



기업분석 | 통신/미디어

Analyst  
김현용

02 3779 8955

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>85,000 원</b>
현재주가	<b>66,900 원</b>

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (6/3)	697.50 pt
시가총액	18,766 억원
발행주식수	28,051 천주
52 주 최고가/최저가	119,800 / 66,500 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 -18.7%
	6 개월 -36.9%
	12 개월 -30.8%
주주구성	CJ E&M 외 5 인 74.4%

Stock Price



# 스튜디오드래곤

(253450)

## 저점 예단 이르고, 밸류 반등만 기대

### 아스달 연대기 실망감에 상장초 주가 회귀

동사는 전주말 새로운 토요일극 아스달연대기 1,2회차 방영분에서 각각 6.7%, 7.3%의 시청률을 기록했다. 시장은 늘어난 제작비 대비 저조한 성과에 실망하며 전일 증가는 9.35% 급락한 66,900원, 시가총액은 1조 8,766억원을 기록했다. 이는 올해 예상 당기순이익의 46배, 내년 예상 당기순이익의 35배로 여전히 밸류메리트를 느끼기에는 부담스러운 수준이다.

### 연초부터 시청률 하락, 아스달 기대가 실망으로

tvN 드라마 라인업 평균시청률은 1월 7.5%를 고점으로 4~5월 평균 3.6%로 눈에 띄게 하락한 상태다. 아스달(6월분 8회차 해당) 평균시청률을 8~9%로 우호적인 가정을 해도 6월 평균 5~6%, 2분기 4.5~5.0%로 예상된다. 이는 전분기비 1.0%p 이상 감소한 수준으로 아스달 효과를 감안시 크게 실망할 수 밖에 없는 레벨이다. 3분기에는 토요일은 아스달과 델루나(아이유), 월화는 지정생존자(지진희) 효과로 반등이 기대된다.

### 실적 추정치 하향으로 목표가 85,000원(하향)

동사에 대해 투자 의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 85,000원으로 11.5% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 기대 대비 약한 아스달 연대기 초기 흥행 부진을 반영, 올해와 내년 당기순이익 전망치를 평균 11% 하향한 점에 기인한다. 아스달의 흥행해도 재진입 외 뚜렷한 모멘텀을 기대하기 힘들며, PER 30배 근방에서의 기술적 반등 정도만 기대 가능한 상황으로 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	465.3	588.4	715.0
영업이익	33.0	39.9	46.5	61.4	78.9
세전계속사업손익	30.3	45.6	52.2	67.1	84.6
순이익	23.9	35.8	40.4	53.3	68.8
EPS (원)	851	1,277	1,440	1,900	2,453
증감률 (%)	193.1	50.1	12.8	31.9	29.1
PER (x)	84.1	71.6	46.4	35.2	27.3
PBR (x)	5.4	6.4	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA (x)	32.4	25.1	14.6	11.5	9.8
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.0	10.4	11.0
EBITDA 마진 (%)	19.9	17.1	15.4	15.0	15.1
ROE (%)	9.5	9.3	9.6	11.4	13.0
부채비율 (%)	24.7	19.9	17.0	15.2	14.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2분기 & 2019년 실적 전망

동사 2분기 실적은 매출액 1,128억원(YoY +51.9%), 영업이익 82억원(YoY +12.3%)으로 시장기대치를 20% 가량 하회할 전망이다. 매출액은 편성 확대와 아스달 연대기 6월 방영분이 반영되며, 편성 매출이 YoY +75% 급증하며 전체 성장을 견인할 것으로 예상된다. 이익증가율이 매출 성장률을 큰 폭 하회하는 이유는 아스달 연대기의 시즌1 수익성 저하에 기인한다.

동사 2019년 실적은 매출액 4,653억원(YoY +22.6%), 영업이익 465억원(YoY +16.7%)으로 시장기대치를 15% 가량 하회할 전망이다. 외형과 이익 성장률 모두 전년비 감소가 예상된다. 매출은 넷플릭스 오리지널 외 캡티브향은 풀 슬롯을 채우는 상황으로 성장성 제고는 제한적인 상황으로 판단된다. 한편, 마진은 두자리 이익률을 유지하는 선에서 정체가 예상되는데, 이는 대작의 제작비 증가 대비 수익화가 힘든 업황에 기인한다.

