

Industry Brief
2019. 7. 10

스튜디오드래곤 253450

9월에 거는 희망

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 2분기 영업이익은 컨센서스 소폭 미달 전망
- ✓ 탑라인은 크게 늘었으나 '아스달 연대기' 상각으로 이익 성장은 제한적
- ✓ 2분기 무형자산 상각액은 1분기 대비 100억원 증가한 371억원 전망
- ✓ 다만 동사의 직접 제작으로 RS는 1분기 대비 낮아
- ✓ 9월 아스달 연대기 Part3에 희망을 걸어보자

Buy

적정주가 (12개월) 95,000 원
현재주가 (7.9) 66,900 원
상승여력 42.0%

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	18,766억원
발행주식수	2,805만주
유동주식비율	25.24%
외국인비중	2.42%
52주 최고/최저가	119,800원/66,000원
평균거래대금	134.8억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	74.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.1	-28.8	-36.9
상대주가	-1.0	-26.5	-22.5

주가그래프



'아스달 연대기' 비용 상각으로 이익은 눈높이 낮춰야

스튜디오드래곤의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,306억원(+76% YoY) 과 89억원(+21% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 미달할 전망이다. 텐트폴인 '아스달 연대기'와 관련하여 기존에는 소폭 적자로 추정하였으나 넷플릭스 해외판 권 추정을 상향하며 프로젝트 수익은 약 18억으로 마감할 것으로 추정한다(3분기까지 방영). '아스달 연대기'의 경우 전체 540억원의 제작비 중 2분기 내 총 270억원이 비용으로 계상될 전망이다. 구작에 대한 판매가 많지 않다면 2분기 영업이익에 대한 눈높이는 낮아질 전망이다. 당사가 추정하는 2분기 감가상각 금액은 371억원으로 이는 전분기 대비 약 100억원 증가한 수치다. 다만 대작 다수가 스튜디오드래곤 자회사로부터 만들어진 관계로 1분기 대비 RS 비용은 크게 줄 전망이다.

9월 아스달 연대기 Part3에 희망을 걸자

2018년 9월 CJ ENM의 드라마 슬롯 증가에 따른 효과는 3분기까지 기저로 작용할 전망이다. 외형 성장에 대한 의심을 하지 않는 이유다. 다만 낮아진 GPM 축소는 '아스달 연대기'가 종료되는 3분기까지는 면치 못할 전망이다.

첫 대작 시즌제로 아심차게 내놓은 '아스달 연대기'는 장르의 생소함으로 시청자들의 평가가 투자자들의 기대에 미치지 못하고 있다. 특히 이 작품은 (언론에 따르면) 시즌 3까지 염두에 둔 작품이다. 이는 향후 3년간 동사의 가장 큰 판권을 책임질 작품이란 뜻이다. 흥행산업인 관계로 시청률이 이익과 연결되지 않더라도 주가에 영향을 미칠 수 밖에 없다는 점을 고려했을 때 9월 이후 방영될 '아스달 연대기' Part3의 역할이 중요한 시점이다. 스튜디오드래곤에 대한 적정주가 95,000원을 유지한다.

(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
2018	379.6	39.9	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	6.5	21.2	9.3	27.7
2019E	517.6	46.2	41.5	1,480	15.8	15,786	45.2	4.2	9.6	9.8	45.3
2020E	603.4	60.0	53.3	1,900	28.4	17,686	35.2	3.8	8.9	11.4	49.4
2021E	679.2	67.3	60.3	2,148	13.0	19,834	31.1	3.4	7.6	11.5	51.6

표44 스튜디오드래곤 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	130.6	74.3	75.8	111.8	16.8	114.7	13.8
영업이익	8.9	7.3	21.5	11.0	-19.3	11.3	-21.2
세전이익	10.5	11.0	-5.4	13.2	-21.0	13.0	-19.6
지배순이익	8.3	8.9	-7.1	9.2	-10.4	11.0	-25.2

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표45 '아스달 연대기' 수익성 추정 (기준)

