

2019. 2. 15



▲ 엔터/레저  
Analyst **이효진**  
02. 6098-6671  
hyojinlee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **130,000 원**

현재주가 (2.14) **94,600 원**

상승여력 **37.4%**

KOSDAQ 742.27pt

시가총액 26,537억원

발행주식수 2,805만주

유동주식비율 25.24%

외국인비중 2.42%

52주 최고/최저가 119,800원/75,800원

평균거래대금 166.2억원

### 주요주주(%)

씨제이이엔엠 외 3인 74.35

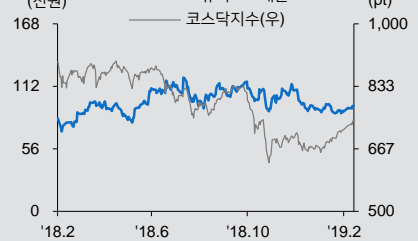
### 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.5 -8.8 19.0

상대주가 -9.3 -6.4 35.9

### 주가그래프



# 스튜디오드래곤 253450

## 지나간 것은 지나간 대로

- ✓ 4분기 실적은 무형자산 추가 상각 진행되며 기대치 크게 하회
- ✓ 미스터 션사인 추가 상각이 가장 큰 원인. '18년말 기준 총제작비의 90% 상각 추정
- ✓ 기존 사업구조에 따른 2019년 영업이익은 572억으로 추정
- ✓ 중국 사업에 대한 진행 사항 구체화를 통해 중국에 대한 가시적 성과가 2019년 확인될 가능성 높아짐. Buy & Hold 전략 추천

### 4분기 영업이익은 4억원으로 기대치 하회

스튜디오드래곤의 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 1,017억원 (+42% YoY)과 4억 (-87% YoY)로 기대치를 하회했다. 1) 해외 판권이 당사 추정치를 40억원 하회했고 (일반 작품 판매가 예상치를 하회), 2) 3분기에 이어 미스터 션사인에 대한 추가 상각(본래 2019년에 인식해야 했을 비용) 및 중국 매출을 기대하며 자산으로 쌓아온 작품들의 추가 상각이 진행되었기 때문이다. 미스터 션사인의 경우, 2018년 총제작비의 90%를 상각한 것으로 추정된다. 추가 상각이 2019년에도 발생할 것을 고려하여 2019년 감가상각 비용을 기존 대비 130억원 상향했다.(EBITDA 이익은 동일)

### 중국에 대한 가시적 성과가 확인될 2019년

3분기 컨퍼런스콜을 통해 처음으로 중국 사업 전략을 밝혔던 당사는 4분기 이를 구체화했다. 1) 당사 IP를 활용해 중국 제작사와 중국 드라마를 제작할 프로젝트가 현재 3개 논의되고 있으며, 2) 한국에서 방영된 드라마에 대한 판권을 동 프로젝트와 패키지딜로 처리할지 방법에 대하여 논의 중이란 것이 골자였다.

당사가 파악한 바에 따르면 최근 텐센트가 태국에 기지를 세우며 동남아 진출을 본격화하고 있다. 이에 따라 포괄적 권리(동남아를 비롯 중국에서 방영할 수 있는 권한을 포함)로 텐센트를 비롯한 중국 OTT들이 한국 콘텐츠 업체로의 러브콜을 본격적으로 하게 될 가능성이 높아졌다. 2019년은 콘텐츠 한한령이 장기화되며 중국 向 매출에 대한 부정적 시각이 콘텐츠 업체의 주가 상승을 저지하고 있다. 그러나 당사가 현재 진행하고 있는 프로젝트는 콘텐츠 한한령 해제와 관계없이 달성 가능하다. 중국 向 매출에 대한 시장의 부정적 시각이 완화될 해가 될 전망이다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2017  | 286.8 | 33.0 | 23.9          | 1,050             | 84.5       | 13,141     | 61.9       | 4.9        | 22.1             | 9.5        | 24.7        |
| 2018E | 379.6 | 39.9 | 30.6          | 1,092             | 4.0        | 14,226     | 84.6       | 6.5        | 20.9             | 8.0        | 26.9        |
| 2019E | 477.5 | 57.2 | 42.6          | 1,518             | 38.9       | 15,744     | 62.3       | 6.0        | 16.1             | 10.1       | 41.9        |
| 2020E | 611.0 | 71.1 | 50.9          | 1,814             | 19.5       | 17,558     | 52.2       | 5.4        | 13.5             | 10.9       | 49.3        |
| 2021E | 680.5 | 79.6 | 56.1          | 2,000             | 10.3       | 19,558     | 47.3       | 4.8        | 11.6             | 10.8       | 51.4        |

