

## 중장기적으로 접근하자

|                |                  |      |       |
|----------------|------------------|------|-------|
| 현재주가(9/25)     | 67,500원          |      |       |
| 상승여력           | 18.5%            |      |       |
| 시가총액           | 1,896십억원         |      |       |
| 발행주식수          | 28,095천주         |      |       |
| 자본금/액면가        | 14십억원/500원       |      |       |
| 52주 최고가/최저가    | 116,300원/54,000원 |      |       |
| 일평균 거래대금 (60일) | 7십억원             |      |       |
| 외국인지분율         | 2.44%            |      |       |
| 주요주주           | 씨제이엔터테인먼트 74.33% |      |       |
| 주가상승률          | 1M               | 3M   | 6M    |
| 절대주가(%)        | 12.3             | -2.6 | -23.9 |
| 상대주가(%p)       | 9.1              | 10.3 | -11.7 |

※ K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원)   | EPS(19F) | EPS(20F) | T/P    |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before    | 1,201    | 1,548    | 80,000 |
| After     | 1,221    | 1,599    | 80,000 |
| Consensus | 1,416    | 2,228    | 89,800 |
| Cons. 차이  | -13.7%   | -28.2%   | -10.9% |

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 스튜디오드래곤에 대하여 투자이전 매수 및 목표주가 80,000원 유지
- '아스달 연대기' 파트3부터 관심도 증가로 시즌2에 대한 기대감 증대
- 아스달 연대기 시즌2부터는 고정비 감소로 수익성도 향상 전망
- 국내 OTT사들의 합종연횡과 글로벌 OTT사들의 국내진입 예정으로 콘텐츠 수요 증가

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 3분기 예상 매출액은 1,314억원(YoY +6.3%), 영업이익은 112억원(YoY -47.8%)로 컨센서스 소폭 하회하는 실적 전망. 작년 3분기는 '미스터 션샤인' 효과로 기저효과가 큰 관계로 전년동기대비 수익성의 하락폭이 크지만, 전반적인 성장성에는 문제 없음
- '아스달 연대기'는 높은 제작비에도 불구하고 초반 반응은 미미했지만 Part3부터 관심도 증가 및 신규 팬층이 유입되면서 전체 최고 시청률 7.7%에도 불구하고 시즌2에 대한 기대감이 높은 상황. 아스달 연대기의 광고단가는 Part3에서도 유지되어서 시즌2부터는 시청율과 수익성에 있어서도 기대가 되는 상황. 약 100억원이 투입된 경기도 오산의 아스달 연대기 촬영 세트장(약 6,300평 규모)은 시즌제를 감안하고 만들어서, 시즌 2의 회당 제작비는 기존 시즌 1의 30억원 이상에서 20억원 중반대로 낮아질 것으로 예상
- 아스달 연대기 8회분과 넷플릭스향 '좋아하면 울리는' 등이 3분기 실적에 반영되지만 '호텔 델루나'가 지역별 판매로 실적 반영이 지연되어 3분기 수익성은 다소 하락할 전망

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 '아스달 연대기'의 후반부 관심 증가 및 OTT업체들의 합종연횡 및 디즈니 플러스를 비롯한 글로벌 OTT사들의 진입 예정으로 콘텐츠 수요 증가로 인하여 동사의 주가도 회복세를 보이고 있는 상황. 내년도 실적 증가가 확인되면 동사의 주가도 상승 가능

### 요약 실적 및 Valuation

| 구분    | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EBITDA<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감율<br>(%) | P/E<br>(배) | P/B<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 배당수익률<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2017  | 287          | 33            | 24           | 74              | 1,050      | 84.5       | 61.9       | 4.9        | 22.1             | 9.5        | 0.0          |
| 2018  | 380          | 40            | 36           | 115             | 1,278      | 21.7       | 72.3       | 6.5        | 21.2             | 9.3        | 0.0          |
| 2019F | 511          | 45            | 34           | 152             | 1,221      | -4.4       | 55.3       | 4.4        | 11.2             | 8.2        | 0.0          |
| 2020F | 569          | 49            | 45           | 105             | 1,599      | 30.9       | 42.2       | 3.9        | 15.2             | 9.8        | 0.0          |
| 2021F | 592          | 51            | 49           | 78              | 1,728      | 8.0        | 39.1       | 3.6        | 19.5             | 9.6        | 0.0          |

