

(253450)

# 스튜디오드래곤

## 판권 판매 증가, 리레이팅 매력도 상승

<b>목표주가</b>	<b>100,000원(상향)</b>			
<b>현재주가(06/15)</b>	<b>77,000원</b>			
<b>상승여력</b>	<b>29.9%</b>			
시가총액	2,163십억원			
발행주식수	28,096천주			
52주 최고가 / 최저가	87,000 / 54,000원			
3개월 일평균거래대금	32십억원			
외국인 지분율	8.7%			
주요주주				
CJ ENM (외 6인)	61.3%			
스튜디오드래곤우리스주 (외 1인)	0.4%			
<b>주가수익률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률	1.4	11.1	-3.3	7.7
상대수익률	1.3	-21.2	-11.0	11.7

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	380	469	486	551
영업이익	40	29	44	58
EBITDA	115	146	152	127
지배주주순이익	36	26	31	39
EPS	1,278	942	1,108	1,385
순차입금	-157	-106	-186	-285
PER	72.3	85.9	69.5	55.6
PBR	6.5	5.3	4.7	4.3
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.0	14.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	9.3	6.4	7.0	8.1
컨텐츠 영업이익	40	29	58	70
컨텐츠 EPS	1,278	942	1,651	2,041

### • 이어지는 판권 판매 서프라이즈, 이제 시작일뿐

- 중국내 제한적인 OTT 성장으로, Tencent, Baidu 등의 OTT 플랫폼 dml 동남아향 진출이 가시화 되었다. 플랫폼의 동남아 시장 선점을 위해서는 한국 콘텐츠가 필수적인 상황이다. 이제는 중국방영만이 답이 아니다.
- <사랑의불시착>과 <더킹>은 말레이시아, 필리핀, 태국 및 대만, 홍콩, 싱가포르에서 연일 시청순위 1위를 기록하고 있으며, 나이지리아, 에콰도르, 볼리비아 에서도 Top10 순위에 진입했다. 추후 제작되는 드라마의 판권 판매 가능성이 크게 열린 상황이다.

### • 드라마 퀄리티 하향 이슈, 출구는 동남아

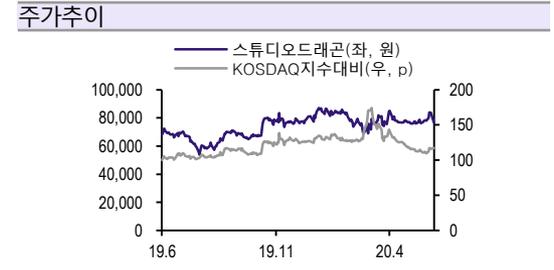
<사랑의 불시착>부터 <더킹:영원의 군주> 까지 드라마 퀄리티 하향에 주가는 횡보할 수밖에 없었다. 그러나, 동남아 시장은 우리와 눈높이가 다르다. 기획의 신선함+화려한 캐스팅만으로 충분히 공략 가능한 시장이다. 이민호는 떠났지만, 이제 김수현이 온다.

### • 투자 의견 Buy, 목표주가 10만원으로 상향조정

판권판매 수요 증가 시점에서 동사의 주가는 매번 리레이팅 되었다. 넷플릭스향 <미스터 션샤인> 판매 때는 100배 이상의 P/E에 거래되었으며, 넷플릭스 공급계약 시점에는 50 배 이상의 멀티플을 받았다.

