스튜디오드래곤(253450.KQ)



미디어/엔터 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
	O	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	91,000원
현재주가(08/08)	58,900원

Key Data	(기준일: 2019.08.08)
KOSPI(pt)	1,921
KOSDAQ(pt)	585
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,652
52주 최고/최저(원)	119,000 / 50,900
52주 일간 Beta	1.56
발행주식수(천주)	28,051
평균거래량(3M,천주)	168
평균거래대금(3M,백만원)	11,880
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	3.0
주요주주 지분율(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	74.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.9	-34.8	-36.0	-38.6
KOSPI 대비상대수익률	-2.4	-13.4	-16.4	-13.3

텐트폴 작품에 대한 수익성 우려를 불식시킨 실적

- **2Q19 Review: 제작비 확대에 따른 이익 감소 우려 불식**

  스튜디오드래곤의 2Q19 실적은 매출액 1,282억원(+73% yoy), 영업이익 108억원(+47% yoy)으로 당사 추정치(102억원) 및 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다.

  매출액 성장은 전년동기대비 증가한 제작 편수(2Q18 8편 → 2Q19 11편)에 더불어 텐트폴 작품인 '아스달 연대기'의 방영으로, 편성매출(+71% yoy) 및 판매매출(+109% yoy)이 고성장을 기록했기 때문이다.

  특히 지난 1Q19에 이어 라이브러리 판매 편수도 136편(신작 14편, 구작 122편)을 기록하며, 글로벌 콘텐츠 수요 증가에 따른 판매매출 성장을 견인하고 있다.

  영업이익은 '아스달 연대기'의 수익성이 손익분기점 수준에도 불구하고, '어비스', '봄밤' 등의 콘텐츠 경쟁력 강화로 견조한 이익성장을 이어갔다.

- **3Q19 Preview: 영업이익 132억원(-38% yoy) 전망**

  3Q19 매출액과 영업이익은 각각 1,421억원(+15% yoy), 132억원(-38% yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 텐트폴 작품인 '아스달 연대기 파트 3' 및 '호텔 델루나'의 방영으로 매출액은 증가하지만, 영업이익은 전년동기대비로는 감소할 것으로 예상한다. 이는 3Q18에 온기로 반영된 '미스터 션샤인'에 대한 역기저효과 때문이다. 다만, 3분기에는 캡티브 이외에 SBS '의사요한', 넷플릭스 오리지널 '좋아하면 울리는' 등 다변화된 매출 포트폴리오를 확보한다는 점은 긍정적이다.

- **콘텐츠 소비 방식의 변화에 주목. 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원 유지**

  지금까지 드라마 콘텐츠의 흥행을 판단하는 요인으로서 회차별 시청률이 가장 큰 영향을 미쳤다. 그러나 콘텐츠의 소비 방식이 OTT, VOD, N스크린 등으로 다변화 됨에 따라 시청률의 의미가 퇴색됐다. 따라서 실시간 방송 시청여부에 따라 결정되는 시청률보다 관련 뉴스, 인터넷 검색, SNS 이용량 등을 종합 집계하는 CPI(Content Power Index, 콘텐츠 영향력지수)를 기반으로 콘텐츠를 평가하는 변화가 필요하다.

  동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원을 유지한다. 미디어 산업환경 변화 속 1) OTT 경쟁 심화로 콘텐츠 수요처 확대에 따른 동사 콘텐츠 판매처의 다변화, 2) 신인 작가 및 연출 인력 발굴 및 제작 시스템 지원을 통해 지속가능한 신규 콘텐츠 제작 환경 조성, 3) 향후 북미 시장 진출을 통해서는 중장기적인 성장 기반도 확보할 것이란 판단이다.

