

Buy

스튜디오드래곤

253450

목표주가(신규) 150,000원 현재주가(09/28) 115,500원 Up/Downside +29.9% 투자 의견(신규) Buy

2018. 10. 01

넘.사.벽

투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시: 스튜디오드래곤 투자 포인트는 1) 종편과 케이블 채널 위주의 드라마 슬롯 확장으로 인한 편성 매출 증가, 2) 도깨비, 별에서 온 그대, 시그널 등 히트작 전문 작가와 연출진의 소속으로 인해 해외 판권 가격 상승에 유리, 3) 넷플릭스, 디즈니 등 글로벌 미디어 업체의 오리지널 투자 확대 수혜를 1차적으로 받을 확률이 높다는 점에 있다. 19년 EBITDA 전망치인 1,746억원에 Target EV/EBITDA 23.8배(17년 수치와 글로벌 peer 평균 값)를 적용하여 적정 시가 총액 4.2조원을 산출, 이에 따라 목표주가 150,000원을 제시한다.

가장 잘 준비된 자: CJ ENM 채널인 M과 OCN의 드라마 슬롯 증가로(17년 초 4개 → 18년 7개)인한 동사의 드라마 라인업 확대가 전망된다. Olive tv에서도 11월부터 드라마가 방영될 예정인바, 추가적인 슬롯 확장 추세도 긍정적이다. 보수적으로 중국 시장 재개시를 반영하지 않아도 이익 성장은 이어질 것으로 전망된다. 매년 보유 IP의 증가로 (15년 15편, 16년 18편, 17년 23편, 18년 25편 예상) 넷플릭스를 비롯해 동남아와 일본향 해외 판매액 또한 증가할 수 밖에 없기 때문이다.

18년 매출액 3,961억원(+38.1%YoY), 영업이익 612억원(+85.6%YoY) 예상: 드라마 슬롯 확장과 넷플릭스 판권 판매, 하반기 인기 드라마의 랠리에 힘입은 vod 수익 증가로 전년대비 매출액 38.1%, OP 85.6% 큰 폭의 성장이 예상된다. 판매 매출을 견인할 요인은 역시 해외 판권인데, 미스터 션사의 넷플릭스 향 판권 계약을 보수적으로 가정해도 280억원으로 추정되기 때문이다. 하반기 방영이 예정된 드라마 중 남자친구, 알함브라 궁전의 추억 등이 한류 스타가 주인공인 점과 히트작들을 탄생시켰던 연출진의 제작진 점을 미루어 4분기 해외매출 또한 전년대비 1.5배 이상의 매출 성장이 가능할 것으로 예상된다. 19년에도 텐트폴 작품과 라인업 확장이 예상되며, 이에 따른 동사의 이익 성장세는 끝이 보이지 않는다. 지금이라도 올라타자. BUY!

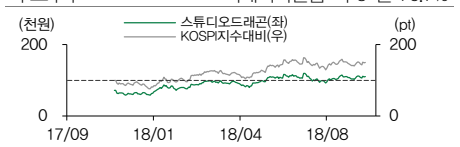
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	396	552	614
(증가율)	NA	85.7	38.1	39.3	11.3
영업이익	17	33	61	96	116
(증가율)	NA	98.3	85.6	57.4	20.3
지배주주순이익	8	24	50	75	91
EPS	569	1,050	1,777	2,690	3,255
PER (H/L)	NA/NA	77.4/52.7	64.1	42.3	35.0
PBR (H/L)	NA/NA	6.2/4.2	7.6	6.5	5.5
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	24.6/19.4	25.1	16.8	14.0
영업이익률	10.8	11.5	15.5	17.5	18.9
ROE	6.0	9.5	12.7	16.5	16.9

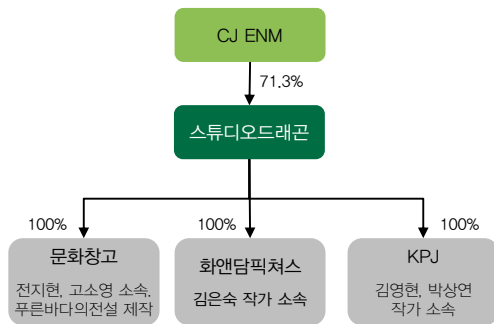
Stock Data

52주 최저/최고	57,800/119,800원
KOSDAQ /KOSPI	822/2,343pt
시가총액	32,383억원
60일-평균거래량	202,436
외국인지분율	2.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	씨제이이엔엑스 외 3인 75.7%