표1 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>79.9</b>	<b>74.3</b>	<b>123.7</b>	<b>101.7</b>	<b>111.8</b>	<b>112.8</b>	<b>122.3</b>	<b>118.4</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>465.3</b>	<b>588.4</b>
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
<b>YoY</b>	<b>6.1</b>	<b>19.8</b>	<b>59.6</b>	<b>41.3</b>	<b>39.9</b>	<b>51.9</b>	<b>-1.1</b>	<b>16.4</b>	<b>46.7</b>	<b>32.4</b>	<b>22.6</b>	<b>26.5</b>
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
<b>해외 판매</b>	<b>22.7</b>	<b>16.5</b>	<b>46.2</b>	<b>24.8</b>	<b>42.6</b>	<b>15.5</b>	<b>54.7</b>	<b>32.3</b>	<b>67.2</b>	<b>110.2</b>	<b>145.1</b>	<b>200.4</b>
<b>YoY</b>	<b>0.4</b>	<b>2.5</b>	<b>252.7</b>	<b>61.0</b>	<b>87.7</b>	<b>-6.1</b>	<b>18.4</b>	<b>30.2</b>	<b>58.5</b>	<b>64.0</b>	<b>31.7</b>	<b>38.1</b>
<b>매출 비중</b>	<b>28.4</b>	<b>22.2</b>	<b>37.3</b>	<b>24.4</b>	<b>38.1</b>	<b>13.7</b>	<b>44.7</b>	<b>27.3</b>	<b>23.4</b>	<b>29.0</b>	<b>31.2</b>	<b>34.1</b>
<b>편성시간</b>	<b>100</b>	<b>98</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>302</b>	<b>418</b>	<b>489</b>	<b>530</b>
<b>시간당 편성매출</b>	<b>4.1</b>	<b>3.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.7</b>	<b>5.1</b>
<b>라인업 평균시청률</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>	<b>7.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>			<b>3.7</b>	<b>5.0</b>	n/a	n/a
<b>넷플릭스 동시방영</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>영업이익</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>21.5</b>	<b>0.4</b>	<b>11.0</b>	<b>8.2</b>	<b>18.1</b>	<b>9.2</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>46.5</b>	<b>61.4</b>
<b>YoY</b>	<b>-23.6</b>	<b>-18.0</b>	<b>220.9</b>	<b>-89.9</b>	<b>2.8</b>	<b>12.3</b>	<b>-15.8</b>	<b>n/a</b>	<b>55.7</b>	<b>20.8</b>	<b>16.7</b>	<b>32.0</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>13.4</b>	<b>9.8</b>	<b>17.4</b>	<b>0.3</b>	<b>9.8</b>	<b>7.3</b>	<b>14.8</b>	<b>7.8</b>	<b>11.5</b>	<b>10.5</b>	<b>10.0</b>	<b>10.4</b>

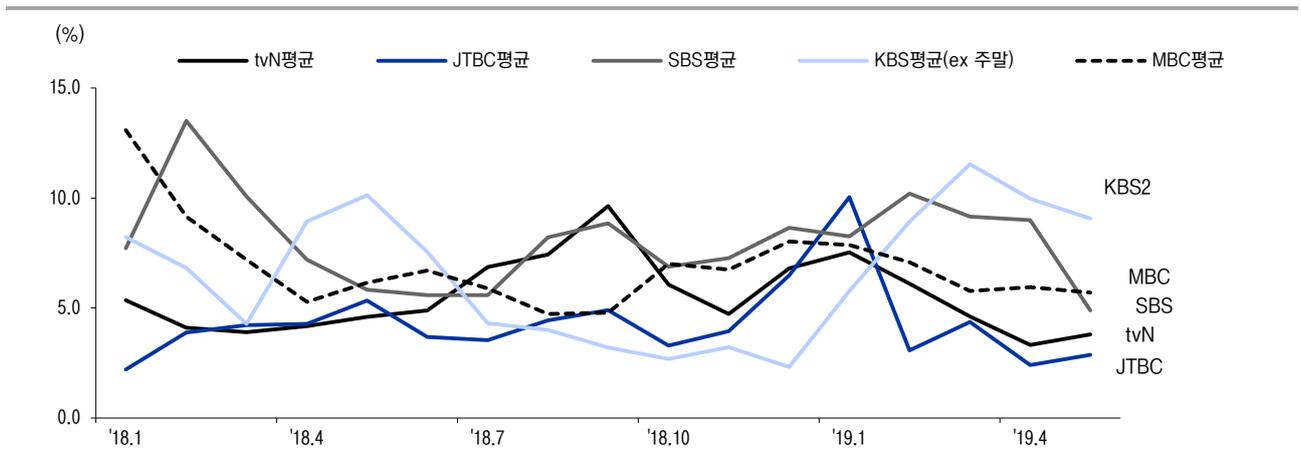
자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2019년 tvN / OCN 드라마 라인업

