

스튜디오드래곤(253450) 변수가 많아진 2021

Analyst 이효진 02.6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	87,000원
현재주가 (11월 16일)	80,900원
상승여력	7.5%
KOSDAQ	847.33pt
시가총액	22,755억원
발행주식수	3,000만주
유동주식비율	38.68%
외국인비중	9.38%
52주 최고/최저가	92,500원/69,100원
평균거래대금	171.4억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 5 인	61.32

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.1	-3.6
6개월	6.6	-13.0
12개월	3.5	-18.4

주가그래프



감소세로 돌아선 방송 드라마(국내)

- 2020년 동사의 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,181억원(+2.2% YoY)과 502억원(-4.2% YoY)로 전망됨
- 1) 재개된 중국 판권 가능성, 2) 다양화된 OTT 오리지널 매출처는 긍정적 요소. 반면 1) 타제작사에게 양보한 TVN 2021년 텐트폴, 2) 해외 촬영이 필요한 작품의 제작 지연은 2021년을 고민하게 하는 요소
- <지리산>은 <킹덤> 김은희 작가가 집필하고 전지현, 주지훈 등 출연이 예고된 2021년 TVN 최고의 기대작. 동 작품의 수익 인식과 관련된 구조가 기존과 상이하다는 점이 실적 감소를 예상하는 이유

해외 전방 환경은?

- 판권 구매 가능성이 높은 미국 OTT 사업자들의 아시아 진출이 이익을 레벨업 시킬 수 있는 다음 스텝
- 중국 OTT들의 편성 여부와 관계없는 판권 구매는 추이를 지켜볼 필요 있음. 그러나 동남아 공략 시작된 점은 긍정적. 다만 THAAD 이전과 같이 제작사에 직접 컨택하는 방식 택하고 있어 관찰이 필요한 상황
- 그간 산업 이익 집중되던 Top tier 2사에서 소규모 제작사로 투자주체 확대되는 계기될 수도 있기 때문
- 국내 방송사들의 타깃 연령층 높아져 드라마 투자 예산 증대를 기대하기 쉽지 않음. 반면 해외 판권 요율 추가 상승 요인이 2021년 등장할지에 대해서는 아직 관찰이 필요한 상황. 현 조건 가정 시 2021년은 실적 성장 잠시 쉬어갈 가능성 높음. 적정주가 87,000원과 Hold 투자이견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	506.9	52.4	47.5	1,673	77.7	15,855	47.9	5.1	12.7	10.5	36.8
2021E	518.1	50.2	45.6	1,518	-9.3	17,373	52.8	4.6	13.2	9.1	37.5
2022E	585.6	72.9	64.9	2,163	42.5	19,536	37.1	4.1	11.0	11.7	37.3

스튜디오드래곤 실적 추정 내역

2021년 전망 시리즈 13
엔터/레저

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	468.6	506.9	518.1
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	23.5	8.2	2.2%
드라마 부문	195.5	262.0	367.8	468.2	506.5	517.8
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	208.7	194.0	211.7
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.1	8.2	8.4
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.5	21.9	20.9
ENM 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	38.0	24.0	24.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	4.0	4.0
2. PPL	32.3	19.0	27.5	40.2	45.3	37.3
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.4	1.8	1.5
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	58.9	48.7	47.9
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.0	2.2	2.3
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	152.4	176.4	168.9
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.2	8.1	8.1
- 중국		0.0	0.0	0.0	6.0	8.8
5. 글로벌			0.0	8.0	42.0	52.0
작품당			0.0	8.0	21.0	13.0
작품수 (편)			0.0	1.0	2.0	4.0
엔터테인먼트 부문	16.8	24.7	11.9	0.4	0.4	0.3
매출원가	168.4	239.7	324.0	420.7	432.5	443.9
제작비	120.1	149.7	185.6	232.7	244.2	267.8
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.4	10.0	9.9
CJ ENM 수수료	11.3	16.9	36.9	47.2	45.8	44.1
감가상각	22.0	41.0	74.9	115.0	114.6	104.6
기타	2.2	0.1	12.6	15.5	27.6	27.0
판관비	5.9	14.1	15.7	19.2	22.0	24.0
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	22.0	24.0
EBITDA	43.2	74.0	114.8	143.7	167.0	154.8
영업이익	21.2	33.0	39.9	28.7	52.4	50.2
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	28.3	52.3	50.2
엔터테인먼트 부문	1.2	0.9	-0.8	0.4	0.1	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 2020년 라인업

