

스튜디오드래곤 (253450)

시가총액 4조원 정조준

매수 (유지)

주가 (5월 21일) **96,200 원**
 목표주가 **132,000 원 (상향)**
 상승여력 **37.2%**

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

- ◆ 2018년 연결 영업이익 661억원(+100.4% YoY) 예상
- ◆ 하반기 4개의 모멘텀을 기대하자
- ◆ 목표주가를 132,000원으로 11.9% 상향, 미디어 Top Pick 관점 유지

2018년 연결 영업이익 661억원(+100.4% YoY) 예상

2018년 연결 매출액은 3,667억원(+27.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 661억원(+100.4%)을 전망한다. 2Q18 추정치는 낮았지만 하반기 추정치를 20% 이상 상향했다. 2Q18 연결 영업이익은 102억원(+15.2%)이 예상된다. 기존 추정과 다른 부분은 중국향 수익이다. 한국물에 대한 쿼터가 6월 내 허용될 경우 중국 수익은 여전히 발생할 수 있다. 대내외 불확실성을 감안해 수익 인식 시작 시점을 기존 2Q18에서 3Q18로 변경했다. 하반기 합산 영업이익은 452억원(+346.5%)을 전망한다. 주력 작품들의 해외 판매가 본격화 될 전망이다.

하반기 4개의 모멘텀을 기대하자

- 1) 하반기부터는 해외 드라마 수주와 제작이 본격화 될 전망이다. 넷플릭스(1편의 계약 체결 완료)뿐만 아니라 중국 플랫폼 사업자들도 잠재적 발주처다.
- 2) 넷플릭스로의 기존 드라마 판매도 가속화될 전망이다. 1Q18에는 '화유기'가 넷플릭스향 수익 인식에 기여했다. 하반기에는 기대작 '미스터 션샤인'과 '알함브라 궁전의 추억'이 있다. 넷플릭스향 연간 수익은 470억원을 전망한다.
- 3) 하반기는 중국 내 한국물에 대한 정기 쿼터가 허용될 가능성이 있다. 수출액이 모두 이익으로 인식되는 구조다. 분기 70억원 이상의 이익이 기대된다.
- 4) 3Q18부터는 유례없는 이익 증가 구간에 진입한다. 2H18부터의 12개월 선행 영업이익은 208% YoY 증가한 955억원이 기대된다.

목표주가를 132,000원으로 11.9% 상향, 미디어 Top Pick 관점 유지

목표주가를 132,000원으로 기존 118,000원에서 11.9% 상향한다. 2019년 EPS(주당순이익)에 44배(제이콘텐츠리의 지난 2년 상단에서 20% 할증)의 Multiple을 적용했다. 1) 30%에 달하는 연간 매출액 증감률, 2) 유통 매출액의 증가를 앞세워 100% 증가하는 영업이익, 3) 임박한 중국향 수익 인식을 근거로 미디어 Top Pick 관점을 유지한다. 보여줄게 많은 사업자다.

KOSPI	2,465.57p
KOSDAQ	872.96p
시가총액	2,697.2 십억원
액면가	500 원
발행주식수	28.0 백만주
유동주식수	6.7 백만주(23.9%)
52 주 최고가/최저가	98,600 원/57,800 원
일평균 거래량 (60 일)	178,526 주
일평균 거래액 (60 일)	16,097 백만원
외국인 지분율	1.21%
주요주주	씨제이이엔엠 외 3 인 75.66%
절대수익률	3 개월 26.2%
	6 개월 0.0%
	12 개월 0.0%
KOSDAQ 대비	3 개월 26.6%
상대수익률	6 개월 0.0%
	12 개월 0.0%

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	154.4	16.6	10.5	8.1	569	-	6,176	0.0	0.4	0.0	6.0	12.1
2017	286.8	33.0	30.3	23.8	1,050	84.5	13,141	61.9	22.1	4.9	9.5	(49.4)
2018F	366.7	66.1	64.0	48.8	1,740	65.7	14,881	55.3	18.7	6.5	12.4	(48.2)
2019F	482.5	113.1	109.9	84.1	3,000	72.4	17,881	32.1	13.4	5.4	18.3	(49.0)
2020F	567.0	131.4	129.4	99.0	3,532	17.7	21,412	27.2	11.7	4.5	18.0	(49.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

해외 제작 수주 시 제작비 대비 20~25%의 이익을 보장받는 구조

1. 해외 수주 본격화 기대

동사가 보유한 80여명의 작가진은 국내 2위 제작사(드라마하우스) 대비 그 규모가 6 배에 육박한다. 자회사 화앤담픽처스, 문화창고, 케이피제이 역시 각각의 장르에서 최 상의 결과물을 창출하는데 특화되어 있다. 동남아와 중국 시장을 노리는 글로벌 플랫폼 품들의 수주가 집중될 가능성이 높은 이유다.

