

스튜디오드래곤 (253450)

시가총액 2조원을 기대하자

매수 (신규)

공모가	35,000 원
목표주가	53,000 원 (신규)
상승여력	51.4%

홍세종	☎ (02) 3772-1584 ✉ sejonghong@shinhan.com
구현지	☎ (02) 3772-1508 ✉ hyunji.ku@shinhan.com

KOSPI	2,527.67p
KOSDAQ	785.32p
액면가	500 원
공모 주식수	6,000,000 주
상장 예정일	11월 24일
상장 주식수	28,037,240 주
보호예수비중	79.03%

최대주주 등	CJ E&M	71.33%
	기타	7.27%
절대수익률	3개월	n.a
	6개월	n.a
	12개월	n.a
KOSPI 대비 상대수익률	3개월	n.a
	6개월	n.a
	12개월	n.a

- ◆ 2018년 연결 영업이익 661억원(+76.5% YoY) 전망
- ◆ 시가총액 하단은 1.25조원, 상단은 2.1조원 예상
- ◆ 목표주가 53,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시

2018년 연결 영업이익 661억원(+76.5% YoY) 전망

2018년 연결 매출액은 3,779억원(+33.5% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 661억원(+76.5%)을 전망한다. 드라마 제작 편수 증가(기존 22편에서 26편)에 따른 지속적인 수혜가 예상된다. 주 수익원인 판권(유통) 매출액은 48.7% 증가한 1,802억이 기대된다. 주력 드라마(화유기, 12월 방영) 수익 인식 시기 차이에 따른 실적 공백(4Q17 정체, 1Q18 고성장)이 있지만 단기적인 요인이다.

시가총액 하단은 1.25조원, 상단은 2.1조원 예상

이익 추정치와 Target Multiple은 향후 큰 폭의 변동이 예상된다. 드라마의 중국향 판매가와 판매량이 시가총액을 결정하겠다. 시가총액 하단은 1.25조원이다. 2018년 순이익(중국향 수익 200억원 내외 가정)에 25배의 Multiple을 적용했다. 25배는 쇼박스의 2년 하단에 10% 할증, 제이콘텐트리의 상단과 평균의 중간값이다. 시가총액 상단은 2.1조원이다. 중국향 수익 500억원을 가정하고 30배의 Multiple을 적용했다. 제이콘텐트리와 SBS의 지난 2년 상단이다.

산업 리레이팅에 따른 대안도 마련해야 한다. 추가 매수가 유효한 사업자는 쇼박스, 제이콘텐트리, SBS다. 국내에서의 압도적 수익성과 중국에서의 사업 가시성에서 쇼박스는 좋은 대안이다. 주가도 밴드 하단이다. 제이콘텐트리는 방송 부문 재평가가 기대된다. 방송에 6천억원(지분율 감안 시 3천억원 내외)의 가치를 부여할 경우 순차입금 제외 시 약 6,300억원의 시가총액 부여가 예상된다. SBS는 중간광고 허용과 중국 달려라형제 재개라는 두 마리의 토끼를 쫓고있다. 두 가지 이슈가 모두 해소되면 1배 이상의 PBR Multiple 부여가 가능하다.

목표주가 53,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시

목표주가 53,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 1) 30%를 상회하는 매출 성장률, 2) 중국향 수익 인식을 통한 폭발적인 이익 증가 가능성, 3) 제작과 판권이라는 이상적인 수익 구조를 근거로 매수 의견을 제시한다. 지금은 밸류에이션이 아닌 성장 가능성에 집중할 때다. 미디어 끝판왕 등판이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	OPM (%)	NPM (%)	EBITDA M (%)	ROA (%)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015												
2016	154.4	16.6	10.5	8.1	289	n.a	10.8	5.3	25.1	3.4	6.0	12.1
2017F	283.2	37.3	36.2	26.9	959	231.8	13.2	9.5	30.5	10.2	18.0	(6.5)
2018F	377.9	66.1	65.6	49.6	1,768	84.4	17.6	13.1	32.2	16.0	26.4	(23.3)
2019F	447.8	90.5	87.7	66.2	2,363	33.7	20.2	14.8	33.7	17.8	27.0	(38.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준, 분기는 당사 추정]

