

Morning Meeting Brief

경제/채권 장기전망

중앙은행, 그 고향으로 다시는 가진 못하리

- 상당수 중앙은행들은 존재의 이유인 물가안정을 위해 정량적인 목표 혹은 이에 상응하는 가이드라인을 제시하며 물가 변화에 대응해왔음
- 그러나 최근 인플레이션에 따른 기대 형성 경로가 작동하지 않을 만큼 물가가 상승하지 않으며 물가안정의 의미가 달라지고 있음
- 아직까지 저물가의 원인이 밝혀지지 않았고, 중앙은행들은 물가 전망치를 하향하는 방식으로 대응
- 중앙은행들은 금융안정을 내세우고 있지만 구체적 목표가 정립되지 않아 좀처럼 적극적으로 통화긴축에 나설 명분을 찾지 못하는 상황

공동락. dongrak.kong@daishin.com

산업 및 종목 분석

스튜디오드래곤: 제작비에 대한 오해

- 투자익건 매수(Buy), 목표주가 115천원 유지. 최근 주가하락은 제작비 증가가 실적 악화로 이어질 수 있다는 우려 반영
- 넷플릭스와 같은 대형 OTT 등에 사전판매가 사실상 확정된 상태에서 제작 진행. 따라서, 제작비 증가가 실적 악화로 이어지지 않음
- <아스달 연대기>도 이미 tvN의 방영권료와 넷플릭스에 대한 선판매로 BEP 수준 확보한 것으로 추정
- <아스달 연대기> 시즌1은 셋트장 비용까지 선반영하고 BEP이기 때문에, 시즌2부터는 이익 레버리지 발생 전망

김희재. hoijae.kim@daishin.com

2019년 4월 출입국 점검 - 회복 준비하기

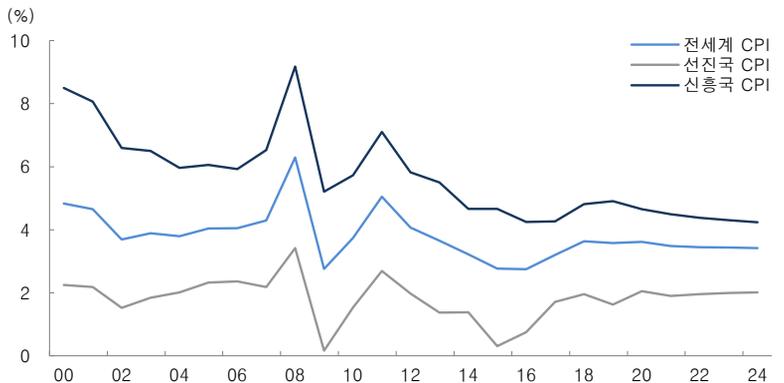
- [Out] 19.4월 내국인 출국자 225만명(+0.7% yoy). 방일 수요 감소, 비우호적 외부환경, 국내 경기 우려 등으로 성장세 크게 둔화
- 19.4월 방일 한국인 57만명(-11% yoy), 전월 대비 역성장폭 확대. 다만 이는 일본 장기 연휴 골든위크에 따른 전반적 방일 수요 위축 영향. 본격적인 기저가 발생하는 하반기 근거리 중심의 점진적 회복 기대감 유효
- [In] 19.4월 방한외래객 164만명(+23% yoy). 방한 중국인 49만명(+35% yoy), 일본인 29만명(+36% yoy)
- 중국은 5월 노동절 및 하반기 항공공급 확대 감안시 양국간 여행객 좋은 흐름 지속될 것. 일본 또한 5월 초까지 이어지는 골든위크와 엔화 환율 흐름 긍정적. 그 외 대만 +8% yoy, 홍콩 +14% yoy, 주요 동남아국 +17% 등 주요국 고른 성장 지속

