

Industry Brief
2019. 1. 4

스튜디오드래곤 253450

매력적인 주가 구간 돌입

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

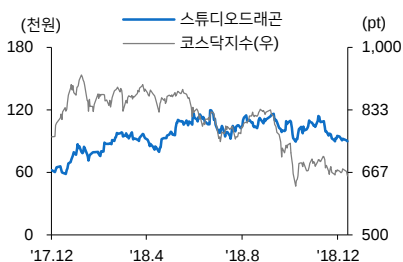
Buy

적정주가 (12개월) **130,000 원**
 현재주가 (1.3) **89,900 원**
 상승여력 **44.6%**

KOSDAQ	657.02pt
시가총액	25,218억원
발행주식수	2,805만주
유동주식비율	25.24%
외국인비중	2.67%
52주 최고/최저가	119,800원/58,400원
평균거래대금	173.6억원
주요주주(%)	
씨제이이엔엠 외 3 인	74.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.5	-20.5	41.8
상대주가	-10.9	-3.7	77.5

주가그래프



- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 하회할 것
- ✓ 텐트폴 두 작품의 방영 시기로 인해 판권 매출이 절반만 반영되기 때문
- ✓ 기존 사업구조에 따른 내년 영업이익 807억원 추정
- ✓ 중국 向 매출 포함 시 영업이익은 1,200억원까지 가능할 전망. 이는 콘텐츠 한한령 해제를 고려하지 않은 수치. 동시 방영 가능 시 업사이드 이보다 커

4분기 영업이익은 122 억원으로 시장 기대치 하회 예상

스튜디오드래곤의 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 1,120억원(+56% YoY)과 122억원(+253% YoY)으로 향후 시장 눈높이가 낮아질 것으로 전망한다. 텐트폴인 '알함브라 궁전의 추억'과 '남자친구'의 방영이 4분기 절반만 이루어지면서 해외 판권 또한 절반 분량만이 인식될 전망이다. 감가상각 금액은 3분기 대비 70억원이 감소한 168억원으로 전망한다.

중국에 대한 가시적 성과가 확인될 2019년

3분기까지 분기당 제작 드라마는 4~5개에 불과했으나 CJ ENM 드라마 슬롯 확대로 4분기 이후 이 수는 8개까지 증가했다. 4분기 증가된 부분이 2019년 온기로 반영되며 기존 사업구조만으로도 영업이익은 807억원이 기대된다.

동사는 3분기 컨퍼런스를 통해 중국 사업 전략을 밝혔다. 1) '알함브라 궁전의 추억'을 시작으로 중국 向 판권 판매를 본격화할 것과 2) 동사 IP를 활용해 중국 제작사와 중국 드라마를 제작한다는 것이 골자였다.

제이콘텐츠리의 '18~19년 중국 매출을 150억원으로 추정하는데, 작품의 수 및 제작비 규모를 고려했을 때 동사의 2019년 중국 판권은 300억원으로 전망한다. 비용 정산이 끝났기 때문에 GPM 80%를 가정, 240억원의 이익이 예상된다. 또한 중국 제작사와의 중국 드라마 제작은 현지의 드라마 제작비 300~700억원의 중간값인 500억원에 GPM 15% (넷플릭스 오리지널 드라마 기준)를 적용, 작품당 약 80억원의 이익이 예상된다. 동사가 밝힌 바에 따르면 상반기 1개~2개 작품이 크랭크인한다. 두 작품이 모두 2019년 delivery될 경우 이에 따른 이익은 160억원으로 전망한다. 두 부문은 콘텐츠 한한령 해제와 관계없이 동사가 달성할 수 있는 수치다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	286.8	33.0	23.9	1,050	84.5	13,141	61.9	4.9	22.1	9.5	24.7
2018E	389.9	51.7	39.6	1,411	34.4	14,545	65.5	6.4	20.0	10.2	27.0
2019E	506.3	80.7	62.0	2,210	56.6	16,755	40.7	5.4	13.6	14.1	30.4
2020E	635.1	85.7	66.1	2,355	6.6	19,111	38.2	4.7	11.9	13.1	33.5
2021E	688.0	89.3	69.0	2,461	4.5	21,571	36.5	4.2	10.4	12.1	32.1

