

# 스튜디오드래곤(253450) 아스달 연대기에 달린 명운

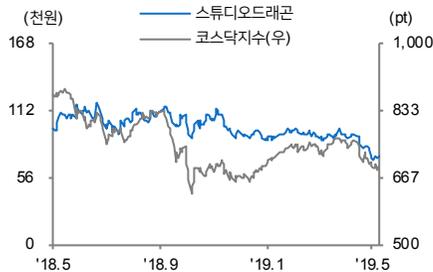
Analyst 이효진 02. 6454-4864  
hyojin.lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가(12개월)	95,000원
현재주가 (5월 31일)	73,800원
상승여력	28.7%
KOSDAQ	696.47pt
시가총액	20,702억원
발행주식수	2,805만주
유동주식비율	25.24%
외국인비중	3.00%
52주 최고/최저가	119,800원/71,100원
평균거래대금	129.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
씨제이엔엠 외 3인	74.35

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-19.6	-12.9
6개월	-31.9	-31.9
12개월	-31.5	-13.5

### 주가그래프



## 도약을 위해 움츠리는 2019년

- 편성매출 비중 하락에 의한 투자 위험 증가, 공급을 담당하는 제작사에 대한 RS 비율 제고로 드라마 투자사 프로젝트 마진 하락이 예상됨
- 특히 2019년은 텐트폴 시즌제의 첫 발을 내딛는 해. '아스달 연대기'는 2분기와 3분기에 방영될 예정인데 제작비 전체를 방영 회차에 맞춰 전체 상각할 예정. margin squeeze에 대한 우려가 더해지는 이유

## 대규모 제작비 말고 플러스 알파가 필요

- 2019년 지상파의 드라마 예산 편성 증가로 인해 예정된 대규모 제작비가 편성된 드라마 수는 2018년 3개에서 2019년 8개까지 크게 증가함. 대규모 제작비가 투입된다 하여 시청자의 이목을 끌기 어려운 이유
- 이에 대한 동사의 해법은 시즌제를 통해 성공적 평가를 받은 IP로부터의 이익 수취 기간을 늘리는 것
- 2018년 130억 이상을 벌여준 '미스터선샤인'이 2019년 '아스달 연대기'로 대체되며 이익 모멘텀 강하지 않지만 현 주가는 '아스달 연대기'에 대한 성공 가능성을 배척한 수준
- 적정주가를 기존 113,000원에서 95,000원으로 하향함. 넷플릭스 EV/EBITDA의 58%인 21배를 기존 적정주가 산정에 활용했는데, 국내 드라마 산업 내 넷플릭스 성장 스토리를 공유할 수 있는 투자대상이 증가하며 동사에 부여되던 프리미엄이 다소 희석되는 점을 감안하여 이를 20% 할인하여 활용(2H19~1H20 EV/EBITDA에 16배를 적용)한 데 따름. 다만 상승 여력 29%로 Buy 투자 의견은 유지함

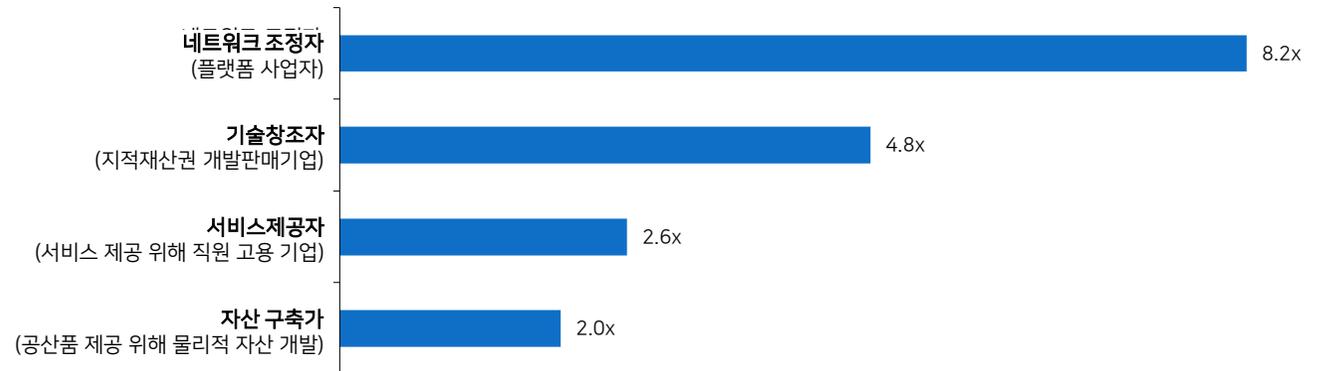
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	286.8	33.0	23.9	1,050	84.5	13,141	61.9	4.9	22.1	9.5	24.7
2018	379.6	39.9	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	6.5	21.2	9.3	27.7
2019E	482.3	47.6	42.2	1,506	17.8	15,811	49.0	4.7	11.6	10.0	43.0
2020E	556.9	65.7	57.4	2,047	35.9	17,858	36.1	4.1	10.8	12.2	46.3
2021E	629.5	75.3	66.2	2,361	15.3	20,219	31.3	3.7	9.2	12.4	48.1