  목표주가는 당사 추정 2020년 EPS 기준 PER 36.2배 수준이다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	2Q19P					3Q19F			2018	2019F		2020F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	128	121	5.6	122	5.5	142	10.9	14.9	380	515	35.7	599	16.2
영업이익	11	10	5.4	10	5.9	13	22.7	-38.6	40	48	19.5	82	71.4
세전이익	12	13	-5.7	12	-4.8	15	26.5	-32.2	46	57	23.9	91	60.6
순이익	7	10	-25.4	9	-21.2	12	59.8	-33.2	36	41	14.2	70	72.2
영업이익률	8.4	8.4	0.0	8.4	0.0	9.3	0.9	-8.1	10.5	9.3	-1.3	13.7	4.4
순이익률	5.7	8.0	-2.4	7.6	-1.9	8.2	2.5	-5.9	9.4	7.9	-1.5	11.8	3.8
EPS(원)	1,034	1,387	-25.4	1,490	-30.6	1,653	59.8	-33.2	1,278	1,459	14.1	2,512	72.2
BPS(원)	14,892	14,981	-0.6	14,633	1.8	15,305	2.8	7.2	14,305	15,764	10.2	18,276	15.9
ROE(%)	6.9	9.3	-2.3	10.2	-3.2	10.8	3.9	-6.5	9.3	9.7	0.4	14.8	5.1
PER(X)	56.9	42.5	-	39.5	-	35.6	-	-	72.3	40.4	-	23.5	-
PBR(X)	4.0	3.9	-	4.0	-	3.8	-	-	6.5	3.7	-	3.2	-

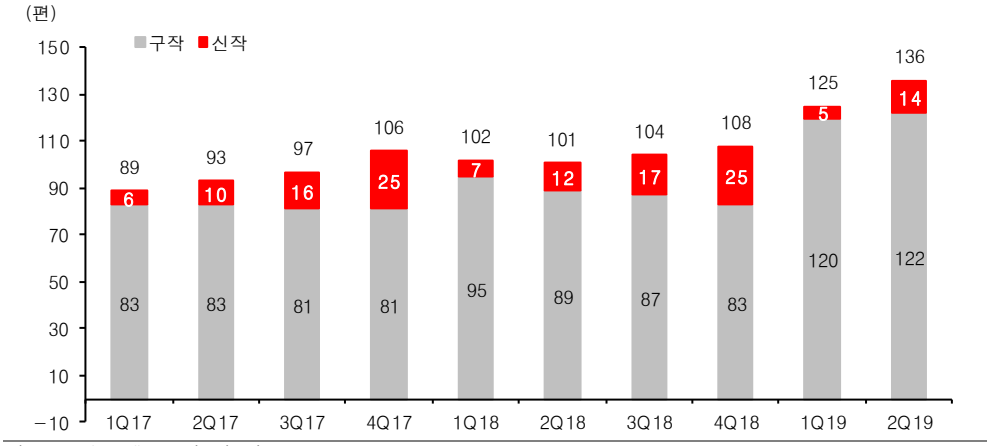
자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 실적 전망

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**79.9**	**74.3**	**123.7**	**101.7**	**111.8**	**128.2**	**142.1**	**132.9**	**379.5**	**515.0**	**598.5**
YoY	*6.0%*	*19.6%*	*59.6%*	*41.5%*	*40.0%*	*72.6%*	*14.9%*	*30.6%*	*32.3%*	*35.7%*	*16.2%*
편성 매출	**40.7**	**34.1**	**48.9**	**54.4**	**44.1**	**58.1**	**64.3**	**57.1**	**178.1**	**223.6**	**258.9**
판매 매출	**32.1**	**28.8**	**63.4**	**37.8**	**56.2**	**60.3**	**61.9**	**61.7**	**162.1**	**240.0**	**275.1**
기타 매출	**7.1**	**11.4**	**11.4**	**9.5**	**11.5**	**9.8**	**15.9**	**14.1**	**39.4**	**51.3**	**64.5**
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	124.3	113.5	324.0	447.4	493.4
매출원가율	82.9%	85.7%	80.0%	93.6%	86.6%	88.0%	87.5%	85.4%	85.4%	86.9%	82.4%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	17.8	19.4	55.5	67.6	105.1
매출총이익률	17.1%	14.3%	20.0%	6.4%	13.4%	12.0%	12.5%	14.6%	14.6%	13.1%	17.6%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.6	6.7	15.7	19.9	23.4
판관비율	3.7%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	3.6%	3.3%	5.0%	4.1%	3.9%	3.9%
영업이익	**10.7**	**7.3**	**21.4**	**0.4**	**11.0**	**10.8**	**13.2**	**12.7**	**39.8**	**47.7**	**81.7**
YoY	*-23.7%*	*-17.6%*	*222.1%*	*-87.3%*	*3.5%*	*47.2%*	*-38.4%*	*2,780.8%*	*20.8%*	*19.7%*	*71.3%*
OPM	13.3%	9.9%	17.3%	0.4%	9.9%	8.4%	9.3%	9.6%	10.5%	9.3%	13.7%
영업외손익	0.2	0.1	0.6	1.3	2.1	1.1	1.7	3.9	5.7	8.8	9.1
세전이익	10.8	7.4	22.0	1.7	13.1	11.8	14.9	16.6	45.6	56.5	90.8
세전이익률	13.6%	10.0%	17.8%	1.7%	11.8%	9.2%	10.5%	12.5%	12.0%	11.0%	15.2%
법인세	3.0	1.6	4.8	(0.0)	4.0	4.6	3.3	3.7	9.9	15.6	20.3
당기순이익	**7.9**	**8.9**	**17.2**	**1.7**	**9.1**	**7.3**	**11.6**	**12.9**	**35.7**	**40.9**	**70.5**
NPM	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	8.2%	5.7%	8.2%	9.7%	9.4%	7.9%	11.8%

