2019년 5월 23일

스튜디오드래곤 (253450)

기업분석 | 통신/미디어

아스달 기대감에도 힘을 못 쓰는 이유

Analyst
김현용
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	96,000 원
현재주가	74,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (5/22)		706.93 pt
시가총액		20,842 억원
발행주식수		28,051 천주
52 주 최고가/최저가		119,800 / 74,300 원
90 일 일평균거래대금		127.77 억원
외국인 지분율		3.3%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		15,964 원
KOSDAQ 대비 상대수익	1 개월	-5.9%
	6 개월	-24.8%
	12 개월	-17.5%
주주구성	CJ E&M 외 5 인	74.4%

Stock Price

불안한 장과 고밸류, 닫혀 있는 탑라인

동사 주가는 5월 들어 3주 동안에만 20% 급락하여, 섹터 내에서도 하락률이 가장 큰 편에 속한다. 6월 1일 아스달 연대기 방영이 임박했음에도 주가가 힘을 못 쓰는 이유는 시장 영향 외에도 여전한 고밸류와 이를 정당화할 탑라인 성장률이 나오지 않기 때문이다. 현재 동사는 PER 43배에 거래되고 있고, 올해 매출 성장률은 23%, 영업이익 성장률은 31%로 예상된다.

제작비 급증세에 비해 시청률 추가 레벨업은 답보 상태

텐트폴 제작 편수와 편당 제작비는 급증하는 반면, 넷플릭스 판매액과 시청률은 이에 비례하는 수준만큼은 올라오지 못하고 있다는 판단이다. 2017년초 도깨비에서 2018년 8월 미스터션샤인까지는 비례하는 수준을 초과하여 판매금액과 광고단가, 그리고 화제성이 올라왔던 구간이다. 한편, 올해 들어 동사 라인업 성과는 왕이 된 남자가 평균 시청률로 2019년 한국드라마 중 5위를 기록한 것을 제외하면 작년 하반기 대비 저하된 모습이다. 전라인업 평균시청률도 1분기 4.2%에서 4~5월 3.5%에 머물고 있다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 96,000원(하향)

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하지만, 목표주가는 96,000원으로 20% 하향하도록 한다. 목표주가 하향은 중국 시장이 열리지 않는 한 탑라인 성장성 회복과 마진율의 의미 있는 반등이 쉽지 않음을 반영, Target PER을 40배로 기존 대비 20% 하향한 점에 기인한다. 투자의견 매수 근거는 아스달 연대기를 비롯한 3편의 텐트폴 기대감이 유효한 점, 확률을 논하기는 어렵지만 중국거래 재개시 즉각적인 레버리지가 가능한 점으로 요약된다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	465.3	588.4	715.0
영업이익	33.0	39.9	52.2	75.3	96.8
세전계속사업손익	30.3	45.6	57.9	81.0	102.5
순이익	23.9	35.8	46.1	67.2	86.7
EPS (원)	851	1,277	1,644	2,397	3,091
증감률 (%)	193.1	50.1	28.7	45.8	29.0
PER (x)	84.1	71.6	45.2	31.0	24.0
PBR (x)	5.4	6.4	4.7	4.0	3.5
EV/EBITDA (x)	32.4	25.1	16.2	12.8	10.9
영업이익률 (%)	11.5	10.5	11.2	12.8	13.5
EBITDA 마진 (%)	19.9	17.1	16.6	17.4	17.6
ROE (%)	9.5	9.3	10.9	14.0	15.5
부채비율 (%)	24.7	19.9	16.8	14.6	13.1

주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

2분기 & 2019년 실적 전망

동사 2분기 실적은 매출액 1,128억원(YoY +51.9%), 영업이익 97억원(YoY +32.9%)으로 시장기대치를 10% 가량 하회할 것으로 전망된다. 매출은 편성 확대와 아스달 연대기 6월 방영분이 반영되며, 편성 매출이 YoY +75% 급증하며 전체 성장을 견인할 것으로 예상된다. 이익의 경우 매출 급증 효과로 30% 대의 양호한 이익증가율이 전망되나, 마진율은 제작비 증가로 인한 상각비 부담과 아스달 연대기 넷플릭스 판매분의 3분기 인식을 가정하여 소폭 감소할 것으로 예상한다.

