

# 스튜디오드래곤

## (253450/매수)

### 2020년 앞두고 마지막 세일 기간

- 3분기 영업이익 109억원, 기존 예상치에 부합
- 플랫폼 경쟁으로 제작사 손해가 예상되는 2020년을 앞둔 시점
- 모멘텀 부재에도 하방 제한적, 20년 바라본 전략적 매수 관점 유지

### 3Q19 Review: 추정치 부합한 실적

연결 매출액 1,312억원(+76.6% YoY), 영업이익 109억원(+50.5%)을 기록했다. 컨센서스(119억원) 및 당사 추정 영업이익(109억원)에 대체로 부합했다. 전년 높은 베이스(미스터 션사인)에 비해 판권 판매가 줄어 이익은 역성장했으나 외형은 사상 최대치를 기록했다. 신규 오리지널 드라마 제작(좋아하면 울리는), IP 대형화, 제작 편수 증가 등 사업영역이 다각화됐다. 주요 글로벌 판권 판매로는 지정생존자(넷플릭스), 호텔델루나(지역별 분할), 아스달 연대기(넷플릭스, 8회분)가 있었다.

### 플랫폼 경쟁이 격해지는 2020년

2020년 OTT 경쟁으로 극심한 미디어 환경 변화가 재개된다. 콘텐츠 제작자의 협상력이 강해지는 시점이 또다시 다가온다. 국내에서 기존 방송 채널의 전략적 투자 증액(SBS가 대작 '더 킹' 편성권 확보)과 SKT가 합세한 웨이브의 투자 증액(2023년까지 총 3천억원) 징후가 동시에 나타난다. 해외에서도 디즈니, 애플, 워너, NBC유니버설이 신규 OTT를 출범하며 콘텐츠 경쟁이 예견된다.

뉴플랫폼 특성 상 규모의 경제, 즉 지역 확장이 전제되기에 동사를 비롯한 제작사에 손해가 예상된다. 1) 뉴플랫폼의 제작 규모가 커지고 2) 판가가 오르는 등 실적 변수 구체화 시점이 얼마 남지 않았다. 20년 편성 예정인 동사의 3번째 오리지널 작품은 회당 제작비와 마진율이 각각 현재의 2배 수준으로 파악된다. 향후 동사를 비롯한 제작사들의 글로벌 수주 소식에 관심을 높일 때다.

### 20년 바라본 전략적 매수 관점 유지

동사에 대해 '매수' 의견과 목표주가 8.7만원을 유지한다. 1) 멀티 OTT 체제에서의 제작 규모와 판가 상승, 2) 서구권 콘텐츠 협업(미국법인 설립 임박), 3) 중국 개방 등 기대할 요소가 많은 2020년이다. 이견 없는 1위 사업자가 산업 변화를 앞두고 있음에 주목할 필요가 있다. 다만 4분기 실적 가시성은 어느 분기보다 높지 않다. OCN 라인업 공백으로 제작 편수, 즉 외형이 감소하는 한편 3Q18부터 변경 적용된 상각 연수 관련해서 업사이드 리스크가 있기 때문이다. **글로벌 사업자로 거듭나는 2020년과, 이를 앞두고 마지막 실적 변수를 염두에 둔 전략적인 매수가 필요하다.**

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	287	380	481	613	666
영업이익 (십억원)	0	33	40	39	71	80
영업이익률 (%)	-	11.5	10.5	8.1	11.6	12.0
순이익 (십억원)	0	24	36	33	57	61
EPS (원)	0	1,050	1,278	1,162	2,041	2,175
ROE (%)	0.0	12.9	9.3	7.8	12.4	11.7
P/E (배)	-	61.9	72.3	67.4	38.4	36.0
P/B (배)	-	4.9	6.5	5.1	4.5	4.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