(억원)	
-	540 ← 제작비
+	200 ← CJ ENM 방영료 (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
+	20 ← PPL (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
-	320 ← 스튜디오드래곤의 '아스달 연대기'에 대한 실 투자금액
+	280 ← Netflix 판권 매출. ENM 수수료 제외 후 매출총이익 (GP)
+	18 ← 편당 VOD 매출 2억원 가정. 2억원/편 × 18편 × 50% (IP보유자 몫) × 85% (수수료 공제)
-	22 ← '아스달 연대기' 프로젝트 예상 손실 금액

자료: 언론 자료를 토대로 메리츠증권 리서치센터 추정

표46 '아스달 연대기' 수익성 추정 (변경)

(억원)	
-	540 ← 제작비
+	200 ← CJ ENM 방영료 (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
+	20 ← PPL (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
-	320 ← 스튜디오드래곤의 '아스달 연대기'에 대한 실 투자금액
+	320 ← Netflix 판권 매출. ENM 수수료 제외 후 매출총이익 (GP)
+	18 ← 편당 VOD 매출 2억원 가정. 2억원/편 × 18편 × 50% (IP보유자 몫) × 85% (수수료 공제)
+	18 ← '아스달 연대기' 프로젝트 예상 수익 금액

자료: 언론 자료를 토대로 메리츠증권 리서치센터 추정

표47 2019년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	왕이 된 남자	1.7~3.4	16부	김선덕	김희원	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	정현정	이정호	이종석, 이나영	SD, 메가몬스터, 콘텐츠지움
	진심이 닿다	2.6~3.28	16부	이명숙	박준화	이동욱, 유인나	SD, 글앤그림미디어
	막돼먹은 영애씨 시즌17	2.8~4.26	12부	한설희, 백지현	한상재	김현숙	CJENM
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은	SD, JS픽처스
	자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규	준호, 유재명	SD, 에이스팩토리
	그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍중찬	박민영, 김재욱	SD, 본팩토리
	어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유제원	박보영, 안효섭	월화
	아스달 연대기	6.1~7.28	18부	김형현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	토일
	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 이다희	수목
	60일, 지정생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	월화
	호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	토일
	악마가 너의 이름을 부를 때	19.7.31~9.12	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	수목
	유령을 잡아라!	19.8~		소원, 이영주	신윤섭	김선호, 문근영	월화
	쌈니다 천리마마트	19.9~	16부		백승룡	이동휘, 김병철	금
	미쓰리	19.9~		박정화	한동화	이혜리	수목
	날 녹여주오	10.19~12.8	16부	백미경	신우철	지창욱	토일
	슬기로운 의사생활	19.11~		신원호			금
	사이코패스 다이어리	19.11~		류용재	이종재	윤시윤 - 정인선	
	스위트홈	19.12~			이응복		
사랑의 불시착(가제)	19.12~		박지은	이정호	현빈, 손예진	토일	
식빵 굽는 남자	2H19		주화미	이종재		월화	
소원을 말해봐	2H19		백미경	김상호			
위대한 쇼	2H19		설준석	신용휘	송승헌, 이선빈		
키마이라	2H19		이진매	김도훈	박해수, 이희준, 수현		
머니게임	2H19		이영미	김상호	고수, 심은경(검토)	수목	
OCN	트랩	2.9~3.3	7부	남상욱, 박신우	박신우	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	토일
	WATCHER	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	토일
	미스터 기간제	7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	수목
	타인은 지옥이다	19.8~	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱	토일
	달리는 조사관	19.9~	16부	백정철	김용수	이요원, 최귀화	수목
모두의 거짓말(가제)	19.11~		전영신, 원유정	이윤정	이민기		
Netflix	좋아하면 울리는	2H19		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	나홀로 그대	2H19				윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
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	JS픽처스