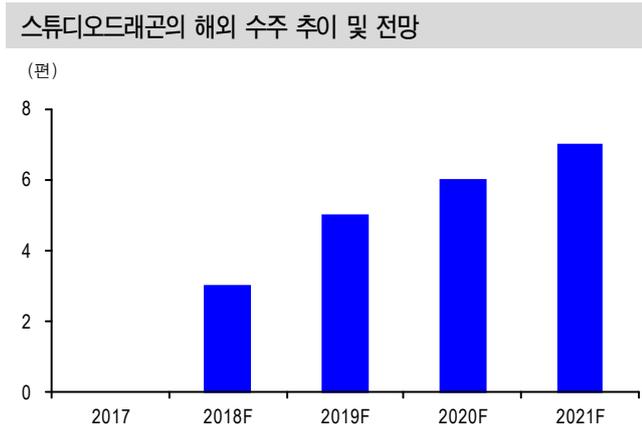
넷플릭스와는 이미 첫 번째 드라마(오리지널) 계약을 체결한 상태다. 제작사 에이스토 리가 수주한 킹덤(김은희 작가)과 함께 산업에는 큰 호재다. 판권은 넷플릭스에 귀속 되지만 제작비 대비 20~25%의 이익을 보장받는 구조다. 해외 드라마는 제작비가 200억원을 상회하는 경우가 대다수다. 편당 제작비 200억원을 가정할 경우 약 40~50억원의 순매출액과 영업이익이 실적에 반영된다. 하반기에는 체결된 작품에 대 한 실제 제작이 시작된다. 2019년 상반기 이익 증가에 기여할 가능성이 높다.

현재 1편 계약 체결 완료, 하반기에 2 편의 추가 수주 기대

글로벌 수주를 넷플릭스와 아마존 같은 북미 사업자에 국한 지을 필요는 없다. 중국 대표 동영상 사업자 BAT(아이치이, 유쿠, 텐센트) 역시 잠재적 발주처다. 최근에는 중국도 제작비 500억원을 상회하는 작품들이 방영되기 시작했다. 제작비의 규모는 국 내 최대작 수준이 될 가능성이 높다. 당사는 하반기에 2편의 추가 수주를 기대하고 있 다. 북미 사업자로부터 1편, 중국을 포함한 아시아 사업자로부터 1편이다. 2019년에는 보수적으로도 120억원(영업이익 기준), 많게는 200억원의 이익 기여가 기대된다.

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
전체 매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	64.2	106.8	115.8	106.9	100.7	126.8	148.1	195.5	286.8	366.7	482.5
편성(제작) 수익	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	26.1	43.7	54.6	45.8	30.4	46.3	65.8	87.8	131.2	165.1	188.3
- 글로벌 플랫폼					0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	4.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	12.0
유통(판권) 수익	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	31.0	53.2	51.7	49.1	58.2	70.7	67.3	75.4	111.8	168.0	245.3
기타(PPL) 수익	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	7.1	9.9	9.5	8.0	8.1	9.8	11.1	32.3	43.7	33.6	37.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



자료: 언론 자료, 신한금융투자

2018년 넷플릭스향 수익은 470억원
기대, 하반기에 대부분의 수익 인식

2019년 넷플릭스향 수익은 600억원
(+27.7% YoY)까지 증가 예상

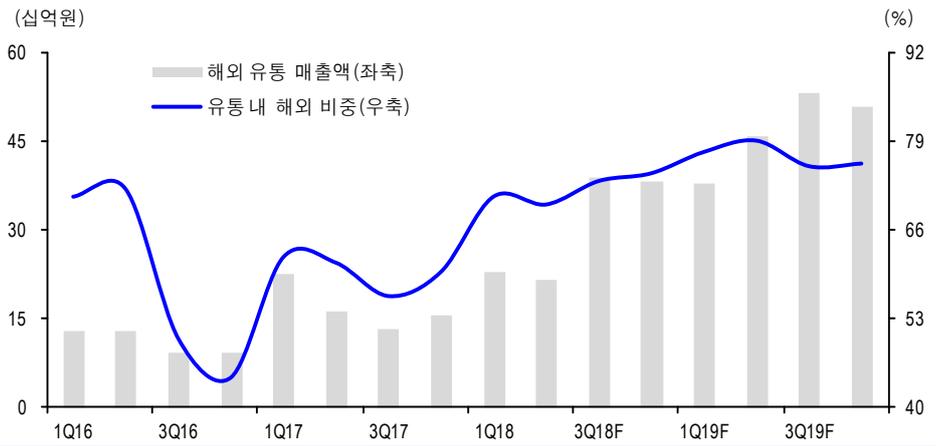
2. 넷플릭스향 판권 판매 가속화

1Q18 넷플릭스향 판권 수익은 100억원 이상으로 추정된다. 대부분이 주력 작품인 ‘화유기’ 관련 수익이다(연론자료 참조한 신한금융투자 추정). 넷플릭스향 판권 판매는 매출액이 모두 이익단으로 반영된다고 보기는 어렵다. 넷플릭스가 해외 대부분의 지역에서 독점권을 요구하기 때문이다. 기존 로컬 업체에 공급하던 부분이 배제된다는 점을 감안하면 매출액의 약 50% 내외가 이익단으로 반영된다고 보는 게 현실적이다. 2017년에 넷플릭스향 수익이 미미했던 점을 감안하면 이익 증가 효과는 여전히 크다.

당사가 추정하는 2018년 넷플릭스향 수익은 470억원이다. 1Q18에 100억원, 2Q18에 20억원, 하반기에 총 350억원의 수익 인식을 가정하고 있다. 당사가 자랑하는 주력 작품들이 대부분 하반기에 포진한 점을 감안했다.

