

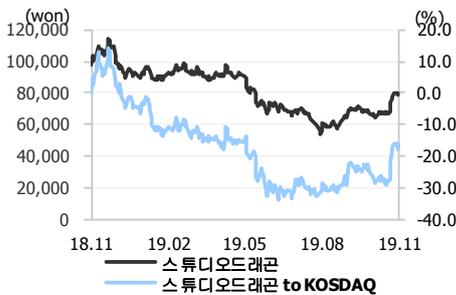
Bookook Research Center
이준규 (02)368-9523
Ridden79@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **110,000원(38.5%)**

현재가 (원)	79,400
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	140
시가총액 (억원)	22,308
상장주식수 (만주)	2,810
외국인보유비중 (%)	2.92
60일 평균거래량 (주)	100,344
52주 최고/최저 (원)	116,200
주요주주	CJ ENM 71.19 %

Stock Performance



스튜디오드래곤 (253450)

도약을 위한 마지막 단계 진입

- 4Q19 매출액 1,216억원(+19.6% YoY), 영업이익 116억원(+2900.0% YoY) 추정
- 2020년 해외 판매매출 비중 80%이상, 편성매출 Non-Captive 20%이상 달성 예상
- 2020년 국내 OTT플랫폼 증가, 서구권 협업 본격화(북미법인) 등 기대요인 다수

3Q19는 시장 기대치에 부합

3Q19 잠정실적은 매출액 1,312억원(+6.0% YoY), 영업이익 109억원(-49.2% YoY)으로 시장기대치에 부합하는 실적 기록. 영업이익 감소는 동사의 첫 시즌제 드라마인 '아스달 연대기'의 부진한 성과와 '호텔 델루나'의 판매매출 인식이 지연된 것에 기인. 그리고 전년 '미스터 션샤인' 기고효과를 감안하면 비교적 선방한 실적으로 평가.

4Q19부터 수익성 개선 시작 전망

4Q19 예상실적은 매출액 1,216억원(+19.6% YoY), 영업이익 116억원(+2900.0% YoY)으로 추정. 3분기 지연된 '호텔 델루나'의 해외 판매매출이 4분기 반영되고 이미 비용 처리가 완료된 구작들의 판매매출도 4분기까지 꾸준히 인식될 예정. 그리고 4분기 라인업 중 과도한 비용이 들어간 작품도 없으므로 비용증가에 대한 부담도 비교적 낮을 것으로 판단.

2020년 기대요인들이 많다.

일단 2020년까지 OTT시장은 글로벌 2개(디즈니+, 애플TV)와 국내 1개(OTT Tving)으로 늘어나면서 콘텐츠 편당 단가 인상이 본격화될 것으로 기대. 또 글로벌 OTT사업자 증가는 해외시장 수요 증가를 견인함은 물론 리메이크 판권, 파생상품 개발 등 부수적인 효과도 있을 것으로 보여 동사에는 큰 수혜로 작용할 전망이다.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2016	1,544	166	105	81	387	NA	0.4	NA	NA
2017	2,868	330	303	238	1,051	61.9	22.1	6.0	9.5
2018	3,796	399	456	358	1,278	72.3	21.1	9.8	9.3
2019E	4,929	443	494	375	1,338	58.5	13.2	6.7	8.9
2020E	5,745	734	801	612	2,181	35.9	14.1	4.9	13.1

투자포인트

목표주가: 110,000원(유지)

투자의견: Buy(유지)

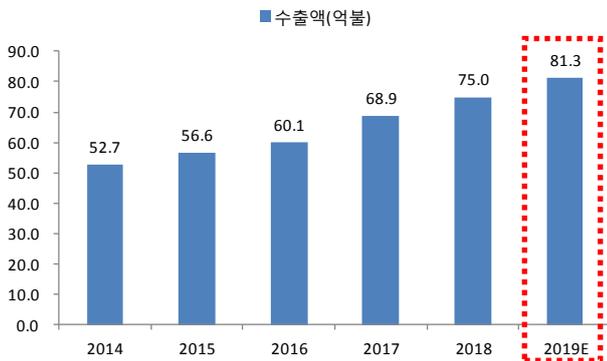
투자포인트

당사는 동사의 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원을 유지한다. 3분기는 텐트폴 드라마 부재와 전년도 '미스터 션샤인'의 기고효과 등 일부 악재로 인해 다소 부진한 실적을 기록했으나 세부 내역을 보면 해외 판권매출의 꾸준한 증가세, Non-Captive 편성매출 증가, 오리지널 드라마 제작 및 판매 등 긍정적인 요소들이 많이 가시화되었다. 그리고 이러한 긍정적인 요인들이 나타내는 효과는 4Q19뿐만 아니라 2020년에도 동사 실적에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

