

2018. 8. 9



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **130,000 원**현재주가 (8.8) **96,000 원**상승여력 **35.4%**

KOSDAQ 783.81pt

시가총액 26,916억원

발행주식수 2,804만주

유동주식비율 23.93%

외국인비중 2.73%

52주 최고/최저가 119,800원/57,800원

평균거래대금 229.0억원

주요주주(%)

씨제이이엔엠 외 3 인 75.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.6	27.0	0.0
상대주가	-8.8	39.6	0.0

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

김비서가 열일한 2분기

- ✓ VOD 매출 당사 추정 상회하며 2분기 영업이익은 73억원 기록
- ✓ CJ ENM의 동사 지분 활용은 언젠가 일어날 이벤트. 다만 타임라인 길게 가져가야
- ✓ 대주주의 동사 지분 매각 대상에 따라 향후 새로운 그림 그릴 수 있는 기회 될 것
- ✓ 중국 시장 재개 혹은 Next Netflix의 아시아 진출 배제 시 산업 내 플레이어들, 개별 이슈로 움직일 가능성 높음. 다음 텐트폴 작품까지 단기 모멘텀 공백기 이어질 것

2Q18 review: VOD 덕 본 2분기

스튜디오드래곤의 2분기 매출 및 영업이익은 각각 743억원(+19.7% YoY)과 73억원(-17.5% YoY)으로 높았던 시장 눈높이(93억원)를 맞추는 데는 실패했으나 당사 추정치(55억원)는 상회했다. 추정치와 발표치의 차이는 VOD 매출(당사 73억원 vs. 실제 123억원)에서 기인했다. '김비서가 왜 그럴까'의 높은 인기가 VOD 매출을 상회한 주요인으로 판단된다. 해외판권은 165억원으로 예상 수준을 기록했다.

매출원가는 637억원으로 YoY 28% 증가하며 매출 성장률을 소폭 상회했다. 이는 감가상각 영향이 큰데, 2분기 무형자산 감가상각은 1분기(124억원) 대비 소폭 증가한 129억원을 기록했다. 하반기에는 '미스터 션샤인', '알함브라 궁전의 추억' 등 평균 제작비를 크게 상회하는 작품들이 예정되어 무형자산 감가상각은 지난해 410억원에서 올해 590억원으로 증가할 전망이다.

대주주 CJ ENM의 물량, 또 하나의 그림

전일 CJ ENM은 '동사 지분 매각 추진설' 조희공시 답변을 통해 지분 활용 방안을 다양하게 검토 중이라고 밝혔다. CJ ENM은 글로벌 사업자와의 전략적 제휴를 위해 약 20% 동사 지분을 매각 대상으로 고려할 가능성이 높다. 매각 대상에 따라 향후 새로운 그림을 그릴 수 있는 기회가 될 것이다. 다만 이벤트까지 타임라인을 길게 가져갈 필요는 있다.

기대할 게 많은 사업자다. 장기 성장성에 대해 긍정적으로 전망하는 이유다. 다만 중국 시장 재개 혹은 Next Netflix의 아시아 진출 배제 시 산업 내 플레이어들은 개별 이슈로 움직일 가능성 높다. 다음 텐트폴인 '알함브라 궁전의 추억'(11월 방영)까지 단기 모멘텀 공백기가 예상된다. 투자자의견 Buy, 적정주가 13만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	154.5	16.6	8.1	569		6,176	0.0	0.0	0.4	6.0	77.8
2017	286.8	33.0	23.9	1,050	84.5	13,141	61.9	4.9	22.1	9.5	24.7
2018E	373.1	49.1	37.6	1,341	27.7	14,482	71.6	6.6	22.9	9.7	26.0
2019E	453.5	72.2	55.5	1,981	47.7	16,463	48.5	5.8	16.6	12.8	27.8
2020E	513.9	77.6	59.8	2,132	7.6	18,595	45.0	5.2	14.3	12.2	27.8

표1 스튜디오드래곤 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	74.3	62.1	19.6	79.9	-7.0	68.5	8.5	59.7	24.5
영업이익	7.3	8.9	-17.6	10.7	-31.3	9.3	-21.0	5.5	34.1
세전이익	11.0	9.0	23.0	10.8	2.1	9.5	16.3	5.4	104.1
순이익	8.9	6.5	35.8	7.9	13.0	7.8	13.9	4.1	117.4
영업이익률(%)	9.9	14.3	-4.5	13.3	-3.5	13.5	-3.7	9.2	0.7
순이익률(%)	12.0	10.5	1.4	9.8	2.1	11.4	0.6	6.9	5.1

