

스튜디오드래곤: 예상했던 4Q가 아닌 방향성이 중요

4Q18 영업이익은 일회성비용 없다면
121억원(+248.3% YoY) 전망

시장의 관심이 어닝시즌 때마다 집중되는 사업자다. 4Q18 연결 매출액은 904억원(+25.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 121억원(+248.3%)을 전망한다. 기존 추정과 유사하다. '알함브라 궁전의 추억'이 4Q18~1Q19에 걸쳐 인식된다는 점을 감안할 필요가 있다. 당사가 지속적으로 4Q18을 보수적으로, 1Q19를 좀 더 공격적으로 추정한 이유다. CJ그룹을 포함해 많은 기업들이 통상적으로 4Q에 일회성비용이 많은 점도 감안해야 한다. 일회성을 배제한 영업이익 추정치는 120~130억원이 합리적이다.

지금 필요한 건 실적이 아니라 모멘텀이다. 중국에서의 방향성이 확인돼야 추세적 주가가 상승이 가능하다. 쿼터가 허용될 경우 500억원 이상의 연간 중국 수익도 충분히 가능한 사업자다. 절대 주가 하단은 8만원 후반 ~ 9만원이다. 중국 수익을 완전히 배제할 경우 약 800억원의 영업이익, 600억원의 순이익 창출이 가능하다. 40배의 배수(지난 1년간 통상 35~40배에서 강하게 주가가 지지)를 적용할 경우 2.4조원 내외에서는 배수로 접근해야 한다. 중국 시장이 개방될 경우 시가총액의 상단은 4조원(순이익 1천억원 가정)이 예상된다. 컨센서스를 하회하는 실적을 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

스튜디오드래곤의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
<제작 가정>																
드라마(편)	5.0	6.0	7.0	4.0	7.0	7.0	6.0	7.0	7.0	8.0	7.0	9.0	19.0	22.0	26.0	31.0
<실적 추정>																
전체 매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	90.4	96.7	146.0	136.7	139.5	195.5	286.8	368.2	518.9
편성(제작) 수익	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	46.0	49.8	53.1	44.9	53.9	87.8	131.2	169.6	201.8
- 글로벌 플랫폼					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	4.5	0.0	0.0	0.0	9.0
유통(판권) 수익	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	34.4	36.6	79.8	50.8	45.2	75.4	111.8	158.7	212.3
기타(PPL) 수익	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	10.0	10.3	13.0	11.0	10.5	32.3	43.7	39.9	44.8
<해외 추정>																
해외 유통 매출액	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	16.5	46.2	21.0	22.2	65.4	30.7	30.2	44.2	67.2	106.4	148.5
유통 내 해외(%)	30.0	25.9	16.9	21.4	70.8	57.2	72.9	61.2	60.8	81.9	60.5	66.9	58.6	60.1	67.1	69.9
일본	7.1	4.9	3.2	3.5	3.5	4.5	3.4	3.8	3.7	4.9	3.6	3.9	9.1	18.7	15.2	16.1
중국 포함 아시아	12.2	9.0	8.5	10.2	8.9	10.5	10.4	13.0	12.2	25.1	18.7	16.0	32.3	39.9	42.9	72.0
중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.8	15.0	6.0	6.0	6.0	0.0	1.2	28.8
미주	3.2	2.1	1.3	1.6	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	2.6	8.2	1.0	1.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	74.1	75.8	104.2	109.5	113.5	161.7	239.8	302.9	403.0
판매관리비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	4.2	3.4	4.1	3.4	4.5	12.6	14.1	13.8	15.4
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	12.1	17.5	37.6	23.8	21.6	21.2	33.0	51.5	100.5
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	11.0	22.0	11.5	18.5	38.8	25.0	22.8	17.1	30.3	55.4	105.1
순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	8.7	14.1	29.5	19.0	17.3	13.0	23.8	42.8	79.9
<% YoY growth>																
매출액	52.2	32.1	66.7	36.9	6.0	19.6	59.6	25.7	21.1	96.5	10.5	54.4	100.7	46.7	28.4	40.9
영업이익	157.3	165.9	44.7	(55.8)	(23.7)	(17.8)	223.0	248.3	64.2	414.6	10.7	78.7	716.2	55.4	56.2	95.0
순이익	306.9	57.3	96.3	(60.5)	(41.3)	216.8	206.3	336.5	79.1	232.2	9.6	99.0	801.1	83.3	79.4	86.7
<이익률, %>																
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.8	17.4	13.4	18.1	25.8	17.4	15.5	10.9	11.5	14.0	19.4
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	11.9	14.0	9.7	14.6	20.2	13.9	12.4	6.7	8.3	11.6	15.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1. 2019년 글로벌 제작 매출액(수주)의 경우 순매출을 매출액으로 인식(매출액이 이익으로 반영)

2. 넷플릭스 판권 판매는 유통 내 해외로 포함

스튜디오드래곤의 2019년 EPS 기준 PER Valuation: 목표주가 146,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2018년 순이익	42.8	2019년 순이익	79.9	2020년 순이익	93.6
EPS (원)	1,526	EPS (원)	2,850	EPS (원)	3,339
목표주가 (원)	76,000	목표주가 (원)	146,000	목표주가 (원)	167,000
Target PER (x)	50	Target PER (x)	50	Target PER (x)	50
		현재 주가	90,700		
		예상 PER	31.8		

자료: 신한금융투자 추정

주: Target Multiple은 제이콘텐트리와 지난 3년 평균의 상단에 25%를 할증, 압도적으로 높은 제작 점유율과 가속화되는 넷플릭스형 판권 판매와 이익 개선세 감안, 글로벌 제작 수주가 본격화 될 경우 넷플릭스와 주가 동조화도 충분히 가능

제이콘텐트리의 Valuation Multiple 추이(스튜디오드래곤 없음)

(배)	2013	2014	2015	2016	2017	3년 평균
PER 상단	96.8	19.8	29.4	31.8	60.1	40.4
PER 하단	64.0	13.3	13.2	16.8	37.7	22.6
PER 평균	77.9	16.0	18.9	21.8	43.6	28.1

자료: 신한금융투자

스튜디오드래곤의 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 신한금융투자

스튜디오드래곤의 연간 수익 추정 변경 [K-IFRS 연결 기준]

	2018F			2019F		
(십억원)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	368.3	368.2	(0.0)	471.1	518.9	10.1
영업이익	52.6	51.5	(2.0)	103.7	100.5	(3.1)
순이익	43.6	42.8	(1.9)	82.3	79.9	(2.9)

자료: 신한금융투자 추정

주: 오리지널 제작을 기존 순매출에서 총매출 반영으로 변경