## 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 95,000원

(십억원)	가치 및 적용 밸류에이션	비고
Fwd 12M EBITDA	164.6	(1) 3Q19~2Q20 EBITDA
적용 밸류에이션 (배)	16.2	(2) 기준이 되는 Netflix 차기 년도 EV/EBITDA의 58%를 (플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치) 활용한 점 기존과 동일하나, 프리미엄 희석 감안하여 20% 추가 할인
적정 시가총액	2,673	(1) * (2)
<b>적정주가 (원)</b>	<b>95,297</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 지적재산권 개발/판매기업에 적용된 시장 승수(multiplier)는 넷플릭스와 같은 플랫폼 사업자의 58% 수준



자료: Harvard Business Review 『What Airbnb, Uber, and Alibaba Have in Common』 (Barry Libert 외 2인) 자료를 메리츠증권증권 리서치센터 정리

# 스튜디오드래곤 실적 추정 내역

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 17  
엔터/레저\_ 새로운 이야기 혹은 주주 행동주의

## 스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>97.4</b>	<b>195.5</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>482.3</b>	<b>556.9</b>
(% YoY)		100.7	46.7	32.4	27.1	15.5
<b>드라마 부문</b>	<b>97.4</b>	<b>195.5</b>	<b>262.0</b>	<b>367.7</b>	<b>470.4</b>	<b>543.8</b>
<b>1. 작품 방영 매출액</b>	<b>54.8</b>	<b>87.8</b>	<b>131.2</b>	<b>178.1</b>	<b>203.3</b>	<b>223.8</b>
작품당 편성매출	3.4	4.6	5.6	6.7	7.0	7.2
작품 수 (편)	16.0	19.0	21.0	24.5	28.0	31.0
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
<b>2. PPL</b>	<b>3.6</b>	<b>32.3</b>	<b>19.0</b>	<b>27.5</b>	<b>34.6</b>	<b>39.1</b>
작품당 PPL	0.2	1.7	0.8	1.1	1.2	1.3
<b>3. VOD 매출</b>	<b>15.1</b>	<b>31.2</b>	<b>44.6</b>	<b>51.9</b>	<b>61.1</b>	<b>69.7</b>
작품당 VOD	0.9	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2
<b>4. 해외판권</b>	<b>23.9</b>	<b>44.2</b>	<b>67.2</b>	<b>110.2</b>	<b>141.4</b>	<b>166.3</b>
작품당 해외판권	1.5	2.3	3.2	4.5	5.0	5.4
- 중국			0.0	0.0	0.0	0.0
<b>5. 글로벌</b>				0.0	30.0	45.0
작품당				0.0	15.0	15.0
작품수 (편)				0.0	2.0	3.0
<b>엔터테인먼트 부문</b>		<b>16.8</b>	<b>24.7</b>	<b>11.9</b>	<b>11.9</b>	<b>13.1</b>
<b>매출원가</b>	<b>91.1</b>	<b>168.4</b>	<b>239.7</b>	<b>324.0</b>	<b>415.9</b>	<b>470.3</b>
<b>제작비</b>	<b>58.4</b>	<b>120.1</b>	<b>149.7</b>	<b>185.6</b>	<b>246.7</b>	<b>301.1</b>
작품당 제작비	3.7	6.3	6.4	7.6	8.2	8.5
CJ E&M 수수료		11.3	16.9	36.9	42.1	51.0
감가상각		22.0	41.0	74.9	113.6	103.0
기타		2.2	0.1	12.6	11.7	15.6
<b>판관비</b>	<b>3.8</b>	<b>5.9</b>	<b>14.1</b>	<b>15.7</b>	<b>18.8</b>	<b>20.9</b>
매니지먼트 수수료	0.0	0.5	2.3	2.4	2.5	2.6
드라마 관련 판관비	0.0	5.4	11.8	13.3	16.3	18.3
<b>EBITDA</b>		<b>43.2</b>	<b>74.0</b>	<b>114.8</b>	<b>161.2</b>	<b>168.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>2.6</b>	<b>21.2</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>47.6</b>	<b>65.7</b>
드라마 부문	2.6	21.2	32.2	40.7	48.5	66.6
엔터테인먼트부문	0.0	1.2	0.9	-0.8	-0.9	-0.9

