

Bookook Research Center

이준규 (02)368-9523

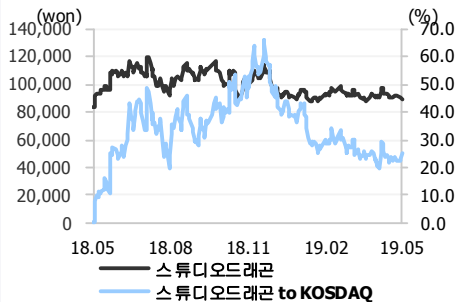
Ridden79@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 110,000원(31.1%)

현재가 (원)	83,900
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	140
시가총액 (억원)	23,535
상장주식수 (만주)	2,805
외국인보유비중 (%)	2.16
60일 평균거래량 (주)	153,357
52주 최고/최저 (원)	123,500
주요주주	CJ ENM 71.30 %

Stock Performance



스튜디오드래곤 (253450)

글로벌 경쟁력을 키우는 과도기

- 1Q19 매출액 1,118억원(+40.0% YoY), 영업이익 110억원(+3.4% YoY) 기록
- 2Q19 매출액 1,016억원(+36.7% YoY), 영업이익 124억원(+69.9% YoY) 추정
- 2019년 실적을 결정할 중요 요소는 '아스달 연대기'의 흥행성으로 판단.

1Q19는 양호한 실적 기록

1Q19 잠정실적은 1,118억원(+40.0% YoY), 영업이익 110억원(+3.4% YoY)으로 매출액은 시장 기대치를 상회했으나 영업이익은 시장기대치를 소폭 하회. 매출은 해외 판권판매가 양호했고 Captive인 CJ ENM형 드라마 방영이 많았기 때문이고, 영업이익이 다소 부진했던 것은 전반적인 드라마 제작비 증가가 원인인 것으로 추정.

2Q19도 나쁘진 않다

2Q19 예상실적 매출액 1,016억원(+36.7% YoY), 영업이익 124억원(+69.9% YoY)으로 추정. 매출 추정치 하향은 중국으로의 판권 수출여부가 아직 불확실하고 '아스달 연대기' 흥행 전망 역시 불투명하기 때문. 다만, 글로벌 OTT(넷플릭스 등)나 중국을 제외한 해외에서의 판권 판매 성과는 2분기도 증가할 수 있을 것으로 기대.

OTT시장 확대에 따른 중장기 성장스토리는 이상 없다

글로벌 OTT의 경쟁심화로 인해 국내외 콘텐츠 수요의 구조적 증가세가 이미 가시화되는 중. 이에 따라 당분간 글로벌 OTT형 물량도 꾸준히 증가할 전망. 이와 더불어 각 플랫폼들의 오리지널 제작, 경쟁심화에 따른 콘텐츠 판매단가도 꾸준히 상승하면서 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2016	1,544	166	105	81	387	NA	0.4	NA	NA
2017	2,868	330	303	238	1,051	61.9	22.1	6.0	9.5
2018	3,796	399	456	358	1,278	72.3	21.1	9.8	9.3
2019E	4,732	573	616	490	1,748	51.7	15.0	6.9	11.5
2020E	5,860	757	806	642	2,287	39.5	16.5	5.6	13.3

투자포인트

투자포인트

목표주가: 110,000원(하향)

투자의견: Buy(유지)

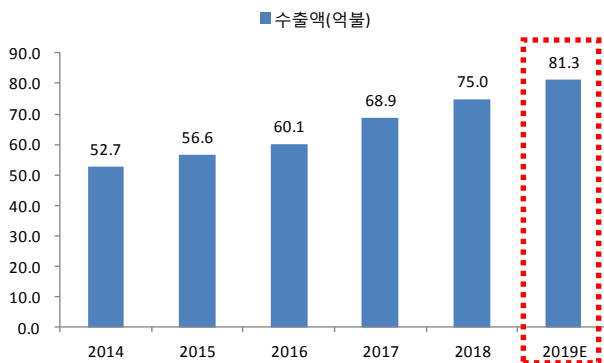
여러 불안요소에도 불구하고 전년동기 대비 30% 이상의 매출성장은 가능할 것으로 기대

당사는 동사의 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 110,000원으로 소폭 하향한다. 목표주가 하향은 동사의 첫 시즌제인 '아스달 연대기'가 올해까지 이익 기여도가 높지는 않을 전망이다. 본격적인 중국형 판권 수출이 미중무역협상 결렬 등 대외 요인들로 인해 좀더 지연될 가능성이 높아졌기 때문이다. 또한, 드라마 제작비용 역시 꾸준히 증가하는 추세인 점도 실적 추정치 하향에 영향을 미쳤다.

