

Industry Brief
2020. 4. 10

▲ 엔터/레저

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

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

Buy

적정주가 (12개월) **96,000 원**
현재주가 (4.9) **74,300 원**

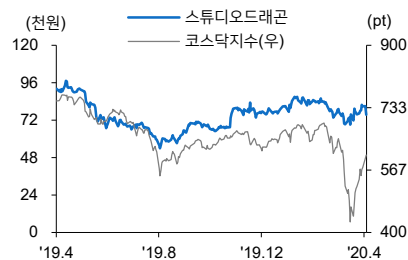
상승여력 **29.2%**

KOSDAQ	615.95pt
시가총액	20,876억원
발행주식수	2,810만주
유동주식비율	30.26%
외국인비중	11.16%
52주 최고/최저가	97,300원/54,000원
평균거래대금	170.8억원

주요주주(%)
CJ ENM 외 5 인 69.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	11.9	-18.8
상대주가	-0.6	15.4	-0.2

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

다른 원인 같은 결과?

- ✓ 1분기 영업이익은 113억원으로 시장 눈높이 충족할 것
- ✓ 선판매 작품에 대한 선상각 고려한 1분기 감가상각은 QoQ 80억원 준 195억원
- ✓ 방송사들의 빈약해진 광고 이익은 동사 프로젝트 마진 하락으로 이어질 것
- ✓ 지난 8개월 상승과 코로나19 방어주로 시장 대비 프리미엄 높아진 상황
- ✓ 주가에 소화된 해외 굿뉴스보단 국내 변화가 주가에 미치는 힘 커지는 시기

1분기 실적은 눈높이에 부합

스튜디오드래곤의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,036억원(-7.3% YoY)과 113억원(+3.2% YoY)로 시장 눈높이(115억원)에 부합하는 실적이 예상된다.

넷플릭스 MOU영향으로 일부 작품이 텐트폴이 아님에도 불구하고 기존 대비 높은 제작비 대비 판권율을 보장받으며 380억원의 해외판권을 기록할 전망이다. 예상 감가상각은 195억원으로 QoQ 80억원 줄어든 것으로 가정했는데 이는 지난 4분기 대규모 상각으로 인해 잔존 무형자산이 줄어든 점을 감안했다.

2019년과 다른 원인, 그러나 같은 결과

제작비의 60% 이상을 담당하는 방송사의 광고 손익이 크게 악화되고 있어 하반기 방송사들이 감소한 영업이익의 일부를 동사에 분담시킬 가능성이 높아졌다. 2020년 편성매출 비중 3%p YoY 하락(기존 대비 -2%p)하며 기업들의 부진한 마케팅 비용 집행을 반영, PPL을 소폭 하향함에 따라 영업이익 추정치를 기존 640억원에서 442억원으로 하향한다. 지난해 상반기와 유사한 상황이다. 해외 뉴스엔 변화가 없지만 국내 변화에 따른 프로젝트 마진 하락이 야기되는 시기다.

동사에 대한 적정주가를 기존 110,000원에서 96,000원으로 하향한다. 밸류에이션 틀은 기존과 동일하나 편성매출 비중 하락에 따른 EBITDA 전망치 하향분을 반영했다. OTT 산업 변화에 힘입어 동사는 지난 8월 대비 약 60% 상승했으며, 코로나19 기간 방어주로 훌륭한 역할을 수행했다. 바뀐 전방환경(방송사)으로 인해 실적 가시성은 과거 대비 떨어졌고 시장 대비 프리미엄은 벌어져 가격 매력도 또한 하락한 구간으로 판단한다.