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권리서치센터

표2 2018 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	화유기	17.12.23~18.2.25	20부	홍정은, 홍미란	박홍균	이승기, 오연서, 차승원	SD, JS픽처스
	마더	1.24~3.15	16부	정서경	김철규	이보영	SD
	크로스	1.29~3.20	16부	최민석	신용휘	고경표, 조재현, 전소민	SD, 로고스필름
	라이브	3.3~5.6	18부	노희경	김규태	정유미, 이광수	지티스트, SD
	나의 아저씨	3.21~5.10	16부	박해영	박해영	이선균, 아이유	SD, 초록뱀미디어
	무법 변호사	5.12~ 7.1	16부	윤현호	김진민	이준기, 서예지	SD, 로고스 필름
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	5.21 ~ 7.10	16부	추혜미	김형식	이상윤, 이성경	SD, 스토리티브이
	김비서가 왜 그럴까	6.6~7.26	16부	정은영	박준화	박서준, 박민영	본팩토리, SD
	미스터 션사인	7.7~9.30	24부	김은숙	이웅복	이병헌, 김태리	화앤담필처스(SD)
	아는 와이프	8.1~9.27	16부	양희승	이상엽	지성, 한지민	SD, 초록뱀미디어
	백일의 낭군님	9.10~	16부	노지설	이종재	도경수(엑소), 남지현	SD, 에이스토리
	하늘에서 내리는 1억개의 별	10.3~	16부	송혜진	유제원	서인국, 정소민	SD
	나인룸	10월 예정	미정	정성희	지영수	김희선, 김해숙	김종학프로덕션, SD
OCN	알함브라 궁전의 추억	11. ~	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜	SD, 초록뱀미디어
	나쁜 녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16부	한동화, 황준혁	한정훈	박중훈, 주진모	SD, 열반웍스미디어
	작은 신의 아이들	2.24~4.22	16부	한우리	한우리	강지환, 김옥빈	SD, KPJ
	미스트리스	4.28~6.3	12부	한지승	고정운, 김진욱	한가인, 구재이	SD, 초록뱀미디어
	라이프 온 마스	6.9~ 8.5	16부	이대일	이정효	정경호, 박성웅	SD, 프로덕션h
	보이스2	8.11~9.23	16부	마진원	이승영	이진욱, 이하나	콘텐츠K, SD
	플레이어	9.29~11.18	16부	신재형	고재현	송승헌, 정수정, 이시연	SD, 아이윌미디어
	손 The guest	9.~		권소라, 서재원	김홍선	김동욱	SD
Ex-library	신의 퀴즈 5	11. ~					SD
	프리스트	11.~		문만세	김종현	연우진(추후 확정)	N/A
	애간장	1.8~2.6	10부	박가연	민연홍	이정신, 서지훈, 이열음	SBS플러스
	쇼트	2.12~2.20	4부	김영민	김정애	강태오, 여희현, 김도연	GnG프로덕션, COPUS
	그남자 오수	3.5~4.24	16부	정유선	남기훈	이종현, 김소은	IMTV, Drama fever
	시를 읽은 그대에게	3.26~5.15	16부	한상재	명수현 등	이유비, 이준기	tvN
	식사를 합시다3: 비긴즈	7.16~9.4	16부	임수미	최규식, 정형건	윤두준, 백진희	셀트리온엔터, tvN
	빅포레스트	9월 예정	미정			신동엽, 정성훈	tvN
	톱스타 유백이	11월 예정	미정	이소정, 이시은	유학찬	김지석, 전소민	N/A