하지만 여러 불안요소에도 불구하고 전년동기대비 30% 이상의 매출성장은 가능할 것으로 기대된다. 일단 글로벌 OTT시장의 경쟁 격화가 하반기부터 가시화되면서 각 플랫폼 별 콘텐츠 배타적 공급 추세가 심화되고 있으므로 콘텐츠 단가 상승이 불가피하다. 또 당사는 지속적으로 콘텐츠 양적 제작 능력을 늘려왔기 때문에 Q와 P가 동시에 증가하면서 향후 동사의 실적 우상향 추세를 뒷받침하는 강력한 증거가 될 것이다. 따라서 당사는 높은 밸류에이션에도 불구하고 동사를 미디어 업종 내 Top pick의 관점을 계속 유지한다.

[그림 1] 국내 콘텐츠산업 수출동향

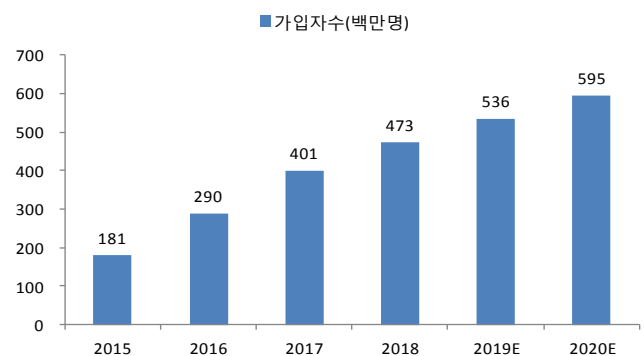
(단위: 억불)



자료: 한국콘텐츠진흥원 부국증권

[그림 2] 글로벌 OTT가입자수 전망

(단위: 백만명)



자료: 정보통신정책연구원 부국증권

[그림 3] 2019년 해외 사업전략



자료: 스튜디오드래곤

[그림 4] 1분기 하이라이트



자료: 스튜디오드래곤

1분기 실적 Review

1Q19 잠정실적 매출액 1,118억원
(+40.0% YoY), 영업이익 110억원
(+3.4% YoY)으로 발표

1Q19 잠정실적은 1,118억원(+40.0% YoY), 영업이익 110억원(+3.4% YoY)으로 드라마 채널편성과 판권 매출이 모두 증가하면서 시장기대치를 상회했지만 콘텐츠 제작비 역시 지난 하반기부터 꾸준히 상승한 관계로 영업이익은 다소 부진한 수준을 기록했다. 드라마 채널편성 매출은 441억원(+8.4% YoY)으로 증가했고 매출의 대부분은 Captive에서 발생했다. Captive매출이 증가한 이유는 작년 CJ ENM의 드라마 편성슬롯 증가에 대한 수혜가 유효했기 때문이다. 판권 매출도 562억원(+75.1% YoY)으로 크게 증가했는데 이중 해외 판권이 87.4%로 크게 증가하면서 금번 분기 판권 유통의 76%를 차지했다. 판권 매출이 크게 늘어난 이유는 드라마 콘텐츠의 완성도가 높아지면서 '로맨스는 별책부록(온기)', '알함브라 궁전의 추억(반기)', '남자친구(반기)' 등 다양한 작품들이 해외에서 잘 팔렸기 때문이다. 이번에는 과거와 달리 단일 작품에 대한 판매 의존도가 높지 않았다는 점에서 의미있는 성과로 평가된다.