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
<제작 가정>																
드라마(편)	5.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.0	6.0	7.0	7.0	6.0	6.0	16.0	19.0	22.0	26.0
<실적 추정>																
전체 매출액	49.5	47.0	46.5	52.5	73.5	63.3	77.5	68.9	97.0	87.8	101.3	91.8	97.4	195.5	283.2	377.9
편성(제작) 수익	22.5	22.0	21.0	22.3	24.5	22.0	29.6	30.2	29.1	26.2	35.9	36.4	54.8	87.8	106.3	127.6
유통(판권) 수익	18.0	18.0	18.5	20.9	34.0	29.0	33.3	24.9	50.1	45.9	47.9	36.3	39.0	75.4	121.2	180.2
기타(PPL) 수익	9.0	7.0	7.0	9.3	15.0	12.3	14.6	13.8	17.8	15.7	17.6	19.1	3.6	32.3	55.7	70.2
<해외 추정>																
해외 매출액	12.8	13.0	9.3	9.3	23.0	15.7	11.7	11.8	26.7	20.3	17.2	17.6	23.9	44.2	62.2	81.9
해외 비중(%)	25.8	27.6	19.9	17.6	31.3	24.8	15.2	17.1	27.5	23.2	17.0	19.2	24.5	22.6	22.0	21.7
일본	2.3	2.3	2.4	2.1	7.5	4.5	2.7	2.3	8.6	5.2	3.3	3.9	8.9	9.1	17.0	21.0
중국 포함 아시아	9.8	10.0	6.2	6.3	12.2	9.0	7.5	7.8	16.2	13.0	12.0	11.9	11.0	32.3	36.5	53.1
중국	3.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	7.0	5.0	7.0	6.0	6.0	0.0	22.0
미주	0.6	0.6	0.6	0.8	3.2	2.1	1.5	1.6	1.8	2.0	1.8	1.8	3.6	2.6	8.4	7.5
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	0.4	0.2	0.3	0.3
매출원가	41.3	40.4	38.8	41.3	57.6	50.2	66.5	56.4	72.4	63.9	81.5	73.8	85.7	161.8	230.7	291.6
판매관리비	2.8	3.3	3.2	3.3	2.8	3.3	4.4	4.5	4.6	4.2	5.6	5.7	9.1	12.6	15.0	20.1
영업이익	5.4	3.3	4.6	7.8	13.1	9.8	6.6	8.0	19.9	19.7	14.1	12.3	2.6	21.2	37.5	66.1
세전이익	4.3	2.3	3.8	6.6	13.0	9.3	6.2	7.6	19.9	19.6	13.8	12.2	1.9	17.1	36.2	65.6
순이익	3.3	1.8	2.9	5.1	9.6	6.7	4.8	5.9	15.0	14.8	10.5	9.2	1.4	13.0	26.9	49.6
<% YoY growth>																
매출액	100.8	98.3	96.2	107.1	48.5	34.7	66.6	31.2	31.9	38.7	30.8	33.3	(5.5)	100.7	44.8	33.5
영업이익	4,721.5	흑전	325.5	266.9	142.0	193.4	42.9	1.3	51.6	101.3	115.4	55.1	(37.8)	717.1	76.6	76.5
순이익	흑전	흑전	386.5	184.3	190.2	275.0	66.3	16.1	57.5	122.1	117.9	57.4	9.8	802.7	106.7	84.3
<이익률, %>																
영업이익률	11.0	7.1	9.9	15.0	17.9	15.5	8.5	11.5	20.5	22.5	14.0	13.4	2.7	10.8	13.2	17.5
순이익률	6.6	3.8	6.2	9.6	13.0	10.5	6.2	8.5	15.5	16.9	10.3	10.1	1.5	6.6	9.5	13.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1. 분기 실적은 연간을 바탕으로 한 당사 추정(분기 자료 없음)

2. 매출액 세부 항목 역시 분기는 당사 추정

스튜디오드래곤의 연간 수익 추정 변경 [K-IFRS 연결 기준]

	2017F			2018F		
(십억원)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	239.9	283.2	18.0	312.1	377.9	21.1
영업이익	38.8	37.5	(3.4)	66.7	66.1	(0.8)
순이익	27.8	26.9	(3.3)	50.0	49.6	(0.9)

자료: 신한금융투자 추정

주: 3Q17 외형이 예상보다 크게 성장하면서 연간 가이드선과 당사 추정치를 모두 상향 조정

스튜디오드래곤의 2018년 EPS 기준 PBR Valuation: 목표주가 53,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2017년 순이익	26.9	2018년 순이익	49.6	2019년 순이익	66.2
EPS (원)	959	EPS (원)	1,768	EPS (원)	2,362
목표주가 (원)	29,000	목표주가 (원)	53,000	목표주가 (원)	71,000
Target PER (x)	30	Target PER (x)	30	Target PER (x)	30
		공모가	35,000		
		예상 PER	19.8		