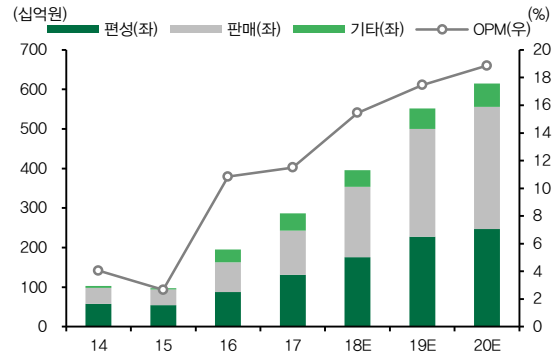
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.5	3.1	0.0
상대기준	2.4	1.6	0.0

도표 68. 스튜디오드래곤 지분 구조



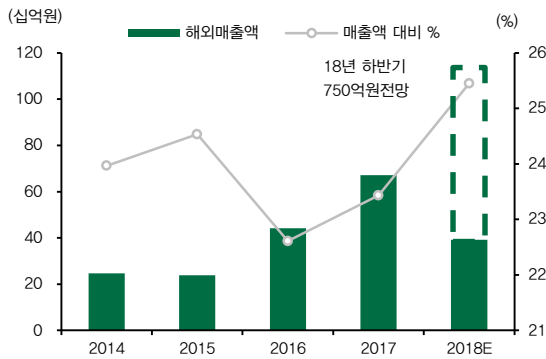
자료: 전자공시, DB금융투자
주: 18년 반기보고서 기준

도표 69. 스튜디오드래곤 매출과 영업이익률 추이와 전망



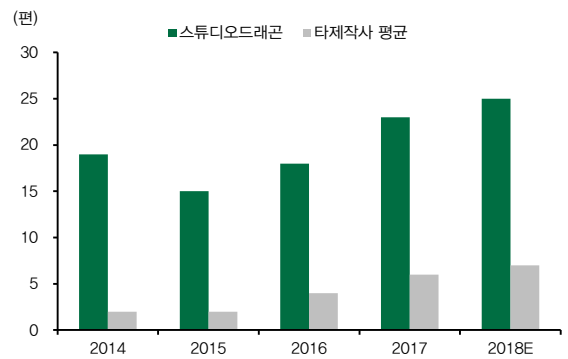
자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 70. 스튜디오드래곤 해외 매출 증가 전망



자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 71. 연간 드라마 제작 편수 비교



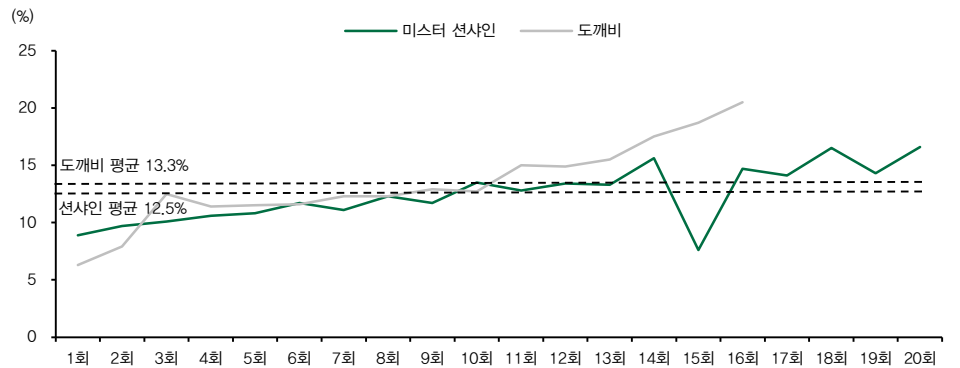
자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 72. 스튜디오드래곤 소속 주요 작가와 연출진; 넘사벽 군단이 대거 포진

크리에이터	분야	대표작
김은숙	작가	미스터션사인, 태양의 후예, 도깨비, 시크릿가든, 프라하의 연인, 파리의 연인
박지은	작가	별에서 온 그대, 푸른바다의 전설, 내조의 여왕
김형현/박상연	작가	육룡이 나르샤, 선덕여왕, 대장금
홍정은/홍미란	작가	화유기, 주군의 태양, 최고의 사랑, 내 여자친구는 구미호
김원석	연출	미생, 시그널, 성균관 스캔들
이응복	연출	미스터션사인, 태양의 후예, 도깨비
김철규	연출	공감가는 길, 시카고 타자기
이윤정	연출	커피프린스 1호점, 치즈인더트랩