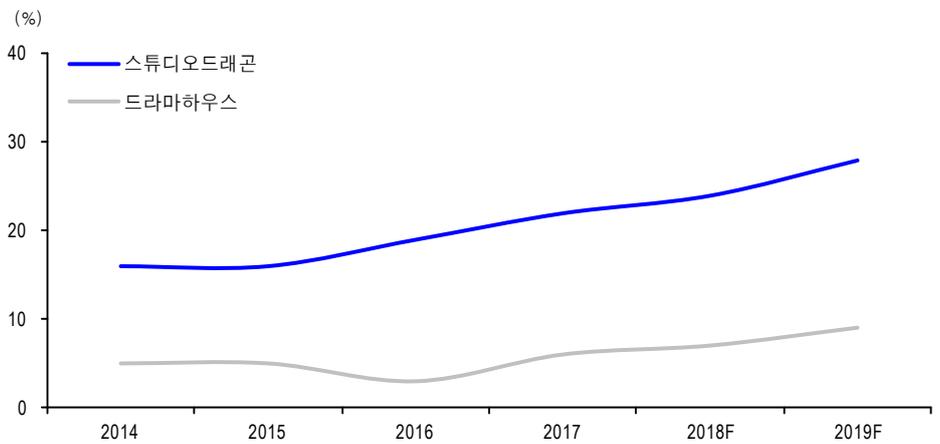
2019년 넷플릭스향 수익은 600억원(+27.7% YoY)까지 확대될 전망이다. 증가하는 드라마 편수와 제작비를 감안할 때 절대 공격적인 추정이 아니다. 2019년 국내 드라마 제작 편수는 31편(2018년 27편), 시장 내 점유율은 25%를 가정하고 있다. 증가하는 넷플릭스향 수익 덕분에 2019년 판매(유통) 매출액 내 해외 비중은 76.7%(+4.3%p)까지 상승이 기대된다.

스튜디오드래곤의 해외 유통 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 2대 드라마 제작사 점유율 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

중국은 글로벌 플랫폼들의 진출이 최소화된 지역, 연간 400~500억원의 추가 이익 기여가 충분히 가능

빠르면 6월 내, 늦어도 하반기에는 중국 수출 발생 예상

3. 중국, 기다림이 끝나간다

4~5월에 있었던 주가 조정은 중국 영향이 크다. 시장이 기대하던 한국물에 대한 수시 쿼터 허용이 지연되면서 투자자들의 기다림이 지속됐다. 1Q18 실적 역시 면세점/화장품 대비 상대적으로 부진했다. 여기서 한 가지 짚고 넘어가야 될 부분이 있다. 미디어는 한류 경쟁력의 원천을 제공한다. 드라마/예능/영화에서 배출한 연예인이 소비재의 브랜드 경쟁력으로 활용되는 구조다. 중국이 대내외 불확실성이 확대되면 한류 미디어를 가장 먼저 차단하는 이유다. 반대로 불확실성이 완화되면 미디어는 가장 마지막에, 그리고 가장 강한 주가 상승을 보인다. 면세점/화장품의 반등이 반가운 이유다.

중국을 글로벌 플랫폼들의 진출이 최소화된 지역이다. BAT(아이치이, 유쿠, 텐센트)향 수출이 발생해도 기존 수출이 감소하지 않는 구조다. 매출액의 대부분은 영업이익으로 반영된다. 연간 400~500억원의 추가 이익 기여가 전혀 이상하지 않다.

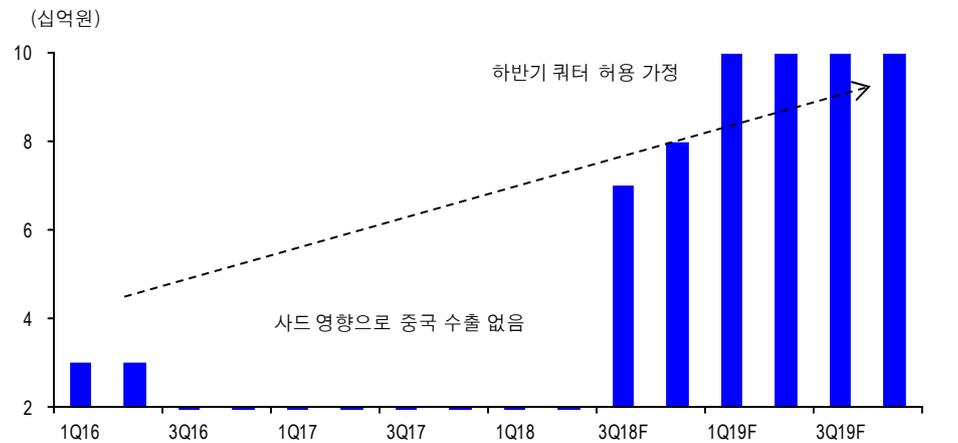
중국 내 한류 콘텐츠 수요는 사드 이전을 상회한다. 한류 대표주자 스튜디오드래곤(CJ E&M), JTBC콘텐츠허브(JTBC), SBS콘텐츠허브(SBS)가 공통적으로 시장과 소통하는 부분이다. 향후 작품뿐만 아니라 기존 구작에 대한 중국 BAT(3대 동영상 플랫폼)의 구매는 이미 지속되고 있다. 결국 관건은 한국물에 대한 쿼터 허용이다. 아무리 늦어도 하반기, 빠르면 6월 내 쿼터는 허용될 가능성이 높다. 쿼터 허용 시 드라마 수출과 수익 인식은 즉각적으로 진행될 전망이다.