\*K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 스튜디오드래곤 2019년 2분기 연결 예상 실적

(단위: 십억 원)

|          | 분기 실적 |       |       | 증감률    |       | 컨센서스  |        |
|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|          | 2Q19F | 2Q18  | 1Q19  | (YoY)  | (QoQ) | 2Q19F | 대비     |
| 매출액      | 131.4 | 123.7 | 128.2 | 6.3%   | 2.5%  | 131.2 | 0.2%   |
| 영업이익     | 11.2  | 21.5  | 10.8  | -47.8% | 4.0%  | 13.4  | -16.2% |
| 영업이익률    | 8.5%  | 17.4% | 8.4%  |        |       | 10.2% |        |
| 세전이익     | 12.1  | 22.0  | 11.3  | -45.2% | 6.4%  | 14.1  | -14.3% |
| 지배주주 순이익 | 8.5   | 17.3  | 7.0   | -51.3% | 21.5% | 11.2  | -24.5% |

주: IFRS 연결 기준

자료: 현대차증권

〈표2〉 스튜디오드래곤 연결 분기 실적 추이

(단위: 십억 원)

|       | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19F | 4Q19F | 2018  | 2019F | 2020F |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 79.9  | 74.3  | 123.7 | 101.7 | 111.8 | 128.2 | 131.4 | 136.6 | 379.6 | 508.1 | 611.5 |
| 편성    | 40.7  | 34.1  | 48.9  | 54.4  | 44.1  | 58.1  | 59.8  | 61.6  | 178.1 | 223.7 | 272.2 |
| 판매    | 32.1  | 28.8  | 63.4  | 37.8  | 56.2  | 60.3  | 61.5  | 64.6  | 162.1 | 242.6 | 292.3 |
| 기타    | 7.1   | 11.4  | 11.4  | 9.5   | 11.5  | 9.8   | 10.1  | 10.4  | 39.4  | 41.8  | 47.1  |
| 영업이익  | 10.7  | 7.3   | 21.5  | 0.4   | 11.0  | 10.8  | 11.2  | 10.0  | 39.9  | 43.0  | 59.2  |
| OPM   | 13.4% | 9.8%  | 17.4% | 0.4%  | 9.8%  | 8.4%  | 8.5%  | 7.3%  | 10.5% | 8.5%  | 9.7%  |
| 당기순이익 | 7.9   | 9.0   | 17.3  | 1.7   | 7.5   | 7.3   | 8.5   | 7.8   | 35.9  | 32.8  | 52.1  |
| NPM   | 9.9%  | 12.1% | 14.0% | 1.7%  | 6.7%  | 5.7%  | 6.5%  | 5.7%  | 9.5%  | 6.5%  | 8.5%  |

주: IFRS 연결 기준

자료: 현대차증권

〈표3〉 스튜디오드래곤 연결 실적 추정 변경 내역

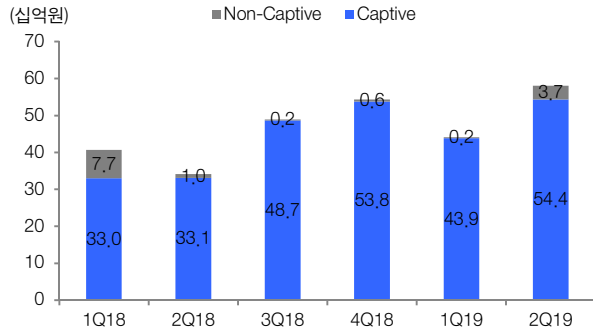
(단위: 십억 원)

|         | 변경 후  |       | 변경 전  |       | 변동률   |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2019F | 2020F | 2019F | 2020F | 2019F | 2020F |
| 매출액     | 508.1 | 611.5 | 511.0 | 568.5 | -0.6% | 7.6%  |
| 영업이익    | 43.0  | 59.2  | 44.8  | 48.9  | -4.0% | 21.0% |
| 세전이익    | 48.6  | 66.6  | 49.6  | 54.3  | -2.0% | 22.7% |
| 지배주주순이익 | 33.0  | 53.3  | 33.7  | 43.4  | -2.1% | 22.8% |

