

통신/전력가스/서비스/레저 -

송재경

02)739-5934

jksong@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(신규)

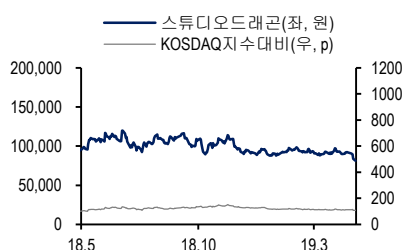
<아스달 연대기>, 어떻게 보아야 할까?

목표주가	110,000원
현재주가(05/14)	80,200원
상승여력	37.2%
시가총액	2,250십억원
발행주식수	28,051천주
52주 최고가 / 최저가	119,800 / 80,200원
3개월 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	3.2%
주요주주	
CJ ENM 외 5인	74.4%
국민연금공단	9.8%
삼성전자 자사주	7.2%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-11.3 -15.2 -23.1 -13.6
상대수익률 (KOSDAQ)	-3.8 -10.9 -28.9 3.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	287	380	491	585
영업이익	33	40	59	95
EBITDA	74	115	124	139
지배주주순이익	24	36	47	76
EPS	851	1,278	1,689	2,710
순차입금	-183	-158	-255	-368
PER	76.4	72.3	47.5	29.6
PBR	4.9	6.5	5.0	4.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	16.0	13.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.5	9.3	11.1	15.6
컨센서스 영업이익	33	40	58	90
컨센서스 EPS	851	1,278	1,759	2,713

주가추이



저희는 스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 11만원으로 분석을 시작합니다. 지난 3분기 이후 시장의 기대치를 하회하는 실적을 기록하며, 주가는 한동안 박스권에 머물렀습니다. '19년 1분기 역시 실적부진을 피하지 못했지만, 해외판매의 유의미한 증가세는 전략차원에서 주목 할 만한 부분입니다. 2019년 <아스달 연대기>를 필두로 나선 스튜디오드래곤의 꾸준한 외형 확대를 기대해봅니다.

글로벌 매출 상승, 그러나 발걸음은 아직 무겁다

동사의 1분기 실적은 매출액 1,118억원(+40%, YoY), 영업이익 110억원(+3%, YoY)을 기록했다. 무형자산 감가상각 이슈로 인한 시장의 기대감이 낮아짐에도 불구하고, 외주제작사의 RS 비율 증가에 따라 GPM은 -3.7% 하락했다. 그러나, '19년 1분기 글로벌 매출은 전연동기대비 87.5% 증가했다. <알함브라 궁전의 추억>과 <로맨스는 별책부록>의 글로벌 OTT 판매 덕분에였다. 아직은 글로벌 스튜디오를 향한 외형성장에 무게를 더 실어 주어야 할 때다.

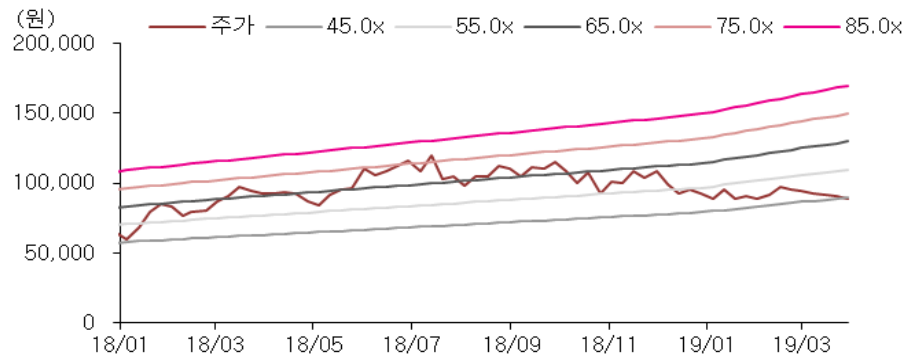
<아스달 연대기>, 어떻게 보아야 할까?