대형 작품의 중국 판권 판매 추이

드라마 제목	판매가(억원)	제작사	방영 시기
별에서 온 그대		6H B엔터테인먼트	2H13
상속자들		6H 화앤담픽처스	2H13
운명처럼 널 사랑해		24H 넘버스리픽처스, 페이지원	2H14
피노키오		62H iHQ	2H14
태양의후예		50+RS 화앤담픽처스	1H16
달의 연인: 보보경심 려		91H 바람이분다	2H16
푸른바다의 전설	100억원 이상 가능했음	문화창고	2H16
사임당 더 히스토리		62H 그룹에이트	1H17
당신이 잠든 사이에		75H iHQ	1H18

자료: 언론 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 중국 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2Q18 연결 영업이익은 102억원 (+15.2% YoY) 전망, 중국향 수익은 발생하지 않는다고 가정

4. 급격히 증가할 영업이익

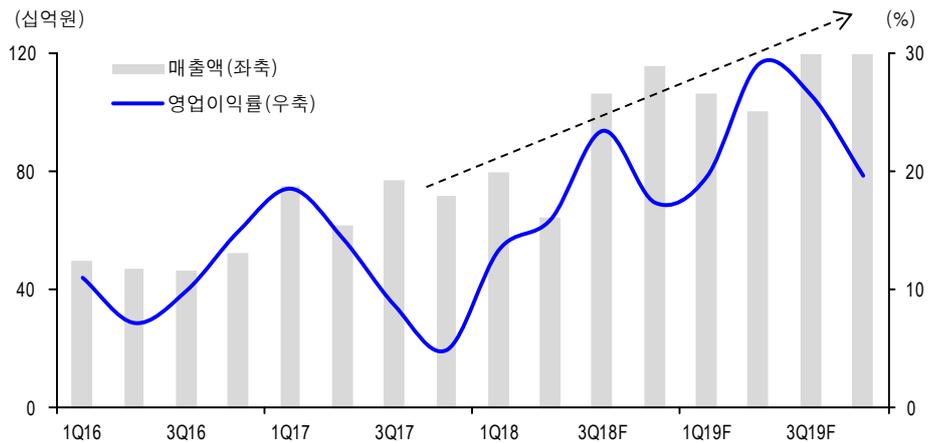
2Q18 연결 영업이익은 102억원(+15.2% YoY, 이하 YoY)을 전망한다. 기존 추정과 다른 부분은 중국향 수익이다. 한국물에 대한 쿠퍼가 6월 내 허용될 경우 중국 수익은 여전히 발생할 수 있다. 다만, 대내외 불확실성을 감안해 수익 인식 시작 시점을 기존 2Q18에서 3Q18로 변경했다. 러시아월드컵에 따른 국내 VOD(주문형비디오) 시장 부진도 일정 부분 감안했다. VOD는 하반기로 갈수록 성수기에 진입한다.

3Q18부터는 실적이 급격히 개선된다. 하반기 합산 영업이익은 452억원(+346.5%)을 전망한다. 주력 작품들의 해외 판매가 본격화 될 전망이다. 7월에는 기대작 '미스터 션샤인'이 있다. 중국을 포함해 글로벌 사업자들이 탐을 내는 2018년 국내 최대작이다. 김은숙 작가가 가진 영향력을 감안하면 사상 최대 판권 가격을 경신할 가능성이 매우 높다. 3Q18 연결 영업이익은 277.2% 증가한 251억원이 기대된다.

하반기 합산 영업이익은 452억원 (+346.5% YoY)까지 증가 예상

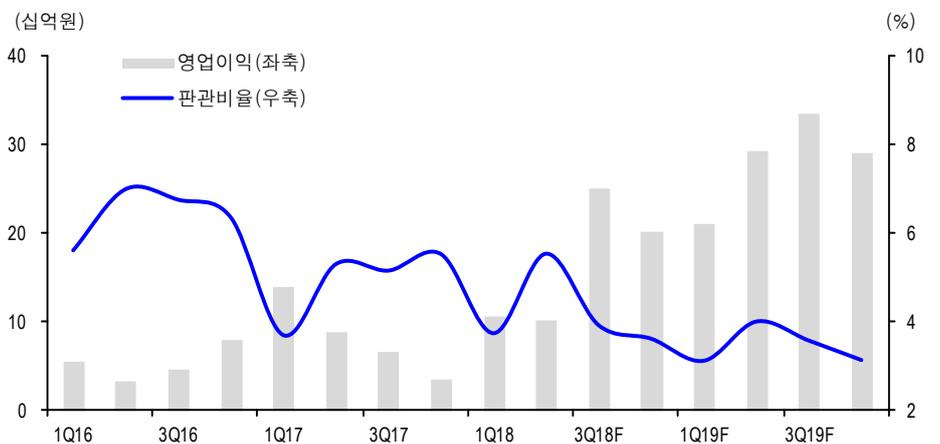
4Q18에는 '알함브라 궁전의 추억'이 버티고 있다. '미스터 션샤인'에 이어 두 번째로 기대가 큰 작품이다. 기저효과 역시 더욱 강해진다. 4Q17에는 드라마 라인업 부재로 인해 영업이익이 35억원(-55.8%)에 그쳤다. 반대로 4Q18 연결 영업이익은 479.2% 증가한 201억원이 예상된다. 유통 매출액이 견조한 성장세를 지속하면서 전사 판권비율은 지속적으로 낮아지겠다. 2018년 판권비율은 4.1%로 0.8%p 개선이 예상된다.

