



미디어

조태나

02)739-5932

taenajo@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

3Q19 RE : 솔직히 걱정했었다

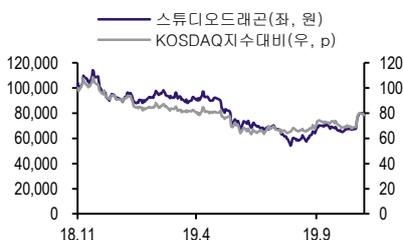
목표주가	90,000원(유지)
현재주가(11/07)	78,300원
상승여력	14.9%
시가총액	2,200십억원
발행주식수	28,095천주
52주 최고가 / 최저가	114,100 / 54,000원
3개월 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	2.9%
주요주주	
CJ ENM (외 6인)	74.3%
스튜디오드래곤우리스주	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.0	40.1	-13.8	-19.7
상대수익률 (KOSDAQ)	12.8	22.1	-2.2	-17.3

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	287	380	476	570
영업이익	33	40	48	80
EBITDA	74	115	171	233
지배주주순이익	24	36	37	67
EPS	851	1,278	1,335	2,379
순차입금	-183	-158	-194	-270
PER	76.4	72.3	58.6	32.9
PBR	4.9	6.5	5.0	4.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	11.8	8.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.5	9.3	8.9	14.1
컨텐츠 영업이익	33	40	46	74
컨텐츠 EPS	851	1,278	1,302	2,210

주가추이



스튜디오드래곤 3Q19 실적은 매출액 1,312억원(6%,yoy), 영업이익 109억원(-49%,yoy)으로 컨센서스(119억원)를 소폭하회, 흥국 추정치(69억원)을 상회했다. 당분기 무형자산 상각비용이 200억원 수준으로, 당사 추정치 330억원 보다 낮았기 때문이다.

편성, 판매매출 모두 순항 중

동사의 19년도 3분기 편성매출은 608억원으로 3Q18 대비 24% 증가했다. <봄밤>, <의사요한> 등 non-captive항 판매가 증가했기 때문이다. 판매매출의 경우 600억원으로 전년동기대비 5% 감소했으나, 분기 신작 판매편수는 17편에서 22편까지 증가했다. 구작 라이브러리 판매 또한 지난해 3분기 87편 대비 39편이나 증가했다. 현재 확정된 2020년 non-captive물량은 3편이고, 6편까지 확대될 것으로 기대하고 있다. 4분기에는 손예진 주연의 <사랑의 불시착>방영, 넷플릭스 오리지널 <나홀로그대> 제작이 예정되어 있다.

중국보다는 미국에 집중한 성장기대

최근 <시그널>이 광전총국 심사를 통과해 리메이크 되었다. 중국내에서 <시그널>이 한국드라마라는 인식은 없는 상황이나, 중국은 여전히 판매 가능성이 있는 시장이다.

미국시장의 경우 tvN 드라마 <라이브> 공동제작이 가시화 되고 있다. 현재 스튜디오와 옵션계약 이후, 현지작가가 대본 작성 중에 있다. 내년2-3월 중 파일럿 채택 여부가 결정될 것으로 예상하고 있다. 늦어도 20년 초 미국법인 설립예정이며, 내년 하반기에는 본격적으로 제작에 돌입할 것으로 기대한다. 리메이크 공동기획을 통한 초기 성공케이스를 만들어 가려는 노력중이다.

