

1차 지지선은 시가총액 2조원, 최종
지지선은 1.6조원으로 접근 유효

목표주가 104,000원 유지, 중국향 대
장주리는 칭호가 적절한 사업자

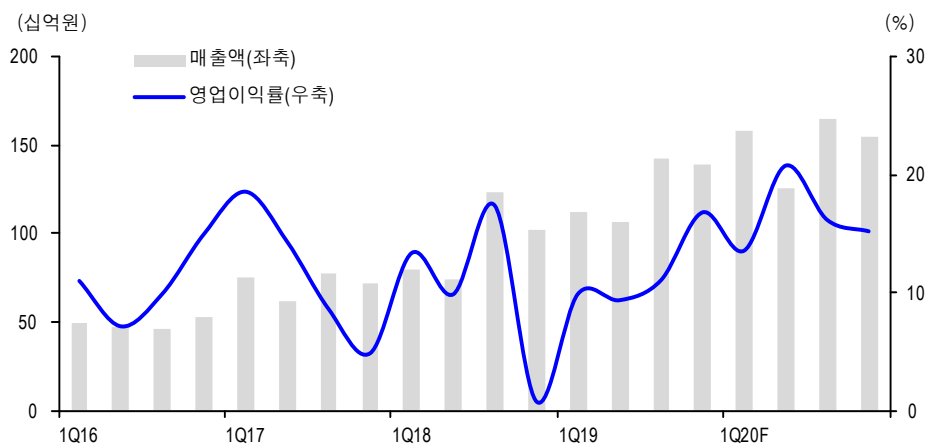
스튜디오드래곤: 2Q19 연결 영업이익은 100억원(+36.2% YoY) 전망

2Q19 연결 매출액은 1,067억원(+43.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 100억원(+36.2%)을 전망한다. 6월 7일에 발간한 '1차 주가 지지선 도달'에서의 수익 추정(103억원)과 유사하다. 전체 제작비 540억원으로 추정되는 '아스달 연대기'는 소폭의 흑자가 예상된다. 시청률 하락에 따른 VOD(주문형비디오) 수익 감소가 있지만 방향성을 결정할 수준은 아니다. 7.3%의 안정적 시청률로 시작한 '호텔 델루나'의 경우 넷플릭스가 아닌 지역 사업자와의 개별 협상으로 유통이 진행되겠다. 고객 다변화와 넷플릭스 외 플랫폼형 ASP(평균 가격) 상승을 위한 전략적 선택이다.

여전히 핵심 지표는 중국이다. 중국을 배제한 동사의 현실적인 연간 영업이익 규모는 500억원 내외다. 순이익 기준 400억원에 50배의 배수를 적용한 시가총액 2조원을 1차 지지선으로 소통하고 있는 이유다. 최종 지지선은 1.6조원(40배의 배수 적용)으로 추정된다. 대내외 불확실성을 감안했을 때 중국 내 규제 완화가 당장 3Q19에 허용될 가능성은 낮다. 긴 호흡으로 주식을 접근하는 관점이 유효한 이유다.

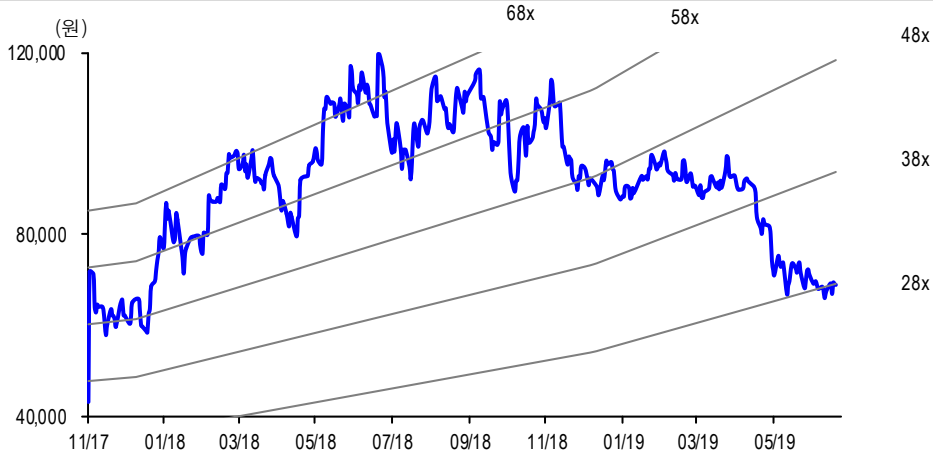
목표주가 104,000원을 유지한다. 1) 30%에 달하는 매출 성장률, 2) 중국 개방 시 가장 높은 레버리지, 3) 최근 주가 하락에 따른 밸류에이션 부담 완화를 근거로 매수 관점을 유지한다. 여전히 핵심 지표는 중국이다.

