

Industry Brief
2020. 1. 9

▲ 엔터/레저

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

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

Buy

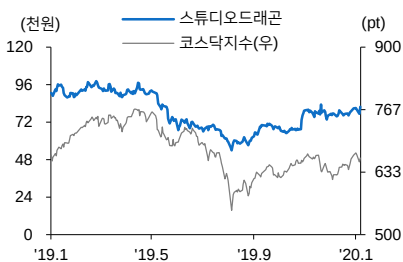
적정주가 (12개월) 110,000 원
현재주가 (1.8) 81,900 원
상승여력 34.3%

KOSDAQ 663.44pt
시가총액 23,011억원
발행주식수 2,810만주
유동주식비율 30.26%
외국인비중 7.79%
52주 최고/최저가 98,300원/54,000원
평균거래대금 128.0억원

주요주주(%)
CJ ENM 외 5 인 69.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	20.6	-11.9
상대주가	0.0	26.2	-10.7

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

파티는 아직 끝나지 않았다

- ✓ 4분기는 OCN 슬롯 부재와 함께 텐트폴 방영 예상보다 늦어져 눈높이 낮춰야
- ✓ 넷플릭스 MOU로 일반 작품 리쿠플 상승 계기 마련
- ✓ 방송사 리쿠플 2.3%p 하락 가정 시 2020년 영업이익은 625억원 전망
- ✓ 2020 2가지 포인트: 1) 라이브 리메이크 편성여부, 2) 넷플릭스 외 플랫폼 계약
- ✓ Top down과 Bottom up 매력 갖췄고 이벤트 풍부한 시기. Top-pick으로 추천

4분기 눈높이는 낮춰야

스튜디오드래곤의 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 846억원(-16.8% YoY)과 58억원으로 향후 시장 눈높이가 낮아질 것으로 전망한다. 1) 텐트폴인 '사랑의 불시착'의 방영이 4분기 약 40%만 이루어지면서 해외 판권 또한 동 비율만큼만 인식되며 2) 시청률 부진으로 OCN 수목/토일 슬롯이 각각 11월/12월부터 닫히며 제작 편수가 감소한 점이 매출 감소의 영향으로 파악된다. 언론에 따르면 OCN 수목/토일 슬롯은 각각 3월/2월 재개될 예정이다.

섹터를 자극할 뉴스는 2020년에도 계속된다

지난 11월 공시된 넷플릭스와의 계약에 따르면 동사는 2020년부터 3년간 연간 7편 이상의 작품을 판매하는 MOU를 체결했다. 계약 대상은 높은 리쿠플로 판매되던 텐트폴 작품이 아닌, 일반 작품 계약으로 추정되며 전체 리쿠플이 크게 상승하는 계기가 될 전망이다. 당사가 전망하는 편당 해외 판권은 '19년 48억 원에서 '20년 56억원으로 16% YoY 상승한다. 편당 평균 제작비 2.4% 상승, 방송사 리쿠플 2.3%p 하락을 가정 시 2020년 스튜디오드래곤의 매출액과 영업이익은 각각 5,531억원(+21.4% YoY) 및 625억원(+62.4% YoY)으로 전망된다.

상반기 미국에 첫 발을 던게 될 동사에 2020년 주목할 포인트는 두 가지로 보인다. '라이브' 리메이크의 편성 여부와 넷플릭스 외 다른 미국 OTT 수주 계약이 이에 해당한다. K-pop으로부터 야기된 K-content에 대한 관심도 증가를 고려했을 때 2020년은 OTT 전쟁의 본격화가 예상되는 미국 플랫폼 사업자들의 러브콜이 기대되는 바다. 글로벌 투자 트렌드에 적합하고 전방환경이 개선되는 Top-down적인 매력과 프로젝트 마진 회복이라는 Bottom-up 매력을 모두 갖춘 동사를 Top-pick으로 추천한다.