김수민. soomin.kim@daishin.com

중앙은행, 그 고향으로 다시는 가진 못하리

- 물가안정은 중앙은행에게는 존재의 이유다. 다른 어떤 것보다 높은 가치를 부여하는 덕목인 만큼 한국을 비롯한 상당수 중앙은행들이 정량적인 목표 혹은 이에 상응하는 가이드라인을 정해 두고 물가 변화에 대응한다.
- 그러나 최근 물가안정은 그 의미가 크게 달라지고 있다. 과거와 같이 물가가 상승하는 압력을 막는다는 의미에서의 안정이 아닌 자칫 인플레이션에 따른 건전한 기대 형성 경로도 작동하지 않을 만큼의 물가 상승도 이뤄지지 않는 것이 아니냐는 우려가 나올 정도다. 실제 지난 수년간 상승하는 물가 부담으로 기준금리를 인상하거나 통화를 긴축한 중앙은행은 (환율 부담에 물가가 된 일부 이머징 국가를 제외하고) 거의 없었다.
- 물가가 낮아진 원인에 대한 분석은 다양하게 이뤄지고 있으나, 아직 명확한 실체는 규명되지 않고 있다. 이에 대부분의 중앙은행들이 매년 물가를 전망하고, 이후에 해당 전망치를 하향하는 방식으로 수정하는 행위를 반복하고 있다. 그만큼 저물가에 대한 실제 규명에 있어서 중앙은행 역시도 몹시 난항을 겪고 있다는 반증일 것이다.
- 그렇다고 중앙은행들이 마냥 뒷짐만 지고 방관할 수는 없다. 끊임없이 팽창을 원하고, 작은 틈이라도 비집고 수익을 극대화하려는 시장에 대해 어떤 형태로든 감독자로서의 역할은 필요하다. 더구나 암호화폐나 IT의 발달로 다양해진 금융 수단들을 감안하면 중앙은행들이 보다 적극적으로 광범위하게 대응해야 한다는 주장도 만만치 않다.
- 현재까지 중앙은행들이 내놓은 카드는 금융안정이다. 하지만 문제는 금융안정이 아직 물가와 같이 구체적으로 정립된 목표를 보유하지 못하고 있다는 것이다. 시스템 내에서의 체계적인 관리가 아닌 수장의 발언 등과 같이 임시적인 대응이나 다른 정책 당국들과의 복합적인 공조가 불가피한 이유다. 이는 동시에 중앙은행의 입장에서는 좀처럼 적극적으로 통화긴축에 나설 명분을 찾는 것이 쉽지 않은 이유이기도 하다.

글로벌 물가 상승률 추이와 전망



자료: IMF, 대신증권 Research&Strategy 본부

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

이기연

hojae.kim@daishin.com
투자이견

caevon.lee@daishin.com
BUY

BUY
매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

유지

현재주가
(19.05.22)

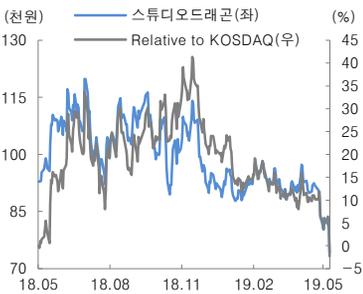
74,300

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	706.93
시가총액	2,084십억원
시가총액비중	0.86%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	119,800원 / 74,300원
120일 평균거래대금	153억원
외국인지분율	3.28%
주요주주	씨제이엔터테인먼트 외 3인 74.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-22.0	-29.7	-22.8
상대수익률	-14.0	-18.0	-31.2	-4.6



제작비에 대한 오해

투자이견 매수(Buy), 목표주가 115,000원 유지

- 목표주가 115천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
- 향후 5년간 연평균 순이익 성장률 27%. 연간 25편 수준인 드라마 제작을 40편까지 확대시키는 과정에 있기 때문에, 장기 전망에 기반한 목표주가 산출
- 전일 급락 포함 최근 스튜디오드래곤의 하락은 제작비에 대한 오해에서 비롯