주: SD-스튜디오드래곤. 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴
 자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표48 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망											
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	130.6	155.9	119.3	286.8	379.6	517.6
(% YoY)	6.1	19.7	59.6	41.5	39.9%	75.7%	26.0%	17.3%	46.7%	32.4%	36.4%
드라마 부문	79.2	68.0	121.0	99.6	109.0	128.5	153.2	115.1	262.0	367.7	505.7
1. 작품 방영 매출액	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	56.6	59.0	50.7	131.2	178.1	210.3
작품당 편성매출	6.0	6.2	8.9	6.7	6.8	7.1	7.9	6.7	5.6	6.7	7.0
작품 수 (편)	5.5	5.4	5.5	8.1	6.5	8.0	7.5	7.0	21.0	24.5	29.0
ENM 필요 작품 수 (편)									15.0	33.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									4.0	6.5	6.5
2. PPL	6.4	5.1	8.7	7.4	8.7	8.6	11.8	6.7	19.0	27.5	35.8
작품당 PPL	0.9	0.9	1.6	0.9	1.3	1.1	1.6	1.0	0.8	1.1	1.2
3. VOD 매출	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	16.7	18.9	14.1	44.6	51.9	63.3
작품당 VOD	1.7	2.3	2.6	1.6	2.1	2.1	2.5	2.0	2.1	2.1	2.2
4. 해외판권	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	46.6	48.5	28.5	67.2	110.2	166.2
작품당 해외판권	4.1	3.1	8.4	3.0	6.6	5.8	6.5	4.1	3.2	4.5	5.7
↳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	0.0	15.0	15.0		0.0	30.0
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	15.0
작품수 (편)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	2.0
엔터테인먼트 부문	0.7	6.3	2.7	2.1	2.8	2.1	2.7	4.3	24.7	11.9	11.9
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	117.9	133.2	106.2	239.7	324.0	454.1
매출원가율(%)	82.9	85.7	80.0	93.6	86.6%	90.3%	85.5%	89.0%	85.4%	87.7%	86.8%
제작비	44.6	33.3	47.7	60.5	48.8	65.2	83.6	55.1	149.7	185.6	252.7
작품당 제작비	7.2	6.2	8.7	7.4	0.0	0.0	0.0	0.0	6.4	7.6	8.2
CJ ENM 수수료	6.1	9.4	22.3	-1.0	15.0	11.2	11.4	10.1	16.9	36.9	47.6
감가상각	12.4	13.1	23.3	26.0	26.7	37.1	33.5	30.9	41.0	74.9	128.2
기타	1.1	0.8	12.8	-6.7	6.5	1.7	1.3	3.7	0.1	12.6	13.2
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	3.8	4.0	5.5	14.1	15.7	17.3
판관비율(%)	3.7	4.4	2.7	5.9	3.6%	2.9%	2.6%	4.6%	4.9%	4.1%	3.3%
매니지먼트 수수료	0.4	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	2.3	1.1	1.2
드라마 관련 판관비	2.6	2.9	2.8	6.5	3.5	3.5	3.8	5.3	11.8	14.5	16.0
Profitability											
EBITDA	23.1	20.5	44.8	26.4	37.7	46.0	52.1	38.6	74.0	114.8	174.5
영업이익	10.7	7.3	21.4	0.4	11.0	8.9	18.6	7.7	33.0	39.9	46.2
드라마 부문	10.9	7.1	22.0	0.7	11.5	8.9	19.2	7.9	32.2	40.7	47.5
엔터테인먼트부문	-0.3	0.3	-0.6	-0.3	-0.5	0.0	-0.6	-0.2	0.9	-0.8	-1.2
영업이익률(%)	13.3	9.9	17.3	0.4	9.8%	6.8%	11.9%	6.5%	11.5%	10.5%	8.9%
드라마 부문(%)	13.8	10.4	18.2	0.7	10.5%	6.9%	12.5%	6.8%	12.3%	11.1%	9.4%
엔터테인먼트부문(%)	-35.0	4.0	-21.2	-12.3	-16.8%	-1.8%	-21.2%	-3.6%	3.8%	-7.0%	-10.4%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표49 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	517.6	603.4	679.2
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	36.4	16.6	12.6
드라마 부문	195.5	262.0	367.7	505.7	590.3	664.9
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	210.3	231.0	260.2
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.0	7.2	7.4
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.0	32.0	35.0
E&M 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	39.0	39.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	6.5	6.5
2. PPL	32.3	19.0	27.5	35.8	40.3	45.0
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	63.3	71.9	81.1
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	166.2	202.1	233.6
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.7	6.3	6.7
L중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌			0.0	30.0	45.0	45.0