이미 해당 업종에 대한 투자 관점은 내년으로 넘어갔으며 2020년에는 국내 OTT시장에 신규 사업자 진입이 본격적으로 가시화되면서 영업환경이 크게 개선될 것이다. 업종 내 콘텐츠 편수 당 단가 상승은 점점 현실화되고 있으며 당사는 이에 대응하여 연간 30편 이상의 콘텐츠 제작이 가능하도록 이미 준비를 마쳤다. 결과적으로 동사의 양적/질적 콘텐츠 제작능력은 내년도 동사 실적의 Level-up의 당위성을 입증시켜 줄 것으로 기대된다. 따라서 당사는 높은 Valuation에도 불구하고 동사를 미디어 업종 내 Top pick의 관점을 계속 유지한다.

[그림 1] 국내 콘텐츠산업 수출동향

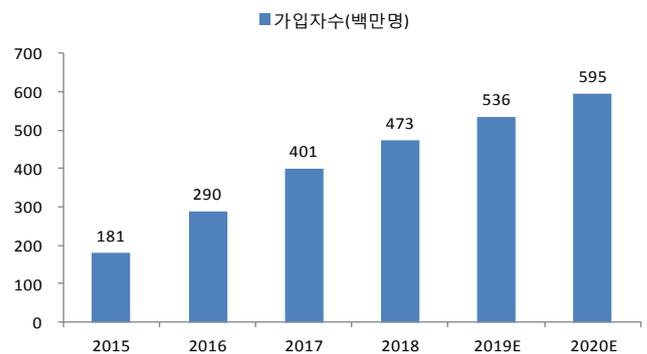
(단위: 억불)



자료: 한국콘텐츠진흥원 부국증권

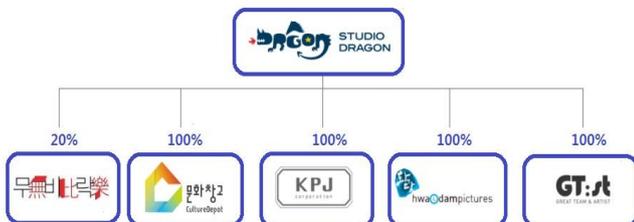
[그림 2] 글로벌 OTT가입자수 전망

(단위: 백만명)



자료: 정보통신정책진흥원 부국증권

[그림 3] 주요 자회사 지배구조



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

[그림 4] 3분기 하이라이트



자료: 스튜디오드래곤

3분기 실적 Review 및 4분기 실적 Preview

3Q19 잠정실적 매출액 1,312억원 (+6.0% YoY), 영업이익 109억원 (-49.2% YoY)으로 발표

3분기 잠정실적은 매출액 1,312억원(+6.0% YoY), 영업이익 109억원(-49.2% YoY)으로 비교적 시장대치에 부합하는 실적을 기록했다. 영업이익 감소는 동사의 첫 시즌제 드라마인 '아스달 연대기'의 부진한 성과와 '호텔 델루나'의 판매매출 인식이 지연된 것에 기인한다. 판매매출은 전년 동기대비 다소 부진한 모습을 보였는데 이는 작년 '미스터 션샤인'에 따른 기저효과로서 이미 시장에서 인지하고 있었으므로 큰 문제는 아니다. 편성매출은 전분기/전년동기대비 꾸준한 성장세를 이어가고 있으며 특히 Non-Captive항 비중이 늘어나고 있는 부분은 긍정적으로 판단된다. 비용 부문에서 매출원가가 지속적인 상승세(+8.4% YoY)를 보이고 있어 비용 효율화에 대한 필요성이 높아졌다고 보여진다.

4Q19 예상실적 매출액 1,216억원 (+19.6% YoY), 영업이익 116억원 (+2900.0% YoY)으로 추정

4Q19는 전분기/전년동기대비 수익성 개선이 이뤄질 전망이다. 일단 4분기 방영되거나 방영될 라인업들 중 과도한 제작비가 들어간 작품은 없으므로 제작 비용에 대한 부담은 전분기/전년동기대비 낮을 것으로 판단된다. 또, 3분기 지연된 '호텔 델루나'의 해외 판매매출이 4분기 반영되고 이미 비용 처리가 완료된 구작들의 판매매출도 4분기까지 꾸준히 인식될 예정이다. 다만 OCN 채널 편성 효율화로 인해 제작편수가 감소하면서 Captive항 편성매출은 좀더 감소할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 4Q19 예상실적은 매출액 1,216억원(+19.6% YoY), 영업이익 116억원(+2900.0% YoY)으로 추정된다.