| 표1 스튜디오드래곤 4Q18 실적 Review |       |      |         |       |         |       |           |       |           |
|---------------------------|-------|------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|
| (십억원)                     | 4Q18P | 4Q17 | (% YoY) | 3Q18  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff.) | 당사예상치 | (% diff.) |
| 매출액                       | 101.7 | 71.9 | 41.5    | 123.7 | -17.8   | 103.2 | -1.4      | 112.0 | -9.2      |
| 영업이익                      | 0.4   | 3.5  | -87.3   | 21.5  | -97.9   | 11.8  | -96.3     | 12.2  | -96.4     |
| 세전이익                      | 1.7   | N/A  | N/A     | 20.9  | -92.2   | 12.9  | -86.7     | 9.6   | -82.1     |
| 순이익                       | 1.7   | N/A  | N/A     | 17.3  | -89.9   | 10.9  | -84.0     | 1.9   | -8.4      |

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 2018-2019 스튜디오드래곤 드라마 Library

|             | 타이틀                | 방송일                     | 회차              | 극본              | 연출         | 주연                   | 제작사                |             |
|-------------|--------------------|-------------------------|-----------------|-----------------|------------|----------------------|--------------------|-------------|
| tvN         | <b>화유기</b>         | <b>17.12.23-18.2.25</b> | <b>20부</b>      | <b>홍정은, 홍미란</b> | <b>박홍균</b> | <b>이승기, 오연서, 차승원</b> | <b>SD, JS픽처스</b>   |             |
|             | 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, 초록빔미디어         |             |
|             | 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           |             |
|             | <b>미스터 션사인</b>     | <b>7.7-9.30</b>         | <b>24부</b>      | <b>김은숙</b>      | <b>이용복</b> | <b>이병헌, 김태리</b>      | <b>화앤답픽처스(SD)</b>  |             |
|             | 야는 와이프             | 8.1-9.27                | 16부             | 양희승             | 이상엽        | 지성, 한지민              | SD, 초록빔미디어         |             |
|             | 백일의 낭군님            | 9.10-10.30              | 16부             | 노지설             | 이종재        | 도경수(엑소), 남지현         | SD, 에이스토리          |             |
|             | 하늘에서 내리는 1억개의 별    | 10.3-11.22              | 16부             | 송해진             | 유제원        | 서인국, 정소민             | SD                 |             |
|             | 나인룸                | 10.6-11.25              | 16부             | 정성희             | 지영수        | 김희선, 김해숙             | 김종학프로덕션, SD        |             |
|             | 계룡선녀전              | 11.5-12.25              | 16부             | 유경선             | 김윤철        | 문채원, 윤현민             | SD, JS픽처스          |             |
|             | <b>남자친구</b>        | <b>11.28-19.1.24</b>    | <b>16부</b>      | <b>유영아</b>      | <b>박신우</b> | <b>송혜교, 박보검</b>      | <b>본팩토리, SD</b>    |             |
|             | <b>알함브라 궁전의 추억</b> | <b>12.1-19.1.20</b>     | <b>16부</b>      | <b>송재정</b>      | <b>안길호</b> | <b>현빈, 박신혜</b>       | <b>SD, 초록빔미디어</b>  |             |
|             | 왕이 된 남자            | 19.1.7-                 | 16부             | 김선덕, 신하은        | 김희원        | 여진구, 이세영             | SD, 지티스트           |             |
|             | 진심이 닿다             | 19.2.6-                 | 16부             | 이명숙, 최보림        | 박준화        | 이동욱, 유인나             | SD, 메가몬스터          |             |
|             | <b>로맨스는 별책부록</b>   | <b>19.1.26-</b>         | <b>16부</b>      | <b>정현정</b>      | <b>이정호</b> | <b>이종석, 이나영</b>      | <b>SD, 글앤그림미디어</b> |             |
|             | 사이코메트리 그녀석         | 19.3.11-                | 16부             | 양진아             | 김병수        | 진영, 신예은              | SD, 제이에스픽처스        |             |
|             | 자백                 | 19.3.23-                | 16부             | 임희철             | 김철규        | 준호, 유재명              | SD, 에이스팩토리         |             |
|             | 그녀의 사생활            | 19.4-                   | 16부             | 김혜영             | 홍종찬        | 박민영, 김재욱             | SD, 본팩토리           |             |
