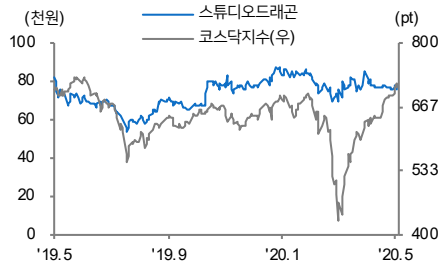


Hold

적정주가(12개월)	87,000원
현재주가 (5월 22일)	75,900원
상승여력	14.6%
KOSDAQ	708.58pt
시가총액	21,325억원
발행주식수	2,810만주
유동주식비율	38.29%
외국인비중	8.04%
52주 최고/최저가	87,000원/54,000원
평균거래대금	274.4억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 5 인	61.31

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.5	-14.4
6개월	-2.8	-13.1
12개월	2.2	1.9

주가그래프



바뀐 국내 상황

- 1분기 코로나19 영향 크게 포착되지 않은 몇 안 되는 사업자. 특히 해외 proxy인 넷플릭스 견조한 주가로 동사 주가도 견조했음. 그러나 넷플릭스 고객 증가에 따른 동사의 긍정적 영향은 연결성이 매우 낮음
- 반면, 최근 광고 시장 내 방송사의 부진이 하반기 동사의 프로젝트 마진 하락 야기할 것으로 예상함
- 동사 작품의 90% 이상은 CJ ENM 向. CJ ENM은 2020년 콘텐츠 투자를 YoY 10~15% 삭감하겠다고 밝힘. 타이트한 예산으로 이전보다 드라마는 줄고, 그 자리를 예능이 대체할 가능성 크다고 판단됨
- 동사가 예상한 편성 매출을 벗어날 경우 편성 자체가 추후로 지연될 수도 있음. Q 하락 가능성 높아진 이유

또 다시 쿨타임

- 2019년말 체결한 넷플릭스와의 MOU로 당사와 시장 모두 동사의 2020년 영업이익 600억대 무난히 달성할 것으로 예상한 바 있음. 해외 판권 리쿱율 상승으로 프로젝트 마진 상승이 가능해졌기 때문
- 해외 매출 관련 요인들은 변동 없으나 전술한 편성 매출 하락으로(국내 상황 변화) 달성 가능성 낮아짐
- 적정주가를 기존 96,000원에서 87,000원으로 하향함. 밸류에이션 톨은 기존과 동일하나 1) 대상 기간을 '20년에서 Fwd 12M로 변경했으며 2) EBITDA 전망치 하향을 반영함. 상승여력 축소로 투자여건 Hold 하향
- 실적 눈높이 하향 필요하고 모멘텀 소진으로 추가 상승 어렵다고 판단되어 쿨타임 필요한 시기

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	488.7	41.5	38.0	1,352	43.6	16,594	56.1	4.6	14.1	8.5	37.4
2021E	547.6	57.8	50.5	1,796	32.9	18,391	42.3	4.1	12.3	10.3	38.1
2022E	619.3	67.6	58.1	2,067	15.0	20,457	36.7	3.7	11.4	10.6	38.3