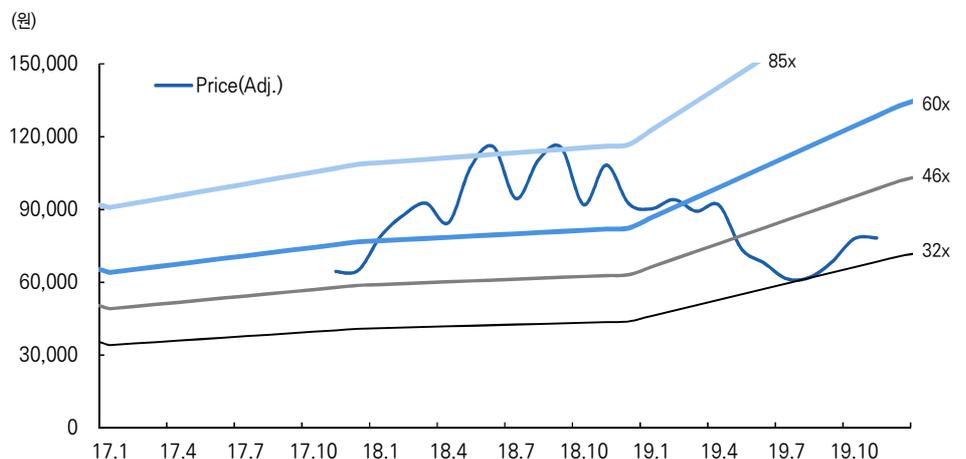
표 1. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 편)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>124</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>128</b>	<b>131</b>	<b>110</b>	<b>380</b>	<b>481</b>	<b>613</b>
편성	41	34	49	54	44	58	61	56	178	219	314
판매	32	29	63	38	56	60	60	44	162	221	254
기타	7	11	11	10	12	10	10	10	39	42	46
<b>원가</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>99</b>	<b>95</b>	<b>97</b>	<b>113</b>	<b>116</b>	<b>98</b>	<b>324</b>	<b>423</b>	<b>521</b>
제작비(글로벌 오리지널 제외)	33	45	48	60	49	65	70	50	186	233	248
지급수수료(외주제작 포함)	9	7	22	-1	15	10	15	11	37	51	63
유무형자산상각(추정)	18	8	23	26	27	32	29	28	75	116	118
기타	7	4	6	10	6	6	2	2	27	16	18
오리지널 제작비 (넷플릭스)	0	0	0	0	0	0	8	7	0	15	48
오리지널 제작비 (차이니스)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26
<b>판관비</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
<b>EBITDA</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>45</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>115</b>	<b>156</b>	<b>190</b>
<b>영업이익</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>71</b>
영업이익률	13.3	9.8	17.4	0.3	9.9	8.4	8.3	6.1	10.5	8.2	11.5
세전이익	11	11	22	2	13	12	13	6	46	44	74
당기순이익	8	9	17	2	9	7	12	4	36	32	57
순이익률	9.8	12.0	14.0	1.6	8.2	5.7	8.8	4.1	9.4	6.7	9.4
<b>YoY</b>											
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.5	6.0	8.3	32.4	26.8	27.4
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	24.4	2.1	35.7	22.7	43.6
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	-5.4	16.8	44.9	36.1	15.0
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	-14.1	-9.0	10.0	-9.8	7.1	8.0
EBITDA	17.9	-21.8	186.0	77.0	34.7	182.5	-10.8	31.7	54.7	36.0	21.1
영업이익	-23.7	-18.4	224.0	-90.6	3.5	48.8	-49.3	1,965.4	20.3	-0.7	78.5
당기순이익	-41.3	217.1	205.8	-18.2	16.1	-17.8	-33.1	174.1	49.6	-9.0	76.5
<b>주요 가정</b>											
편성 편수	7.0	5.0	6.0	7.5	6.5	7.5	7.0	6.0	25.5	27.0	28.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	2.0	0.5	1.0	1.0	1.5	2.5	1.5	0.5	4.5	6.0	6.5

주: K-IFRS 연결 기준  
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

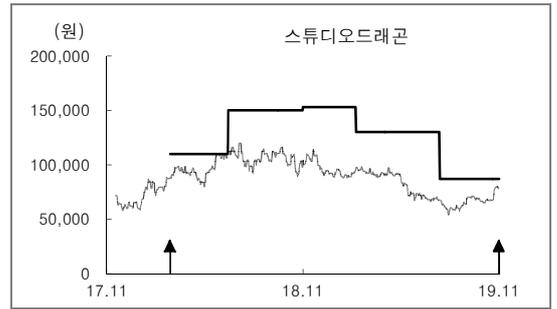
그림 1. 12MF P/E 밴드: 상장 이후 아스달 연대기 방영 이전까지 45배가 저점



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤(253450)				
2019.07.21	매수	87,000	-	-
2019.02.15	매수	130,000	-36.25	-24.38
2018.11.08	매수	153,000	-36.75	-25.42
2018.06.22	매수	150,000	-29.65	-20.13
2018.03.06	매수	110,000	-12.66	6.45



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(—), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

\* 2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
  - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
  - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.