7**	**34.1**	**48.9**	**54.4**	**44.1**	**59.5**	**72.0**	**57.1**	**178.1**	**232.8**	**258.9**
판매 매출	**32.1**	**28.8**	**63.4**	**37.8**	**56.2**	**48.0**	**60.0**	**60.2**	**162.1**	**224.4**	**267.5**
기타 매출	**7.1**	**11.4**	**11.4**	**9.5**	**11.5**	**13.8**	**17.1**	**15.6**	**39.4**	**58.1**	**72.1**
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	106.4	124.7	109.1	324.0	437.0	474.6
매출원가율	82.9%	85.7%	80.0%	93.6%	86.6%	87.6%	83.6%	82.1%	85.4%	84.8%	79.3%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.0	24.5	23.8	55.5	78.3	124.0
매출총이익률	17.1%	14.3%	20.0%	6.4%	13.4%	12.4%	16.4%	17.9%	14.6%	15.2%	20.7%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.8	4.9	7.0	15.7	20.7	24.8
판관비율	3.7%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	4.0%	3.3%	5.3%	4.1%	4.0%	4.1%
영업이익	**10.7**	**7.3**	**21.4**	**0.4**	**11.0**	**10.2**	**19.5**	**16.8**	**39.8**	**57.6**	**99.2**
YoY	*-23.7%*	*-17.6%*	*222.1%*	*-87.3%*	*3.5%*	*39.3%*	*-8.7%*	*3710.5%*	*20.8%*	*44.6%*	*72.2%*
OPM	13.3%	9.9%	17.3%	0.4%	9.9%	8.4%	13.1%	12.6%	10.5%	11.2%	16.6%
영업외손익	0.2	0.1	0.6	1.3	2.1	2.3	2.7	3.8	5.7	11.0	11.3
세전이익	10.8	7.4	22.0	1.7	13.1	12.5	22.3	20.6	45.6	68.5	110.5
세전이익률	13.6%	10.0%	17.8%	1.7%	11.8%	10.3%	14.9%	15.5%	12.0%	13.3%	18.5%
법인세	3.0	1.6	4.8	(0.0)	4.0	2.8	5.0	4.6	9.9	16.4	24.7
당기순이익	**7.9**	**8.9**	**17.2**	**1.7**	**9.1**	**9.7**	**17.3**	**16.0**	**35.7**	**52.1**	**85.8**
NPM	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	8.2%	8.0%	11.6%	12.0%	9.4%	10.1%	14.3%

자료: 유진투자증권

도표 43 tvN 주요 드라마 회차별 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 44 2019년 하반기 tvN 드라마 예상 편성

	7월	8월	9월	10월	11월	12월
월화	60일, 지정생존자	유령을 잡아라			소원을 말해봐	식빵 굽는 남자
수목	악마가 너의 이름을 부를 때			위대한 쇼		머니게임
금요	미정					
주말	아스달 연대기	호텔 델루나		날 녹여줘		

자료: 유진투자증권

도표 45 실적 추정치 변경

(십억원)	2019F 변경 후	2019F 변경 전	2019F 차이(%)	2020F 변경 후	2020F 변경 전	2020F 차이(%)
매출액	515.3	528.8	-3%	598.6	611.2	-2%
영업이익	57.6	62.7	-8%	99.2	104.9	-5%
순이익	52.1	56.1	-7%	85.8	90.3	-5%

자료: 유진투자증권

도표 46 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
①지배주주순이익	59.6	12개월 선행 예상 지배주주순이익(2Q19-1Q20)
②적용 PER (배)	43.0	글로벌 콘텐츠 기업의 2011~2015년 PER 평균을 10% 할인
③기업가치	**2,564**	**① * ②**
④주식수 (주)	28,037,240	
주당가치 (원)	91,444	③ / ④
목표주가 (원)	**91,000**	
상승여력 (%)	36.0%	
현재주가 (원)	66,900	