스튜디오드래곤의 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 판권비율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]																
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
<제작 가정>																
드라마(편)	5.0	6.0	7.0	4.0	7.0	6.0	7.0	7.0	8.0	7.0	8.0	8.0	19.0	22.0	27.0	31.0
<실적 추정>																
전체 매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	64.2	106.8	115.8	106.9	100.7	126.8	148.1	195.5	286.8	366.7	482.5
편성(제작) 수익	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	26.1	43.7	54.6	45.8	30.4	46.3	65.8	87.8	131.2	165.1	188.3
- 글로벌 플랫폼					0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	4.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	12.0
유통(판권) 수익	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	31.0	53.2	51.7	49.1	58.2	70.7	67.3	75.4	111.8	168.0	245.3
기타(PPL) 수익	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	7.1	9.9	9.5	8.0	8.1	9.8	11.1	32.3	43.7	33.6	37.0
<해외 추정>																
해외 유통 매출액	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	21.6	38.9	38.4	38.0	46.0	53.2	50.9	44.2	67.2	121.7	188.2
유통 내 해외(%)	30.0	25.9	16.9	21.4	70.8	69.7	73.1	74.3	77.4	79.1	75.3	75.7	58.6	60.1	72.4	76.7
일본	7.1	4.9	3.2	3.5	3.5	3.6	2.4	3.8	3.7	3.7	2.3	4.4	9.1	18.7	13.4	14.1
중국 포함 아시아	12.2	9.0	8.5	10.2	8.9	15.6	16.1	19.3	21.0	34.0	28.5	29.2	32.3	39.9	59.9	112.7
중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	8.0	10.0	10.0	10.0	10.0	6.0	0.0	15.0	40.0
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	50.4	77.5	91.5	82.6	67.3	88.7	114.4	161.7	239.8	285.7	353.0
판매관리비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.6	4.2	4.2	3.3	4.0	4.5	4.6	12.6	14.1	14.9	16.5
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	10.2	25.1	20.1	21.0	29.4	33.6	29.1	21.2	33.0	66.1	113.1
세전이익	13.2	9.0	6.4	1.7	10.8	9.7	24.3	19.2	20.2	28.6	32.8	28.3	17.1	30.3	64.0	109.9
순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	7.4	18.7	14.8	15.4	21.9	25.1	21.7	13.0	23.8	48.8	84.1
<% YoY growth>																
매출액	52.2	32.1	66.7	36.9	6.0	3.4	37.8	61.1	33.8	56.9	18.7	27.9	100.7	46.7	27.9	31.6
영업이익	157.3	165.9	44.7	(55.8)	(23.7)	15.2	277.2	479.2	96.7	187.1	34.0	44.8	716.2	55.4	100.4	71.1
순이익	306.9	57.3	96.3	(60.5)	(41.3)	165.4	230.6	639.8	96.6	194.8	34.0	46.5	801.1	83.3	104.6	72.4
<이익률, %>																
영업이익률	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	16.0	23.5	17.4	19.6	29.2	26.5	19.7	10.9	11.5	18.0	23.4
순이익률	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	11.6	17.5	12.8	14.5	21.8	19.8	14.6	6.7	8.3	13.3	17.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

- 주: 1. 2016년 이전의 분기 실적은 연간을 바탕으로 한 당사 추정(분기 자료 없음)
 2. 2016년에는 CJ E&M 산하 기간의 추정 실적 역시 포함
 3. 2019년 글로벌방송 제작 매출액(수주)의 경우 순매출을 매출액으로 인식(매출액이 이익으로 반영)
 4. 넷플릭스향 판권 판매는 유통 내 해외로 포함

스튜디오드래곤의 연간 수익 추정 변경 [K-IFRS 연결 기준]						
(십억원)	2018F			2019F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	364.6	366.7	0.6	478.8	482.5	0.8
영업이익	62.4	66.1	5.9	106.7	113.1	6.0
순이익	46.4	48.8	5.1	79.8	84.1	5.4

자료: 신한금융투자 추정

2019년 PER(주가수익비율)은 32배로 중국 대표 소비주 평균과 유사, 외형 성장률은 압도적으로 높음

밸류에이션: 중국 소비주 내 최대 Multiple 부여 정당화

중국 대표주 호텔신라와 아모레퍼시픽의 2018년 PER(주가수익비율) 평균은 39배다. 2019년 평균 PER은 31배다. 동사의 2018년 예상 PER은 55배다. 중국 소비주 내 Peers 대비로는 비싸 보이지만 이는 중국향 수익이 아직 전무하기 때문이다. 중국향 수익(보수적으로 추정)이 발생하는 2019년 PER은 32배에 불과하다. 면세점, 화장품 등을 상징하는 두 사업자 대비 크게 다르지 않다.