PER Valuation	
12 Fwd 예상 EPS (원)	1,270(원)
2020E EPS	1,108
2021E EPS	2,367
Target PER (배)*	45.0
TR PER 평균	84.81
FW12 PER 평균	37.41
<b>목표주가 (원)</b>	<b>100,000</b>
<b>현재주가 (원)</b>	<b>77,000</b>

자료: 홍콩증권 리서치센터



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

# 판권 판매 증가, 리레이팅 매력도 상승

## 스튜디오드래곤 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>111.8</b>	<b>128.2</b>	<b>131.2</b>	<b>97.4</b>	<b>120.3</b>	<b>131.6</b>	<b>129.3</b>	<b>104.6</b>	<b>379.5</b>	<b>468.6</b>	<b>485.7</b>
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	55.3	65.8	52.6	178.1	208.7	218.9
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	65.7	52.6	42.8	162.1	219.3	228.0
해외판매	42.6	42.2	43.9	31.7	52.8	50.7	40.5	29.7	110.2	160.4	173.7
국내판매	13.6	18.1	16.1	11.1	14.1	15.0	12.1	13.1	51.8	58.9	54.3
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	10.6	10.9	9.2	39.4	40.6	37.3
yoy(%)	40%	73%	6%	-4%	8%	3%	-1%	7%	32%	23%	4%
편성	8%	71%	24%	-16%	2%	-5%	8%	15%	36%	17%	5%
판매	75%	109%	-5%	13%	19%	9%	-12%	0%	45%	35%	4%
해외판매	87%	156%	-5%	28%	24%	20%	-8%	-6%	64%	46%	8%
국내판매	45%	46%	-6%	-14%	4%	-17%	-25%	18%	16%	14%	-8%
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.1	103.6	109.4	108.9	96.8	324.0	420.6	418.7
제작원가	48.8	64.5	70.0	47.0	47.1	59.7	56.4	54.4	186.1	230.3	217.5
무형자산상각	27.0	32.0	28.0	27.6	27.1	32.8	30.7	32.4	74.6	114.6	123.1
<b>영업이익</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>(3.9)</b>	<b>11.6</b>	<b>17.4</b>	<b>15.8</b>	<b>0.5</b>	<b>39.8</b>	<b>28.8</b>	<b>45.3</b>
yoy(%), growth rate	3%	47%	-49%	적전	5%	62%	45%	흑전	20%	-28%	57%

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>379.6</b>	<b>468.7</b>	<b>485.8</b>	<b>551.2</b>	<b>556.7</b>
증가율 (Y-Y,%)	32.4	23.5	3.7	13.5	1.0
<b>영업이익</b>	<b>39.9</b>	<b>28.7</b>	<b>44.2</b>	<b>58.0</b>	<b>56.3</b>
증가율 (Y-Y,%)	21.0	(28.1)	54.1	31.1	(3.0)
EBITDA	115.2	145.5	151.8	126.5	97.0
영업외손익	5.7	4.4	(4.0)	(9.3)	(9.3)
순이자수익	3.4	3.0	2.7	3.0	3.2
외화관련손익	2.6	2.8	5.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	45.6	33.1	40.3	48.7	47.0
<b>당기순이익</b>	<b>35.8</b>	<b>26.4</b>	<b>31.1</b>	<b>38.9</b>	<b>37.6</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>35.8</b>	<b>26.4</b>	<b>31.1</b>	<b>38.9</b>	<b>37.6</b>
증가율 (Y-Y,%)	50.3	(26.3)	17.8	25.0	(3.5)
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	n/a	44.8	19.2	13.2	5.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	19.9	10.3	13.3	25.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	55.4	26.9	3.2	(12.7)
순이익증가율(3Yr)	n/a	48.1	9.3	2.8	12.4
영업이익률(%)	10.5	6.1	9.1	10.5	10.1
EBITDA마진(%)	30.3	31.1	31.2	23.0	17.4
순이익률(%)	9.4	5.6	6.4	7.1	6.7
<b>NOPLAT</b>	<b>31.3</b>	<b>22.9</b>	<b>34.2</b>	<b>46.4</b>	<b>45.0</b>
(+) Dep	75.3	116.8	107.5	68.5	40.7
(-) 운전자본투자	(36.7)	5.9	1.0	3.5	(1.4)
(-) Capex	0.2	0.6	0.7	0.8	0.8
OpFCF	143.1	133.2	140.1	110.6	86.4
<b>(십억원)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,278	942	1,108	1,385	1,337
BPS	14,305	15,242	16,350	17,735	19,071
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	72.3	85.9	69.5	55.6	57.6
PBR	6.5	5.3	4.7	4.3	4.0
EV/ EBITDA	21.1	14.9	13.0	14.8	18.6
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	21.6	15.1	15.2	20.1	27.6
PSR	6.8	4.8	4.5	3.9	3.9
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	27.7	35.8	36.0	35.9	34.3
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	228.4	168.4	215.4	265.7	302.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	52.1	59.1	43.9	31.1	23.6
현금+투자자산(%)	47.9	40.9	56.1	68.9	76.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	0.5	2.3	3.3	3.0	2.8
자기자본(%)	99.5	97.7	96.7	97.0	97.2