(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
2019	468.7	28.7	26.4	942	-26.3	15,242	85.9	5.3	14.9	6.4	35.8
2020E	538.2	44.2	40.4	1,439	52.9	16,682	51.6	4.5	12.9	9.0	37.6
2021E	628.9	65.5	57.0	2,028	40.9	18,710	36.6	4.0	10.7	11.5	38.1

표49 스튜디오드래곤 1Q20 Preview

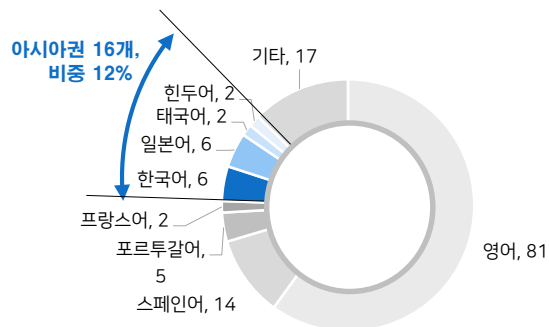
(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	103.6	111.8	-7.3	97.4	6.4	119.9	-13.5
영업이익	11.3	11.0	3.2	-4.0	N/A	11.2	1.1
세전이익	13.1	13.2	-0.8	-5.2	N/A	11.8	11.0
지배순이익	10.6	9.2	14.6	-1.6	N/A	9.6	9.5

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표50 스튜디오드래곤 적정주가 산출

(십억원)	가치 및 적용 밸류에이션	비고
Fwd 12M EBITDA	157.2	(1) 2020년 EBITDA
적용 밸류에이션 (배)	17.1	(2) Netflix EV/EBITDA의 58%(플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치) 활용
적정 시가총액	2,692	(1) * (2)
적정주가 (원)	95,824	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 2H19 미국에 소개된 넷플릭스 아시아 오리지널
한국 비중 약 40%에 달해

주: 사용 언어에 따른 2H19 상영 예정 Netflix 오리지널 드라마
 자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

표51 2H19 Netflix 오리지널로 미국 내 소개된 한국 드라마

제목	제작사	개봉일	시즌
60일, 지정생존자	스튜디오드래곤, DK E&M	01-Jul-19	1
신입사관 구해령	초록밤미디어	17-Jul-19	1
첫사랑은 처음이라서	SBS Plus	26-Jul-19	2
좋아하면 울리는	스튜디오드래곤	22-Aug-19	1
베가본드	셀트리온엔터테인먼트	01-Sep-19	1
나의 나라	셀트리온엔터테인먼트	04-Oct-19	1

자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

표52 2020년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	머니게임	1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	방법	2.10~3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	하이바이, 마마!	2.22~4.12	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	메모리스트	3.11~4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	3.23~5.12	16부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25~6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.6~6.25	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오앤뉴
	(아는 건 별로 없지만) 가족입니다	5.18~7.7	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	사이코지만 괜찮아	6.20~	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	악의 꽃	6월~	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	구미호연	7월~	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	
	청춘기록	7월~	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	
	산후조리원	7월~	10부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	비밀의 숲2	8월~	16부	이수연	박현석	조승우, 배두나, 최무성	
	스타트업	8월~	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	
	Luca	9월~	12부	천성일	김홍선		
	낮과 밤	9월~	16부	신유담	조수원	한예슬(검토 중), 남궁민	
	마우스	10월~	10부	최란	강철우	이승기, 최진혁(검토 중)	
	이 사랑 통역이 되나요	10월~	16부	홍정은, 홍미란	박준화		
	철인왕후(가제)	11월~	20부	박계옥, 최진영	윤성식	신혜선(검토 중)	
tvN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에그이즈커밍
	슬기로운 감빵생활2		16부	박상희	신원호		CJ ENM
OCN	본대로 말하라	2.1~3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	3.28~5.3	16부	도현	강철우	최진혁, 박성웅	SD, 리엔터
	변외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	SD, 콘텐츠 지음
	미생: 그들이 있었다	5월~	16부	반기리, 정소영	김성수	고수, 안소희(검토 중)	
	써치	5월~	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	SD, 반딧불
	트레인: 열차의 땅		12부	박가연	류승진	김재욱	
	제5열		12부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	소유		12부		방은진		
	다크홀		16부	정이도			
	아일랜드						
Netflix	나홀로 그대	2월 7일				윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	좋아하면 울리는 시즌2	3Q 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	스위트홈	4Q 전망			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
KBS	한번 다녀왔습니다	3/12~5/28	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
SBS	더 킹: 영원의 군주	4/17-6/6		김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴

3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

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

표53 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	103.6	144.3	146.9	143.3	379.6	468.6	538.2
(% YoY)	39.9	72.5	6.1	-4.2	-7.3	12.6	12.0	47.0	32.4	23.5	14.8
드라마 부문	111.7	128.1	131.1	97.3	103.5	144.2	146.8	143.1	367.8	468.2	537.7
1. 작품 방영 매출액	44.1	58.1	60.8	45.7	35.6	65.0	66.9	42.1	178.1	208.7	209.5
작품당 편성매출	6.8	7.3	7.6	6.5	6.5	8.7	8.9	4.4	6.7	7.1	7.0
작품 수 (편)	6.5	8.0	8.0	7.0	5.5	7.5	7.5	9.5	24.5	29.5	30.0
ENM 필요 작품 수 (편)									33.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									6.5	6.5	6.5
2. PPL	11.4	9.7	10.3	8.8	6.9	9.7	9.7	14.7	27.5	40.2	40.9
작품당 PPL	1.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.1	1.4	1.4
3. VOD 매출	13.6	18.1	16.1	11.1	11.1	15.1	17.0	18.6	51.9	58.9	61.7
작품당 VOD	2.1	2.3	2.0	1.6	2.0	2.0	2.3	2.0	2.1	2.0	2.1
4. 해외판권	42.6	42.2	35.9	31.7	38.0	54.5	44.3	47.8	110.2	152.4	184.6
작품당 해외판권	6.6	5.3	4.5	4.5	6.9	7.3	5.9	5.0	4.5	5.2	6.2
↳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	8.0	0.0	12.0	0.0	9.0	20.0	0.0	8.0	41.0
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	13.7
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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	11.9	0.4	0.4
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	87.3	123.0	130.7	123.9	324.0	420.7	464.9
매출원가율(%)	86.6	88.0	88.3	97.7	84.3	85.3	89.0	86.4	89.8	86.4	84.2
제작비	48.8	64.5	70.8	48.6	51.4	72.4	81.9	70.0	185.6	232.7	275.7
작품당 제작비	7.5	8.1	8.1	6.9	7.7	9.9	10.2	6.0	7.6	8.4	8.3
CJ ENM 수수료	15.0	10.4	10.4	11.5	10.0	14.3	12.3	17.3	36.9	47.2	53.9
감가상각	26.7	32.2	28.5	27.6	19.5	30.0	30.0	33.4	74.9	115.0	113.0
기타	6.5	1.4	2.6	5.0	2.7	3.8	3.1	7.3	12.6	15.5	16.9
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.0	7.0	8.0	9.1	15.7	19.2	29.0
판관비율(%)	3.6	3.6	3.3	6.4	4.8	4.9	5.4	6.3	4.1	4.1	5.4
매니지먼트 수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	4.0	4.6	4.4	6.3	5.0	7.0	8.0	9.1	14.5	19.2	29.0
Profitability											
EBITDA	37.7	43.0	39.4	23.6	30.9	44.3	38.3	43.8	114.8	143.7	157.2
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.3	14.3	8.2	10.4	39.9	28.7	44.2
드라마 부문	10.9	10.7	10.8	-4.1	11.2	14.2	8.2	10.1	40.7	28.3	43.8
엔터테인먼트부문	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	-0.8	0.4	0.4
영업이익률(%)	9.8	8.4	8.3	-4.1	11.0	9.9	5.6	7.2	10.5	6.1	8.2
드라마 부문(%)	9.8	8.4	8.3	-4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	11.1	6.0	8.1
엔터테인먼트부문(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.0	100.0	100.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표54 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	468.6	538.2	628.9
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	23.5	14.8	16.9
드라마 부문	195.5	262.0	367.8	468.2	537.7	628.4
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	208.7	209.5	237.4
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.1	7.0	7.2
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.5	30.0	33.0
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	40.2	40.9	45.9
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.4	1.4	1.4
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	58.9	61.7	69.9
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	152.4	184.6	213.2
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.2	6.2	6.5
└중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌			0.0	8.0	41.0	62.0
작품당			0.0	8.0	13.7	20.7
작품수 (편)			0.0	1.0	3.0	3.0
엔터테인먼트 부문	16.8	24.7	11.9	0.4	0.4	0.5
매출원가	168.4	239.7	324.0	420.7	464.9	529.4
% of sales	86.1	85.4	89.8	86.4	84.2	84.2
제작비	120.1	149.7	185.6	232.7	275.7	314.6