스튜디오드래곤의 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 신한금융투자

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

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
<제작 가정>																
드라마(편)	7.0	7.0	6.0	7.0	6.0	7.0	7.0	7.0	6.0	7.0	7.0	8.0	23.0	26.0	27.0	28.0
<실적 추정>																
전체 매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	106.7	142.7	139.2	158.4	125.6	165.0	155.1	286.8	379.5	500.4	604.1
편성(제작) 수익	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	38.9	45.4	60.9	46.9	40.9	49.4	64.2	131.2	178.1	189.4	201.4
- 글로벌 플랫폼	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	2.3	4.5	0.0	2.4	2.4	0.0	0.0	4.5	9.3
유통(판권) 수익	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	56.7	70.6	53.6	69.9	72.3	87.4	64.0	111.8	162.1	237.1	293.5
기타(PPL) 수익	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	11.0	11.7	9.7	11.6	12.4	12.2	10.9	43.7	39.4	44.0	47.2
<해외 추정>																
해외 유통 매출액	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.8	50.8	39.0	55.6	56.7	66.5	47.9	67.2	110.2	175.3	226.6
유통 내 해외(%)	70.8	57.2	72.9	65.7	75.9	75.5	72.0	72.8	79.5	78.5	76.1	74.8	60.1	68.0	73.9	77.2
일본	3.5	4.5	3.4	4.2	10.3	6.2	5.9	6.2	9.2	7.9	7.6	8.0	18.7	15.6	28.7	32.7
중국 포함 아시아	8.9	10.5	10.4	13.9	21.3	15.0	19.3	20.1	33.6	24.1	23.2	24.0	39.9	43.8	76.0	104.9
중국	0.0	0.0	0.0	1.5	1.8	0.0	0.0	10.0	9.0	11.0	10.0	10.0	0.0	1.5	11.8	40.0
미주	0.2	0.3	0.3	1.1	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	8.2	1.9	1.9	2.5
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.5
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	93.0	123.6	109.7	132.5	95.2	134.2	124.8	239.8	324.0	423.1	486.8
판매관리비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	3.7	3.4	6.1	4.4	4.3	4.1	6.7	14.1	15.7	17.2	19.6
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.0	15.7	23.4	21.4	26.1	26.7	23.6	33.0	39.9	60.1	97.7
세전이익	10.8	11.0	22.0	1.7	13.2	11.9	18.4	26.0	23.8	28.5	29.3	26.5	30.3	45.6	69.6	108.2
순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	9.2	14.2	20.0	18.1	21.6	22.3	20.2	23.8	35.8	52.6	82.2
<% YoY growth>																
매출액	6.0	19.6	59.6	41.5	40.0	43.6	15.4	36.4	41.6	17.7	15.6	11.4	46.7	32.3	31.7	20.7
영업이익	(23.7)	(17.8)	223.0	(87.3)	3.5	36.2	(26.7)	2,999.1	94.5	161.9	69.4	0.8	55.4	20.9	49.5	62.6
순이익	(41.3)	216.8	206.3	(12.5)	17.2	3.3	(18.1)	871.1	96.4	136.2	57.0	0.8	83.3	50.2	45.5	56.3
<이익률, %>																
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.4	9.9	9.3	11.0	16.8	13.5	20.8	16.2	15.2	11.5	10.5	12.0	16.2
순이익률	9.8	11.9	14.0	1.7	8.2	8.6	9.9	14.4	11.4	17.2	13.5	13.0	8.3	9.4	10.5	13.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 넷플릭스형 판권 판매는 유통 내 해외로 포함, 4Q19부터 중국 수익 인식 가정

스튜디오드래곤의 연간 수익 추정 변경 [K-IFRS 연결 기준]

	2019F			2020F		
(십억원)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	504.2	500.4	(0.7)	599.0	604.1	0.8
영업이익	62.2	60.1	(3.4)	98.4	97.7	(0.7)
순이익	54.2	52.6	(3.0)	82.7	82.2	(0.6)

자료: 신한금융투자 추정