자료: 유진투자증권

도표 2 분기별 콘텐츠 라이브러리 판매 현황



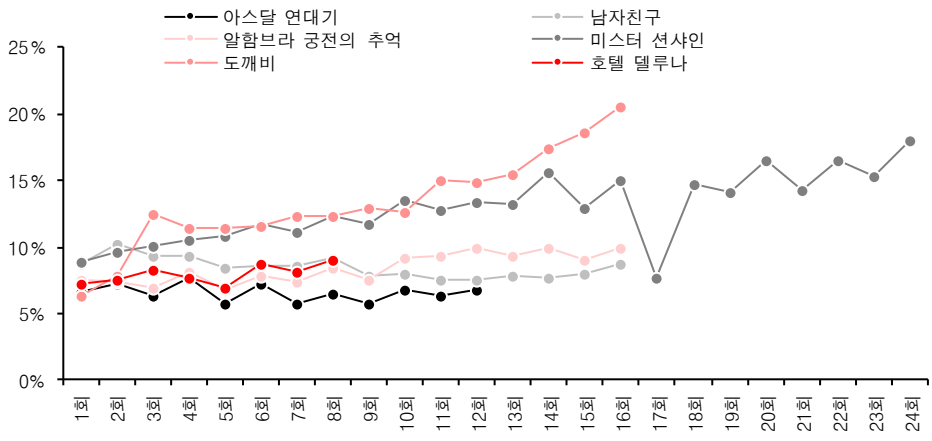
자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

도표 3 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			천리마 마트			
주말	아스달 연대기	호텔 델루나		아스달 연대기 Part.3		

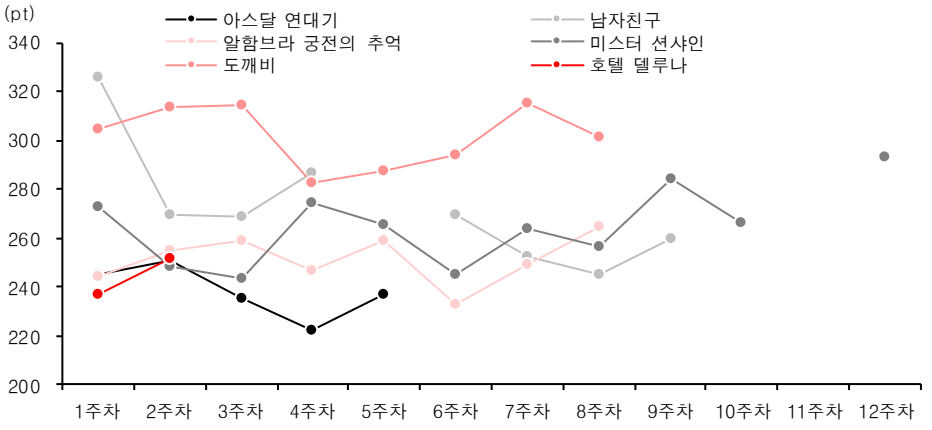
자료: 유진투자증권

도표 4 tvN 주요 드라마 회차별 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 5 tvN 주요 드라마 주차별 CPI 추이