[표] 3Q19 잠정실적 (연결기준)

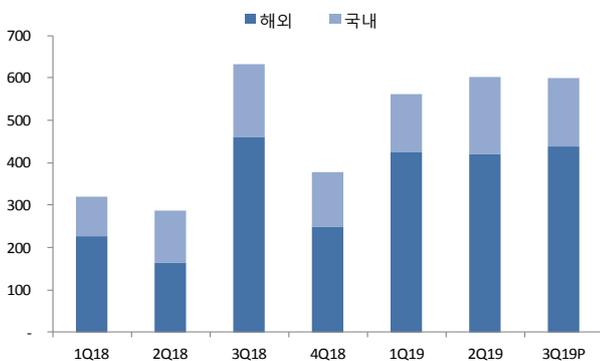
(단위: 억원)

	3Q19P	2Q19	전분기대비	3Q18	전년동기대비	Consensus	시장대치대비
매출액	1,311.5	1,282.4	+2.3%	1,237.2	+6.0%	1,237	+6.0%
영업이익	109.1	107.8	+1.2%	214.7	-49.2%	132	-17.3%
세전이익	130.9	118.9	+10.1%	220.4	-40.6%	-	-
순이익	115.3	73.4	+57.1%	173.4	-33.5%	114	+1.1%

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide

[그림 5] 국내/해외 판매 매출 추이(~3Q19)

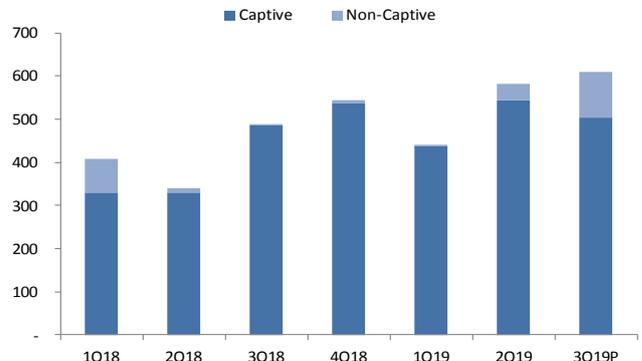
(단위: 억원)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

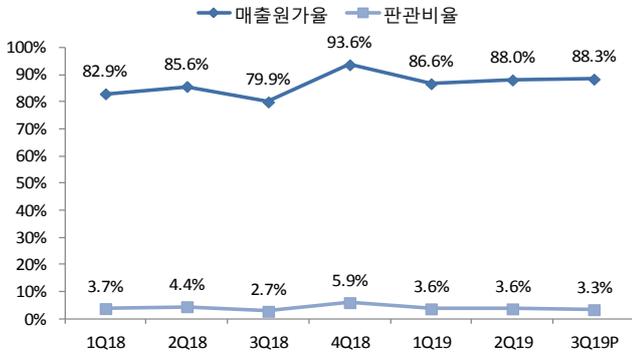
[그림 6] 편성 매출 추이(~3Q19)

(단위: 억원)



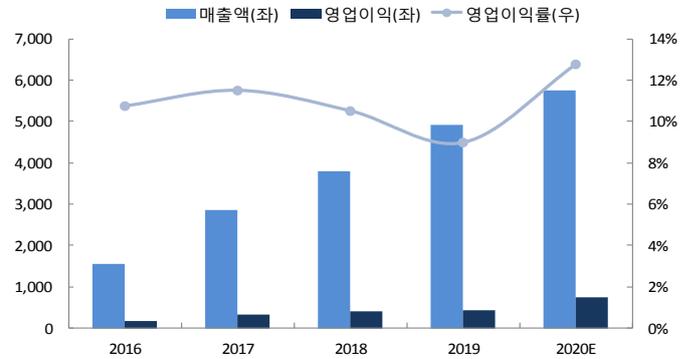
자료: 스튜디오드래곤 부국증권

[그림 7] 매출원가율/판관비율 추이(~3Q19) (단위: %)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권

[그림 8] 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 억원 %)