1Q19 비용이 전년동기대비 늘어난 것은 보수적인 비용 회계처리 방식과 높아진 드라마 제작비용에 기인

1Q19 총비용은 1,008억원(+45.6% YoY)이며 매출원가율이 86.6%(+3.7%p YoY), 판권비율은 3.6%(-0.2%p YoY)을 기록했다. 비용이 전년동기대비 크게 상승한 데는 전반적으로 드라마 제작 비용이 올라간 이유도 있으나 '로맨스는 별책부록' 제작비 1분기 반영, '알함브라 궁전의 추억' 관련 잔여 비용 1분기 처리 등 동사의 보수적인 비용 회계처리 방식도 다소 영향을 미친 것으로 판단된다.

[표] 1Q19 잠정실적 (연결기준)

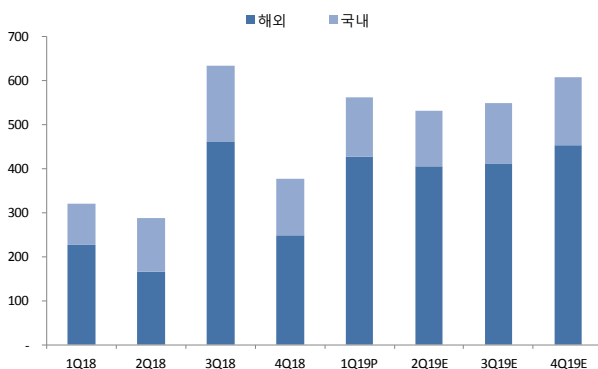
(단위: 억원)

	1Q19P	4Q18	전분기대비	1Q18	전년동기대비	Consensus	시장기대치대비
매출액	1,118	1017	+9.9%	799	+40.0%	943	+18.6%
영업이익	110	4	+2,403.2%	107	+3.5%	120	-8.3%
세전이익	132	17	+669.2%	108	+22.2%	-	-
순이익	92	17	+427.8%	79	+17.2%	107	-14.0%

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide

[그림 5] 국내/해외 판매 매출 전망

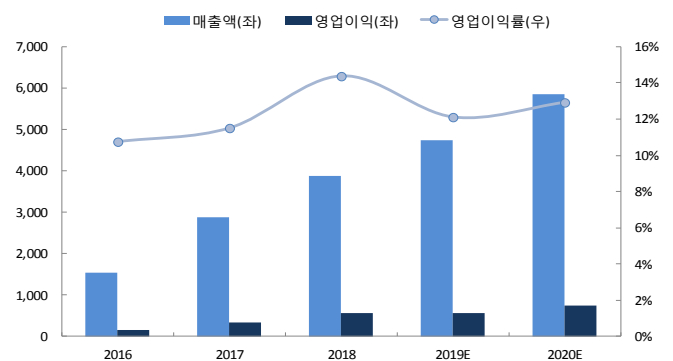
(단위: 억원)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

[그림 6] 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

2분기 실적 Preview

2Q19가 올해 동사 실적의 분수령

2Q19는 올해 동사 실적의 분수령이 될 전망이다. 일단 초대형 제작비가 투입된 시즌제 대작, '아스달 연대기'가 6월 방영 예정이고, '구해줘2', '보이스3' 등 수작이라 꼽히는 동사의 시리즈물도 5월부터 방영되기 시작한다. 특히 '어비스'와 '아스달 연대기'는 넷플릭스형 판권 수익 인식이 있을 것으로 기대된다. 2Q19는 광고 성수기이기도 하므로 드라마 채널편성 부문에서 광고단가 상승 효과도 기대해 볼 만하다. 다만, '아스달 연대기'의 이익 기여도는 높은 제작비와 실험성이 다소 높은 작품이라는 면에서 실적은 다소 보수적인 수치로 추정하여 반영되었다.