(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	21.1	9.3	27.7
2019E	455.8	38.5	34.6	1,232	-3.6	15,513	65.7	5.2	14.1	8.3	23.2
2020E	553.1	62.5	53.7	1,912	55.2	17,425	42.8	4.7	11.7	11.6	25.8
2021E	647.1	81.6	69.3	2,465	28.9	19,890	33.2	4.1	10.0	13.2	27.1

표7 스튜디오드래곤 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	84.6	101.7	-16.8	131.2	-35.5	116.8	-27.6
영업이익	5.8	0.4	1,207.1	10.9	-47.2	10.1	-43.0
세전이익	5.8	1.7	238.0	13.1	-55.6	10.1	-42.6
지배순이익	6.5	1.7	272.0	11.5	-43.7	9.0	-28.2

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 2H19~2020 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	아스달 연대기	6.1~7.7, 9.7~21	18부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	KPJ (SD)
	호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	SD, 지티스트
	악마가 너의 이름을 부를 때	7.31~9.19	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	SD, 더문씨앤엠
	위대한 쇼	8.26~10.15	16부	설준석	신용휘, 김정옥	송승헌, 이선빈	SD, 화이브라더스
	쌈니다 천리마마트	9.20~12.6	12부	김솔지	백승룡	이동휘, 김병철, 정혜성	SD, 스튜디오N
	청일전자 미쓰리	9.25~11.14	16부	박정화	한동화	이혜리	SD
	날 녹여주오	9.28~11.17	16부	백미경	신우철	지창욱	SD, 스토리피닉스
	유령을 잡아라	10.21~12.10	16부	소원, 이영주	신윤섭	김선호, 문근영	SD, 로고스필름
	사이코패스 다이어리	11.20~20.1.9	16부	류용재	이종재	윤시윤, 정인선	SD, 콘텐츠K
	사랑의 불시착	12.14~20.2.2	16부	박지은	이정호	현빈, 손예진	SD, 문화창고
	블랙독	12.16~20.2.4	16부	박주연	황준혁	하준, 서현진	SD, 열반웍스
	머니게임	20.1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	하이바이, 마마!	20.2.8~3.29	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	방법	20.2.10~3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	메모리스트	20.3.11~4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	20.3.23~5.12	16부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	20.4.4~5.24	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	
	오 마이 베이비	20.6.1~	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	
	청춘기록	20.5.30~	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	
	사이코지안 갯장아	20.7월~	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	비밀의 숲2	20.7월~	16부	김상호	박현석	조승우, 배두나, 최무성	
	구미호연	20.7월~	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	
	샌드박스	20.9월~	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	
	머니게임	20.1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	하이바이, 마마!	20.2.8~3.29	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	Luca	1H20	16부	천성일	김홍선		
	Here	2020	16부	노희경		이병현, 한지민, 신민아	SD, 지티스트
OCN	WATCHER	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	SD
	미스터 기간제	7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	SD, JS픽처스
	타인은 지옥이다	8.31~10.6	10부	정지도	이창희	임시완, 이동욱	SD, 스튜디오N
	달리는 조사관	9.18~11.7	14부	백정철	김용수, 이창희	이요원, 최귀화	SD, 데이드림엔터
	모두의 거짓말	10.12~12.1	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이우영, 온주완	SD
	본대로 말하라	20.2.1~3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	20.3월~		도현	강철우	최진혁, 박성웅	
	범죄수사	20.3.28~5.3	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	
	써치	20.5월~	10부		임대웅		
	트레인	20.6월~	12부	박가연	류승진	김재욱	
Netflix	제5열	20.8월~	12부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	좋아하면 울리는	19.8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 송강, 정가람	SD
	나홀로 그대	20.2.27				윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	좋아하면 울리는 시즌2	3Q 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
MBC	스위트홈	4Q 전망			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
	봄밤	5.22~7.11	32부	김은	안판석	정해인, 한지민	JS픽처스
SBS	의사요한	7.19~9.7	16부	김지운	조수원, 김영환	지성, 이세영	KPJ (SD)
	더 킹: 영원의 군주	1H20		김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	