시기	제목	채널	요일	시청률	시작일	제작사	연출	작가	배우
1Q19	왕이 된 남자	tvN	월화	7.71%	1.07	스튜디오드래곤	김희원	김선덕	여진구, 이세영
	로맨스는 별책부록	tvN	토일	4.35%	1.26	글앤그림미디어	이정효	정현정	이종석, 이나영
	진심이 달다	tvN	수목	4.70%	2.06	메가몬스터	박준화	이명숙	유이나, 이동욱
	트랩	OCN	토	3.30%	2.09	필름몬스터	박신우	남상욱	이서진, 성동일
	막돼먹은 영애씨 17	tvN	금	2.65%	2.08	CJ ENM	한상재	한설희	김현숙, 이승준
	빙의	OCN	수목	1.88%	3.06	데이드림엔터	최도훈	박희강	송새벽, 고준희
	사이코메트리 그 녀석	tvN	월화	2.39%	3.11	-	김병수	양진아	진영, 신예은
	자백	tvN	토일	4.79%	3.23	에이스팩토리	김철규	임희철	준호, 유재명
	킬잇	OCN	토일	1.73%	3.23	-	남성우	손현수	장기용
2Q19	그녀의 사생활	tvN	수목	2.66%	4.03	본팩토리	홍종찬	김성연	박민영
	어비스	tvN	월화	3.08%	5.06	네오엔터	유제원	문수연	박보영
	구해줘2	OCN	수목	3.08%	5.06	히트시퀀스	이권	서주연	엄태구, 천호진
	보이스 시즌 3	OCN	수목	4.21%	5.11	콘텐츠케이	이승영	마진원	이하나, 이진욱
	아스달 연대기	tvN	토일	7.00%	6.01	스튜디오드래곤	김원석	김영현	송중기, 장동건
	검색어를 입력하세요 www	tvN	수목	-	6.05	-	정지현	권은솔	임수정, 장기용
2H19	날 녹여줘	tvN	-	-	7월	-	신우철	백미경	지창욱
	Watcher	OCN	-	-	7월	스튜디오드래곤	안길호	한상운	한석규, 서강준
	미스터기간제	OCN	-	-	7월	제이에스픽처스	성용일	장홍철	윤균상, 금새록
	위대한쇼	tvN	-	-	하반기	w/화이코리아	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈
	하늘에서 떨어진 풀	tvN	-	-	하반기	제이에스픽처스	김상호	남지은	윤현민, 안우연
	쌈니다 천리마마트	tvN	-	-	9월	-	김규삼	이동휘	
	호텔 델루나	tvN	토일	-	하반기	-	오충환	홍자매	아이유
	사랑의 불시착	tvN	-	-	하반기	스튜디오드래곤	-	박지은	현빈, 손예진
	악마가 너의 이름을 부를 때	tvN	-	-	하반기	더문씨엔엠	민진기	노혜영	유영, 최우혁
좋아하면 울리는	NFLX	-	-	하반기	스튜디오드래곤	이나정	이아연	김소현, 송강	

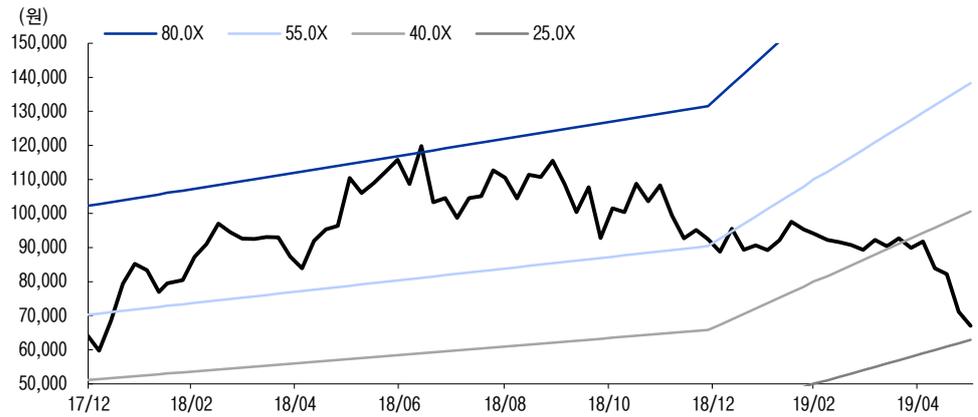
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 5대 채널 드라마 월별 시청률 추이



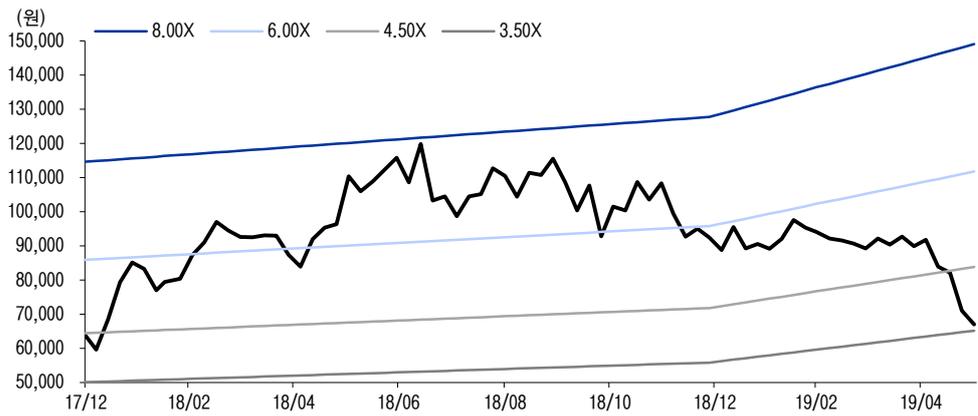
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 PER 밴드 차트