2018년 동사의 연결 매출액 증감률은 27.9% YoY(이하 YoY)에 달한다. 영업이익 증감률은 100%를 상회한다. 상반기 상대적 부진에도 달성 가능한 실적이다. 2019년 매출액 증감률은 31.6%, 영업이익 증감률은 71.1%에 달한다. 호텔신라와 아모레퍼시픽의 연간 매출액 증감률(7.2%, 12.1%)을 크게 상회한다. 콘텐츠 사업자 특유의 분기 실적 불확실성이 있지만 IP(지적재산권)을 활용한 이익 레버리지 효과는 더 크다.

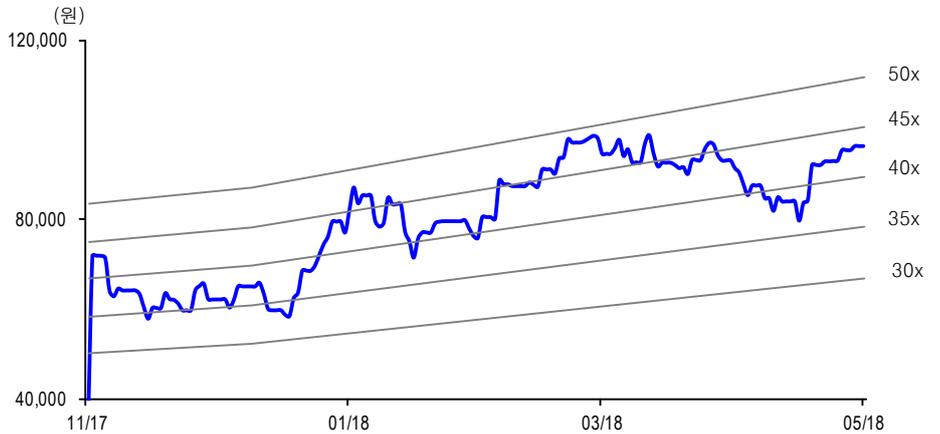
스튜디오드래곤의 2019년 EPS 기준 PER Valuation: 목표주가 132,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2018년 순이익	48.8	2019년 순이익	84.1	2020년 순이익	99.0
EPS (원)	1,740	EPS (원)	3,000	EPS (원)	3,532
목표주가 (원)	77,000	목표주가 (원)	132,000	목표주가 (원)	156,000
Target PER (x)	44	Target PER (x)	44	Target PER (x)	44
		현재 주가	96,200		
		예상 PER	32.1		

자료: 신한금융투자 추정

주: Target Multiple은 제이콘텐츠리의 지난 3년 평균의 상단에 20%를 할증, 압도적으로 높은 제작 점유율과 가속화되는 넷플릭스형 판권 판매와 이익 증감률 감안, 글로벌 제작 수주가 본격화 될 경우 넷플릭스와 주가 동조화도 충분히 가능

스튜디오드래곤의 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 신한금융투자

스튜디오드래곤의 2Q18 실적 추정

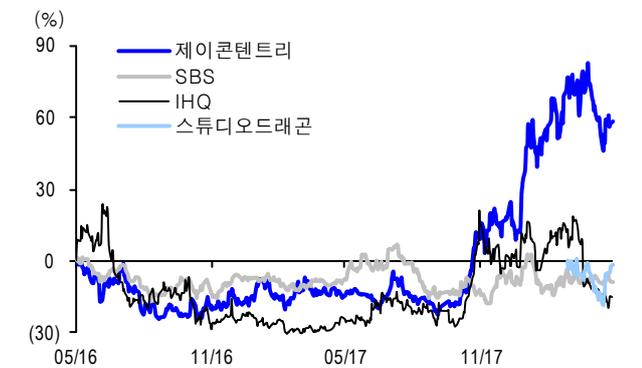
(십억원)	2Q18F	1Q18	% QoQ	2Q17	% YoY	기존 실적 전망	컨센서스
매출액	64.2	79.9	(19.6)	62.1	3.4	75.7	77.5
영업이익	10.2	10.7	(4.7)	8.9	15.2	14.8	11.8
순이익	7.4	7.9	(6.3)	2.8	165.4	11.1	9.3
영업이익률(%)	16.0	13.3		14.3		19.6	15.2
순이익률(%)	11.6	9.8		4.5		14.6	12.0