표29 스튜디오드래곤 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	112.0	71.9	55.8	123.7	-9.5	106.4	5.3
영업이익	12.2	3.5	252.6	21.5	-43.0	16.6	-26.4
세전이익	9.6	N/A	N/A	20.9	-54.1	16.4	-41.4
지배순이익	1.9	N/A	N/A	17.3	-89.0	14.3	-86.7

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

표30 CJ ENM 드라마 슬롯 꾸준히 증가 중

정기 드라마 슬롯	tvN 3개 OCN 2개	월화/수목/토일 월화/토일
2018년 추가된 슬롯	OCN 9월부터 수목 슬롯 tvN 9월부터 금 슬롯	←제작 편수 추정 상향 근거

자료: 언론 자료 참고하여 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표31 2018~2019 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	화유기	17.12.23~18.2.25	20부	홍정은, 홍미란	박홍균	이승기, 오연서, 차승원	SD, JS픽처스
	마더	1.24~3.15	16부	정서경	김철규	이보영	SD
	크로스	1.29~3.20	16부	최민석	신용휘	고경표, 조재현, 전소민	SD, 로고스필름
	라이브	3.3~5.6	18부	노희경	김규태	정유미, 이광수	지티스트, SD
	나의 아저씨	3.21~5.10	16부	박해영	박해영	이선균, 아이유	SD, 초록뱀미디어
	무법 변호사	5.12~ 7.1	16부	윤현호	김진민	이준기, 서예지	SD, 로고스 필름
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	5.21 ~ 7.10	16부	추혜미	김형식	이상윤, 이성경	SD, 스토리티브이
	김비서가 왜 그럴까	6.6~7.26	16부	정은영	박준화	박서준, 박민영	본팩토리, SD
	미스터 션사인	7.7~9.30	24부	김은숙	이웅복	이병헌, 김태리	화앤답픽처스(SD)
	아는 와이프	8.1~9.27	16부	양희승	이상엽	지성, 한지민	SD, 초록뱀미디어
	백일의 낭군님	9.10~10.30	16부	노지설	이종재	도경수(엑소), 남지현	SD, 에이스토리
	하늘에서 내리는 1억개의 별	10.3~11.22	16부	송혜진	유제원	서인국, 정소민	SD
	나인룸	10.6~11.25	16부	정성희	지영수	김희선, 김해숙	김종학프로덕션, SD
	계룡선녀전	11.5~12.25	16부	유경선	김윤철	문채원, 윤현민	SD, JS픽처스
	남자친구	11.28~	16부	유영아	박신우	송혜교, 박보검	본팩토리, SD
	알함브라 궁전의 추억	12.1~	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜	SD, 초록뱀미디어
	왕이 된 남자	19.1.7~	16부	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	진심이 닿다	19.1.30~	16부	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유인나	SD, 메가몬스터, 콘텐츠 지움
	로맨스는 별책부록	19.1.26~	16부	정현정	이정호	이종석, 이나영	SD, 글앤그림미디어
	자백	19.3~		임희철	김철규	준호, 유재명	
	그녀의 사생활	19.4~			홍종찬	박민영	SD, 본팩토리
	아스달 연대기	1H19		김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	SD, KPJ
	사이코메트리 그녀석	1H19		양진아	김병수	진영, 신예은	SD, 제이에스픽처스
	어비스	1H19		문수연		박보영	SD, 네오엔터테인먼트
	악마가 너의 이름을 부를 때	1H19		노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	
	지정생존자	1H19	16부		유종선	지진희, 배종옥, 강한나	
	소원을 말해봐	연중	16부	백미경	김상호		
OCN	나쁜 녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16부	한동화, 황준혁	한정훈	박중훈, 주진모	SD, 열반웍스미디어
	작은 신의 아이들	2.24~4.22	16부	한우리	한우리	강지환, 김옥빈	SD, KPJ
	미스트리스	4.28~6.3	12부	한지승	고정운, 김진욱	한가인, 구재이	SD, 초록뱀미디어
	라이프 온 마스	6.9~ 8.5	16부	이대일	이정호	정경호, 박성웅	SD, 프로덕션h
	보이스2	8.11~9.23	16부	마진원	이승영	이진욱, 이하나	콘텐츠K, SD
	플레이어	9.29~11.18	16부	신재형	고재현	송승헌, 정수정, 이시연	SD, 아이윌미디어
	손 The guest	9.12~11.1	16부	권소라, 서재원	김홍선	김동욱	SD
	신의 퀴즈 5	11.14 ~		강은선	김종혁	류덕한, 윤주희	SD
	프리스트	11.24 ~		문만세	김종현	연우진, 정유미	SD
Netflix	빙의	19.2.13~		박희강	최도훈	송새벽, 고준희	SD, 데이드림엔터
	킹덤	19.1.25	6부	김은희	김성훈	주지훈, 배우나	SD, 에이스토리
Ex-library	좋아하면 울리는	1H19		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	애간장	1.8~2.6	10부	박가연	민연홍	이정신, 서지훈, 이열음	SBS플러스
	쇼트	2.12~2.20	4부	김영민	김정애	강태오, 여희현, 김도연	GnG프로덕션, COPUS
	그남자 오수	3.5~4.24	16부	정유선	남기훈	이종현, 김소은	IMTV, Drama fever
	시를 읽은 그대에게	3.26~5.15	16부	한상재	명수현 등	이유비, 이준기	tvN
	식사를 합시다3: 비긴즈	7.16~9.4	16부	임수미	최규식, 정형건	윤두준, 백진희	셀트리온엔터, tvN
	빅포레스트	9.7~11.9	16부	곽경윤 등	박수원	신동엽, 정상훈	tvN
	톱스타 유백이	11.16~	16부	이소정, 이시은	유학찬	김지석, 전소민	N/A

