

스튜디오드래곤 (253450)

3Q19 Preview: 높아진 이익 안정성

Investment Point

- 3분기 매출액은 1,310억원(YoY 5.9%, QoQ 2.2%), 영업이익은 107억원(YoY -50.5%, QoQ -1.0%) 예상. 매출액 컨센서스 1,308억원, 영업이익 컨센서스 118억원 부합 전망
- 전년동기 <미스터션샤인>의 높은 기저와 <아스달연대기> 상각비 부담으로 이익률은 소폭 낮아질 전망. 3분기 대작들의 경우 대부분 대형 OTT 단일 판매보다는 해외 지역별로 나누어 판매되어 향후 1.5년에 걸쳐 매출 안분 인식
- 넷플릭스 오리지널 <좋아하면 울리는(8부작)> 판매. 제작비는 회당 10억원 수준, 마진은 10% 내외로 추정
- 4분기에는 <사랑의 불시착>이 방영을 앞두고 있고 지역별로 판매된 <호텔델루나> 등의 매출도 인식될 전망. 넷플릭스 오리지널 역시 추가적으로 1편(회당 제작비 10억원, 마진 10% 추정) 방영 예정되어 있으며 4분기 또는 20년 초 방영 예상
- 19년에는 <아스달연대기> 흥행 부진 우려와 선상각 이슈 등으로 주가 부침이 심했음. 그러나 분기 100억원 내외의 영업이익이 안정적으로 유지되고 있고, 주요 작품 지역별 판매로 향후에도 이익 안정성은 높게 유지될 수 있을 것으로 전망

BUY

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

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	72.3	53.7	42.0
PBR(배)	6.5	4.4	4.0
EV/EBITDA(배)	21.1	14.3	12.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 01: 스튜디오드래곤 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	131.0	147.3	(11.1)	123.7	5.9	128.2	2.2	132.7	(1.3)
영업이익	10.7	17.2	(37.9)	21.5	(50.3)	10.8	(1.0)	11.8	(9.6)
순이익	9.4	15.5	(39.3)	17.3	(45.7)	7.3	29.5	10.1	(6.8)
이익률(%)									
영업이익	8.1	11.7		17.4		8.4		8.9	
순이익	7.2	10.5		14.0		5.7		7.6	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(3.5)		(9.2)		(0.3)		(0.7)	
순이익		(3.3)		(6.8)		1.5		(0.4)	

Note: K-IFRS 연결

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 02: 스튜디오드래곤 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	147.3	144.5	120.2	154.8	131.0	126.9	113.3	127.2	(11.1)	(12.2)	(5.8)	(17.8)
영업이익	17.2	12.6	13.5	19.7	10.7	11.1	10.1	11.9	(37.9)	(11.8)	(25.1)	(39.5)
영업이익률(%)	11.7	8.7	11.2	12.7	8.1	8.7	8.9	9.4	(3.5)	0.0	(2.3)	(3.4)
EBITDA	34.7	31.1	31.0	37.6	28.1	29.6	27.2	29.2	(18.9)	(4.9)	(12.3)	(22.3)
EBITDA이익률(%)	23.6	21.5	25.8	24.3	21.5	23.3	24.0	23.0	(2.1)	1.8	(1.8)	(1.3)
순이익	15.5	11.8	12.5	17.5	9.4	9.7	9.0	10.4	(39.3)	(17.5)	(28.6)	(40.6)

Note: K-IFRS 연결

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

Fig. 03: 스튜디오드래곤 실적 추정 표

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.0	126.9	286.9	379.6	497.8
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	47.5	49.9	131.2	178.1	199.6
Captive	33.0	33.1	48.7	53.8	43.9	54.4	45.1	48.5	105.5	168.6	191.9
Non-captive	7.7	1.0	0.2	0.6	0.2	3.7	2.4	1.4	25.7	9.4	7.7
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	71.6	67.0	111.9	162.1	255.1
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	19.0	20.0	44.7	51.9	70.6
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	52.6	47.0	67.2	110.2	184.4
기타(PPL, MGMT, OST 등)	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	11.9	10.0	43.7	39.4	43.2
YoY growth rate											
매출액	6.0%	19.6%	59.7%	41.3%	39.9%	72.6%	5.9%	24.7%	46.8%	32.3%	31.1%
편성	54.5%	41.1%	17.1%	39.6%	8.4%	70.6%	-2.8%	-8.3%	49.5%	35.7%	12.1%
Captive	64.0%	51.0%	38.2%	90.6%	32.9%	64.4%	-7.4%	-9.8%	50.8%	59.8%	13.8%
Non-captive	23.7%	-56.0%	-97.5%	-94.3%	-97.2%	280.1%	1383.8%	122.2%	44.3%	-63.3%	-18.6%
판매	-12.0%	9.5%	172.0%	46.5%	75.0%	109.2%	13.0%	77.2%	48.4%	44.8%	57.4%
국내	-32.6%	21.0%	68.2%	25.4%	45.2%	46.3%	10.6%	53.5%	43.4%	16.2%	36.1%
해외	0.6%	2.2%	253.1%	61.6%	87.3%	155.8%	13.9%	89.7%	51.8%	64.1%	67.3%
기타(PPL, MGMT, OST 등)	-43.4%	-1.9%	-8.3%	32.5%	62.5%	-14.1%	4.2%	5.0%	35.3%	-9.9%	9.6%
영업비용	69.2	67.0	102.2	101.2	100.8	117.4	120.3	115.8	253.9	339.5	454.3
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.7	111.2	239.7	323.9	436.5
제작비	39.2	31.5	54.6	53.9	49.9	68.9	57.1	56.4	124.1	179.2	232.4
무형자산상각비	12.5	13.6	9.7	24.2	21.2	15.6	17.4	18.4	38.7	60.0	72.6
판매관리비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.7	4.6	14.3	15.6	17.9
영업이익	10.7	7.3	21.6	0.5	11.0	10.8	10.7	11.1	33.0	40.1	43.5
영업이익률	13.3%	9.9%	17.4%	0.5%	9.8%	8.4%	8.1%	8.7%	11.5%	10.6%	8.7%
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	11.8	12.2	30.3	45.8	49.0
법인세비용	3.0	2.2	4.8	0.0	4.0	4.6	2.4	2.4	6.4	9.9	13.4
당기순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	9.4	9.7	23.8	35.8	35.6
당기순이익률	9.8%	12.0%	14.0%	1.7%	8.2%	5.7%	7.2%	7.7%	8.3%	9.4%	7.2%