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

콘텐츠 사업자 Global Peers									
Ticker		036420 KS	003560 KS	160550 KS	047820 KS	DIS US	TWX US	300027 CH	300133 CH
회사명		제이콘텐츠트리	iHQ	NEW	초록샘미디어	월트 디즈니	타임 워너	화이 브라더스	저장 화처 필름
시가총액 (십억원)		837.3	307.8	245.8	113.1	167,112.5	79,586.4	4,205.4	3,415.9
Sales	2017	420.3	126.8	125.7	105.9	63,067.6	35,357.0	657.4	874.9
(십억원)	2018F	549.1	138.7	-	-	63,839.1	35,184.3	786.2	1,123.6
	2019F	624.8	160.7	-	-	66,365.0	36,615.0	932.3	1,344.8
OP	2016	33.3	15.3	6.6	7.7	15,756.3	8,954.9	56.4	137.2
(십억원)	2017F	57.7	17.8	-	-	16,402.6	9,217.6	185.5	152.6
	2018F	76.9	26.5	-	-	16,373.5	9,770.8	226.2	203.2
OP margin	2016	7.9	12.1	5.3	7.3	25.0	25.3	8.6	15.7
(%)	2017F	10.5	12.8	-	-	25.7	26.2	23.6	13.6
	2018F	12.3	16.5	-	-	24.7	26.7	24.3	15.1
NP	2016	6.4	2.5	4.4	4.9	10,271.6	5,932.6	138.7	106.2
(십억원)	2017F	30.5	15.1	-	-	11,955.5	6,922.6	175.7	133.1
	2018F	40.0	18.0	-	-	11,943.5	7,008.0	207.7	172.8
Sales Growth	2016	25.4	15.9	52.2	326.3	(2.3)	3.9	8.0	-
(% YoY)	2017F	30.6	9.4	-	-	1.2	(0.5)	19.6	28.4
	2018F	13.8	15.9	-	-	4.0	4.1	18.6	19.7
EPS Growth	2016	(66.6)	(41.9)	309.4	(298.2)	(1.9)	30.8	(0.9)	-
(% YoY)	2017F	368.5	474.8	-	-	19.4	14.0	25.6	-
	2018F	31.2	19.0	-	-	6.8	2.1	13.7	-
P/E	2016	95.8	141.1	69.7	19.6	17.3	12.2	29.1	30.1
(x)	2017F	27.5	20.3	-	-	14.4	11.8	24.0	25.6
	2018F	21.0	17.1	-	-	13.5	11.5	21.1	20.1
P/B	2016	3.9	1.6	2.3	1.3	3.6	2.5	2.5	2.8
(x)	2017F	4.5	1.3	-	-	3.4	2.1	2.3	2.6
	2018F	3.7	1.2	-	-	3.1	1.8	2.1	2.3
EV/EBITDA	2016	14.1	4.6	32.1	9.8	10.5	10.7	62.6	-
(x)	2017F	11.9	11.0	-	-	10.0	10.1	24.0	21.3
	2018F	10.0	8.2	-	-	10.1	9.6	20.5	16.2
ROE	2016	5.3	1.1	3.3	7.2	21.2	19.9	8.9	9.6
(%)	2017F	17.9	6.5	-	-	25.1	19.9	9.8	10.5
	2018F	20.1	7.2	-	-	23.0	17.8	10.6	12.4

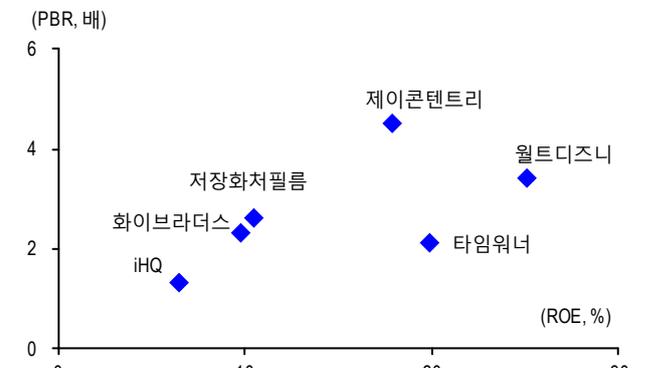
자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 2018년 예상 PBR과 ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	242.0	459.5	510.1	595.3	695.5
유동자산	81.4	289.8	338.3	419.4	515.2
현금및현금성자산	11.5	51.3	62.8	100.2	143.2
매출채권	37.0	54.9	79.4	110.7	146.7
재고자산	0.0	1.3	1.7	2.2	2.6
비유동자산	160.6	169.6	171.8	175.9	180.4
유형자산	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
무형자산	123.9	127.5	128.7	131.4	134.7
투자자산	2.3	3.8	4.9	6.4	7.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.9	91.0	92.9	94.1	95.2
유동부채	84.5	90.7	92.5	93.6	94.6
단기차입금	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0
유동성장기부채	0.0	10.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	21.4	0.3	0.4	0.5	0.6
사채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	417.2	501.3	600.3
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
기타자본	2.0	2.7	2.7	2.7	2.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.1	80.9	165.0	264.0
지배주주지분	136.1	368.4	417.2	501.3	600.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	28.1	10.0	10.0	10.0	10.0
*순차입금(순현금)	16.4	(182.2)	(201.3)	(245.9)	(296.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	(12.4)	(7.2)	88.5	118.4	127.5
당기순이익	8.1	23.8	48.8	84.1	99.0
유형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
무형자산상각비	22.0	41.0	67.1	69.8	73.1
외화환산손실(이익)	0.3	0.8	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(46.1)	(72.9)	(27.5)	(35.3)	(44.1)
(법인세납부)	(1.7)	(10.4)	(15.2)	(25.8)	(30.4)
기타	4.8	10.2	15.0	25.3	29.6
투자활동으로인한현금흐름	(69.5)	(141.0)	(76.1)	(80.1)	(83.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.1)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.2)	(68.3)	(72.4)	(76.4)
투자자산의감소(증가)	(0.3)	0.0	(1.1)	(1.5)	(1.1)
기타	(68.0)	(140.8)	(6.4)	(6.0)	(5.9)
FCF	N/A	43.6	89.8	120.8	129.3
재무활동으로인한현금흐름	93.5	188.1	(0.9)	(0.9)	(0.9)
차입금의 증가(감소)	27.2	(18.1)	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	66.3	206.2	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	(0.1)	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	11.5	39.8	11.5	37.3	43.1
기초현금	0.0	11.5	51.3	62.9	100.2
기말현금	11.5	51.3	62.9	100.2	143.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	154.4	286.8	366.7	482.5	567.0
증가율 (%)	N/A	85.7	27.9	31.6	17.5
매출원가	132.8	239.7	285.7	353.0	416.2
매출총이익	21.6	47.1	81.0	129.6	150.8
매출총이익률 (%)	14.0	16.4	22.1	26.9	26.6
판매관리비	5.0	14.2	14.9	16.5	19.4
영업이익	16.6	33.0	66.1	113.1	131.4
증가율 (%)	N/A	98.3	100.4	71.1	16.2
영업이익률 (%)	10.8	11.5	18.0	23.4	23.2
영업외손익	(6.1)	(2.7)	(2.1)	(3.1)	(2.0)
금융손익	(1.1)	(2.5)	(0.8)	(0.2)	0.1
기타영업외손익	(5.0)	(0.2)	(1.2)	(3.0)	(2.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.5	30.3	64.0	109.9	129.4
법인세비용	2.4	6.4	15.2	25.8	30.4
계속사업이익	8.1	23.8	48.8	84.1	99.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	23.8	48.8	84.1	99.0
증가율 (%)	N/A	192.9	104.6	72.4	17.7
순이익률 (%)	5.3	8.3	13.3	17.4	17.5
(지배주주)당기순이익	8.1	23.8	48.8	84.1	99.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	8.3	23.8	48.8	84.1	99.0
(지배주주)총포괄이익	8.3	23.8	48.8	84.1	99.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	38.8	74.3	133.5	183.1	204.8
증가율 (%)	N/A	91.4	79.7	37.2	11.8
EBITDA 이익률 (%)	25.1	25.9	36.4	37.9	36.1