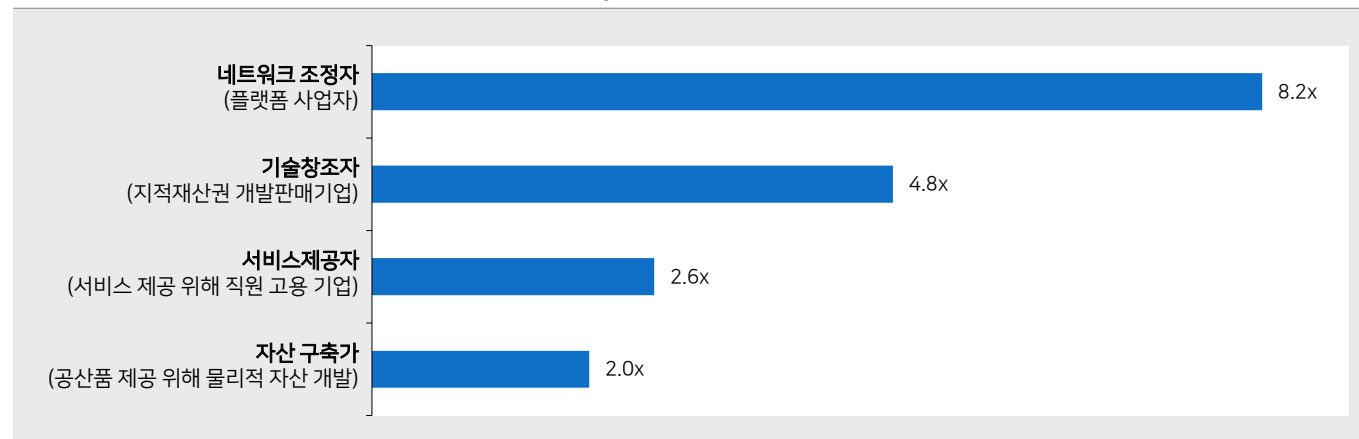
스튜디오드래곤 적정주가 산정

스튜디오드래곤의 적정 시가총액은 24조원

(십억원)	가치 및 적용 밸류에이션	비고
2020년 EBITDA	155.7	(1) Fwd 12M 기준
적용 밸류에이션 (배)	15.7	(2) 기준이 되는 Netflix 차기 년도 EV/EBITDA의 58%를 10% 할인
적정 시가총액	2,438	(1) * (2)
적정주가 (원)	86,785	

자료: 메리츠증권 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 메리츠증권 리서치센터 정리

스튜디오드래곤 실적 추정 내역

2020년 하반기 전망 시리즈 **3**
엔터/레저

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	468.6	488.7	547.6
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	23.5	4.3	12.7
드라마 부문	195.5	262.0	367.8	468.2	488.2	547.1
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	208.7	187.4	204.1
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.1	7.1	7.4
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.5	26.5	27.5
ENM 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	38.0	27.6	27.6
ENM 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	4.6	4.6
2. PPL	32.3	19.0	27.5	40.2	34.2	36.2
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.4	1.3	1.3
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	58.9	54.5	58.3
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	152.4	171.2	186.5
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.2	6.5	6.8
↳ 중국		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	422.3	461.9
제작비	120.1	149.7	185.6	232.7	247.7	274.3
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.4	8.4	8.7
CJ ENM 수수료	11.3	16.9	36.9	47.2	49.8	57.2
감가상각	22.0	41.0	74.9	115.0	104.5	107.7
기타	2.2	0.1	12.6	15.5	16.0	20.5
판관비	5.9	14.1	15.7	19.2	24.9	27.9
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	24.9	27.9
EBITDA	43.2	74.0	114.8	143.7	146.0	165.5
영업이익	21.2	33.0	39.9	28.7	41.5	57.8
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	28.3	41.0	57.3
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	0.4	0.4	0.5

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 2020년 라인업

2020년 하반기 전망 시리즈 **3**
엔터/레저

스튜디오드래곤 2020년 방영 및 방영 예정 드라마 라인업

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	머니게임	1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽쳐스
	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	12부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25~6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.13~7.2	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오엔뉴
	(아는 건 별로 없지만)가족입니다	6.1~7.21	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	사이코지만 괜찮아	6.20~8.9	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	악의 꽃	7.8~8.27	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	구미호연	7.27~9.1	12부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	
	청춘기록	8.15~10.4	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	SD, 팬엔터테인먼트
	산후조리원	9.7~10.6	10부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	비밀의 숲2	10.10~11.29	16부	이수연	박현석	조승우, 배두나, 최무성	SD, 에이스팩토리
	스타트업	9.2~11.1	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	
	Luca	10월~	12부	전성일	김홍선		
tvN (EX-LIBRARY)	마우스	11월~	10부	최란	강철우	이승기, 최진혁(검토 중)	
	이 사랑 통역이 되나요	12월~	16부	홍정은, 홍미란	박준화		
OCN	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에그이즈커밍
	슬기로운 감빵생활2		16부	박상희	신원호		CJ ENM
	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	7.4~8.23	16부	반기리, 정소영	김성수	고수, 안소희(검토 중)	
	써치	2H20	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	SD, 반딧불
	트레인: 열차의 땅		16부	박가연	류승진	김재욱	
Netflix	제5열		16부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	나홀로 그대	2월 7일				윤현민, 고성희	SD, JS픽쳐스
	좋아하면 울리는 시즌2	3Q 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
KBS	스위트홈	4Q 전망			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
	한번 다녀왔습니다	3/28~9/13	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
SBS	더 킹: 영원의 군주	4/17-6/6		김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	