주: IFRS 연결 기준

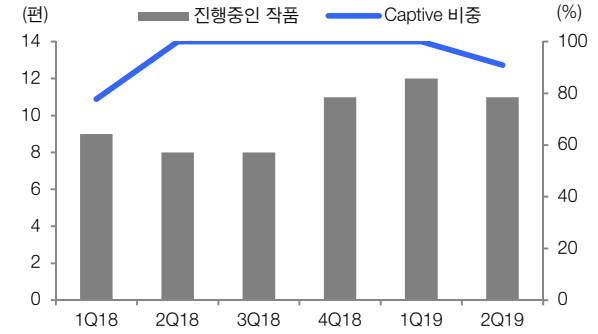
자료: 현대차증권

〈그림1〉 편성매출 추이



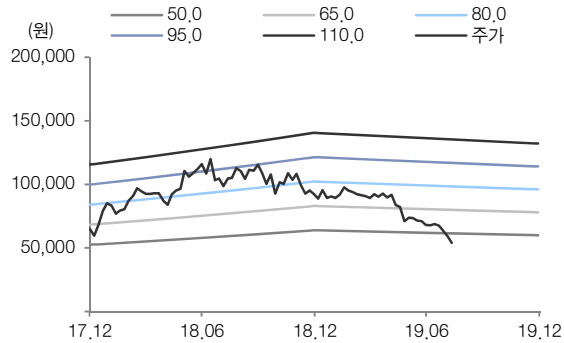
자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림2〉 제작현황 추이



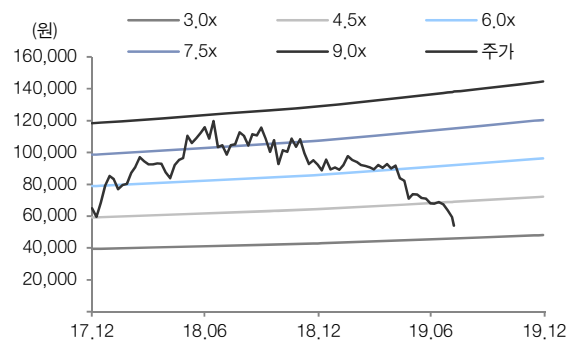
자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림3〉 스튜디오드래곤 P/E 밴드



자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림4〉 스튜디오드래곤 P/B 밴드



자료: Dataguide, 현대차증권

〈그림5〉 호텔 델루나



자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

〈그림6〉 아스달 연대기



자료: 스튜디오드래곤, 현대차증권

(단위: 십억원)

| 포괄손익계산서        | 2017  | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 287   | 380  | 508   | 612   | 680   |
| 증가율 (%)        | 85.7  | 32.4 | 33.9  | 20.4  | 11.1  |
| 매출원가           | 240   | 324  | 447   | 531   | 579   |
| 매출원가율 (%)      | 83.6  | 85.4 | 88.0  | 86.7  | 85.2  |
| 매출총이익          | 47    | 56   | 61    | 81    | 100   |
| 매출이익률 (%)      | 16.4  | 14.6 | 12.0  | 13.3  | 14.8  |
| 증가율 (%)        | 118.1 | 17.9 | 10.1  | 32.5  | 23.7  |
| 판매관리비          | 14    | 16   | 18    | 22    | 24    |
| 판매비율 (%)       | 4.9   | 4.1  | 3.6   | 3.6   | 3.6   |
| EBITDA         | 74    | 115  | 150   | 116   | 104   |
| EBITDA 이익률 (%) | 25.9  | 30.3 | 29.6  | 18.9  | 15.3  |
| 증가율 (%)        | 91.4  | 55.1 | 30.4  | -23.1 | -10.2 |
| 영업이익           | 33    | 40   | 43    | 59    | 76    |
| 영업이익률 (%)      | 11.5  | 10.5 | 8.5   | 9.7   | 11.2  |
| 증가율 (%)        | 98.3  | 21.0 | 7.8   | 37.6  | 28.4  |
| 영업외손익          | -3    | 6    | 6     | 7     | 10    |
| 금융수익           | 1     | 7    | 9     | 8     | 11    |
| 금융비용           | 3     | 1    | 3     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익        | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 종속/관계기업관련손익    | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업이익       | 30    | 46   | 49    | 67    | 86    |
| 세전계속사업이익률      | 10.6  | 12.0 | 9.6   | 10.9  | 12.7  |
| 증가율 (%)        | 188.3 | 50.8 | 6.5   | 37.0  | 29.7  |
| 법인세비용          | 6     | 10   | 16    | 13    | 17    |
| 계속사업이익         | 24    | 36   | 33    | 53    | 69    |
| 중단사업이익         | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | 24    | 36   | 33    | 53    | 69    |
| 당기순이익률 (%)     | 8.3   | 9.4  | 6.5   | 8.7   | 10.2  |
| 증가율 (%)        | 192.9 | 50.3 | -8.0  | 61.6  | 29.7  |
| 지배주주지분 순이익     | 24    | 36   | 33    | 53    | 69    |
| 비지배주주지분 순이익    | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익         | 0     | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익          | 24    | 35   | 33    | 53    | 69    |