표 1 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019(E)	2020(E)	2021(E)
Sales Forecast								
매출액	111.8	128.2	131.2	104.7	379.5	475.9	571.1	676.9
yoy(%)	40%	73%	6%	3%	32%	25%	20%	19%
1) 편성	44.1	58.1	60.8	47.5	178.1	210.5	233.1	248.7
yoy(%)	8%	71%	24%	-13%	36%	18%	11%	7%
% out of sales	39%	45%	46%	45%	47%	44%	41%	37%
2) 판매	56.2	60.3	60.0	48.9	162.1	225.3	298.3	368.4
yoy(%)	75%	109%	-5%	29%	45%		32%	24%
% out of sales	50%	47%	46%	47%	43%	47%	52%	54%
-해외판매	42.6	42.2	43.9	30.8	110.2	159.5	195.7	243.0
yoy(%)	87%	156%	-5%	24%	64%	45%	23%	24%
% out of sales	38%	33%	33%	29%	29%	34%	34%	36%
-국내판매	13.6	18.1	16.1	18.1	51.8	65.9	102.6	125.5
yoy(%)	45%	46%	-6%	40%	16%	27%	56%	22%
% out of sales	12%	17%	14%	14%	14%	14%	18%	19%
3) 기타	11.5	9.8	10.4	8.4	39.4	40.1	37.8	38.6
OPEX								
비용총계	100.8	117.5	120.2	89.4	339.6	427.9	489.9	570.0
yoy(%)	46%	75%	18%	-12%	34%	26%	14%	16%
qoq(%)	0%	17%	2%	-26%				
매출원가	96.8	112.8	115.9	84.4	324.0	409.9	469.8	547.1
-제작원가	48.8	64.5	74.1	45.5	186.1	232.9	255.5	280.4
yoy(%)	9%	94%	55%	-25%	24%	25%	12%	10%
-무형자산상각	27.0	32.0	19.7	29.3	74.6	108.0	151.9	202.8
-기타	9.7	16.3	22.1	9.6	63.3	57.7	62.3	
매출총이익	11.0	15.4	15.3	20.3	55.5	62.0	101.4	129.8
매출총이익률(%)	10%	12%	12%	19%	15%	13%	18%	19%
판매비와관리비	4.0	4.6	4.4	5.0	15.6	18.0	20.1	22.9
OP Forecasts								
영업이익	11.0	10.8	10.9	15.3	39.8	48.0	81.2	107.0
yoy(%)	3%	47%	-49%	3367%	20%	21%	69%	32%
OPM(%)	10%	8%	8%	15%	10%	10%	14%	16%

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	476.0	570.0	676.6
증가율 (Y-Y,%)	85.7	32.4	25.4	19.8	18.7
영업이익	33.0	39.9	48.0	80.4	107.8
증가율 (Y-Y,%)	98.3	21.0	20.3	67.5	34.1
EBITDA	74.3	115.2	170.7	232.8	248.2
영업외손익	(2.7)	5.7	3.6	4.1	7.6
순이자수익	(1.2)	3.4	2.1	4.2	7.7
외화관련손익	(1.4)	2.6	3.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	30.3	45.6	51.6	84.5	115.4
당기순이익	23.8	35.8	37.5	66.7	92.6
지배기업당기순이익	23.8	35.8	37.5	66.7	92.6
증가율 (Y-Y,%)	192.9	50.3	4.5	78.1	38.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	45.5	25.7	21.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	42.4	34.6	39.3
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	63.8	46.3	29.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	66.3	40.9	37.2
영업이익률(%)	11.5	10.5	10.1	14.1	15.9
EBITDA마진(%)	25.9	30.3	35.9	40.8	36.7
순이익률(%)	8.3	9.4	7.9	11.7	13.7
NOPLAT	26.0	31.3	34.8	63.5	86.5
(+) Dep	41.3	75.3	122.7	152.4	140.4
(-) 운전자본투자	23.1	(37.4)	7.3	9.6	5.4
(-) Capex	0.1	0.2	0.6	0.4	0.4
OpFCF	44.1	143.7	149.6	205.9	221.0