2021년 전망 시리즈 13

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, JS픽처스
	방법	2.10-3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	하이바이, 마마!	2.22-4.19	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, 스튜디오앤뉴
	(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	7.29-9.23	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	비밀의 숲2	8.15-10.4	16부	이수연	박현석	조승우, 배우나, 최무성	SD, 에이스팩토리
	청춘기록	9.7-10.27	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	SD, 팬엔터테인먼트
	구미호연	10.7-11.26	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	SD, 하우픽처스
	스타트업	10.17-12.6	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	SD, 하이스토리
	여신강림	12.1-21.1.28	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영	SD, 스튜디오ON, 본팩토리
낮과 밤	11.30-21.1.5	16부	신유담	소재현	남궁민, 김설현, 이청아	SD, 김종학프로덕션, 스토리바인픽처스	
철인왕후	12.12~21.1.31	16부	박계욱, 최진영	윤성식	신혜선, 김정현, 배종옥	SD, YG스튜디오플렉스, 크레이브웍스	
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, 박성용	SD, 리엔엔터
	트레인	7.11~8.16	12부	박가연	류승진	김재욱	SD, doFRAME
	미씽: 그들이 있었다	8.29-10.11	12부	반기리, 정소영	김성수	고수, 허준호, 안소희	SD, 메이스엔터테인먼트
	경이로운 소문	11.28-21.1.3	12부	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정	SD, 네오엔터테인먼트
그 외	더 킹: 영원의 군주	4/17~6/6	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환, 정은채	
	나홀로 그대	2월 7일	12부	류용재, 김환채, 최성준	이상엽	윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	스위트홈	4Q20			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
	한번 다녀왔습니다	3/28~9/13	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에그이즈커밍
	번외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	OCN, 콘텐츠 지움
	산후조리원	11.2-11.24	8부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	써치	10.17-11.15	10부	구도, 고명주	임대용	장동윤, 정수정, 문정희	반딧불

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

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	379.6	468.7	506.9	518.1	585.6
매출액증가율 (%)	32.4	23.5	8.1	2.2	13.0
매출원가	324.0	420.8	432.5	443.9	485.5
매출총이익	55.6	47.9	74.4	74.2	100.1
판매관리비	15.7	19.2	22.0	24.0	27.2
영업이익	39.9	28.7	52.4	50.2	72.9
영업이익률	10.5	6.1	10.3	9.7	12.4
금융손익	6.1	4.3	6.9	6.7	8.2
중속/관계기업손익	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	59.4	57.0	81.2
법인세비용	9.8	6.6	11.9	11.4	16.3
당기순이익	35.8	26.4	47.5	45.6	64.9
지배주주지분 손이익	35.8	26.4	47.5	45.6	64.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	303.2	394.0	503.6
현금및현금성자산	153.0	59.8	104.7	191.5	276.7
매출채권	68.8	83.6	90.4	92.4	104.4
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	265.2	337.1	347.6	322.8	301.1
유형자산	1.0	1.2	0.9	0.7	0.5
무형자산	198.5	233.1	183.4	157.4	127.0
투자자산	3.7	13.4	73.9	75.4	84.3
자산총계	512.4	581.6	650.7	716.8	804.6
유동부채	108.2	145.2	166.8	187.3	210.2
매입채무	19.6	18.4	19.9	20.4	23.0
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	175.0	195.5	218.5
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	141.0	186.6	251.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	475.7	521.3	586.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-29.1	-12.2	145.1	139.7	147.4
당기순이익(손실)	35.8	26.4	47.5	45.6	64.9
유형자산상각비	0.3	1.8	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	75.0	115.0	114.6	104.6	107.8
운전자본의 증감	-139.4	-142.9	-8.9	-2.6	-15.8
투자활동 현금흐름	140.6	-81.0	-118.8	-69.7	-77.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.2	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.1	-9.7	-60.5	-1.5	-8.9
재무활동 현금흐름	-9.7	-0.0	18.5	16.8	15.4
차입금의 증감	-7.9	7.8	20.2	20.1	20.3
자본의 증가	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	101.7	-93.2	44.9	86.8	85.3
기초현금	51.3	153.0	59.8	104.7	191.5
기말현금	153.0	59.8	104.7	191.5	276.7
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	13,539	16,698	17,867	17,268	19,517
EPS(지배주주)	1,278	942	1,673	1,518	2,163
CFPS	4,280	5,346	5,850	5,123	5,982
EBITDAPS	4,108	5,185	5,896	5,168	6,026
BPS	14,305	15,242	15,855	17,373	19,536
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	72.3	85.9	47.9	52.8	37.1
PCR	21.6	15.1	13.7	15.7	13.4
PSR	6.8	4.8	4.5	4.6	4.1
PBR	6.5	5.3	5.1	4.6	4.1
EBITDA	115.2	145.5	167.3	155.1	180.8
EV/EBITDA	21.1	14.9	12.7	13.2	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	6.4	10.5	9.1	11.7
EBITDA 이익률	30.3	31.1	33.0	29.9	30.9
부채비율	27.7	35.8	36.8	37.5	37.3
금융비용부담률	0.0	0.1	0.3	0.6	0.8
이자보상배율(x)	343.0	58.1	32.0	15.3	14.8
매출채권회전율(x)	6.1	6.2	5.8	5.7	5.9
재고자산회전율(x)	405.4	1,620.7			