주: SD-스튜디오드래곤. Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표32 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	112.0	286.8	389.9	506.3
(% YoY)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	19.7%	59.6%	55.8%	46.7%	35.9%	29.9%
드라마 부문	70.7	52.4	68.8	70.2	79.2	68.0	119.0	103.9	262.0	370.1	484.6
1. 작품 방영 매출액	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	55.6	131.2	179.3	200.7
작품당 편성매출	4.5	4.2	5.6	5.6	6.0	6.2	8.9	5.6	5.6	7.3	6.8
작품 수 (편)	4.5	5.3	6.3	5.0	5.5	5.4	5.5	8.1	21.0	24.5	29.5
E&M 필요 작품 수 (편)									15.0	33.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)									4.0	6.5	6.5
2. PPL	7.8	1.9	3.7	5.5	6.4	5.1	6.7	6.3	19.0	24.5	22.5
작품당 PPL	1.7	0.4	0.5	0.6	0.9	0.9	1.2	0.8	0.8	1.0	0.8
3. VOD 매출	13.9	10.2	10.2	10.3	9.4	12.3	17.2	13.1	44.6	52.1	64.6
작품당 VOD	3.1	1.9	1.6	2.1	1.7	2.3	2.6	1.6	2.1	2.1	2.2
4. 해외판권	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	16.5	46.2	28.9	67.2	114.2	146.8
작품당 해외판권	5.0	3.1	2.1	3.1	4.1	3.1	8.4	3.5	3.2	4.7	5.0
└중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	30.0
작품당					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	15.0
작품수 (편)					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	2.0
엔터테인먼트 부문	4.7	9.7	8.7	1.6	0.7	6.3	4.7	8.0	24.7	19.8	21.8
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	91.0	239.7	324.1	411.1
매출원가율(%)	77.8%	80.4%	86.1%	89.6%	82.9%	85.7%	80.0%	81.3%	83.1%	81.2%	83.8%
제작비	35.2	15.6	45.5	53.4	44.6	33.3	55.6	61.9	149.7	195.4	248.7
작품당 제작비	7.8	3.0	6.7	8.6	7.2	6.2	10.1	7.6	6.4	8.3	7.6
CJ E&M 수수료	4.9	14.8	3.6	-6.5	6.1	9.4	9.5	0.0	16.9	24.9	31.7
감가상각	9.9	10.7	9.6	10.8	12.4	13.1	24.0	16.8	41.0	66.3	84.1
기타	1.1	0.8	0.7	0.8	1.1	0.8	2.3	1.4	3.4	5.7	8.8
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	4.5	14.1	14.1	14.6
판관비율(%)	3.7%	5.3%	5.2%	5.6%	3.7%	4.4%	2.7%	4.0%	4.9%	3.6%	2.9%
매니지먼트 수수료	0.3	0.5	0.7	0.8	0.4	0.4	0.3	1.2	2.3	2.3	2.5
드라마 관련 판관비	2.5	2.8	3.3	3.2	2.6	2.9	2.9	3.4	11.8	11.8	12.1
Profitability											
EBITDA	23.9	19.6	16.2	14.3	23.1	20.5	45.5	29.0	74.0	118.0	164.8
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	12.2	33.0	51.7	80.7
드라마 부문	13.6	8.1	6.0	4.5	10.9	7.1	21.2	12.4	32.2	51.4	80.3
엔터테인먼트부문	0.4	0.8	0.6	-1.1	-0.3	0.3	0.3	-0.2	0.9	0.3	0.4
영업이익률(%)	18.5%	14.3%	8.6%	4.8%	13.3%	9.9%	17.4%	10.9%	11.5%	13.3%	15.9%
드라마 부문(%)	19.2%	15.5%	8.8%	6.4%	13.8%	10.4%	17.8%	11.9%	12.3%	13.9%	16.6%
엔터테인먼트부문(%)	8.8%	8.0%	7.1%	-63.8%	-35.0%	4.0%	6.8%	-2.4%	3.8%	1.5%	1.6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표33 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정: 중국 사업 성과 반영 전