〈아스달 연대기〉, 제작비는 이미 뺏았다

- 방영권을 가져가는 플랫폼('19년 31편 제작 중 25편 CJ ENM)이 벌어들이 수 있는 광고수익 감안해 드래곤 제작비의 일부 지불. 과거 평균은 약 70%. 나머지 30%는 드래곤이 부담 하되 PPL 등으로 대부분 회수하고, 판권판매로 20% 정도 제작마진을 거두는 구조
- 제작비 증가시 플랫폼이 부담하는 방영권료 비율이 감소하기 때문에 드래곤의 부담이 커진다는 우려가 주기에 반영. 특히, 〈미스터 션샤인〉의 제작비를 넘어설 것으로 추정되는 〈아스달 연대기〉의 방영을 앞두고 우려가 고조되며 전일 급락으로 이어짐
- 하지만, 제작비가 크게 증가하는 작품들은 플랫폼의 방영권료 부담이 줄어들지만(대작일수록 광고는 잘 팔려 절대금액은 증가하되, 제작비 대비 방영권료 비율은 감소 가능), 넷플릭스와 같은 대형 OTT 등에 사전판매가 사실상 확정된 상태에서 제작을 진행하기 때문에, 제작비 증가가 드래곤의 실적 악화로 이어지지는 않을, 오히려 대작일수록 판권의 가치를 더 인정받기 때문에 보통 작품의 20%보다 높은 30% 수준의 제작마진 가능
- 〈아스달 연대기〉의 경우 향후 진행될 시즌 2 이후의 세트장 비용까지 시즌 1에서 선반영하기 때문에 역대 가장 높은 제작비가 투입되지만, 이미 플랫폼(M)이 부담하는 방영권료와 넷플릭스에 대한 사전판매로 BEP 수준을 확보한 것으로 추정
- 시즌 1에서 이익이 발생하지 않더라도 그 만큼 시즌 2 이후 제작비 부담이 줄어들면서 이익 레버리지가 발생하기 때문에, 제작비에 대한 우려는 지나치다고 판단

감가상각에 대한 오해도 풀자

- 플랫폼이 지불하는 방영권료를 제외한 나머지 제작비에 대해서만 드래곤이 부담하고, 무형자산(판권)으로 인식 후 1.5년 동안 상각. 제작비가 큰 작품들은 대부분 드래곤이 부담하는 무형자산에 상응하는 판권 수익을 확정시킨 후 제작. 따라서, 제작비가 큰 작품이 등장하면서 점점 감가상각비 부담이 커질 것이라는 우려도 지나친 오해
- 〈미스터 션샤인〉이나 〈아스달 연대기〉처럼 선판매가 발생하면, 판권 중 일정부분을 당분기에 상각. 이후 잔여 판권을 남은 기간 동안 상각하다가, 추가 판매 가능성이 낮으면 해당분기에 남은 부분을 전액 상각. 이 두 가지가 가속상각이라 표현되는 부분
- 20~30%의 제작마진이 발생하는 비즈니스 구조에서, 가속상각은 미래에 발생할 비용을 선반영 함으로써 오히려 미래 이익의 레버리지를 발생시켜주는 요소

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	287	380	444	524	590
영업이익	33	40	52	76	94
세전순이익	30	46	63	89	108
총당기순이익	24	36	47	66	80
지배지분순이익	24	36	47	66	80
EPS	1,050	1,278	1,672	2,345	2,846
PER	61.9	72.3	44.4	31.7	26.1
BPS	16,223	14,312	15,978	17,673	19,719
PBR	4.0	6.5	4.7	4.2	3.8
ROE	9.5	9.3	11.0	13.9	15.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research&Strategy본부

레저업

김수민

soomin.kim@dashin.com

투자의견

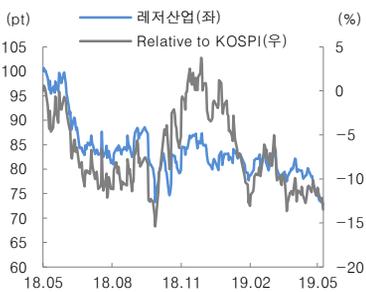
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
하나투어	Buy	89,000원
모두투어	Buy	30,000원
참좋은여행	Buy	12,000원
인터파크	Marketperform	7,000원
파리디이스	Buy	22,000원
GKL	Buy	28,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.8	-11.6	-13.6	-26.3
상대수익률	-2.1	-4.5	-13.4	-12.0