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 PBR 밴드 차트



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	302.9	273.2	287.3	359.7
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	82.5	83.0	141.2
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
<b>자산총계</b>	<b>459.5</b>	<b>481.5</b>	<b>517.0</b>	<b>570.4</b>	<b>642.8</b>
유동부채	90.7	78.0	73.1	73.2	76.8
매입채무 및 기타채무	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
<b>부채총계</b>	<b>91.0</b>	<b>80.0</b>	<b>75.1</b>	<b>75.2</b>	<b>78.8</b>
지배주주지분	368.5	401.5	441.9	495.2	564.0
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	108.3	161.6	230.4
비지배주주지분(연결)					
<b>자본총계</b>	<b>368.5</b>	<b>401.5</b>	<b>441.9</b>	<b>495.2</b>	<b>564.0</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-7.2</b>	<b>139.1</b>	<b>11.6</b>	<b>19.3</b>	<b>5.0</b>
당기순이익(손실)	23.9	35.8	40.4	53.3	68.8
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	-58.9	-66.1	-94.9
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	-45.0	-46.1	-74.3
<b>투자활동 현금</b>	<b>-141.0</b>	<b>-50.0</b>	<b>-65.3</b>	<b>-24.3</b>	<b>-10.0</b>
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
<b>재무활동 현금</b>	<b>188.1</b>	<b>-8.9</b>	<b>-6.3</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.0</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>39.9</b>	<b>80.2</b>	<b>-60.0</b>	<b>-10.0</b>	<b>-10.0</b>
기초현금	11.5	51.4	131.6	71.6	61.6
기말현금	51.4	131.6	71.6	61.6	51.6

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>465.3</b>	<b>588.4</b>	<b>715.0</b>
매출원가	239.7	324.0	390.4	485.5	582.0
<b>매출총이익</b>	<b>47.1</b>	<b>55.6</b>	<b>74.9</b>	<b>103.0</b>	<b>133.0</b>
판매비 및 관리비	14.2	15.7	28.4	41.6	54.1
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>46.5</b>	<b>61.4</b>	<b>78.9</b>
(EBITDA)	57.0	64.9	71.5	88.4	107.9
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
<b>세전계속사업이익</b>	<b>30.3</b>	<b>45.6</b>	<b>52.2</b>	<b>67.1</b>	<b>84.6</b>
계속사업법인세비용	6.4	9.8	11.8	13.8	15.8
계속사업이익	23.9	35.8	40.4	53.3	68.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>23.9</b>	<b>35.8</b>	<b>40.4</b>	<b>53.3</b>	<b>68.8</b>
지배주주	23.9	35.8	40.4	53.3	68.8
<b>총포괄이익</b>	<b>23.9</b>	<b>35.8</b>	<b>40.4</b>	<b>53.3</b>	<b>68.8</b>
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	16.1	17.5	18.6
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.0	10.4	11.0
EBITDA마진률 (%)	19.9	17.1	15.4	15.0	15.1
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	8.7	9.1	9.6
ROA (%)	6.8	7.6	8.1	9.8	11.3
ROE (%)	9.5	9.3	9.6	11.4	13.0
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	84.1	71.6	46.4	35.2	27.3
P/B	5.4	6.4	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	32.4	25.1	14.6	11.5	9.8
P/CF	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	85.8	32.4	22.6	26.5	21.5
영업이익	98.7	21.0	16.5	32.0	28.5
세전이익	188.2	50.8	14.4	28.5	26.1
당기순이익	193.2	50.2	12.8	31.9	29.1
EPS	193.1	50.1	12.8	31.9	29.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	24.7	19.9	17.0	15.2	14.0
유동비율	319.6	388.4	373.5	392.6	468.3
순차입금/자기자본(x)	-49.3	-31.3	-15.1	-11.5	-8.3
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
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	851	1,277	1,440	1,900	2,453
BPS	13,142	14,320	15,761	17,662	20,116
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

스튜디오드래곤 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	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	-21.7		-24.6									
2019.06.04	Buy	85,000												

**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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.2% 6.8%	2018년 10월 25일부터 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 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)