자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자

도표 73. 최고 시청률을 자랑했던 도깨비 시청률만큼의 성적을 보여주는 '미스터 션샤인'



자료: AGB닐슨, DB금융투자

주: 미스터션샤인은 20회까치의 평균 시청률

도표 74. 18년 4분기 방영 예정된 드라마 라인업

드라마	방영 시기	주연	줄거리	채널	흥행 예상
하늘에서 내리는 1억개의 별	10월3일	서인국, 정소민	괴물이라 불린 위험한 남자 무영과 그와 같은 상처를 가진 여자 진강, 그리고 무영에 맞서는 그녀의 오빠 진국의 미스터리 멜로	tvN	★★
나인룸	10월6일	김희선, 김영광	사형수 장화사와 운명이 바뀐 변호사 을지혜이, 운명의 열쇠를 쥔 기유진의 복수극	tvN	★★★★
계룡선녀전	18년11월	문채원, 윤현민	바리스타가 된 선녀 선옥남이 '정이현과 김금' 두 남자를 만나면서 벌어지는 이야기	tvN	★★★★
남자친구	18년11월	송해교, 박보검	재벌가 며느리와 순수 청년의 로맨스 드라마	tvN	★★★★★
알함브라 궁전의 추억	18년11월	현빈, 박신혜	회사 대표인 남자주인공이 비즈니스로 스페인에 갔다가 기타리스트였던 여주인공이 운영하는 싸구려 호텔에 묵으며 두 사람이 기묘한 사건에 휘말리며 펼쳐지는 이야기	tvN	★★★★★
아스달 연대기	19년 초	송중기, 정동건, 김지원	상고시대의 문명과 국가의 이야기를 다룬 고대 인류사 판타지 드라마	tvN	★★★★★

자료: 스튜디오드래곤, 드라마공식홈페이지, DB금융투자

주: OCN 방영 예정 드라마; 플레이어, 신의 퀴즈, 프라스트

도표 75. 스튜디오드래곤 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75	62	77	72	80	74	125	117	287	396	552
편성	26	24	42	39	41	34	49	52	131	176	228
판매	36	26	23	26	32	29	64	53	112	178	272
기타	13	12	12	7	7	11	12	12	44	42	52
매출원가	59	50	67	64	66	64	93	97	240	319	436
제작비	49	42	60	58	59	56	81	87	210	284	380
판매수수료	5	4	3	4	5	4	8	6	17	23	41
기타	4	3	4	2	2	3	4	4	13	13	16
매출총이익	17	12	11	7	14	11	32	21	47	77	115
판관비	3	3	4	4	3	3	5	5	14	16	19
영업이익	14	9	7	3	11	7	27	16	33	61	96
세전이익	13	9	6	2	10	11	28	16	30	64	96
순이익	13	3	6	2	7	9	21	12	24	50	75
YoY											
매출액					6.1	19.6	61.1	62.9	46.7	38.1	39.3
영업이익					-23.5	-17.6	313.0	353.8	55.6	85.6	57.4
순이익					-48.7	217.4	266.4	498.9	87.9	103.2	50.3

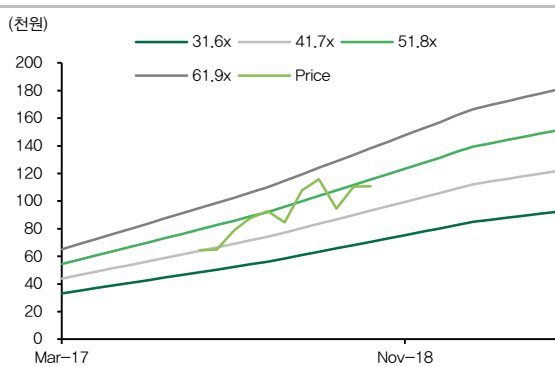
자료: DB금융투자

도표 76. 스튜디오드래곤 목표주가 산출

구분	내용	비고
현재주가(원)	115,500	9/28 종가 기준
발행주식수 (주)	28,037,240	
시가 총액 (십억원)	3,238	
2019E EBITDA (십억원)	175	17년 EV/EBITDA와 글로벌 Peer 17년 평균
Target EV/EBITDA (배)	23.8	
기업가치 (십억원)	4,190	
순차입금 (십억원)	-33	
적정 시가총액 (십억원)	4,222	
목표주가(원)	150,000	
Upside potential (%)	29.9	