자료: 스튜디오드래곤 부국증권 추정

2020년 의미있는 실적 성장 기대

2020년 의미있는 실적 Level-up 기대

2020년은 의미있는 실적 Level-up이 기대된다. 일단 내년은 32 ~ 35편(2019년 31편)까지 드라마 제작이 가능하므로 Captive와 Non-Captive 모두 관련 매출(편성 + 판권)이 늘어날 것으로 기대된다. 또, OTT사업자(내년 애플TV, 디즈니+, OTT Tving)가 최소 3개 플랫폼 이상 국내 시장 진입이 예상되면서 플랫폼 간 경쟁심화로 인해 콘텐츠 편수 당 단가 상승이 유력하다. 실제로 동사의 드라마 회차 당 매출액은 분기마다 편차는 있으나 꾸준히 상승 중이며 해외판권 판매 비중이 증가하고 있는 점도 이를 방증하고 있다. 특히 글로벌 OTT사업자 증가는 단순히 단가(P) 상승만이 아니라 해외에서의 구독자 증가(Q)로 이끌어내면서 현지 리메이크 판권판매 증가나 콘텐츠 관련 파생상품 로열티 매출도 끌어올릴 수 있기 때문에 동사에 매우 좋은 호재가 될 수 있다. 따라서 2020년은 동사가 중국 시장 없이도 충분히 구조적 성장세를 보여줄 수 있다는 것을 증명하는 한 해가 될 것으로 기대된다.

[그림 9] 4Q19 라인업

 (정일전자 미쓰라) · 편성: tvN · 방영: 9/25-11/14(16부) · 극본: 박정아, 김묘진, 연출: 한행자 · 주연: 이예리, 김성경	 (날 녹여주오) · 편성: tvN · 방영: 9/28-11/7(16부) · 극본: 백희경, 연출: 신우철 · 주연: 지정호, 원진아	 (유령을 잡아라) · 편성: tvN · 방영: 10/21-12/10(16부) · 극본: 소환, 이영두, 연출: 신우철 · 주연: 문근영, 김선호	 (사이코패스 다이어리) · 편성: tvN · 방영: 11/20-1/9(16부) · 극본: 공용재, 연출: 이종재 · 주연: 윤서윤, 정인선
 (사랑의 불시착) · 편성: tvN · 방영: 12월 중-(16부) · 극본: 백지은, 연출: 이경효 · 주연: 랜빈, 손예진	 (달리는 초사관) · 편성: OCN · 방영: 9/18-11/7(16부) · 극본: 백정철, 연출: 정용수 · 주연: 이효성, 최무러	 (모두의 거짓말) · 편성: OCN · 방영: 10/12-12/11(16부) · 극본: 정영진, 원우경, 연출: 이윤경 · 주연: 이만기, 이효성	 (2019 드라마 스테이지) · 편성: tvN · 방영: 12/1-2/21(10부) · OPEN: 수요일, 월, 목, 금요일 · program.tving.com/tvndramastage2019

자료: 스튜디오드래곤

[그림 10] 중장기 성장 전략

 해외 매출 비중 50% Growth	 미국 등 공동기획, 제작 Localization	 오리지널 드라마 NETFLIX + Original
 미국 법인 설립 2020년 Build	 핵심역량 가속 Accelerate	 OTT 경쟁심화, DIGITAL 영역 확대 Long-tail

자료: 스튜디오드래곤 부국증권

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (중립)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Sell (매도)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

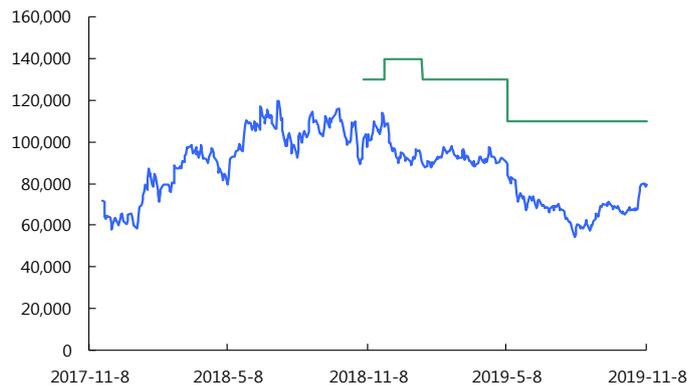
기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격	괴리율(%)	
			평균	최고
2018.11.05	Buy	130,000원	-18.9%	-12.2%
2018.11.30	Buy	140,000원	-31.8%	-22.1%
2019.01.21	Buy	130,000원	-32.0%	-31.3%
2019.01.25	Buy	130,000원	-29.0%	-24.4%
2019.05.10	Buy	110,000원	-37.8%	-23.7%
2019.11.08	Buy	110,000원	-	-