(단위: 십억원)

| 현금흐름표           | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름    | -7   | -29  | 99    | 108   | 88    |
| 당기순이익           | 24   | 36   | 33    | 53    | 69    |
| 유형자산 상각비        | 0    | 0    | 2     | 0     | 0     |
| 무형자산 상각비        | 41   | 75   | 106   | 56    | 28    |
| 외환손익            | 1    | -1   | -1    | 0     | 0     |
| 운전자본의 감소(증가)    | -73  | -139 | -35   | 6     | 2     |
| 기타              | 0    | 0    | -5    | -8    | -11   |
| 투자활동으로인한현금흐름    | -141 | 141  | -20   | 6     | 10    |
| 투자자산의 감소(증가)    | -2   | 0    | -1    | -1    | 0     |
| 유형자산의 감소        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | -139 | 141  | -19   | 7     | 11    |
| 재무활동으로인한현금흐름    | 188  | -10  | -46   | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가(감소)   | -8   | 2    | 3     | 0     | 0     |
| 사채의증가(감소)       | -20  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가          | 208  | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | 8    | -12  | -49   | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 현금의증가(감소)       | 40   | 102  | 32    | 114   | 99    |
| 기초현금            | 12   | 51   | 153   | 185   | 299   |
| 기말현금            | 51   | 153  | 185   | 299   | 397   |

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

| 재무상태표         | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산          | 290  | 247  | 313   | 439   | 526   |
| 현금성자산         | 51   | 153  | 186   | 289   | 366   |
| 단기투자자산        | 141  | 2    | 3     | 4     | 4     |
| 매출채권          | 55   | 69   | 92    | 110   | 118   |
| 재고자산          | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 기타유동자산        | 41   | 22   | 24    | 29    | 31    |
| 비유동자산         | 170  | 265  | 274   | 218   | 191   |
| 유형자산          | 1    | 1    | 1     | 0     | 0     |
| 무형자산          | 128  | 199  | 189   | 133   | 105   |
| 투자자산          | 4    | 4    | 5     | 6     | 6     |
| 기타비유동자산       | 37   | 62   | 80    | 80    | 80    |
| 기타금융업자산       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자산총계          | 459  | 512  | 587   | 657   | 717   |
| 유동부채          | 91   | 108  | 145   | 174   | 185   |
| 단기차입금         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무          | 6    | 20   | 26    | 31    | 33    |
| 유동성장기부채       | 10   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채        | 75   | 89   | 119   | 142   | 152   |
| 비유동부채         | 0    | 3    | 6     | 6     | 6     |
| 사채            | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 장기금융부채 (리스포함) | 0    | 2    | 5     | 5     | 5     |
| 기타비유동부채       | 0    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 기타금융업부채       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계          | 91   | 111  | 151   | 180   | 191   |
| 지배주주지분        | 368  | 401  | 434   | 488   | 557   |
| 자본금           | 14   | 14   | 14    | 14    | 14    |
| 자본잉여금         | 320  | 320  | 320   | 320   | 320   |
| 자본조정 등        | 3    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익누계액     | 0    | -1   | -1    | -1    | -1    |
| 이익잉여금         | 32   | 68   | 101   | 154   | 223   |
| 비지배주주지분       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계          | 368  | 401  | 434   | 488   | 557   |