2Q19 예상실적 매출액 1,016억원
(+36.7% YoY), 영업이익 124억원
(+69.9% YoY)으로 추정

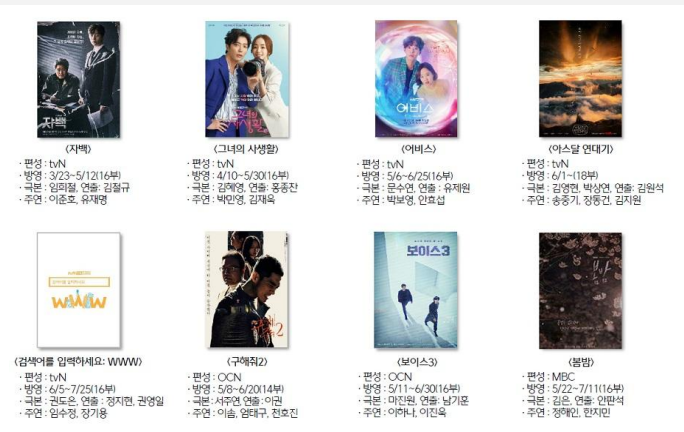
한편, 의미있는 실적 레벨업을 위해서는 중국에서의 성과가 필요하다. 중국 내 한류 콘텐츠 방영이 본격적으로 허용돼야 의미있는 판권 매출 증가나 부가 IP활용 사업에 대한 이익창출이 가능한데 현재 미중무역협상에 대한 불확실성이나 미진한 사드 후속조치를 감안할 때 여전히 중국 사업에 대한 전망은 불투명하므로 2분기까지는 이 부분에 대한 기대실적은 배제하고 추정하는 것이 바람직하다고 판단된다. 따라서 2Q19 예상실적 매출액 1,016억원(+36.7% YoY), 영업이익 124억원(+69.9% YoY)으로 추정된다.

[그림 7] 아스달 연대기(6월 방영 예정)



자료: 스튜디오드래곤

[그림 8] 2Q19 라인업



자료: 스튜디오드래곤

아스달 연대기의 성과가 중요

'아스달 연대기'의 흥행성과에 따라 연간 실적 추정치 추가 조정 가능

올해 실적을 결정할 중요한 요소는 '아스달 연대기'라고 보여진다. 일단 제작비가 '미스터 션샤인'의 제작비를 상회하는 약 600억원 이상으로 추정되고, 이 중 시즌1에서 세트장 비용 등 제작비의 상당부분을 반영할 예정이어서 흥행성과가 손익에 영향을 주기 때문이다. 게다가 '아스달 연대기'는 시즌제로 기획되고 있기 때문에 시즌1의 시청률이 향후 시즌2 이후의 실적에 상당부분 영향을 미칠 가능성이 크다. 그리고 단순히 실적뿐만 아니라 '아스달 연대기'는 해외 리메이크와 영화화, 기획형 공연, 게임, 테마파크 조성 등 동사의 IP 확장사업까지 연장선에 놓여 있으므로 이번 흥행성과가 중장기 사업계획에 미칠 영향은 꽤 크다. 따라서 '아스달 연대기'의 흥행성과에 따라 하반기 연간 실적 추정치 추가 조정이 있어야 할 것으로 판단된다.

Compliance Note

투자의견 구분

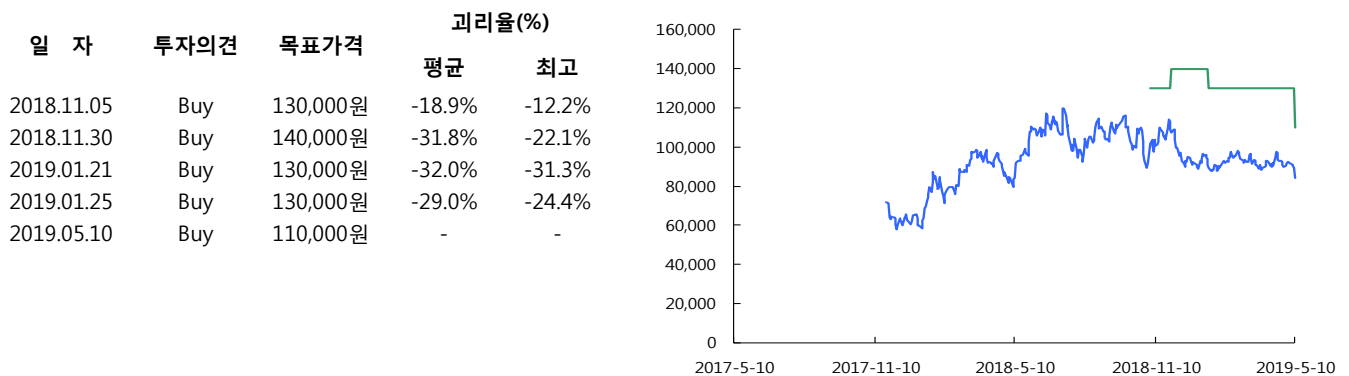
Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (중립)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Sell (매도)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