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.4	8.3	8.6
CJ ENM 수수료	11.3	16.9	36.9	47.2	53.9	65.1
감가상각	22.0	41.0	74.9	115.0	113.0	123.6
기타	2.2	0.1	12.6	15.5	16.9	22.7
판관비	5.9	14.1	15.7	19.2	29.0	33.9
% of sales	3.0	4.9	4.1	4.1	5.4	5.4
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	19.2	29.0	33.9
Profitability						
EBITDA	43.2	74.0	114.8	143.7	157.2	189.1
영업이익	21.2	33.0	39.9	28.7	44.2	65.5
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	28.3	43.8	65.0
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	0.4	0.4	0.5
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	6.1	8.2	10.4
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	6.0	8.1	10.3
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	100.0	100.0	100.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	468.7	538.2	628.9
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	23.5	14.8	16.9
매출원가	239.7	324.0	420.8	464.9	529.4
매출총이익	47.1	55.6	47.9	73.3	99.4
판매관리비	14.2	15.7	19.2	29.0	33.9
영업이익	33.0	39.9	28.7	44.2	65.5
영업이익률	11.5	10.5	6.1	8.2	10.4
금융손익	-2.5	6.1	4.3	6.3	5.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.4	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	30.3	45.6	33.1	50.6	71.3
법인세비용	6.4	9.8	6.6	10.2	14.3
당기순이익	23.9	35.8	26.4	40.4	57.0
지배주주지분 순이익	23.9	35.8	26.4	40.4	57.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	-29.1	-12.2	129.9	152.5
당기순이익(손실)	23.9	35.8	26.4	40.4	57.0
유형자산상각비	0.3	0.3	1.8	0.3	0.2
무형자산상각비	41.0	75.0	115.0	113.0	123.6
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	-142.9	-16.2	-21.2
투자활동 현금흐름	-141.0	140.6	-81.0	-181.0	-147.9
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	-0.6	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-9.7	-60.9	-11.3
재무활동 현금흐름	188.1	-9.7	-0.0	18.7	17.1
차입금의 증감	-18.0	-7.9	7.8	20.3	20.4
자본의 증가	207.8	0.5	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	101.7	-93.2	-32.4	21.8
기초현금	11.5	51.3	153.0	59.8	27.4
기말현금	51.3	153.0	59.8	27.4	49.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	244.5	237.1	291.6
현금및현금성자산	51.3	153.0	59.8	27.4	49.1
매출채권	54.9	68.8	83.6	96.0	112.2
재고자산	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0
비유동자산	169.6	265.2	337.1	407.9	434.4
유형자산	1.1	1.0	1.2	0.9	0.7
무형자산	127.5	198.5	233.1	243.4	258.8
투자자산	3.8	3.7	13.4	74.3	85.6
자산총계	459.5	512.4	581.6	645.1	726.0
유동부채	90.7	108.2	145.2	168.2	192.1
매입채무	6.1	19.6	18.4	21.2	24.7
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	8.2	8.2	8.2
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	153.3	176.4	200.4
자본금	14.0	14.0	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	319.6	320.1	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액	0.0	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	32.1	67.7	93.5	134.0	191.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	428.3	468.7	525.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,539	16,698	19,154	22,383
EPS(지배주주)	1,050	1,278	942	1,439	2,028
CFPS	3,068	4,280	5,346	5,561	6,692
EBITDAPS	3,271	4,108	5,185	5,607	6,739
BPS	13,141	14,305	15,242	16,682	18,710
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	72.3	85.9	51.6	36.6
PCR	21.2	21.6	15.1	13.4	11.1
PSR	5.1	6.8	4.8	3.9	3.3
PBR	4.9	6.5	5.3	4.5	4.0
EBITDA	74.3	115.2	145.5	157.6	189.4
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.9	12.9	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	6.4	9.0	11.5
EBITDA 이익률	25.9	30.3	31.1	29.3	30.1
부채비율	24.7	27.7	35.8	37.6	38.1
금융비용부담률	0.6	0.0	0.1	0.3	0.5
이자보상배율(x)	19.0	343.0	58.1	26.9	19.8
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.2	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	1,620.7		