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

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

표9 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	84.6	379.6	455.8	553.1
(% YoY)	6.1	19.7	59.6	41.5	39.9	72.5	6.1	-16.8	32.4	20.1	21.4
드라마 부문	79.2	68.0	121.0	99.6	108.9	125.4	127.8	81.3	367.8	443.3	539.4
1. 작품 방영 매출액	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	41.7	178.1	204.7	222.3
작품당 편성매출	6.0	6.2	8.9	6.7	6.8	7.3	7.6	6.0	6.7	6.9	6.8
작품 수 (편)	5.5	5.4	5.5	8.1	6.5	8.0	8.0	7.0	24.5	29.5	32.5
ENM 필요 작품 수 (편)									33.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									6.5	6.5	6.5
2. PPL	6.4	5.1	8.7	7.4	8.6	7.0	7.0	7.0	27.5	29.5	33.2
작품당 PPL	0.9	0.9	1.6	0.9	1.3	1.1	1.3	1.0	1.1	1.0	1.0
3. VOD 매출	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	16.1	11.6	51.9	59.4	67.4
작품당 VOD	1.7	2.3	2.7	1.6	2.1	2.1	2.5	1.7	2.1	2.0	2.1
4. 해외판권	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	35.9	21.0	110.2	141.7	180.6
작품당 해외판권	4.1	3.1	8.4	3.0	6.6	5.3	4.5	3.0	4.5	4.8	5.6
↳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	8.0	0.0	0.0	8.0	36.0
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	12.0
작품수 (편)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	3.0
엔터테인먼트 부문	0.7	6.3	2.7	2.1	2.9	2.8	3.5	3.3	11.9	12.5	13.7
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.9	73.0	324.0	398.5	462.6
매출원가율(%)	82.9	85.7	80.0	93.7	86.6	88.0	88.3	86.3	87.4	83.6	82.3
제작비	44.6	33.3	47.7	60.5	48.8	64.5	70.8	33.0	185.6	217.2	258.7
작품당 제작비	7.2	6.2	8.7	7.4	7.5	8.1	8.1	4.7	7.6	7.9	7.9
CJ ENM 수수료	6.1	9.4	22.3	-1.0	15.0	10.4	10.4	6.1	36.9	41.9	53.8
감가상각	12.4	13.1	23.3	26.0	26.7	32.2	28.5	25.7	74.9	113.1	122.7
기타	1.1	0.8	12.8	-6.7	6.5	1.4	2.6	1.2	12.6	11.7	16.6
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	5.8	15.7	18.8	28.1
판관비율(%)	3.7	4.4	2.7	5.9	3.6	3.6	3.3	6.9	4.1	4.1	5.1
매니지먼트 수수료	0.4	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.1	1.2	1.3
드라마 관련 판관비	2.6	2.9	2.8	6.5	3.7	4.3	4.1	5.5	14.5	17.5	26.7
Profitability											
EBITDA	23.1	20.5	44.8	26.4	37.7	43.0	39.4	31.4	114.8	151.6	185.2
영업이익	10.7	7.3	21.4	0.4	11.0	10.8	10.9	5.8	39.9	38.5	62.5
드라마 부문	10.9	7.1	22.0	0.6	11.4	10.8	10.9	6.2	40.7	39.3	62.1
엔터테인먼트부문	-0.3	0.3	-0.6	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-0.4	-0.8	-0.8	0.4
영업이익률(%)	13.3	9.9	17.3	0.4	9.8	8.4	8.3	6.8	10.5	8.4	11.3
드라마 부문(%)	13.8	10.4	18.2	0.6	10.5	8.6	8.5	7.6	11.1	8.9	11.5
엔터테인먼트부문(%)	-35.0	4.0	-21.2	-12.3	-14.6	1.4	0.4	-12.7	-7.0	-6.3	2.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	455.8	553.1	647.0
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	20.1	21.4	17.0
드라마 부문	195.5	262.0	367.8	443.3	539.4	632.0
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	204.7	222.3	250.1
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	6.9	6.8	7.0
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.5	32.5	35.5
ENM 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	39.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	6.5	6.5
2. PPL	32.3	19.0	27.5	29.5	33.2	36.9
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	59.4	67.4	75.9
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	141.7	180.6	207.1
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	4.8	5.6	5.8
└중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌			0.0	8.0	36.0	62.0
작품당			0.0	8.0	12.0	20.7
작품수 (편)			0.0	1.0	3.0	3.0
엔터테인먼트 부문	16.8	24.7	11.9	12.5	13.7	15.1
매출원가	168.4	239.7	324.0	398.5	462.6	532.7
% of sales	86.1	85.4	87.4	83.6	82.3	81.5
제작비	120.1	149.7	185.6	217.2	258.7	306.7
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	7.9	7.9	8.1
CJ ENM 수수료	11.3	16.9	36.9	41.9	53.8	64.6
감가상각	22.0	41.0	74.9	113.1	122.7	133.1
기타	2.2	0.1	12.6	11.7	16.6	22.2
판관비	5.9	14.1	15.7	18.8	28.1	32.7
% of sales	3.0	4.9	4.1	4.1	5.1	5.1
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	1.2	1.3	1.4
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	17.5	26.7	31.3
Profitability						
EBITDA	43.2	74.0	114.8	151.6	185.2	214.6
영업이익	21.2	33.0	39.9	38.5	62.5	81.6
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	39.3	62.1	79.9
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	-0.8	0.4	1.6
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	8.4	11.3	12.6
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	8.9	11.5	12.6
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	-6.3	2.7	10.9