|             | 어비스                | 19.5-                   |                 | 문수연             | 유제원        | 박보영, 안효섭             | SD, 네오엔터테인먼트       |             |
|             | 악마가 너의 이름을 부를 때    | 19.5-                   |                 | 노혜영, 고내리        | 민진기        | 정경호, 이엘              |                    |             |
|             | 모두의 프라이버시          | 19.5-                   |                 | 권은솔             | 정지현        | 임수정(확정x)             | 화앤답픽처스(SD)         |             |
|             | <b>아스달 연대기</b>     | <b>19.6-</b>            |                 | <b>김영현, 박상연</b> | <b>김원석</b> | <b>송중기, 장동건, 김지원</b> | <b>SD, KPJ</b>     |             |
|             | 식빵 굽는 남자           | 1H19                    |                 | 주화미             | 이종재        | 육성재                  |                    |             |
|             | 지정생존자              | 1H19                    |                 | 김태희             | 유종선        | 지진희, 배종옥, 강한나        |                    |             |
|             | 소원을 말해봐            | 2H19                    |                 | 백미경             | 김상호        |                      |                    |             |
|             | <b>호텔 델루나</b>      | <b>2H19</b>             |                 | <b>홍정은, 홍미란</b> | <b>오충환</b> | <b>아이유(확정x)</b>      |                    |             |
|             | <b>(제목 미정)</b>     | <b>2H19</b>             |                 | <b>박지은</b>      |            |                      |                    |             |
|             | OCN                | 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, 초록빔미디어         |             |
| 라이프 온 마스    |                    | 6.9- 8.5                | 16부             | 이대일             | 이정호        | 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 |                    | 9.12-11.1               | 16부             | 권소라, 서재원        | 김홍선        | 김동욱                  | SD                 |             |
| 신의 퀴즈: 리부트  |                    | 11.14 -19.1.10          | 16부             | 강은선             | 김종혁        | 류덕한, 윤주희             | SD                 |             |
| 프리스트        |                    | 11.24 -19.1.20          | 16부             | 문만세             | 김종현        | 연우진, 정유미             | SD                 |             |
| 트랩          |                    | 19.2.9-                 | 7부              | 남상욱, 박신우        | 박신우        | 이서진, 성동일, 이화영        | SD, 필름몬스터          |             |
| 빙의          |                    | 19.3.6-                 | 16부             | 박희강             | 최도훈        | 송새벽, 고준희             | SD, 데이드림엔터         |             |
| 킬잇          |                    | 19.3.16-                |                 | 손현수, 최명진        | 남성우, 안지숙   | 장기용, 나나              | SD, 크레이브웍스         |             |
| 구해줘2        |                    | 1H19                    |                 |                 | 이권         |                      | SD                 |             |
| 보이스3        |                    | 1H19                    |                 |                 | 남기훈        | 이하나                  | SD                 |             |
| 타인은 지옥이다    |                    | 1H19                    |                 |                 | 이창희        | 임시완                  | SD, 스튜디오N          |             |
| Netflix     |                    | 좋아하면 울리는                | 2H19            |                 | 이아연, 서보라   | 이나정                  | 김소현, 정가람           | SD          |
|             |                    | 나홀로 그대                  | 2H19            |                 |            |                      | 윤현민, 고성희           | SD, JS픽처스   |
| Olive       | 은주의 방              | 18.11.6-19.1.22         | 12부작            | 박상문, 김현철        | 장정도, 소재현   | 류혜영, 김재영             | SD                 |             |
|             | 막돼먹은 영애씨 시즌17      | 19.2.8-                 | 16부             | 한설희, 백지현        | 한상재        | 김현숙                  | CJ ENM             |             |

