

스튜디오드래곤 (253450)

2Q19 Preview: 잃어버린 주가 모멘텀

Investment Point

- 2분기 매출액은 1,274억원(YoY 72%, QoQ 14%), 영업이익은 103억원(YoY 40%, QoQ -6%) 예상. 영업이익은 컨센서스 113억원에 부합할 전망
- 2분기 편성편수는 <아스달연대기>를 포함하여 8개(2Q18 6개). <아스달연대기> 외 넷플릭스향으로 <봄밤>, <어비스> 등의 판매가 반영됨
- 넷플릭스와 동시방영 형태로 판매된 <아스달연대기>의 제작비는 방영 분기(2~3분기) 동안 가속상각 계획. 단기적으로 마진율은 축소되었으나, 장기적 마진에는 긍정적 영향
- <아스달연대기> 시청률 부진으로 최근 주가는 크게 조정. 회사는 시즌1은 애초에 BEP를 목표로 제작한 작품이었고, 시즌2 이후 레버리지 달성이 가능하며, 광고 단가 역시 시청률과 직접적인 연관은 없다는 설명
- 그러나 시즌2의 경우 아직 방영 시기는 미정(2020년 중)이고, <호텔 델루나>, <사랑의 불시착> 등 하반기 방영 예정인 차기 텐트폴 작품들이 <아스달연대기> 급의 기대치를 불러 일으키기는 힘들다는 점에서 주가 모멘텀은 단기적으로 부재
- Target PER을 기존 43배에서 38배로 하향, 목표주가 역시 78,000원으로 하향

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	78,000	100,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2017	2018E	2019E
PER(배)	13.1	13.7	11.0
PBR(배)	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	9.0	8.8	7.5
배당수익률(%)	2.2	2.3	2.5

Fig. 01: 스튜디오드래곤 2Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.06(E)	2019.06(E)	차이(%)	2018.06A	차이(%)	2019.03A	차이(%)	2019.06(E)	차이(%)
매출액	127.4	109.0	16.9	74.3	71.5	111.8	14.0	109.0	16.9
영업이익	10.3	12.4	(17.0)	7.3	40.4	11.0	(6.4)	10.3	(0.2)
순이익	10.0	11.7	(14.4)	8.9	12.3	9.2	8.7	9.7	2.9
이익률(%)									
영업이익	8.1	11.4		9.9		9.8		9.5	
순이익	7.8	10.7		12.0		8.2		8.9	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(3.3)		(1.8)		(1.8)		(1.4)	
순이익		(2.9)		(4.1)		(0.4)		(1.1)	

Note: K-IFRS 연결

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 02: 스튜디오드래곤 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03
매출액	109.0	149.7	150.2	125.9	127.4	147.3	144.5	120.2	16.9	(1.6)	(3.8)	(4.5)
영업이익	12.4	20.2	18.3	15.1	10.3	17.2	12.6	13.5	(17.0)	(14.7)	(31.5)	(10.6)
영업이익률(%)	11.4	13.5	12.2	12.0	8.1	11.7	8.7	11.2	(3.3)	(1.8)	(3.5)	(0.8)
EBITDA	28.1	36.7	35.9	31.8	26.0	34.7	31.1	31.0	(7.5)	(5.5)	(13.4)	(2.4)
EBITDA이익률(%)	25.8	24.5	23.9	25.3	20.4	23.6	21.5	25.8	(5.4)	(1.0)	(2.4)	0.6
순이익	11.7	17.9	16.4	13.8	10.0	15.5	11.8	12.5	(14.4)	(13.3)	(28.1)	(9.3)

Note: K-IFRS 연결

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 03: 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
12MF(3Q19~2Q20) 순이익	57.4	저장 화처 필름 & TV, 화이브라더스 미디어 그룹의 2011~2015년 PER 평균(47.5x)을 20% 할인
Target PER	38.0x	
적정 시총	2,180.8	
주식 수(천주)	28,037.0	
적정 주가(원)	77,781	
목표 주가(원)	78,000	반올림 적용
현재 주가(원)	66,000	
상승 여력	18.2%	