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	455.8	553.1	647.1
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	20.1	21.4	17.0
매출원가	239.7	324.0	398.5	462.6	532.8
매출총이익	47.1	55.6	57.3	90.6	114.3
판매관리비	14.2	15.7	18.8	28.1	32.8
영업이익	33.0	39.9	38.5	62.5	81.6
영업이익률	11.5	10.5	8.4	11.3	12.6
금융손익	-2.5	6.1	5.8	6.2	6.9
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	44.0	68.4	88.2
법인세비용	6.4	9.8	9.5	14.7	19.0
당기순이익	23.9	35.8	34.6	53.7	69.3
지배주주지분 순이익	23.9	35.8	34.6	53.7	69.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	-29.1	114.6	153.2	179.0
당기순이익(손실)	23.9	35.8	34.6	53.7	69.3
유형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	75.0	113.1	122.7	133.1
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	-27.6	-17.2	-16.6
투자활동 현금흐름	-141.0	140.6	-145.0	-157.6	-152.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-1.5	0.1	-30.7	-30.9	-11.0
재무활동 현금흐름	188.1	-9.7	-0.1	19.7	19.3
차입금의 증감	-18.0	-7.9	0.0	20.0	20.0
자본의 증가	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	101.7	-30.5	15.2	45.7
기초현금	11.5	51.3	153.0	122.6	137.8
기말현금	51.3	153.0	122.6	137.8	183.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	234.8	273.1	341.0
현금및현금성자산	51.3	153.0	122.6	137.8	183.4
매출채권	54.9	68.8	82.6	100.2	117.2
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.8	1.0
비유동자산	169.6	265.2	302.1	342.8	369.1
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	205.1	215.1	230.5
투자자산	3.8	3.7	34.4	65.2	76.3
자산총계	459.5	512.4	536.9	615.9	710.1
유동부채	90.7	108.2	98.1	123.1	147.9
매입채무	6.1	19.6	23.5	28.5	33.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	20.0	40.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	2.9	3.0	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
부채총계	91.0	111.1	101.1	126.3	151.3
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	102.2	156.0	225.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	435.9	489.6	558.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,539	16,239	19,687	23,030
EPS(지배주주)	1,050	1,278	1,232	1,912	2,465
CFPS	3,068	3,930	5,402	6,587	7,635
EBITDAPS	3,271	4,108	5,409	6,597	7,644
BPS	13,141	14,305	15,513	17,425	19,890
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	72.3	65.7	42.8	33.2
PCR	21.2	23.5	15.0	12.4	10.7
PSR	5.1	6.8	5.0	4.2	3.6
PBR	4.9	6.5	5.2	4.7	4.1
EBITDA	74.3	115.2	151.8	185.3	214.8
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.1	11.7	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	8.3	11.6	13.2
EBITDA 이익률	25.9	30.3	33.3	33.5	33.2
부채비율	24.7	27.7	23.2	25.8	27.1
금융비용부담률	0.6	0.0	0.0	0.1	0.1
이자보상배율(x)	19.0	343.0	779.2	223.7	110.3
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.0	6.1	6.0
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	716.2	719.7	707.7