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

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)	569	1,050	1,740	3,000	3,532
EPS (지배순이익, 원)	569	1,050	1,740	3,000	3,532
BPS (자본총계, 원)	6,176	13,141	14,881	17,881	21,412
BPS (지배지분, 원)	6,176	13,141	14,881	17,881	21,412
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	61.9	55.3	32.1	27.2
PER (지배순이익, 배)	0.0	61.9	55.3	32.1	27.2
PBR (자본총계, 배)	0.0	4.9	6.5	5.4	4.5
PBR (지배지분, 배)	0.0	4.9	6.5	5.4	4.5
EV/EBITDA (배)	0.4	22.1	18.7	13.4	11.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	25.1	25.9	36.4	37.9	36.1
영업이익률 (%)	10.8	11.5	18.0	23.4	23.2
순이익률 (%)	5.3	8.3	13.3	17.4	17.5
ROA (%)	3.4	6.8	10.1	15.2	15.3
ROE (지배순이익, %)	6.0	9.5	12.4	18.3	18.0
ROIC (%)	N/A	17.9	31.5	44.7	42.6
안정성					
부채비율 (%)	77.8	24.7	22.3	18.8	15.9
순차입금비율 (%)	12.1	(49.4)	(48.2)	(49.0)	(49.4)
현금비율 (%)	13.6	56.6	67.9	107.1	151.5
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	72.4	123.9	144.1
활동성					
순운전자본회전을 (회)	(23.5)	55.2	11.9	7.8	5.6
재고자산회수기간 (일)	0.8	1.5	1.4	1.4	1.5
매출채권회수기간 (일)	87.4	58.5	66.8	71.9	82.9

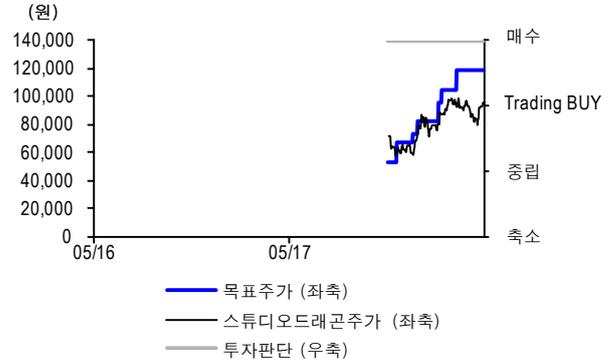
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

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 사체에 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
2017년 11월 23일	매수	53,000	20.8	35.5
2017년 12월 10일	매수	67,000	(6.9)	(1.8)
2018년 01월 09일	매수	73,000	(6.2)	1.9
2018년 01월 18일	매수	82,000	(3.3)	6.1
2018년 02월 26일	매수	95,000	(7.5)	(6.7)
2018년 03월 04일	매수	104,000	(9.9)	(5.3)
2018년 04월 01일	매수	118,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

투자 등급	비중	비중확대	비중축소
매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	93.18%	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	4.55%	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	
중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	2.27%		
축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	0%		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2018년 05월 18일 기준)

매수 (매수)	93.18%	Trading BUY (중립)	4.55%	중립 (중립)	2.27%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----