Source: KTB투자증권

Fig. 04: 스튜디오드래곤 실적 추정 표

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	127.4	147.3	144.5	286.9	379.6	531.0
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	59.4	47.5	57.0	131.2	178.1	208.0
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	58.8	45.5	56.1	105.5	168.6	204.3
Non-captive	7.7	1.0	0.2	0.6	0.2	0.6	2.0	1.0	25.7	9.4	3.7
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	56.1	87.9	76.1	111.9	162.1	276.3
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	21.4	19.0	22.8	44.7	51.9	76.8
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	34.8	68.9	53.3	67.2	110.2	199.5
기타(PPL, MGMT, OST 등)	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	11.9	11.9	11.4	43.7	39.4	46.7
YoY growth rate											
매출액	6.0%	19.6%	59.7%	41.3%	39.9%	71.5%	19.0%	42.1%	46.8%	32.3%	39.9%
편성	54.5%	41.1%	17.1%	39.6%	8.4%	74.4%	-2.8%	4.8%	49.5%	35.7%	16.8%
Captive	64.0%	51.0%	38.2%	90.6%	32.9%	77.8%	-6.5%	4.2%	50.8%	59.8%	21.2%
Non-captive	23.7%	-56.0%	-97.5%	-94.3%	-97.2%	-39.3%	1118.2%	55.9%	44.3%	-63.3%	-60.5%
판매	-12.0%	9.5%	172.0%	46.5%	75.0%	94.8%	38.7%	101.2%	48.4%	44.8%	70.5%
국내	-32.6%	21.0%	68.2%	25.4%	45.2%	73.1%	10.6%	75.4%	43.4%	16.2%	48.0%
해외	0.6%	2.2%	253.1%	61.6%	87.3%	111.0%	49.2%	114.8%	51.8%	64.1%	81.0%
기타(PPL, MGMT, OST 등)	-43.4%	-1.9%	-8.3%	32.5%	62.5%	4.1%	4.2%	20.0%	35.3%	-9.9%	18.5%
영업비용	69.2	67.0	102.2	101.2	100.8	117.1	130.1	131.9	253.9	339.5	480.0
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.9	125.5	127.4	239.7	323.9	462.6
제작비	39.2	31.5	54.6	53.9	49.9	69.7	57.1	64.5	124.1	179.2	241.3
무형자산상각비	12.5	13.6	9.7	24.2	21.2	15.6	17.4	18.5	38.7	60.0	72.7
판매관리비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.3	4.6	4.6	14.3	15.6	17.4
영업이익	10.7	7.3	21.6	0.5	11.0	10.3	17.2	12.6	33.0	40.1	51.0
영업이익률	13.3%	9.9%	17.4%	0.5%	9.8%	8.1%	11.7%	8.7%	11.5%	10.6%	9.6%
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	12.5	19.4	14.8	30.3	45.8	59.8
법인세비용	3.0	2.2	4.8	0.0	4.0	2.5	3.9	3.0	6.4	9.9	13.3
당기순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	10.0	15.5	11.8	23.8	35.8	46.5
당기순이익률	9.8%	12.0%	14.0%	1.7%	8.2%	7.8%	10.5%	8.2%	8.3%	9.4%	8.8%

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	247.2	383.9	541.8	738.2
현금성자산	192.6	159.7	260.4	403.3	579.9
매출채권	54.9	68.8	103.5	117.9	137.3
재고자산	1.3	0.6	1.8	2.0	2.3
비유동자산	169.6	265.2	195.1	125.2	47.3
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	125.8	53.1	(27.8)
자산총계	459.5	512.4	579.1	667.0	785.5
유동부채	90.7	108.2	128.4	139.4	153.9
매입채무	31.7	55.3	74.9	85.4	99.4
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	131.3	142.3	156.9
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	114.1	191.0	295.0
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	447.8	524.7	628.6
투하자본	184.4	243.3	189.1	123.0	50.3
순차입금	(182.5)	(157.6)	(258.2)	(401.2)	(577.8)
ROA	6.8	7.4	8.5	12.3	14.3
ROE	9.5	9.3	10.9	15.8	18.0
ROIC	15.4	14.6	18.3	44.8	111.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(7.2)	(24.9)	103.6	146.1	180.0
당기순이익	30.3	45.6	46.5	76.9	103.9
자산상각비	41.3	75.3	73.0	73.1	81.3
운전자본증감	(72.9)	(135.2)	(15.9)	(3.9)	(5.3)
매출채권감소(증가)	(13.7)	(27.2)	(34.7)	(14.4)	(19.3)
재고자산감소(증가)	(2.1)	0.3	(1.2)	(0.2)	(0.3)
매입채무증가(감소)	9.0	25.9	19.7	10.4	14.0
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)	(0.5)
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	100.4	142.7	176.3
총현금흐름(Gross CF)	76.1	120.0	119.5	150.0	185.3
(-) 운전자본증가(감소)	23.1	(37.4)	15.9	3.9	5.3
(-) 설비투자	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(137.9)	121.2	100.4	142.7	176.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(137.9)	121.2	100.3	142.7	176.3

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	531.0	593.8	709.5
증가율 (Y-Y,%)	85.7	32.4	39.9	11.8	19.5
영업이익	33.0	39.9	51.0	87.3	121.1
증가율 (Y-Y,%)	98.3	21.0	27.8	71.2	38.7
EBITDA	74.3	115.2	124.0	160.4	202.4
영업외손익	(2.7)	5.7	8.8	8.8	8.8
순이자수익	(1.2)	3.4	8.8	8.8	8.8
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	59.8	96.1	129.9
당기순이익	23.8	35.8	46.5	76.9	103.9
지배기업당기순이익	23.8	35.8	46.5	76.9	103.9
증가율 (Y-Y,%)	192.9	50.3	29.7	65.5	35.2
NOPLAT	26.0	31.3	39.6	69.9	96.9
(+) Dep	41.3	75.3	73.0	73.1	81.3
(-) 운전자본투자	23.1	(37.4)	15.9	3.9	5.3
(-) Capex	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
OpFCF	44.1	143.7	96.4	138.7	172.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	50.9	27.5	23.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	45.3	38.3	44.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	47.3	29.3	20.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	78.7	47.7	42.6
영업이익률(%)	11.5	10.5	9.6	14.7	17.1
EBITDA마진(%)	25.9	30.3	23.4	27.0	28.5
순이익률(%)	8.3	9.4	8.8	13.0	14.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	851	1,278	1,657	2,741	3,705
BPS	13,141	14,305	15,962	18,703	22,409
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	76.4	72.3	39.8	24.1	17.8
PBR	4.9	6.5	4.1	3.5	2.9
EV/ EBITDA	22.1	21.1	12.8	9.0	6.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	15.5	12.3	10.0
PSR	6.4	6.8	3.5	3.1	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	29.3	27.1	25.0
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	299.0	388.7	479.6
이자보상배율	28.5	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.0	0.9	0.8	0.7
자산구조					
투하자본(%)	44.1	51.9	36.5	20.6	7.1
현금+투자자산(%)	55.9	48.1	63.5	79.4	92.9
자본구조					
차입금(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.3
자기자본(%)	97.3	99.5	99.5	99.6	99.7