2019년 4월 출입국 점검 : 회복 준비하기

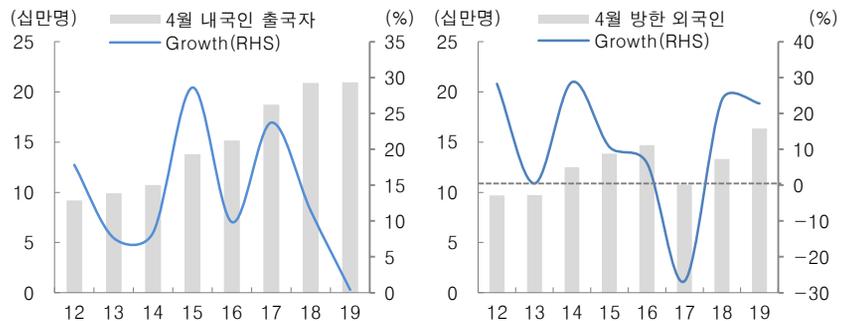
[Outbound] 2019년 4월 내국인 출국자 225만명(+0.7% yoy)

- 2019년 4월 내국인 출국자 225만명(+1% yoy), 순출국자 210만명(+0.4% yoy)
- 전체 출국자 성장세 둔화 배경은, 1) 일본 여행 수요 감소(18A 국내 출국자 27% 차지), 2) 유가 상승, 원화 약세 등 아웃바운드에 비우호적 외부환경, 3) 국내 경기침체 우려에 따른 소비 심리 위축 등의 영향이라고 판단
- 다만 주요 여행사에서 판매하는 여행상품은 급격한 환율 변화의 영향 다소 제한적으로 추이를 지켜볼 필요 있음. 여행비지출전망 등 소비자표 또한 저점 대비 상승세 지속
- 19.4월 방일 한국인은 57만명으로 전년 동기 대비 -11% yoy 감소해 전월 대비 역성장폭 더욱 확대된 상황. 지난 18.6월 자연재해 이후 부진 지속. 일본 여행에 대한 불안감과 양국간 관계의 특수성에 기인한 반일 감정 확대, 근거리 여행지 다변화 등의 영향 일부 있음. 그러나 주요 원인은 일본의 장기 연휴 골든위크(4/27~5/6), 현지 공휴일 전역에 인파가 몰리는데다 항공권과 숙박요금 등의 가격 인상에 따른 전반적 방일 수요 위축의 영향이며, 본격적인 기저가 발생하는 하반기 점진적 회복 기대감 유효

[Inbound] 2019년 4월 방한외래객 164만명(+23% yoy)

- 2019년 4월 방한외래객 164만명(+23% yoy), 관광목적 138만명(+27% yoy)
- 주요 국적별 비중, 중국 30%, 일본 18%, 대만 7%, 주요 동남아국가 19% 차지
- 19.4월 방한 중국인 49만명(+35% yoy), 관광목적 +45% yoy. 일부 지방 노선 운항재개, 신규 취항 등 항공공급 확대 영향으로, 전년 동기 베이스 부담(+61% yoy)에도 불구하고 높은 성장세 지속. 5월에는 노동절 연휴가 포함되어 있고, 하반기 한중 항공협정에 따른 본격적인 공급 확대 예정되어 있음. 특히 주요 대도시의 LCC 취항 및 신규 노선 확대로 양국간 여행객 좋은 흐름 예상. 9월 말 베이징신공항 개장 또한 주목할만한 이벤트
- 방한 일본인 29만명(+36% yoy), 관광목적 +36% yoy. 5월 초까지 이어지는 역대 최장 골든위크와 노선 확대 영향이며, 방한 일본인과 상관관계 높은 엔화 흐름 또한 긍정적
- 그 외 대만 +8% yoy, 홍콩 +14% yoy, 주요 동남아국가 +17% 등 주요국 고른 성장 지속. 청명절과 부활절 등 각국 연휴효과에 방한 관광 수요 증가. 18A 非 중국인 관광객 최초 1천만 명 돌파 이후에도 여전히 높은 성장 지속 중으로 인바운드 다변화 긍정적

그림 1. 2019년 4월 내국인 출국자 & 방한 외국인 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research&Strategy 본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.