작품당			0.0	15.0	15.0	15.0
작품수 (편)			0.0	2.0	3.0	3.0
엔터테인먼트 부문	16.8	24.7	11.9	11.9	13.1	14.4
매출원가	168.4	239.7	324.0	454.1	524.0	590.1
% of sales	86.1	85.4	87.7	86.8	86.9	87.2
제작비	120.1	149.7	185.6	252.7	309.6	343.5
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.2	8.5	8.7
CJ E&M 수수료	11.3	16.9	36.9	47.6	59.2	71.5
감가상각	22.0	41.0	74.9	128.2	126.1	142.8
기타	2.2	0.1	12.6	13.2	18.1	24.3
판관비	5.9	14.1	15.7	17.3	19.5	21.8
% of sales	3.0	4.9	4.1	3.3	3.2	3.2
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	1.2	1.3	1.4
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	16.0	18.1	20.4
Profitability						
EBITDA	43.2	74.0	114.8	174.5	186.0	210.0
영업이익	21.2	33.0	39.9	46.2	59.9	67.3
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	47.5	61.3	68.7
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	-1.2	-1.3	-1.4
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	8.9	9.9	9.9
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	9.4	10.4	10.3
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	-10.4	-10.2	-10.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	517.6	603.4	679.2
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	36.4	16.6	12.6
매출원가	239.7	324.0	454.1	524.0	590.1
매출총이익	47.1	55.6	63.5	79.4	89.1
판매관리비	14.2	15.7	17.3	19.5	21.9
영업이익	33.0	39.9	46.2	60.0	67.3
영업이익률	11.5	10.5	8.9	9.9	9.9
금융손익	-2.5	6.1	6.9	8.2	9.7
종속/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	52.9	67.9	76.8
법인세비용	6.4	9.8	11.4	14.6	16.5
당기순이익	23.9	35.8	41.5	53.3	60.3
지배주주지분 손이익	23.9	35.8	41.5	53.3	60.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	-29.1	169.4	175.3	196.9
당기순이익(손실)	23.9	35.8	41.5	53.3	60.3
유형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	75.0	128.2	126.1	142.8
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	6.3	3.9	3.5
투자활동 현금흐름	-141.0	140.6	-128.9	-143.8	-134.2
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-30.8	-30.8	-8.2
재무활동 현금흐름	188.1	-9.7	49.4	18.6	18.1
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	89.9	50.0	80.8
기초현금	11.5	51.3	153.0	242.9	293.0
기말현금	51.3	153.0	242.9	293.0	373.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	371.3	442.6	542.3
현금및현금성자산	51.3	153.0	242.9	293.0	373.8
매출채권	54.9	68.8	93.8	109.3	123.1
재고자산	1.3	0.6	0.8	0.9	1.0
비유동자산	169.6	265.2	272.2	298.8	301.2
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	175.0	171.1	165.4
투자자산	3.8	3.7	34.5	65.3	73.5
자산총계	459.5	512.4	643.5	741.4	843.5
유동부채	90.7	108.2	197.6	242.0	283.6
매입채무	6.1	19.6	26.7	31.1	35.0
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	3.2	3.3	3.5
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	111.1	200.7	245.3	287.1
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	109.2	162.5	222.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	442.8	496.1	556.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,539	18,452	21,511	24,214
EPS(지배주주)	1,050	1,278	1,480	1,900	2,148
CFPS	3,068	3,930	6,220	6,629	7,483
EBITDAPS	3,271	4,108	6,228	6,639	7,492
BPS	13,141	14,305	15,786	17,686	19,834
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	72.3	45.2	35.2	31.1
PCR	21.2	23.5	10.8	10.1	8.9
PSR	5.1	6.8	3.6	3.1	2.8
PBR	4.9	6.5	4.2	3.8	3.4
EBITDA	74.3	115.2	174.7	186.2	210.2
EV/EBITDA	22.1	21.2	9.6	8.9	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	9.8	11.4	11.5
EBITDA 이익률	25.9	30.3	33.8	30.9	30.9
부채비율	24.7	27.7	45.3	49.4	51.6
금융비용부담률	0.6	0.0	0.1	0.2	0.3
이자보상배율(x)	19.0	343.0	74.0	41.9	35.6
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.4	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	757.3	706.6	695.2