자료: 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤 상장 관련 주요 내역

개요	내용
공모주식수	6,000,000주
액면가	500원
상장예정주식수	28,037,240주
상장 예정일	11월 24일

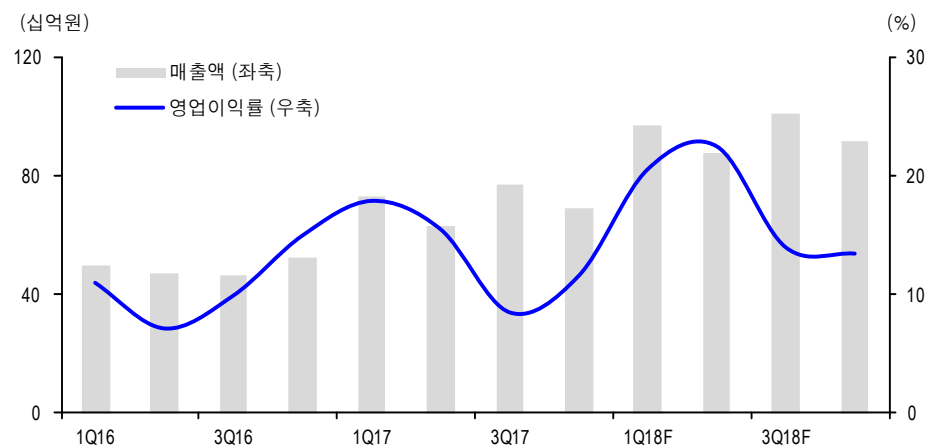
자료: Dart, 신한금융투자

대형 작품의 중국 판권 판매 추이

드라마 제목	판매가(억원)	제작사	방영 시기
별에서 온 그대	6	HB엔터테인먼트	2H13
상속자들	6	화앤담픽쳐스	2H13
운명처럼 널 사랑해	24	넘버쓰리픽쳐스, 페이지원	2H14
피노키오	62	iHQ	2H14
태양의후예	50+RS	화앤담픽쳐스	1H16
달의 연인: 보보경심 려	91	바람이분다	2H16
푸른바다의 전설	100억원 이상 가능했음	문화창고	2H16
사임당 더 히스토리	62	그룹에이트	1H17

자료: 언론 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 영업실적 추이 및 전망



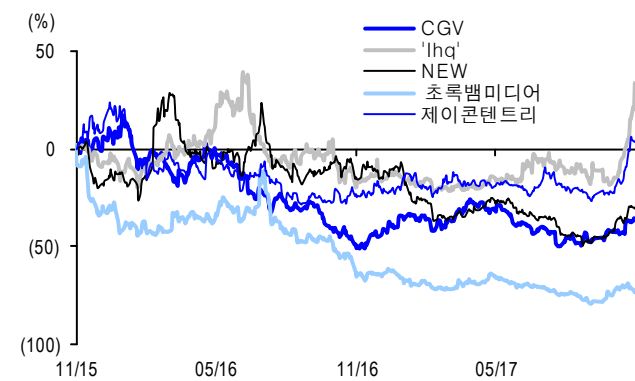
자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