동사 2019년 실적은 매출액 4,653억원(YoY +22.6%), 영업이익 522억원(YoY +31.0%)으로 시장기대치 대비로는 다소 하회하는 실적이 예상된다. 매출은 편성 확대 효과가 판매 확대 효과보다 크게 나타나며 마진율 측면에서의 반등은 YoY +0.7%p로 제한적일 전망이다. 편성 매출의 경우 캡티브 외에도 4분기부터 넷플릭스 오리지널 외주제작 물량이 더해지며 내년에도 20% 중반의 외형 성장률은 이어갈 수 있을 것으로 전망된다.

표1 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	112.8	122.3	118.4	286.8	379.6	465.3	588.4
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	59.8	61.2	65.0	131.2	178.1	230.1	271.1
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	40.5	48.6	42.9	111.9	162.1	188.2	244.8
기타매출	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	12.5	12.5	10.5	43.7	39.4	47.0	72.5
YoY	*6.1*	*19.8*	*59.6*	*41.3*	*39.9*	*51.9*	*-1.1*	*16.4*	*46.7*	*32.4*	*22.6*	*26.5*
편성매출	*54.8*	*41.5*	*17.0*	*39.5*	*8.4*	*75.4*	*25.2*	*19.5*	*49.4*	*35.7*	*29.2*	*17.8*
판매매출	*-12.1*	*9.5*	*172.1*	*46.5*	*75.1*	*40.6*	*-23.3*	*13.5*	*48.4*	*44.9*	*16.1*	*30.1*
기타매출	*-43.2*	*-1.7*	*-8.1*	*31.9*	*62.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*35.3*	*-9.8*	*19.4*	*54.2*
해외 판매	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	15.5	54.7	32.3	67.2	110.2	145.1	200.4
YoY	*0.4*	*2.5*	*252.7*	*61.0*	*87.7*	*-6.1*	*18.4*	*30.2*	*58.5*	*64.0*	*31.7*	*38.1*
매출 비중	28.4	22.2	37.3	24.4	38.1	13.7	44.7	27.3	23.4	29.0	31.2	34.1
편성시간	100	98	100	120	109	130	120	130	302	418	489	530
시간당 편성매출	4.1	3.5	4.9	4.5	4.0	4.6	5.1	5.0	4.3	4.3	4.7	5.1
라인업 평균시청률	3.9	4.2	7.3	4.6	4.2				3.7	5.0	n/a	n/a
넷플릭스 동시방영	1	1	1	1	1	2	2	1	2	4	6	7
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	9.7	21.1	10.4	33.0	39.9	52.2	75.3
YoY	*-23.6*	*-18.0*	*220.9*	*-89.9*	*2.8*	*32.9*	*-1.9*	*n/a*	*55.7*	*20.8*	*31.0*	*44.3*
영업이익률(%)	13.4	9.8	17.4	0.3	9.8	8.6	17.2	8.8	11.5	10.5	11.2	12.8

자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	302.9	278.9	306.9	397.2
현금 및 현금성자산	191.6	131.6	71.6	61.6	51.6
매출채권 및 기타채권	54.9	72.7	89.1	112.7	136.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	41.9	68.6	88.2	102.6	178.7
비유동자산	169.6	178.5	243.8	283.1	283.1
관계기업투자등	0.0	60.0	120.0	145.0	145.0
유형자산	1.1	2.5	3.0	4.0	4.0
무형자산	127.5	116.0	120.8	134.1	134.1
자산총계	**459.5**	**481.5**	**522.7**	**590.0**	**680.3**
유동부채	90.7	78.0	73.1	73.2	76.8
매입채무 및 기타재무	8.2	10.9	13.3	16.9	20.5
단기금융부채	10.0	6.1	4.8	4.8	4.8
기타유동부채	72.5	61.0	55.0	51.5	51.5
비유동부채	0.3	2.0	2.0	2.0	2.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	72.2	2.0	2.0	2.0	2.0
부채총계	**91.0**	**80.0**	**75.1**	**75.2**	**78.8**
지배주주지분	368.5	401.5	447.6	514.8	601.5
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	32.1	67.9	114.0	181.2	267.9
비지배주주지분(연결)					
자본총계	**368.5**	**401.5**	**447.6**	**514.8**	**601.5**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**286.8**	**379.6**	**465.3**	**588.4**	**715.0**
매출원가	239.7	324.0	390.4	485.5	582.0
매출총이익	**47.1**	**55.6**	**74.9**	**103.0**	**133.0**
판매비 및 관리비	14.2	15.7	22.7	27.7	36.2
영업이익	**33.0**	**39.9**	**52.2**	**75.3**	**96.8**
(EBITDA)	57.0	64.9	77.2	102.3	125.8
금융손익	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.0	-5.0	-5.0	15.0	15.0
세전계속사업이익	**30.3**	**45.6**	**57.9**	**81.0**	**102.5**
계속사업법인세비용	6.4	9.8	11.8	13.8	15.8
계속사업이익	23.9	35.8	46.1	67.2	86.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**23.9**	**35.8**	**46.1**	**67.2**	**86.7**
지배주주	23.9	35.8	46.1	67.2	86.7
총포괄이익	**23.9**	**35.8**	**46.1**	**67.2**	**86.7**
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	16.1	17.5	18.6
영업이익률 (%)	11.5	10.5	11.2	12.8	13.5
EBITDA마진률 (%)	19.9	17.1	16.6	17.4	17.6
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	9.9	11.4	12.1
ROA (%)	6.8	7.6	9.2	12.1	13.6
ROE (%)	9.5	9.3	10.9	14.0	15.5
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