- ❖ 본 자료는 2019년 11월 8일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 이준규
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

당사 조사분석자료 투자의견 비중(%)

(2018. 10. 01 ~ 2019. 09. 30)

투자의견	Buy(매수)	Hold(중립)	Sell(매도)	Not Rated	합계
비중(%)	74.5%	1.8%	-	23.7%	100%

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	2,898	2,472	2,962	4,001
현금 및 현금성자산	513	1,530	1,583	2,401
매출채권	549	688	832	1,012
재고자산	13	6	7	8
비유동자산	1,696	2,652	2,699	2,445
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	11	10	14	8
무형자산	1,275	1,985	1,867	1,246
자산총계	4,595	5,124	5,661	6,446
유동부채	907	1,082	1,232	1,427
매입채무	61	196	146	145
단기금융부채	101	0	26	23
비유동부채	3	29	52	40
장기금융부채	0	21	42	28
기타비유동부채	1	4	5	6
부채총계	910	1,111	1,283	1,467
지배주주지분	3,684	4,013	4,378	4,980
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	3,196	3,201	3,201	3,201
이익잉여금	321	676	1,052	1,664
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,684	4,013	4,378	4,980

현금흐름표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	-72	-249	979	1,029
당기순이익(손실)	303	456	375	612
비현금수익비용가감	458	744	1,185	758
유형자산감가상각비	3	3	10	11
무형자산상각비	410	750	1,080	626
영업활동으로 인한 자산 및	-729	-1,352	-418	-141
매출채권 감소(증가)	-137	-272	-177	-180
재고자산의(증가)감소	-21	3	0	-1
매입채무 감소(증가)	90	259	471	79
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,410	1,364	-471	-191
유형자산처분(취득)	0	-2	-7	-5
무형자산감소(증가)	-2	-1	-4	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,408	1,338	-255	-217
재무활동으로 인한 현금흐름	1,881	-97	-454	-20
장단기금융부채의 감소(증가)	-181	-100	-446	-17
자본의 증가(감소)	2,078	4	0	0
배당금지급	0	0	0	0
현금의 증가	398	1,017	53	818
기초현금	115	513	1,530	1,583
기말현금	513	1,530	1,583	2,401

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,868	3,796	4,929	5,745
매출원가	2,397	3,240	4,311	4,834
매출총이익	471	556	618	911
판매비와관리비	142	157	175	177
조정영업이익	330	399	443	734
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	330	399	443	734
이자손익	-12	34	16	32
외환손익	-14	26	23	23
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	303	456	494	801
법인세비용	64	98	118	189
계속사업이익	238	358	375	612
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	238	358	375	612
지배주주	238	358	375	612
EBITDA	743	1,152	1,533	1,371
FCF	432	1,266	1,256	1,045
EBITDA 마진율(%)	25.9	30.3	31.1	23.9
영업이익률(%)	11.5	10.5	9.0	12.8
지배주주귀속 순이익률(%)	8.3	9.4	7.6	10.7

주요투자지표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019E	2020E
P/E(x)	61.9	72.3	58.5	35.9
P/CF(x)	22.6	23.3	15.0	17.6
PBR(x)	6.0	9.8	6.7	4.9
EV/EBITDA(x)	22.1	21.1	13.2	14.1
EPS(원)	1,051	1,278	1,338	2,181
CFPS(원)	2,871	3,963	5,221	4,449
BPS(원)	10,790	9,424	11,711	16,064
DPS(원)	0	0	0	0
매출액증가율(%)	85.7	32.4	29.8	16.6
EBITDA 증가율(%)	91.4	55.1	33.1	-10.6
조정영업이익증가율(%)	98.3	21.0	11.1	65.7
지배주주순이익증가율(%)	192.9	50.3	4.8	63.1
EPS 증가율(%)	171.2	21.6	4.7	63.1
매출채권회전율(회)	6.2	6.1	6.5	6.2
재고자산회전율(회)	443.0	405.4	776.4	759.5
ROA(%)	6.8	7.4	7.0	10.1
ROE(%)	9.5	9.3	8.9	13.1
부채비율(%)	24.7	27.7	29.3	29.5
순차입금/자기자본(%)	-49.5	-39.3	-42.0	-53.7
영업이익/이자비용(x)	19.0	343.0	46.1	216.5