6월 1일 공개 예정인 <아스달 연대기>에 대한 기대감으로, 주가는 비교적 높은 멀티플 수준을 유지해왔다. 그러나, 흥행의 성패를 떠나 아스달의 제작이 의미 있는 것은, 시즌제 드라마임에도 불구하고 첫번째 시리즈에서 BEP에 가까운 목표를 달성할 수 있다는 것이다. 대부분의 헐리웃 시즌제 드라마가 시즌2,3 시점에 BEP를 달성한다는 사실을 참고했을 때, 현재 예상되는 아스달의 리콥수준은 큰 의미가 있다. 드라마 자체에 대한 기대감은 잠시 넣어두고, 아스달의 시즌2 이후 수익을 기대해 볼 필요가 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 11만원으로 분석 개시

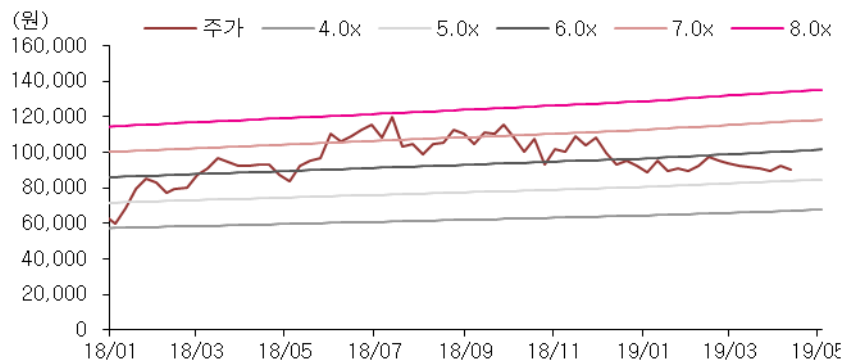
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 신규 분석을 개시한다. TP 11만원은 12개월 선행 BPS 17,349원에 목표배수 6.4배를 적용했다. 이는 국내 드라마 편성 슬롯 증가, 디즈니를 포함한 글로벌 OTT의 한국 진출에 따른 기대감이 반영된 수치다. 국내 콘텐츠 제작업체(디앤씨미디어, 키이스트, JYP 등) 평균 PBR 6.4배를 참고했다.

그림 1 스튜디오드래곤의 P/E Band



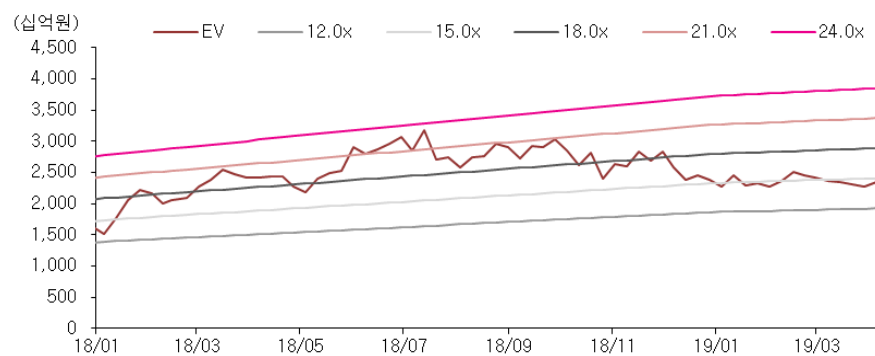
자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오드래곤의 P/B Band



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 3 스튜디오드래곤의 EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	491.2	585.0	649.4
증가율 (Y-Y,%)	85.7	32.4	29.4	19.1	11.0
영업이익	33.0	39.9	58.9	95.4	111.0
증가율 (Y-Y,%)	98.3	21.0	47.8	61.8	16.4
EBITDA	74.3	115.2	124.3	139.4	140.8
영업외손익	(2.7)	5.7	1.4	1.5	1.5
순이자수익	(1.2)	3.4	1.7	1.8	1.9
외화관련손익	(1.4)	2.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	30.3	45.6	60.3	96.8	112.6
당기순이익	23.8	35.8	47.4	76.0	88.4
지배기업당기순이익	23.8	35.8	47.4	76.0	88.4
증가율 (Y-Y,%)	192.9	50.3	32.2	60.5	16.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	47.1	26.8	19.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	52.5	42.5	40.7
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	47.4	23.4	6.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	79.8	47.2	35.1
영업이익률(%)	11.5	10.5	12.0	16.3	17.1
EBITDA마진(%)	25.9	30.3	25.3	23.8	21.7
순이익률 (%)	8.3	9.4	9.6	13.0	13.6
NOPLAT	26.0	31.3	46.3	74.9	87.2
(+) Dep	41.3	75.3	65.3	44.1	29.8
(-) 운전자본투자	23.1	(37.4)	12.1	3.8	2.1
(-) Capex	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
OpFCF	44.1	143.7	99.2	114.8	114.5