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

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

표3 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

| (십억원)                | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18         | 4Q18P        | 1Q19E       | 2Q19E       | 3Q19E        | 4Q19E        | 2017         | 2018P        | 2019E        |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>           | <b>79.9</b> | <b>74.3</b> | <b>123.7</b> | <b>101.7</b> | <b>89.0</b> | <b>87.2</b> | <b>155.1</b> | <b>126.3</b> | <b>286.8</b> | <b>379.6</b> | <b>477.5</b> |
| (% YoY)              | 6.1         | 19.7        | 59.6         | 41.5         | 0.0         | 0.0         | 59.6         | 41.5         | 46.7         | 32.4         | 25.8         |
| <b>드라마 부문</b>        | <b>79.2</b> | <b>68.0</b> | <b>121.0</b> | <b>99.1</b>  | <b>87.3</b> | <b>85.6</b> | <b>152.3</b> | <b>119.9</b> | <b>262.0</b> | <b>364.7</b> | <b>465.2</b> |
| <b>1. 작품 방영 매출액</b>  | <b>40.7</b> | <b>34.1</b> | <b>48.9</b>  | <b>54.4</b>  | <b>42.0</b> | <b>43.3</b> | <b>47.6</b>  | <b>55.7</b>  | <b>131.2</b> | <b>178.1</b> | <b>188.7</b> |
| 작품당 편성매출             | 6.0         | 6.2         | 8.9          | 5.5          | 6.0         | 6.2         | 6.2          | 5.5          | 5.6          | 6.7          | 6.7          |
| 작품 수 (편)             | 5.5         | 5.4         | 5.5          | 8.1          | 7.0         | 7.0         | 7.7          | 6.3          | 21.0         | 24.5         | 28.0         |
| E&M 필요 작품 수 (편)      |             |             |              |              |             |             |              |              | 15.0         | 33.0         | 39.0         |
| E&M 드라마 슬롯 (개)       |             |             |              |              |             |             |              |              | 4.0          | 6.5          | 6.5          |
| <b>2. PPL</b>        | <b>6.4</b>  | <b>5.1</b>  | <b>8.7</b>   | <b>6.9</b>   | <b>6.0</b>  | <b>6.0</b>  | <b>12.1</b>  | <b>3.9</b>   | <b>19.0</b>  | <b>24.5</b>  | <b>28.0</b>  |
| 작품당 PPL              | 0.9         | 0.9         | 1.6          | 0.9          | 0.9         | 0.9         | 1.6          | 0.6          | 0.8          | 1.0          | 1.0          |
| <b>3. VOD 매출</b>     | <b>9.4</b>  | <b>12.3</b> | <b>17.2</b>  | <b>13.0</b>  | <b>11.4</b> | <b>15.3</b> | <b>19.4</b>  | <b>15.1</b>  | <b>44.6</b>  | <b>51.9</b>  | <b>61.1</b>  |
| 작품당 VOD              | 1.7         | 2.3         | 2.6          | 1.6          | 1.6         | 2.2         | 2.5          | 2.4          | 2.1          | 2.1          | 2.2          |
| <b>4. 해외판권</b>       | <b>22.7</b> | <b>16.5</b> | <b>46.2</b>  | <b>24.8</b>  | <b>28.0</b> | <b>21.0</b> | <b>58.2</b>  | <b>30.2</b>  | <b>67.2</b>  | <b>110.2</b> | <b>137.4</b> |
| 작품당 해외판권             | 4.1         | 3.1         | 8.4          | 3.0          | 4.0         | 3.0         | 7.6          | 4.8          | 3.2          | 4.5          | 4.9          |
| ↳중국                  | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>5. 글로벌</b>        | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>15.0</b>  | <b>15.0</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>30.0</b>  |
| 작품당                  | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 15.0         |
| 작품수 (편)              | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 2.0          |
| <b>엔터테인먼트 부문</b>     | <b>0.7</b>  | <b>6.3</b>  | <b>2.7</b>   | <b>2.6</b>   | <b>1.6</b>  | <b>1.6</b>  | <b>2.7</b>   | <b>6.4</b>   | <b>24.7</b>  | <b>12.4</b>  | <b>12.4</b>  |