자료: 닐슨코리아, CJ ENM, 유진투자증권

스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**459**	**512**	**562**	**643**	**790**
유동자산	290	247	301	392	558
현금성자산	193	160	199	275	413
매출채권	55	69	83	97	125
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	261	252	233
투자자산	41	66	85	89	92
유형자산	1	1	1	1	1
기타	128	199	175	162	139
부채총계	**91**	**111**	**120**	**131**	**152**
유동부채	91	108	116	126	147
매입채무	32	55	61	71	92
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**	**442**	**513**	**639**
지배지분	368	401	442	513	639
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	109	179	305
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**368**	**401**	**442**	**513**	**639**
총차입금	10	2	5	5	5
순차입금	(183)	(158)	(194)	(270)	(408)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**287**	**380**	**515**	**599**	**686**
증가율(%)	85.7	32.4	35.7	16.2	14.6
매출원가	240	324	447	493	506
매출총이익	**47**	**56**	**68**	**105**	**180**
판매 및 일반관리비	14	16	20	23	27
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	**33**	**40**	**48**	**82**	**153**
증가율(%)	98.3	21.0	19.5	71.4	87.0
EBITDA	**74**	**115**	**145**	**167**	**248**
증가율(%)	91.4	55.1	26.2	15.0	48.4
영업외손익	**(3)**	**6**	**9**	**9**	**9**
이자수익	1	4	4	5	6
이자비용	2	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(2)	2	5	5	4
세전순이익	**30**	**46**	**57**	**91**	**162**
증가율(%)	188.3	50.8	23.9	60.6	78.6
법인세비용	6	10	16	20	36
당기순이익	**24**	**36**	**41**	**70**	**126**
증가율(%)	192.9	50.3	14.2	72.2	78.6
지배주주지분	24	36	41	70	126
증가율(%)	192.9	50.3	14.2	72.2	78.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**851**	**1,278**	**1,459**	**2,512**	**4,487**
증가율(%)	-	50.3	14.1	72.2	78.6
수정EPS(원)	851	1,278	1,459	2,512	4,487
증가율(%)	-	50.3	14.1	72.2	78.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**(7)**	**(25)**	**87**	**152**	**214**
당기순이익	30	46	41	70	126
자산상각비	41	75	98	85	95
기타비현금성손익	1	(1)	3	0	0
운전자본증감	(73)	(135)	(49)	(3)	(7)
매출채권감소(증가)	(14)	(27)	(18)	(14)	(28)
재고자산감소(증가)	(2)	0	(0)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	9	26	6	10	21
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**	**(29)**	**74**	**134**
기초현금	12	51	153	124	198
기말현금	51	153	124	198	332
Gross Cash flow	76	120	141	156	221
Gross Investment	214	(5)	97	79	84
Free Cash Flow	**(138)**	**125**	**44**	**77**	**138**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	1,459	2,512	4,487
BPS	13,141	14,305	15,764	18,276	22,763
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	76.4	72.3	40.4	23.5	13.1
PBR	4.9	6.5	3.7	3.2	2.6
EV/ EBITDA	22.1	21.1	10.0	8.3	5.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	11.7	10.6	7.5
수익성(%)					
영업이익율	11.5	10.5	9.3	13.7	22.3
EBITDA이익율	25.9	30.3	28.2	27.9	36.2
순이익율	8.3	9.4	7.9	11.8	18.3
ROE	9.5	9.3	9.7	14.8	21.9
ROIC	15.4	14.6	14.0	25.9	50.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(49.5)	(39.3)	(43.8)	(52.7)	(63.9)
유동비율	319.6	228.4	260.1	310.1	378.4
이자보상배율	19.0	343.0	153.0	244.0	456.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	6.1	6.1	6.8	6.6	6.2
재고자산회전율	n/a	405.4	815.8	808.2	751.9
매입채무회전율	11.1	8.7	8.9	9.1	8.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.6.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2018-10-15	BUY	130,000	1년	-26.5	-12.2
2019-01-23	BUY	130,000	1년	-29.0	-24.4
2019-02-15	BUY	130,000	1년	-28.8	-24.4
2019-03-26	BUY	130,000	1년	-29.6	-25.2
2019-05-10	BUY	110,000	1년	-30.4	-24.3
2019-06-04	BUY	91,000	1년	-26.1	-18.9
2019-07-09	BUY	91,000	1년	-29.5	-22.6
2019-08-09	BUY	91,000	1년		

스튜디오드래곤(253450.KQ) 주가 및 목표주가 추이