- ❖ 본 자료는 2019년 5월 10일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 이준규
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

당사 조사분석자료 투자의견 비중(%)

(2018. 04. 01~2019. 03. 31)

투자의견	Buy(매수)	Hold(중립)	Sell(매도)	합계
비중(%)	100%	-	-	100%

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	2,898	2,472	3,658	4,546
현금 및 현금성자산	513	1,530	2,390	3,135
매출채권	549	688	947	1,058
재고자산	13	6	8	9
비유동자산	1,696	2,652	2,309	2,226
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	11	10	7	5
무형자산	1,275	1,985	1,434	1,244
자산총계	4,595	5,124	5,967	6,772
유동부채	907	1,082	1,444	1,617
매입채무	61	196	238	261
단기금융부채	101	0	0	0
비유동부채	3	29	31	33
장기금융부채	0	21	21	21
기타비유동부채	1	4	6	7
부채총계	910	1,111	1,475	1,650
지배주주지분	3,684	4,013	4,492	5,123
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	3,196	3,201	3,201	3,201
이익잉여금	321	676	1,167	1,808
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,684	4,013	4,492	5,123

현금흐름표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	-72	-249	1,245	1,125
당기순이익(손실)	303	456	490	642
비현금수익비용가감	458	744	1,034	705
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	410	750	949	588
영업활동으로 인한 자산 및	-729	-1,352	-154	-58
매출채권 감소(증가)	-137	-272	-259	-111
재고자산의(증가)감소	-21	3	-2	-1
매입채무 감소(증가)	90	259	171	84
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,410	1,364	-384	-378
유형자산처분(취득)	0	-2	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	-398	-398
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,408	1,338	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,881	-97	-2	-2
장단기금융부채의 감소(증가)	-181	-100	0	0
자본의 증가(감소)	2,078	4	0	0
배당금지급	0	0	0	0
현금의 증가	398	1,017	860	745
기초현금	115	513	1,530	2,390
기말현금	513	1,530	2,390	3,135

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,868	3,796	4,732	5,860
매출원가	2,397	3,240	3,996	4,931
매출총이익	471	556	736	929
판매비와관리비	142	157	163	172
조정영업이익	330	399	573	757
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	330	399	573	757
이자손익	-12	34	12	18
외환손익	-14	26	23	23
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	303	456	616	806
법인세비용	64	98	125	164
계속사업이익	238	358	490	642
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	238	358	490	642
지배주주	238	358	490	642
EBITDA	743	1,152	1,525	1,347
FCF	432	1,266	855	736
EBITDA 마진율(%)	25.9	30.3	32.2	23.0
영업이익률(%)	11.5	10.5	12.1	12.9
지배주주귀속 순이익률(%)	8.3	9.4	10.4	10.9

주요투자지표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
P/E(x)	61.9	72.3	51.7	39.5
P/CF(x)	22.6	23.3	17.6	20.6
PBR(x)	6.0	9.8	6.9	5.6
EV/EBITDA(x)	22.1	21.1	15.0	16.5
EPS(원)		1,278	1,748	2,287
CFPS(원)	2,871	3,963	5,139	4,391
BPS(원)	10,790	9,424	13,096	16,023
DPS(원)	0	0	0	0
매출액증가율(%)	85.7	32.4	24.7	23.8
EBITDA 증가율(%)	91.4	55.1	32.4	-11.6
조정영업이익증가율(%)	98.3	21.0	43.7	32.0
지배주주순이익증가율(%)	192.9	50.3	36.8	30.9
EPS 증가율(%)	171.2	21.6	36.8	30.9
매출채권회전율(회)	6.2	6.1	5.8	5.8
재고자산회전율(회)	443.0	405.4	693.3	701.1
ROA(%)	6.8	7.4	8.8	10.1
ROE(%)	9.5	9.3	11.5	13.3
부채비율(%)	24.7	27.7	32.8	32.2
순차입금/자기자본(%)	-49.5	-39.3	-54.2	-62.1
영업이익/이자비용(x)	19.0	343.0	378.1	499.3