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 2019년 라인업

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 17  
엔터/레저\_ 새로운 이야기 혹은 주주 행동주의

## 스튜디오드래곤 2019년 방영 및 방영 예정 드라마 라인업

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	남자친구	11.28-19.1.24	16부	유영아	박신우	송혜교, 박보검	본팩토리, SD
	알함브라 궁전의 추억	12.1-19.1.20	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜	SD, 초록박스미디어
	왕이 된 남자	1.7~3.4	16부	김선덕	김희원	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	정현정	이정효	이종석, 이나영	SD, 메가몬스터, 콘텐츠지음
	진심이 닿다	2.6~3.28	16부	이명숙	박준화	이동욱, 유인나	SD, 글앤그림미디어
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은	SD, JS픽쳐스
	자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규	준호, 유재명	SD, 에이스팩토리
	그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	SD, 본팩토리
	어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유제원	박보영, 안효섭	SD, 네오엔터테인먼트
	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 이다희	화앤담픽쳐스(SD)
	아스달 연대기	6.1~	18부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	KPJ(SD)
	악마가 너의 이름을 부를 때	19.7~		노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	SD, 더문씨엔엠
	미쓰리	19.9~			한동화	이혜리	
	식빵 굽는 남자	2H19		주화미	이종재		
	60일, 지정생존자	2H19		김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	SD, DKE&M
	소원을 말해봐	2H19		백미경	김상호		
	호텔 델루나	19.07~		홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	SD, 지티스트
	날 녹여주오	10.5~11.23		백미경	신우철	지창욱	
	위대한 쇼	2H19		실존석	신용휘	송승현, 이선빈	화이브라더스
	키마이라	2H19		이진매	김도훈	박해수, 이희준, 수현	
(제목미정)	11.29~2020.01		박지은				
OCN	신의 퀴즈: 리부트	11.14-19.1.10	16부	강은선	김종혁	류덕한, 윤주희	SD
	프리스트	11.24-19.1.20	16부	문만세	김중현	연우진, 정유미	SD
	트랩	2.9~3.3	7부	남상욱, 박신우	남신우	이서진, 성동일, 이화영	SD, 필름몬스터
	빙의	3.6~4.25	16부	박희강	최도훈	송새벽, 고준희	SD, 데이드림엔터
	킬잇	3.16~4.28	12부	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나	SD, 크레이브웍스
	구해줘2	5.8~6.27	16부	서주연	이권	천호진, 엄태구, 이솜	SD, 히든시퀀스
	보이스3	5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱	SD, 키이스트
	미스터 기간제	7.3~	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	SD, JS픽쳐스
	타인은 지옥이다	2H19			이창희	임시완	SD, 스튜디오N
	WATCHER	2H19		한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	SD
Netflix	좋아하면 울리는	2H19		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	나홀로 그대	2H19				윤현민, 고성희	SD, JS픽쳐스
Olive	은주의 방	18.11.6-19.1.22	12부작	박상문, 김현철	장정도, 소재현	류혜영, 김재영	SD
MBC	봄밤	19.05.22	16부작	김은	안판석	정해인, 한지민	SD, JS픽쳐스