주: SD-스튜디오드래곤. Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권리서치센터 정리

표3 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	116.9	102.0	286.8	373.1	453.5
(% YoY)	0	0	0	0	6	20	51	42	47	30	22
드라마 부문	70.7	57.1	68.8	65.5	79.2	69.6	111.9	97.6	262.0	358.3	437.9
1. 작품 방영 매출액	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	44.0	48.6	131.2	167.4	173.3
작품당 편성매출	4.5	4.2	5.6	5.6	6.0	6.2	8.4	6.5	5.6	6.5	6.7
작품 수 (편)	4.5	5.3	6.3	5.0	5.5	5.4	5.3	5.9	21.0	22.0	23.0
E&M 필요 작품 수 (편)									15.0	33.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)									4.0	6.5	6.5
2. PPL	7.8	6.6	3.7	0.8	6.4	6.7	7.6	8.8	19.0	29.5	29.0
작품당 PPL	1.7	1.3	0.5	-0.3	0.9	1.3	1.4	1.0	0.8	1.0	1.0
3. VOD 매출	13.9	10.2	10.2	10.3	9.4	12.3	13.3	11.7	44.6	46.8	50.3
작품당 VOD	3.1	1.9	1.6	2.1	1.7	2.3	2.5	2.0	2.1	2.1	2.2
4. 해외판권	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	16.5	47.0	28.5	67.2	114.6	135.3
작품당 해외판권	5.0	3.1	2.1	3.1	4.1	3.1	9.0	4.8	3.2	5.2	5.9
↳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	30.0
작품당					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	30.0
작품수 (편)					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	1.0
엔터테인먼트 부문	4.7	5.0	8.7	6.4	0.7	4.7	5.0	4.4	24.7	14.8	15.6
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	88.7	89.5	239.7	310.0	365.3
매출원가율(%)	78	80	86	90	83	86	76	88	83	81	82
제작비	35.2	30.8	45.5	38.3	44.6	40.8	51.6	57.4	149.7	194.4	224.8
작품당 제작비	7.8	5.9	6.7	5.6	7.2	7.6	9.8	9.7	6.4	7.5	7.7
CJ E&M 수수료	4.9	4.0	3.6	4.4	6.1	4.3	9.0	4.7	16.9	24.2	27.8
감가상각	9.9	9.1	9.6	12.4	12.4	12.9	17.9	15.7	41.0	58.9	74.2
기타	1.1	0.8	0.7	0.8	1.1	0.8	2.4	1.4	3.4	5.7	8.1
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.8	4.0	14.1	14.0	16.0
판관비율(%)	4	5	5	6	4	4	3	4	5	4	4
매니지먼트 수수료	0.3	0.5	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4	0.3	2.3	1.5	1.6
드라마 관련 판관비	2.5	2.8	3.3	3.2	2.6	2.9	3.4	3.6	11.8	12.5	14.5
Profitability											
EBITDA	23.9	18.0	16.2	15.8	23.1	20.2	42.3	22.4	74.0	108.0	146.4
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	24.4	6.7	33.0	49.1	72.2
드라마 부문	13.6	8.6	6.0	3.8	10.9	7.1	24.2	6.4	32.0	48.6	71.7
엔터테인먼트부문	0.4	0.3	0.6	-0.3	-0.3	0.2	0.3	0.2	0.9	0.4	0.5
영업이익률(%)	18.5	14.3	8.6	4.8	13.3	9.9	20.9	6.5	11.5	13.2	15.9
드라마 부문(%)	19.2	15.1	8.8	5.8	13.8	10.2	21.6	6.6	12.2	13.6	16.4
엔터테인먼트부문(%)	8.8	5.2	7.1	-5.4	-35.0	4.4	5.0	5.5	3.8	3.0	3.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	97.4	195.5	286.8	373.1	453.5	513.9
(% YoY)		101	47	30	22	13
드라마 부문	97.4	195.5	262.0	358.3	437.9	497.5
1. 작품 방영 매출액	54.8	87.8	131.2	167.4	173.3	184.8
작품당 편성매출	3.4	4.6	5.6	6.5	6.7	6.9
작품 수 (편)	16.0	19.0	21.0	22.0	23.0	24.0
E&M 필요 작품 수 (편)		6.0	15.0	33.0	39.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)		1.0	4.0	6.5	6.5	6.5
2. PPL	3.6	32.3	19.0	29.5	29.0	30.0
작품당 PPL	0.2	1.7	0.8	1.0	1.0	1.0
3. VOD 매출	15.1	31.2	44.6	46.8	50.3	54.1
작품당 VOD	0.9	1.6	2.1	2.1	2.2	2.3
4. 해외판권	23.9	44.2	67.2	114.6	135.3	148.6
작품당 해외판권	1.5	2.3	3.2	5.2	5.9	6.2
L중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌				0.0	30.0	60.0
작품당				0.0	30.0	30.0
작품수 (편)				0.0	1.0	2.0
엔터테인먼트 부문	0.0	16.8	24.7	14.8	15.6	16.4
매출원가	91.1	168.4	239.7	310.0	365.3	419.3