| <b>매출원가</b>          | <b>66.2</b> | <b>63.7</b> | <b>98.9</b>  | <b>95.2</b>  | <b>78.7</b> | <b>75.6</b> | <b>125.7</b> | <b>113.9</b> | <b>239.7</b> | <b>324.0</b> | <b>404.6</b> |
| 매출원가율(%)             | 82.9        | 85.7        | 80.0         | 93.6         | 88.4        | 86.7        | 81.1         | 90.2         | 85.4         | 84.7         | 85.4         |
| 제작비                  | 44.6        | 33.3        | 57.6         | 61.3         | 48.0        | 49.3        | 72.5         | 72.4         | 149.7        | 196.8        | 242.2        |
| 작품당 제작비              | 7.2         | 6.2         | 10.5         | 7.5          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 6.4          | 7.7          | 7.7          |
| CJ E&M 수수료           | 6.1         | 9.4         | 9.5          | -0.7         | 5.9         | 5.4         | 11.6         | 6.8          | 16.9         | 24.3         | 29.8         |
| 감가상각                 | 12.4        | 13.1        | 23.3         | 24.9         | 17.4        | 17.1        | 32.5         | 25.3         | 41.0         | 73.8         | 92.2         |
| 기타                   | 1.1         | 0.8         | 2.3          | 1.2          | 2.0         | 1.5         | 2.9          | 1.9          | 3.4          | 5.5          | 8.2          |
| 판관비                  | 3.0         | 3.3         | 3.3          | 6.1          | 3.1         | 3.2         | 3.2          | 6.1          | 14.1         | 15.7         | 15.7         |
| 판관비율(%)              | 3.7         | 4.4         | 2.7          | 6.0          | 3.5         | 3.7         | 2.1          | 4.8          | 4.9          | 4.1          | 3.3          |
| 매니지먼트 수수료            | 0.4         | 0.4         | 0.3          | 3.0          | 0.4         | 0.4         | 0.3          | 3.0          | 2.3          | 4.0          | 4.0          |
| 드라마 관련 판관비           | 2.6         | 2.9         | 2.9          | 3.2          | 2.6         | 2.9         | 2.9          | 3.2          | 11.8         | 11.7         | 11.7         |
| <b>Profitability</b> |             |             |              |              |             |             |              |              |              |              |              |
| <b>EBITDA</b>        | <b>23.1</b> | <b>20.5</b> | <b>44.8</b>  | <b>25.3</b>  | <b>24.5</b> | <b>25.4</b> | <b>58.6</b>  | <b>31.6</b>  | <b>74.0</b>  | <b>113.6</b> | <b>149.5</b> |
| <b>영업이익</b>          | <b>10.7</b> | <b>7.3</b>  | <b>21.4</b>  | <b>0.4</b>   | <b>7.1</b>  | <b>8.4</b>  | <b>26.1</b>  | <b>6.4</b>   | <b>33.0</b>  | <b>39.9</b>  | <b>57.2</b>  |
| 드라마 부문               | 10.9        | 7.1         | 22.0         | 3.1          | 7.3         | 8.5         | 26.1         | 8.5          | 32.2         | 42.3         | 59.6         |
| 엔터테인먼트부문             | -0.3        | 0.3         | -0.6         | -2.6         | -0.1        | -0.2        | 0.1          | -2.1         | 0.9          | -2.4         | -2.4         |
| 영업이익률(%)             | 13.3        | 9.9         | 17.3         | 0.4          | 8.0         | 9.6         | 16.9         | 5.0          | 11.5         | 10.5         | 12.0         |
| 드라마 부문(%)            | 13.8        | 10.4        | 18.2         | 3.1          | 8.3         | 10.0        | 17.1         | 7.1          | 12.3         | 11.6         | 12.8         |
| 엔터테인먼트부문(%)          | -35.0       | 4.0         | -21.2        | -102.9       | -8.3        | -11.3       | 2.3          | -33.8        | 3.8          | -19.5        | -19.5        |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