주: SD-스튜디오드래곤. 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴.  
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권리서치센터

# 스튜디오드래곤(253450)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	482.3	556.9	629.5
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	27.1	15.5	13.0
매출원가	239.7	324.0	415.9	470.3	530.8
매출중이익	47.1	55.6	66.4	86.6	98.7
판매관리비	14.2	15.7	18.8	20.9	23.4
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>47.6</b>	<b>65.7</b>	<b>75.3</b>
영업이익률	11.5	10.5	9.9	11.8	12.0
금융손익	-2.5	6.1	6.4	7.7	9.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	30.3	45.6	53.8	73.1	84.3
법인세비용	6.4	9.8	11.6	15.7	18.1
<b>당기순이익</b>	<b>23.9</b>	<b>35.8</b>	<b>42.2</b>	<b>57.4</b>	<b>66.2</b>
지배주주지분 순이익	23.9	35.8	42.2	57.4	66.2
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	369.6	444.0	550.7
현금및현금성자산	51.3	153.0	249.9	305.9	394.6
매출채권	54.9	68.8	87.4	100.9	114.0
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.9	1.0
비유동자산	169.6	265.2	264.5	288.9	289.3
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	167.7	161.5	153.6
투자자산	3.8	3.7	34.2	64.9	73.3
<b>자산총계</b>	<b>459.5</b>	<b>512.4</b>	<b>634.1</b>	<b>732.9</b>	<b>840.0</b>
유동부채	90.7	108.2	187.5	228.7	269.4
매입채무	6.1	19.6	24.9	28.7	32.5
단기차입금	0.0	0.0	50.0	70.0	90.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	2.9	3.1	3.2	3.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>91.0</b>	<b>111.1</b>	<b>190.6</b>	<b>232.0</b>	<b>272.8</b>
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
기타포괄이익누계액	0.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	32.1	67.7	109.9	167.3	233.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>368.4</b>	<b>401.3</b>	<b>443.5</b>	<b>500.9</b>	<b>567.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-7.2</b>	<b>-29.1</b>	<b>154.3</b>	<b>156.4</b>	<b>177.4</b>
당기순이익(손실)	23.9	35.8	42.2	57.4	66.2
유형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	75.0	113.6	103.0	117.1
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	4.7	3.4	3.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-141.0</b>	<b>140.6</b>	<b>-106.8</b>	<b>-119.0</b>	<b>-106.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-30.5	-30.7	-8.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>188.1</b>	<b>-9.7</b>	<b>49.4</b>	<b>18.6</b>	<b>18.1</b>
차입금의 증감	-18.0	-7.9	50.0	20.0	20.0
자본의 증가	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	101.7	96.9	56.0	88.7
기초현금	11.5	51.3	153.0	249.9	305.9
기말현금	51.3	153.0	249.9	305.9	394.6
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	12,628	13,539	17,194	19,852	22,440
EPS(지배주주)	1,050	1,278	1,506	2,047	2,361
CFPS	3,068	3,930	5,746	6,013	6,854
EBITDAPS	3,271	4,108	5,754	6,023	6,863
BPS	13,141	14,305	15,811	17,858	20,219
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	61.9	72.3	49.0	36.1	31.3
PCR	21.2	23.5	12.8	12.3	10.8
PSR	5.1	6.8	4.3	3.7	3.3
PBR	4.9	6.5	4.7	4.1	3.7
EBITDA	74.3	115.2	161.4	169.0	192.5
EV/EBITDA	22.1	21.2	11.6	10.8	9.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	10.0	12.2	12.4
EBITDA 이익률	25.9	30.3	33.5	30.3	30.6
부채비율	24.7	27.7	43.0	46.3	48.1
금융비용부담률	0.6	0.0	0.1	0.3	0.3
이자보상배율(x)	19.0	343.0	76.2	46.0	39.9
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.2	5.9	5.9
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	734.6	703.5	696.5