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	247.2	372.1	504.3	630.5
현금성자산	192.6	159.7	257.3	370.5	483.3
매출채권	54.9	68.8	94.3	112.3	124.7
재고자산	1.3	0.6	1.6	1.9	2.1
비유동자산	169.6	265.2	202.8	161.9	135.5
투자자산	41.0	65.7	68.3	71.1	74.0
유형자산	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
무형자산	127.5	198.5	133.5	89.8	60.4
자산총계	459.5	512.4	574.9	666.3	766.0
유동부채	90.7	108.2	123.4	138.6	149.9
매입채무	31.7	55.3	68.3	81.3	90.3
유동성이자부채	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	2.9	2.9	2.9	3.0
비유동이자부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
부채총계	91.0	111.1	126.3	141.6	152.9
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	32.1	67.6	115.0	191.0	279.4
자본조정	2.7	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	448.7	524.7	613.1
투하자본	184.4	243.3	193.0	155.9	131.5
순차입금	(182.5)	(157.6)	(255.2)	(368.3)	(481.1)
ROA	6.8	7.4	8.7	12.3	12.3
ROE	9.5	9.3	11.1	15.6	15.5
ROIC	15.4	14.6	21.2	42.9	60.7

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	851	1,278	1,689	2,710	3,152
BPS	13,141	14,305	15,994	18,704	21,856
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	76.4	72.3	47.5	29.6	25.4
PBR	4.9	6.5	5.0	4.3	3.7
EV/ EBITDA	22.1	21.1	16.0	13.5	12.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	20.0	18.7	19.0
PSR	6.4	6.8	4.6	3.8	3.5
재무건전성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	28.1	27.0	24.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	319.6	228.4	301.6	363.8	420.6
이자보상배율	28.5	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.0	0.1	0.1	0.0
자산구조					
투하자본(%)	44.1	51.9	37.2	26.1	19.1
현금+투자자산(%)	55.9	48.1	62.8	73.9	80.9
자본구조					
차입금(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.3
자기자본(%)	97.3	99.5	99.5	99.6	99.7

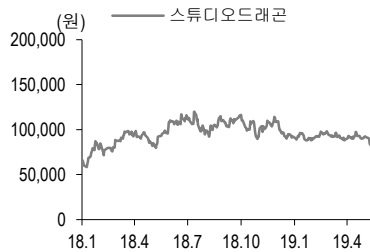
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

주요투자지표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(7.2)	(24.9)	100.6	116.3	116.1
당기순이익	30.3	45.6	47.4	76.0	88.4
자산상각비	41.3	75.3	65.3	44.1	29.8
운전자본증감	(72.9)	(135.2)	(12.1)	(3.8)	(2.1)
매출채권감소(증가)	(13.7)	(27.2)	(25.5)	(18.0)	(12.4)
재고자산감소(증가)	(2.1)	0.3	(1.0)	(0.3)	(0.2)
매입채무증감(감소)	9.0	25.9	13.0	13.0	8.9
투자현금	(141.0)	136.4	(3.3)	(3.4)	(3.6)
단기투자자산감소	0.0	(4.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	188.1	(9.7)	0.0	0.0	0.0
차입금증가	(18.1)	(10.0)	0.0	0.0	0.0
자본증가	207.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	39.8	101.7	97.3	112.9	112.5
총현금흐름(Gross CF)	76.1	120.0	112.7	120.1	118.2
(-) 운전자본증감(감소)	23.1	(37.4)	12.1	3.8	2.1
(-) 설비투자	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	52.8	157.0	100.3	115.9	115.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	52.8	157.0	100.2	115.9	115.7

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가	목표대상시점	평균과리율	최고최저과리율
2019.05.15		담당자 변경			
2019.05.15	BUY	110,000원			

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2019년 03월 31일 기준)

Buy (94.0%)	Hold (6.0%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

홍국씨앗체

홍국씨앗체는 홍국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 홍국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 홍국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

□ 주소 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3649