콘텐츠 사업자 Global Peers

Ticker		036420 KS	003560 KS	160550 KS	047820 KS	DIS US	TWX US	300027 CH	300133 CH
회사명		제이콘텐트리	iHQ	NEW	초록샘미디어	월트 디즈니	타임 워너	화이 브라더스	저장 화처 필름
시가총액 (십억원)		578.3	429.7	243.9	93.0	173,378.8	76,050.5	3,727.5	2,856.0
Sales	2016	335.2	109.4	125.7	105.9	64,550.7	34,030.8	608.9	774.0
(십억원)	2017F	404.4	118.6	-	-	61,877.4	34,024.6	645.0	891.8
	2018F	473.9	134.0	-	-	64,445.5	35,628.5	792.7	1,072.1
OP	2016	28.9	11.3	6.6	7.7	16,424.3	8,958.7	59.2	87.0
(십억원)	2017F	36.6	14.7	-	-	16,196.5	8,866.7	162.8	117.7
	2018F	47.1	22.2	-	-	16,853.6	9,367.6	211.7	147.6
OP margin	2016	8.6	10.3	5.3	7.3	25.4	26.3	9.7	11.2
(%)	2017F	9.0	12.4	-	-	26.2	26.1	25.2	13.2
	2018F	9.9	16.5	-	-	26.2	26.3	26.7	13.8
NP	2016	19.2	4.4	4.4	4.9	10,879.1	5,336.5	5.0	79.6
(십억원)	2017F	16.8	11.6	-	-	10,110.5	5,384.1	146.3	103.2
	2018F	31.7	17.7	-	-	10,361.4	5,652.6	168.8	124.5
Sales Growth	2016	(4.2)	3.0	52.2	326.3	10.3	6.9	(12.2)	62.6
(% YoY)	2017F	20.7	8.4	-	-	(4.1)	(0.0)	5.9	15.2
	2018F	17.2	13.0	-	-	4.2	4.7	22.9	20.2
EPS Growth	2016	9.7	29.8	309.4	(298.2)	15.1	24.4	(95.3)	(15.8)
(% YoY)	2017F	(21.5)	55.0	-	-	(4.0)	(0.4)	2,725.9	30.9
	2018F	95.6	50.1	-	-	7.3	5.0	21.9	26.1
P/E	2016	19.2	60.2	69.7	19.6	16.2	16.6	37.9	42.0
(x)	2017F	37.0	36.9	-	-	17.9	14.4	26.6	27.1
	2018F	18.9	24.6	-	-	16.4	13.7	21.8	21.5
P/B	2016	5.2	1.2	2.3	1.3	3.4	3.1	3.4	3.1
(x)	2017F	4.2	1.9	-	-	4.0	2.5	2.3	2.5
	2018F	3.4	1.7	-	-	3.7	2.2	2.1	2.2
EV/EBITDA	2016	16.2	4.4	32.1	9.8	10.1	11.6	80.8	40.8
(x)	2017F	14.9	7.4	-	-	10.7	10.2	22.9	24.8
	2018F	12.9	8.2	-	-	10.2	9.7	18.2	19.6
ROE	2016	26.3	2.0	3.3	7.2	21.4	19.2	0.3	7.4
(%)	2017F	14.4	5.1	-	-	21.6	18.7	8.4	9.0
	2018F	21.5	7.3	-	-	22.9	17.2	9.5	9.9