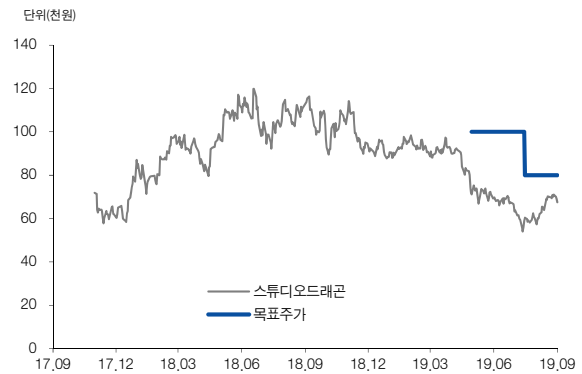
(단위: 원,백%)

| 주요투자지표              | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS(당기순이익 기준)       | 1,050  | 1,278  | 1,175  | 1,897  | 2,461  |
| EPS(자배순이익 기준)       | 1,050  | 1,278  | 1,175  | 1,897  | 2,461  |
| BPS(자본총계 기준)        | 13,141 | 14,305 | 15,457 | 17,354 | 19,814 |
| BPS(자배자본 기준)        | 13,141 | 14,305 | 15,457 | 17,354 | 19,814 |
| DPS                 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| P/E(당기순이익 기준)       | 61.9   | 72.3   | 57.4   | 35.6   | 27.4   |
| P/E(자배순이익 기준)       | 61.9   | 72.3   | 57.4   | 35.6   | 27.4   |
| P/B(자본총계 기준)        | 4.9    | 6.5    | 4.4    | 3.9    | 3.4    |
| P/B(자배자본 기준)        | 4.9    | 6.5    | 4.4    | 3.9    | 3.4    |
| EV/EBITDA(Reported) | 22.1   | 21.2   | 11.4   | 13.9   | 14.7   |
| 배당수익률               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 성장성 (%)             |        |        |        |        |        |
| EPS(당기순이익 기준)       | 84.5   | 21.7   | -8.1   | 61.4   | 29.7   |
| EPS(자배순이익 기준)       | 84.5   | 21.7   | -8.1   | 61.4   | 29.7   |
| 수익성 (%)             |        |        |        |        |        |
| ROE(당기순이익 기준)       | 9.5    | 9.3    | 7.9    | 11.6   | 13.2   |
| ROE(자배순이익 기준)       | 9.5    | 9.3    | 7.9    | 11.6   | 13.2   |
| ROA                 | 6.8    | 7.4    | 6.0    | 8.6    | 10.1   |
| 안정성 (%)             |        |        |        |        |        |
| 부채비율                | 24.7   | 27.7   | 34.8   | 36.9   | 34.4   |
| 순차입금비율              | 순현금    | 순현금    | 순현금    | 순현금    | 순현금    |
| 이자보상배율              | 19.0   | 343.0  | 202.3  | 315.0  | 369.3  |

## ▶ 투자이건 및 목표주가 추이

| 일자       | 투자이건 | 목표주가    | 乖離(%) |       |
|----------|------|---------|-------|-------|
|          |      |         | 평균    | 최고/최저 |
| 19/05/24 | BUY  | 100,000 | -32.3 | -24.8 |
| 19/08/09 | BUY  | 80,000  | -19.9 | -11.3 |
| 19/09/26 | BUY  | 80,000  | -     | -     |

## ▶ 최근 2년간 스튜디오드래곤 주가 및 목표주가



## ▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주가사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 유성만의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## ▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류 현대차증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

## ▶ 투자등급 통계 (2018.07.01~2019.06.30)

| 투자등급 | 건수   | 비율(%)  |
|------|------|--------|
| 매수   | 148건 | 89.16% |
| 보유   | 18건  | 10.84% |
| 매도   | 0건   | 0%     |

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당시의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.