Source: 스튜디오드래곤, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	247.2	363.9	484.5	639.0
현금성자산	192.6	159.7	253.1	363.2	491.1
매출채권	54.9	68.8	90.9	101.1	127.0
재고자산	1.3	0.6	1.6	1.7	2.2
비유동자산	169.6	265.2	195.2	127.9	53.7
투자자산	41.0	65.7	68.3	71.1	74.0
유형자산	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
무형자산	127.5	198.5	125.9	55.9	(21.4)
자산총계	459.5	512.4	559.1	612.5	692.6
유동부채	90.7	108.2	119.3	127.2	146.5
매입채무	31.7	55.3	65.8	73.2	91.9
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	122.2	130.2	149.5
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	103.2	148.7	209.5
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	436.9	482.3	543.2
투하자본	184.4	243.3	185.5	120.8	53.7
순차입금	(182.5)	(157.6)	(251.0)	(361.1)	(489.0)
ROA	6.8	7.4	6.6	7.8	9.3
ROE	9.5	9.3	8.5	9.9	11.9
ROIC	15.4	14.6	14.7	27.4	65.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(7.2)	(24.9)	96.4	113.2	131.2
당기순이익	30.3	45.6	35.6	45.4	60.8
자산상각비	41.3	75.3	73.0	70.4	77.6
운전자본증감	(72.9)	(135.2)	(12.2)	(2.7)	(7.2)
매출채권감소(증가)	(13.7)	(27.2)	(22.1)	(10.2)	(25.8)
재고자산감소(증가)	(2.1)	0.3	(1.0)	(0.2)	(0.4)
매입채무증가(감소)	9.0	25.9	10.5	7.4	18.7
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)	(0.3)	(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	93.1	109.8	127.6
총현금흐름(Gross CF)	76.1	120.0	108.6	115.8	138.5
(-) 운전자본증가(감소)	23.1	(37.4)	12.2	2.7	7.2
(-) 설비투자	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(137.9)	121.2	93.1	109.8	127.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(137.9)	121.2	93.1	109.8	127.6

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	497.8	508.9	630.3
증가율 (Y-Y, %)	85.7	32.4	31.1	2.2	23.9
영업이익	33.0	39.9	43.5	52.4	71.6
증가율 (Y-Y, %)	98.3	21.0	9.0	20.5	36.7
EBITDA	74.3	115.2	116.4	122.8	149.2
영업외손익	(2.7)	5.7	5.5	4.4	4.4
순이자수익	(1.2)	3.4	6.1	5.2	5.2
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	49.0	56.8	76.0
당기순이익	23.8	35.8	35.6	45.4	60.8
지배기업당기순이익	23.8	35.8	35.6	45.4	60.8
증가율 (Y-Y, %)	192.9	50.3	(0.7)	27.6	33.9
NOPLAT	26.0	31.3	31.6	41.9	57.3
(+) Dep	41.3	75.3	73.0	70.4	77.6
(-) 운전자본투자	23.1	(37.4)	12.2	2.7	7.2
(-) Capex	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
OpFCF	44.1	143.7	92.0	109.3	127.3
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	47.7	21.1	18.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	37.8	16.7	21.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	44.2	18.2	9.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	63.5	24.0	19.3
영업이익률(%)	11.5	10.5	8.7	10.3	11.4
EBITDA마진(%)	25.9	30.3	23.4	24.1	23.7
순이익률(%)	8.3	9.4	7.2	8.9	9.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	851	1,278	1,269	1,620	2,169
BPS	13,141	14,305	15,574	17,194	19,363
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	76.4	72.3	53.7	42.0	31.4
PBR	4.9	6.5	4.4	4.0	3.5
EV/ EBITDA	22.1	21.1	14.3	12.6	9.5
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	17.6	16.5	13.8
PSR	6.4	6.8	3.8	3.8	3.0
재무건전성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	28.0	27.0	27.5
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	305.1	380.8	436.2
이자보상배율	28.5	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.0	1.6	1.8	1.5
자산구조					
투하자본(%)	44.1	51.9	36.6	21.8	8.7
현금+투자자산(%)	55.9	48.1	63.4	78.2	91.3
자본구조					
차입금(%)	2.7	0.5	0.5	0.4	0.4
자기자본(%)	97.3	99.5	99.5	99.6	99.6