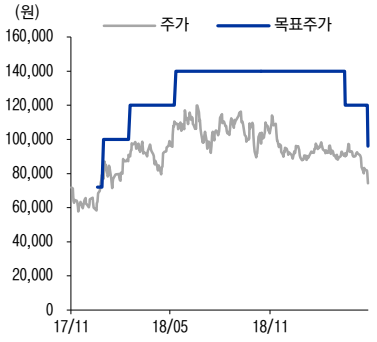
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-7.2**	**139.1**	**11.6**	**19.3**	**5.0**
당기순이익(손실)	23.9	35.8	46.1	67.2	86.7
비현금수익비용가감	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	24.0	25.0	25.0	27.0	29.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-60.2	73.1	-64.6	-80.0	-112.8
매출채권 감소(증가)	-17.9	-17.8	-16.4	-23.6	-24.2
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	2.4	2.7	2.5	3.5	3.6
기타자산, 부채변동	-44.7	88.2	-50.7	-60.0	-92.2
투자활동 현금	**-141.0**	**-50.0**	**-65.3**	**-24.3**	**-10.0**
유형자산처분(취득)	-0.1	-1.4	-0.5	-1.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	11.5	-4.8	-13.3	0.0
투자자산 감소(증가)	-140.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.0	-60.0	-60.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금	**188.1**	**-8.9**	**-6.3**	**-5.0**	**-5.0**
차입금의 증가(감소)	-18.1	-3.9	-1.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	207.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	**39.9**	**80.2**	**-60.0**	**-10.0**	**-10.0**
기초현금	11.5	51.4	131.6	71.6	61.6
기말현금	51.4	131.6	71.6	61.6	51.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	84.1	71.6	45.2	31.0	24.0
P/B	5.4	6.4	4.7	4.0	3.5
EV/EBITDA	32.4	25.1	16.2	12.8	10.9
P/CF	-	-	-	-	
배당수익률 (%)	-	-	-	-	
성장성 (%)					
매출액	85.8	32.4	22.6	26.5	21.5
영업이익	98.7	21.0	30.7	44.3	28.5
세전이익	188.2	50.8	26.9	39.9	26.5
당기순이익	193.2	50.2	28.7	45.8	29.0
EPS	193.1	50.1	28.7	45.8	29.0
안정성 (%)					
부채비율	24.7	19.9	16.8	14.6	13.1
유동비율	319.6	388.4	381.3	419.4	517.2
순차입금/자기자본(x)	-49.3	-31.3	-14.9	-11.0	-7.8
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	10.0	6.1	4.8	4.8	4.8
순차입금 (십억원)	-181.6	-125.5	-66.8	-56.8	-46.8
주당지표(원)					
EPS	851	1,277	1,644	2,397	3,091
BPS	13,142	14,320	15,964	18,362	21,454
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

스튜디오드래곤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.01.11	변경	김현용									
2018.01.11	Buy	72,000	10.3		0.0						
2018.01.22	Buy	100,000	-9.0		-18.5						
2018.03.12	Buy	120,000	-8.0		-21.9						
2018.06.04	Buy	140,000	-14.4		-28.0						
2019.04.10	Buy	120,000	-18.9		-26.2						
2019.05.23	Buy	96,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)