% of sales	93	86	83	81	82	81
제작비	58.4	120.1	149.7	194.4	224.8	256.8
작품당 제작비	3.7	6.3	6.4	7.5	7.7	7.9
CJ E&M 수수료	0.0	11.3	16.9	24.2	27.8	30.4
감가상각	0.0	22.0	41.0	58.9	74.2	88.4
기타	0.0	2.2	3.4	5.7	8.1	10.4
판관비	3.8	5.9	14.1	14.0	16.0	17.1
% of sales	4	3	5	4	4	3
매니지먼트 수수료	0.0	0.5	2.3	1.5	1.6	1.6
드라마 관련 판관비	0.0	5.4	11.8	12.5	14.5	15.4
Profitability						
EBITDA		43.2	74.0	108.0	146.4	165.9
영업이익	2.6	21.2	33.0	49.1	72.2	77.6
드라마 부문	2.6	21.2	32.0	48.6	71.7	77.1
엔터테인먼트부문	0.0	1.2	0.9	0.4	0.5	0.5
영업이익률 (%)	2.7	10.8	11.5	13.2	15.9	15.1
드라마 부문	2.7	10.8	12.2	13.6	16.4	15.5
엔터테인먼트부문	0.0	0.0	3.8	3.0	3.0	3.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154.5	286.8	373.1	453.5	513.9
매출액증가율 (%)		85.7	30.1	21.5	13.3
매출원가	132.8	239.7	310.0	365.3	419.3
매출총이익	21.6	47.1	63.1	88.2	94.6
판매관리비	5.0	14.2	14.0	16.0	17.1
영업이익	16.6	33.0	49.1	72.2	77.6
영업이익률	10.8	11.5	13.2	15.9	15.1
금융손익	-1.1	-2.5	0.7	1.4	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.5	30.3	49.8	73.6	79.2
법인세비용	2.4	6.4	12.2	18.0	19.4
당기순이익	8.1	23.9	37.6	55.5	59.8
지배주주지분 순이익	8.1	23.9	37.6	55.5	59.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12.4	-7.2	91.1	123.9	143.2
당기순이익(손실)	8.1	23.9	37.6	55.5	59.8
유형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	22.0	41.0	58.9	74.2	88.4
운전자본의 증감	-46.1	-72.9	-5.0	-4.7	-3.5
투자활동 현금흐름	-69.5	-141.0	-97.6	-119.4	-124.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.3	-1.5	-1.1	-1.1	-0.8
재무활동 현금흐름	93.5	188.1	-10.5	0.0	0.0
차입금의 증감	28.1	-18.1	-10.0	0.0	0.0
자본의 증가	125.8	207.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.5	39.8	-17.0	4.5	18.6
기초현금	0.0	11.5	51.3	34.3	38.8
기말현금	11.5	51.3	34.3	38.8	57.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.9	344.7	416.0	484.8
현금및현금성자산	11.5	51.3	34.3	38.8	57.4
매출채권	37.0	54.9	71.5	86.9	98.4
재고자산	0.0	1.3	1.7	2.1	2.3
비유동자산	160.6	169.6	166.8	173.7	181.8
유형자산	1.2	1.1	0.8	0.6	0.5
무형자산	123.9	127.5	123.8	129.9	137.3
투자자산	2.3	3.8	5.0	6.0	6.8
자산총계	242.0	459.5	511.5	589.7	666.5
유동부채	84.5	90.7	105.0	127.6	144.6
매입채무	5.8	6.1	7.9	9.6	10.9
단기차입금	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.4	0.3	0.4	0.5	0.6
사채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.9	91.0	105.4	128.1	145.2
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.1	69.7	125.2	185.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	406.0	461.6	521.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	10,795	12,628	13,308	16,175	18,328
EPS(지배주주)	569	1,050	1,341	1,981	2,132
CFPS	2,468	3,068	3,862	5,228	5,924
EBITDAPS	2,713	3,271	3,862	5,228	5,924
BPS	6,176	13,141	14,482	16,463	18,595
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	61.9	71.6	48.5	45.0
PCR	0.0	21.2	24.9	18.4	16.2
PSR	0.0	5.1	7.2	5.9	5.2
PBR	0.0	4.9	6.6	5.8	5.2
EBITDA	38.8	74.3	108.3	146.6	166.1
EV/EBITDA	0.4	22.1	22.9	16.6	14.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	9.5	9.7	12.8	12.2
EBITDA 이익률	25.1	25.9	29.0	32.3	32.3
부채비율	77.8	24.7	26.0	27.8	27.8
금융비용부담률	0.6	0.6	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	19.5	19.0	107.6		
매출채권회전율(x)	4.2	6.2	5.9	5.7	5.5
재고자산회전율(x)		443.0	250.5	243.1	235.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