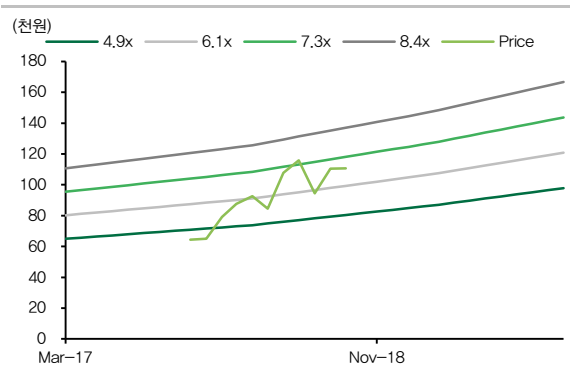
자료: DB금융투자

도표 77. 스튜디오드래곤 P/E Band(12M Fwd)



자료: Datalguide, DB금융투자

도표 78. 스튜디오드래곤 P/B Band(12M Fwd)



자료: Datalguide, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	290	313	396	489
현금및현금성자산	12	51	24	113	166
매출채권및기타채권	39	55	85	55	61
재고자산	0	1	2	2	2
비유동자산	161	170	200	202	204
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	158	160	161
투자자산	2	4	4	4	4
자산총계	242	459	514	599	693
유동부채	84	91	95	105	108
매입채무및기타채무	20	34	38	48	51
단기차입금및단기차대	8	0	0	0	0
유동성장기부채	0	10	10	10	10
비유동부채	21	0	0	0	0
사채및장기차입금	20	0	0	0	0
부채총계	106	91	95	105	108
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	82	157	249
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	418	494	585

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-12	-7	66	174	149
당기순이익	8	24	50	75	91
현금유출이없는비용및수익	27	46	71	99	114
유형및무형자산상각비	22	41	60	78	89
영업관련자산부채변동	-46	-73	-40	21	-30
매출채권및기타채권의감소	-27	-14	-30	30	-6
재고자산의감소	0	-2	0	0	-1
매입채무및기타채무의증가	11	9	4	10	3
투자활동현금흐름	-70	-141	-92	-85	-95
CAPEX	-1	0	0	0	-1
투자자산의순증	-2	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	93	188	-1	-1	-1
사채및장기금의 증가	28	-18	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	126	208	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	12	40	-27	88	53
기초현금	0	12	51	24	113
기말현금	12	51	24	113	166

자료: 스튜디오드래곤, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	396	552	614
매출원가	133	240	319	436	476
매출총이익	22	47	77	115	139
판매비	5	14	16	19	23
영업이익	17	33	61	96	116
EBITDA	39	74	121	175	205
영업외손익	-6	-3	3	0	1
금융손익	-1	-3	3	0	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	0	0	0
세전이익	10	30	64	96	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	24	50	75	91
지배주주지분순이익	8	24	50	75	91
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	24	50	75	91
증감률(%YoY)					
매출액	NA	85.7	38.1	39.3	11.3
영업이익	NA	98.3	85.6	57.4	20.3
EPS	NA	84.5	69.2	51.4	21.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	569	1,050	1,777	2,690	3,255
BPS	6,176	13,141	14,918	17,608	20,863
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	61.9	64.1	42.3	35.0
P/B	NA	4.9	7.6	6.5	5.5
EV/EBITDA	NA	22.1	25.1	16.8	14.0
수익성(%)					
영업이익률	10.8	11.5	15.5	17.5	18.9
EBITDA마진	25.1	25.9	30.5	31.6	33.4
순이익률	5.3	8.3	12.6	13.7	14.9
ROE	6.0	9.5	12.7	16.5	16.9
ROA	3.4	6.8	10.2	13.6	14.1
ROIC	8.5	15.6	22.1	31.0	36.3
안정성및기타					
부채비율(%)	77.8	24.7	22.8	21.3	18.4
이자보상배율(배)	19.5	19.0	67.1	105.6	127.0
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

스튜디오드래곤 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/04	Buy	230,000	-27.2	-14.6					
17/03/06	Buy	270,000	-26.5	-19.2					
17/11/16	Buy	290,000	-22.0	-12.1					
18/02/08	Buy	280,000	-16.7	2.3					
18/10/01	Buy	320,000	-	-					