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	97.4	195.5	286.8	389.9	506.3	635.1
(% YoY)	0.0	100.7	46.7	35.9	29.9	25.4
드라마 부문	97.4	195.5	262.0	370.1	484.6	611.1
1. 작품 방영 매출액	54.8	87.8	131.2	179.3	200.7	254.8
작품당 편성매출	3.4	4.6	5.6	7.3	6.8	7.0
작품 수 (편)	16.0	19.0	21.0	24.5	29.5	33.5
E&M 필요 작품 수 (편)		6.0	15.0	33.0	39.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)		1.0	4.0	6.5	6.5	6.5
2. PPL	3.6	32.3	19.0	24.5	22.5	39.5
작품당 PPL	0.2	1.7	0.8	1.0	0.8	1.0
3. VOD 매출	15.1	31.2	44.6	52.1	64.6	75.5
작품당 VOD	0.9	1.6	2.1	2.1	2.2	2.3
4. 해외판권	23.9	44.2	67.2	114.2	146.8	161.3
작품당 해외판권	1.5	2.3	3.2	4.7	5.0	4.8
└중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌				0.0	30.0	60.0
작품당				0.0	15.0	15.0
작품수 (편)				0.0	2.0	4.0
엔터테인먼트 부문	0.0	16.8	24.7	19.8	21.8	23.9
매출원가	91.1	168.4	239.7	324.1	411.1	532.0
% of sales	93.5	86.1	83.1	81.2	83.8	84.3
제작비	58.4	120.1	149.7	195.4	248.7	345.3
작품당 제작비	3.7	6.3	6.4	8.3	7.6	8.0
CJ E&M 수수료	0.0	11.3	16.9	24.9	31.7	35.5
감가상각	0.0	22.0	41.0	66.3	84.1	97.1
기타	0.0	2.2	3.4	5.7	8.8	9.7
판관비	3.8	5.9	14.1	14.1	14.6	17.3
% of sales	3.9	3.0	4.9	3.6	2.9	2.7
매니지먼트 수수료	0.0	0.5	2.3	2.3	2.5	2.7
드라마 관련 판관비	0.0	5.4	11.8	11.8	12.1	14.7
Profitability						
EBITDA		43.2	74.0	118.0	164.8	182.9
영업이익	2.6	21.2	33.0	51.7	80.7	85.7
드라마 부문	2.6	21.2	32.2	51.4	80.3	85.3
엔터테인먼트부문	0.0	1.2	0.9	0.3	0.4	0.4
영업이익률 (%)	2.7	10.8	11.5	13.3	15.9	13.5
드라마 부문	2.7	10.8	12.3	13.9	16.6	14.0
엔터테인먼트부문	0.0	0.0	3.8	1.5	1.6	1.8