자료: 유진투자증권

스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**459**	**512**	**574**	**672**	**845**
유동자산	290	247	326	457	654
현금성자산	193	160	224	338	502
매출채권	55	69	83	99	132
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	248	215	191
투자자산	41	66	85	89	92
유형자산	1	1	1	1	1
기타	128	199	161	125	97
부채총계	**91**	**111**	**120**	**132**	**157**
유동부채	91	108	116	128	153
매입채무	32	55	61	73	97
유동성이자부채	10	0	1	1	1
기타	49	53	53	54	55
비유동부채	0	3	4	4	4
비유동이자부채	0	2	4	4	4
기타	0	1	1	1	1
자본총계	**368**	**401**	**454**	**539**	**688**
지배지분	368	401	454	539	688
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	120	206	355
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**368**	**401**	**454**	**539**	**688**
총차입금	10	2	5	5	5
순차입금	(183)	(158)	(219)	(333)	(497)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**287**	**380**	**515**	**599**	**687**
증가율(%)	85.7	32.4	35.7	16.2	14.7
매출원가	240	324	437	475	478
매출총이익	**47**	**56**	**78**	**124**	**209**
판매 및 일반관리비	14	16	21	25	29
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	**33**	**40**	**58**	**99**	**180**
증가율(%)	98.3	21.0	44.3	72.2	81.6
EBITDA	**74**	**115**	**169**	**208**	**280**
증가율(%)	91.4	55.1	46.7	22.8	34.9
영업외손익	**(3)**	**6**	**11**	**11**	**12**
이자수익	1	4	4	5	6
이자비용	2	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(2)	2	7	7	7
세전순이익	**30**	**46**	**69**	**111**	**192**
증가율(%)	188.3	50.8	50.4	61.0	73.6
법인세비용	6	10	16	25	43
당기순이익	**24**	**36**	**52**	**86**	**149**
증가율(%)	192.9	50.3	45.7	64.3	73.6
지배주주지분	24	36	52	86	149
증가율(%)	192.9	50.3	45.7	64.3	73.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**851**	**1,278**	**1,862**	**3,059**	**5,310**
증가율(%)	-	50.3	45.7	64.3	73.6
수정EPS(원)	851	1,278	1,862	3,059	5,310
증가율(%)	-	50.3	45.7	64.3	73.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**(7)**	**(25)**	**112**	**190**	**240**
당기순이익	30	46	52	86	149
자산상각비	41	75	111	108	100
기타비현금성손익	1	(1)	3	0	0
운전자본증감	(73)	(135)	(49)	(4)	(9)
매출채권감소(증가)	(14)	(27)	(18)	(16)	(33)
재고자산감소(증가)	(2)	0	(0)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	9	26	6	12	24
기타	(66)	(134)	(37)	0	0
투자현금	**(141)**	**136**	**(115)**	**(79)**	**(79)**
단기투자자산감소	0	(4)	(67)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(45)	(72)	(72)
재무현금	**188**	**(10)**	**(0)**	**0**	**0**
차입금증가	(18)	(10)	(0)	0	0
자본증가	208	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**40**	**102**	**(4)**	**111**	**161**
기초현금	12	51	153	149	261
기말현금	51	153	149	261	422
Gross Cash flow	76	120	166	194	249
Gross Investment	214	(5)	97	80	85
Free Cash Flow	**(138)**	**125**	**69**	**114**	**164**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	1,862	3,059	5,310
BPS	13,141	14,305	16,167	19,226	24,536
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	76.4	72.3	35.9	21.9	12.6
PBR	4.9	6.5	4.1	3.5	2.7
EV/ EBITDA	22.1	21.1	9.8	7.4	4.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	11.3	9.7	7.5
수익성(%)					
영업이익율	11.5	10.5	11.2	16.6	26.2
EBITDA이익율	25.9	30.3	32.8	34.7	40.8
순이익율	8.3	9.4	10.1	14.3	21.7
ROE	9.5	9.3	12.2	17.3	24.3
ROIC	15.4	14.6	18.3	35.0	70.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(49.5)	(39.3)	(48.2)	(61.8)	(72.2)
유동비율	319.6	228.4	281.8	357.0	428.9
이자보상배율	19.0	343.0	184.8	296.2	537.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9
매출채권회전율	6.1	6.1	6.8	6.5	5.9
재고자산회전율	n/a	405.4	816.1	798.3	722.6
매입채무회전율	11.1	8.7	8.9	9.0	8.1