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	247.2	337.5	434.7	532.2
현금성자산	192.6	159.7	244.8	321.2	404.7
매출채권	54.9	68.8	68.7	88.4	101.3
재고자산	1.3	0.6	0.5	0.6	0.7
비유동자산	169.6	265.2	259.5	240.3	243.9
투자자산	41.0	65.7	85.6	89.0	92.7
유형자산	1.1	1.0	1.3	1.3	1.3
무형자산	127.5	198.5	172.6	150.0	150.0
자산총계	459.5	512.4	597.0	675.0	776.2
유동부채	90.7	108.2	152.0	163.2	171.8
매입채무	31.7	55.3	28.0	36.0	41.3
유동성이자부채	10.1	0.0	45.9	45.9	45.9
비유동부채	0.3	2.9	6.2	6.2	6.3
비유동이자부채	0.0	2.1	5.0	5.0	5.0
부채총계	91.0	111.1	158.2	169.5	178.1
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	105.1	171.8	264.4
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	438.7	505.5	598.0
투하자본	184.4	243.3	244.4	234.8	243.8
순차입금	(182.5)	(157.6)	(193.9)	(270.2)	(353.8)
ROA	6.8	7.4	6.8	10.5	12.8
ROE	9.5	9.3	8.9	14.1	16.8
ROIC	15.4	14.6	14.3	26.5	36.1

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	851	1,278	1,335	2,379	3,300
BPS	13,141	14,305	15,641	18,019	21,320
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	76.4	72.3	58.6	32.9	23.7
PBR	4.9	6.5	5.0	4.3	3.7
EV/ EBITDA	22.1	21.1	11.8	8.3	7.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	13.1	24.5	23.6
PSR	6.4	6.8	4.6	3.9	3.2
재무건전성 (%)					
부채비율	24.7	27.7	36.1	33.5	29.8
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	222.0	266.3	309.8
이자보상배율	28.5	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.0	0.3	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	44.1	51.9	42.5	36.4	32.9
현금+투자자산(%)	55.9	48.1	57.5	63.6	67.1
자본구조					
차입금(%)	2.7	0.5	10.4	9.2	7.8
자기자본(%)	97.3	99.5	89.6	90.8	92.2

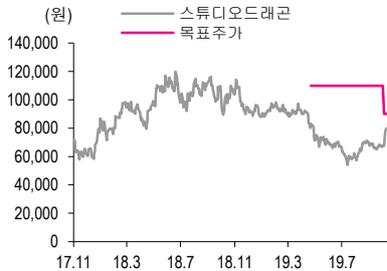
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(7.2)	(24.9)	108.9	80.2	87.6
당기순이익	30.3	45.6	37.5	66.7	92.6
자산상각비	41.3	75.3	122.7	152.4	140.4
운전자본증감	(72.9)	(135.2)	(47.4)	(9.6)	(5.4)
매출채권감소(증가)	(13.7)	(27.2)	(3.2)	(19.7)	(12.9)
재고자산감소(증가)	(2.1)	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	9.0	25.9	17.9	8.0	5.3
투자현금	(141.0)	136.4	(70.0)	(6.0)	(6.3)
단기투자자산감소	0.0	(4.1)	(46.2)	(2.2)	(2.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.1)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.4)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	188.1	(9.7)	(0.5)	0.0	0.0
차입금증가	(18.1)	(10.0)	(0.5)	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	38.4	74.2	81.3
총현금흐름(Gross CF)	76.1	120.0	168.2	89.8	93.1
(-) 운전자본증가(감소)	23.1	(37.4)	7.3	9.6	5.4
(-) 설비투자	0.1	0.2	0.6	0.4	0.4
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	52.8	157.0	160.2	79.8	87.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	52.8	157.0	160.2	79.8	87.2

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2019-05-15	Buy	110,000	(38.7)	(24.3)
2019-10-28	담당자변경			
2019-10-28	Buy	90,000	(14.6)	(11.0)
2019-11-08	Buy	90,000		

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2019년 09월 30일 기준)

Buy (90.8%)	Hold (09.2%)	Sell (00.0%)
-------------	--------------	--------------

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.

흥국씨앳체

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



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

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02)6742-3649