주: 스튜디오드래곤 연결기준 재무제표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	338.4	453.9	531.0
현금성자산	159.1	115.5	202.1	300.4	374.2
매출채권	69.0	83.7	81.6	96.7	97.7
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	265.2	337.1	286.3	223.4	188.5
투자자산	65.7	102.7	120.7	125.6	130.7
유형자산	1.0	1.2	0.5	0.3	0.3
무형자산	198.5	233.1	165.1	97.6	57.6
<b>자산총계</b>	<b>512.4</b>	<b>581.6</b>	<b>624.6</b>	<b>677.3</b>	<b>719.6</b>
유동부채	108.2	145.1	157.1	170.9	175.5
매입채무	55.3	64.4	53.5	63.4	64.0
유동성이자부채	0.0	2.0	7.6	7.6	7.6
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.2
비유동이자부채	2.1	7.9	8.0	8.0	8.0
<b>부채총계</b>	<b>111.1</b>	<b>153.3</b>	<b>165.3</b>	<b>179.1</b>	<b>183.7</b>
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	67.6	93.5	124.7	163.6	201.1
자본조정	(0.5)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>401.3</b>	<b>428.3</b>	<b>459.4</b>	<b>498.3</b>	<b>535.8</b>
투자자본	244.0	315.5	252.8	192.6	155.5
순차입금	(156.9)	(105.5)	(186.5)	(284.7)	(358.6)
ROA	7.4	4.8	5.2	6.0	5.4
ROE	9.3	6.4	7.0	8.1	7.3
ROIC	14.6	8.2	12.0	20.8	25.8
<b>(십억원)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>영업현금</b>	<b>(29.1)</b>	<b>(12.2)</b>	<b>121.9</b>	<b>103.9</b>	<b>79.7</b>
당기순이익	35.8	26.4	31.1	38.9	37.6
자산상각비	75.3	116.8	107.5	68.5	40.7
운전자본증감	(139.4)	(142.9)	18.5	(3.5)	1.4
매출채권감소(증가)	(27.7)	(22.1)	22.4	(15.1)	(1.0)
재고자산감소(증가)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	13.6	(1.2)	(5.1)	9.9	0.6
<b>투자현금</b>	<b>140.6</b>	<b>(81.0)</b>	<b>(4.6)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(6.6)</b>
단기투자자산감소	(4.7)	(18.8)	26.1	(0.7)	(0.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.6)	(0.8)	(0.8)
설비투자	(0.2)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.8)
유무형자산감소	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>재무현금</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금증가	(10.0)	0.0	(0.3)	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증감	101.7	(93.2)	124.8	97.5	73.1
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>120.0</b>	<b>150.0</b>	<b>142.4</b>	<b>107.4</b>	<b>78.3</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(36.7)	5.9	1.0	3.5	(1.4)
(-) 설비투자	0.2	0.6	0.7	0.8	0.8
(+) 자산매각	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	156.4	143.3	140.8	103.1	78.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.6	0.8	0.8
잉여현금	156.4	143.3	140.2	102.3	78.1