주: 2015~2016년 데이터는 스튜디오드래곤이 컨설팅 업체를 통해 받은 추정 재무제표 기준으로 작성된 당사 추정치
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	389.9	506.3	635.1	688.0
매출액증가율 (%)	85.7	35.9	29.9	25.4	8.3
매출원가	239.7	324.1	411.1	532.0	580.0
매출총이익	47.1	65.8	95.2	103.1	108.0
판매관리비	14.2	14.1	14.6	17.3	18.8
영업이익	33.0	51.7	80.7	85.7	89.3
영업이익률	11.5	13.3	15.9	13.5	13.0
금융손익	-2.5	0.7	1.4	1.8	2.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	30.3	52.4	82.1	87.5	91.4
법인세비용	6.4	12.8	20.1	21.4	22.4
당기순이익	23.9	39.6	62.0	66.1	69.0
지배주주지분 순이익	23.9	39.6	62.0	66.1	69.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	99.4	138.1	154.1	178.4
당기순이익(손실)	23.9	39.6	62.0	66.1	69.0
유형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	66.3	84.2	97.1	114.4
운전자본의 증감	-72.9	-6.0	-6.8	-7.5	-3.1
투자활동 현금흐름	-141.0	-105.0	-140.7	-157.4	-140.2
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	-1.4	-1.5	-1.7	-0.7
재무활동 현금흐름	188.1	-10.5	0.0	0.0	0.0
차입금의 증감	-18.1	-10.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	207.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	-16.0	-2.6	-3.3	38.1
기초현금	11.5	51.3	35.3	32.7	29.5
기말현금	51.3	35.3	32.7	29.5	67.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	359.5	453.8	557.6	639.8
현금및현금성자산	51.3	35.3	32.7	29.5	67.6
매출채권	54.9	74.7	97.0	121.6	131.8
재고자산	1.3	1.8	2.3	2.9	3.1
비유동자산	169.6	158.6	159.2	157.8	159.6
유형자산	1.1	0.8	0.6	0.5	0.3
무형자산	127.5	115.4	114.7	111.8	113.0
투자자산	3.8	5.2	6.7	8.4	9.1
자산총계	459.5	518.1	613.0	715.5	799.5
유동부채	90.7	109.7	142.5	178.7	193.6
매입채무	6.1	8.3	10.7	13.4	14.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	91.0	110.1	143.0	179.4	194.4
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6	319.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	32.1	71.7	133.7	199.7	268.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	408.0	470.0	536.1	605.1

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,904	18,049	22,639	24,527
EPS(지배주주)	1,050	1,411	2,210	2,355	2,461
CFPS	3,068	4,218	5,883	6,525	7,267
EBITDAPS	3,271	4,218	5,883	6,525	7,267
BPS	13,141	14,545	16,755	19,111	21,571
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	65.5	40.7	38.2	36.5
PCR	21.2	21.9	15.3	13.8	12.4
PSR	5.1	6.6	5.0	4.0	3.7
PBR	4.9	6.4	5.4	4.7	4.2
EBITDA	74.3	118.3	165.0	183.0	203.9
EV/EBITDA	22.1	20.0	13.6	11.9	10.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	10.2	14.1	13.1	12.1
EBITDA 이익률	25.9	30.3	32.6	28.8	29.6
부채비율	24.7	27.0	30.4	33.5	32.1
금융비용부담률	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	19.0	113.3			
매출채권회전율(x)	6.2	6.0	5.9	5.8	5.4
재고자산회전율(x)	443.0	255.3	250.3	246.5	230.4