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

스튜디오드래곤(253450)

2020년 하반기 전망 시리즈 **3**
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	379.6	468.7	488.7	547.6	619.3
매출액증가율(%)	32.4	23.5	4.3	12.1	13.1
매출원가	324.0	420.8	422.3	461.9	520.1
매출총이익	55.6	47.9	66.4	85.7	99.2
판매비와관리비	15.7	19.2	24.9	27.9	31.6
영업이익	39.9	28.7	41.5	57.8	67.6
영업이익률(%)	10.5	6.1	8.5	10.6	10.9
금융손익	6.1	4.3	6.0	5.3	5.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	45.6	33.1	47.5	63.1	72.6
법인세비용	9.8	6.6	9.5	12.7	14.6
당기순이익	35.8	26.4	38.0	50.5	58.1
지배주주지분 순이익	35.8	26.4	38.0	50.5	58.1
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	237.3	296.3	354.2
현금및현금성자산	153.0	59.8	45.4	83.2	115.2
매출채권	68.8	83.6	87.2	97.7	110.4
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	265.2	337.1	403.1	417.2	440.5
유형자산	1.0	1.2	0.9	0.7	0.5
무형자산	198.5	233.1	239.3	245.5	259.3
투자자산	3.7	13.4	73.7	81.7	91.4
자산총계	512.4	581.6	640.4	713.5	794.7
유동부채	108.2	145.2	166.0	188.6	211.7
매입채무	19.6	18.4	19.2	21.5	24.3
단기차입금	0.0	0.0	20.0	40.0	60.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.9	8.2	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	111.1	153.3	174.2	196.8	219.9
자본금	14.0	14.1	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	67.7	93.5	131.5	182.0	240.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	466.2	516.7	574.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-29.1	-12.2	130.8	137.9	144.3
당기순이익(손실)	35.8	26.4	38.0	50.5	58.1
유형자산감가상각비	0.3	1.8	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	75.0	115.0	104.5	107.7	109.2
운전자본의 증감	-139.4	-142.9	-4.7	-13.8	-16.7
투자활동 현금흐름	140.6	-81.0	-163.6	-117.1	-127.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-9.7	-60.3	-8.0	-9.7
재무활동 현금흐름	-9.7	-0.0	18.5	17.0	15.4
차입금증감	-7.9	7.8	20.1	20.3	20.3
자본의증가	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	101.7	-93.2	-14.4	37.8	32.0
기초현금	51.3	153.0	59.8	45.4	83.2
기말현금	153.0	59.8	45.4	83.2	115.2
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	13,539	16,698	17,392	19,489	22,040
EPS(지배주주)	1,278	942	1,352	1,796	2,067
CFPS	4,280	5,346	5,159	5,849	6,252
EBITDAPS	4,108	5,185	5,206	5,897	6,299
BPS	14,305	15,242	16,594	18,391	20,457
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	72.3	85.9	56.1	42.3	36.7
PCR	21.6	15.1	14.7	13.0	12.1
PSR	6.8	4.8	4.4	3.9	3.4
PBR	6.5	5.3	4.6	4.1	3.7
EBITDA	115.2	145.5	146.3	165.7	177.0
EV/EBITDA	21.1	14.9	14.1	12.3	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	6.4	8.5	10.3	10.6
EBITDA이익률	30.3	31.1	29.9	30.3	28.6
부채비율	27.7	35.8	37.4	38.1	38.3
금융비용부담률	0.0	0.1	0.3	0.6	0.8
이자보상배율(x)	343.0	58.1	25.4	17.6	13.7
매출채권회전율(x)	6.1	6.2	5.7	5.9	6.0
재고자산회전율(x)	405.4	1,620.7			

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.07	산업분석	Buy	130,000	이효진	-23.4	-10.5	
2019.03.27	산업분석	Buy	113,000	이효진	-23.3	-13.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	95,000	이효진	-29.4	-22.3	
2019.08.09	기업브리프	Buy	90,000	이효진	-26.5	-11.7	
2019.11.04	산업분석	Buy	110,000	이효진	-28.1	-20.9	
2020.04.10	산업브리프	Buy	96,000	이효진	-18.6	-11.5	
2020.05.25	산업분석	Hold	87,000	이효진	-	-	