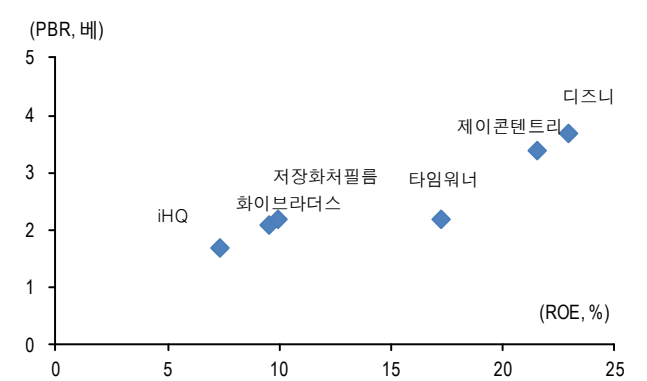
자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 2018년 예상 PBR과 ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계		242.0	283.0	336.4	406.2
유동자산		81.4	120.3	163.3	225.1
현금및현금성자산		11.5	46.4	85.2	143.4
매출채권		37.0	38.9	40.8	42.8
재고자산		0.0	1.8	2.4	2.8
비유동자산		160.6	162.7	173.0	181.1
유형자산		1.2	1.4	1.9	2.2
무형자산		123.9	125.5	135.1	142.7
투자자산		2.3	2.6	2.8	3.0
기타금융자산		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		105.9	120.0	123.8	127.4
유동부채		84.5	107.4	110.2	113.1
단기차입금		8.1	6.1	6.1	6.1
매입채무		5.8	4.3	5.2	6.3
유동성장기부채		0.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채		21.4	12.7	13.6	14.3
사채		19.9	9.9	9.9	9.9
장기차입금(장기금융부채 포함)		0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		136.1	163.0	212.6	278.8
자본금		11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금		114.7	114.7	114.7	114.7
기타자본		2.0	2.0	2.0	2.0
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금		8.3	35.2	84.8	151.0
지배주주지분		136.1	163.0	212.6	278.8
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금		28.1	36.0	36.0	36.0
*순차입금(순현금)		16.4	(10.6)	(49.5)	(107.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름		(12.4)	79.7	105.9	127.4
당기순이익		8.1	26.9	49.6	66.2
유형자산상각비		0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비		22.0	49.0	55.4	60.4
외화환산손실(이익)		0.3	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)		0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동		(46.1)	2.3	(0.4)	(0.0)
(법인세납부)		(1.7)	(9.3)	(16.1)	(21.5)
기타		4.8	10.8	17.4	22.3
투자활동으로인한현금흐름		(69.5)	(50.8)	(65.0)	(67.1)
유형자산의증가(CAPEX)		(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.3)
유형자산의감소		0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)		(0.1)	(50.6)	(65.0)	(68.0)
투자자산의감소(증가)		(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
기타		(68.0)	0.3	0.7	1.4
FCF		N/A	77.6	103.7	127.7
재무활동으로인한현금흐름		93.5	6.0	(2.2)	(2.2)
차입금의 증가(감소)		27.2	8.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당금		0.0	0.0	0.0	0.0
기타		66.3	(2.0)	(2.2)	(2.2)
기타현금흐름		0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가		0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과		(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)		11.5	34.9	38.8	58.1
기초현금		0.0	11.5	46.4	85.2
기말현금		11.5	46.4	85.2	143.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액		154.4	283.2	377.9	447.8
증가율 (%)		N/A	83.3	33.5	18.5
매출원가		132.8	230.7	291.6	333.6
매출총이익		21.6	52.5	86.2	114.2
매출총이익률 (%)		14.0	18.5	22.8	25.5
판매관리비		5.0	15.2	19.9	23.7
영업이익		16.6	37.3	66.4	90.5
증가율 (%)		N/A	124.4	77.9	36.2
영업이익률 (%)		10.8	13.2	17.6	20.2
영업외손익		(6.1)	(1.2)	(0.8)	(2.7)
금융손익		(1.1)	(2.5)	(1.1)	(0.6)
기타영업외손익		(5.0)	1.3	0.4	(2.1)
종속 및 관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		10.5	36.2	65.6	87.7
법인세비용		2.4	9.3	16.1	21.5
계속사업이익		8.1	26.9	49.6	66.2
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		8.1	26.9	49.6	66.2
증가율 (%)		N/A	230.2	84.3	33.7
순이익률 (%)		5.3	9.5	13.1	14.8
(지배주주)당기순이익		8.1	26.9	49.6	66.2
(비지배주주)당기순이익		0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익		8.3	26.9	49.6	66.2
(지배주주)총포괄이익		8.3	26.9	49.6	66.2
(비지배주주)총포괄이익		0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA		38.8	86.3	121.8	150.9
증가율 (%)		N/A	122.4	41.1	23.9
EBITDA 이익률 (%)		25.1	30.5	32.2	33.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)		289	959	1,768	2,363
EPS (지배순이익, 원)		289	959	1,768	2,363
BPS (자본총계, 원)		844	1,011	1,319	1,730
BPS (지배지분, 원)		844	1,011	1,319	1,730
DPS (원)					
PER (당기순이익, 배)					
PER (지배순이익, 배)					
PBR (자본총계, 배)					
PBR (지배지분, 배)					
EV/EBITDA (배)					
배당성향 (%)					
배당수익률 (%)					
수익성					
EBITDA 이익률 (%)		25.1	30.5	32.2	33.7
영업이익률 (%)		10.8	13.2	17.6	20.2
순이익률 (%)		5.3	9.5	13.1	14.8
ROA (%)		3.4	10.2	16.0	17.8
ROE (지배순이익, %)		6.0	18.0	26.4	27.0
ROIC (%)		N/A	24.0	40.6	50.9
안정성					
부채비율 (%)		77.8	73.6	58.2	45.7
순차입금비용 (%)		12.1	(6.5)	(23.3)	(38.6)
현금비용 (%)		13.6	43.2	77.3	126.8
이자보상배율 (배)		19.5	19.2	30.3	41.3
활동성					
순운전자본회전을 (회)			(40.0)	(54.3)	(75.1)
재고자산회수기간 (일)			1.2	2.0	2.1
매출채권회수기간 (일)			48.9	38.5	34.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤 (253450)

주가차트

투자 의견 및 목표주가 추이

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 홍세중, 구현지)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		매수	비중확대
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우		
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우		
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우		
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하			

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 17일 기준)

매수 (매수)	92.38%	Trading BUY (중립)	3.59%	중립 (중립)	4.04%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----