| (십억원)                | 2016         | 2017         | 2018P        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>           | <b>195.5</b> | <b>286.8</b> | <b>379.6</b> | <b>477.5</b> | <b>611.1</b> | <b>680.6</b> |
| (% YoY)              | 100.7        | 46.7         | 32.4         | 25.8         | 28.0         | 11.4         |
| <b>드라마 부문</b>        | <b>195.5</b> | <b>262.0</b> | <b>364.7</b> | <b>465.2</b> | <b>597.5</b> | <b>665.6</b> |
| <b>1. 작품 방영 매출액</b>  | <b>87.8</b>  | <b>131.2</b> | <b>178.1</b> | <b>188.7</b> | <b>242.1</b> | <b>277.4</b> |
| 작품당 편성매출             | 4.6          | 5.6          | 6.7          | 6.7          | 6.9          | 7.1          |
| 작품 수 (편)             | 19.0         | 21.0         | 24.5         | 28.0         | 32.0         | 36.0         |
| E&M 필요 작품 수 (편)      | 6.0          | 15.0         | 33.0         | 39.0         | 39.0         | 39.0         |
| E&M 드라마 슬롯 (개)       | 1.0          | 4.0          | 6.5          | 6.5          | 6.5          | 6.5          |
| <b>2. PPL</b>        | <b>32.3</b>  | <b>19.0</b>  | <b>24.5</b>  | <b>28.0</b>  | <b>38.0</b>  | <b>42.0</b>  |
| 작품당 PPL              | 1.7          | 0.8          | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 1.0          |
| <b>3. VOD 매출</b>     | <b>31.2</b>  | <b>44.6</b>  | <b>51.9</b>  | <b>61.1</b>  | <b>71.9</b>  | <b>83.4</b>  |
| 작품당 VOD              | 1.6          | 2.1          | 2.1          | 2.2          | 2.2          | 2.3          |
| <b>4. 해외판권</b>       | <b>44.2</b>  | <b>67.2</b>  | <b>110.2</b> | <b>137.4</b> | <b>165.4</b> | <b>197.9</b> |
| 작품당 해외판권             | 2.3          | 3.2          | 4.5          | 4.9          | 5.2          | 5.5          |
| └중국                  | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>5. 글로벌</b>        |              |              | 0.0          | 30.0         | 60.0         | 45.0         |
| 작품당                  |              |              | 0.0          | 15.0         | 15.0         | 15.0         |
| 작품수 (편)              |              |              | 0.0          | 2.0          | 4.0          | 3.0          |
| <b>엔터테인먼트 부문</b>     | <b>16.8</b>  | <b>24.7</b>  | <b>12.4</b>  | <b>12.4</b>  | <b>13.6</b>  | <b>15.0</b>  |
| <b>매출원가</b>          | <b>168.4</b> | <b>239.7</b> | <b>324.0</b> | <b>404.6</b> | <b>521.6</b> | <b>580.9</b> |
| % of sales           | 86.1         | 85.4         | 84.7         | 85.4         | 85.4         | 85.6         |
| 제작비                  | 120.1        | 149.7        | 196.8        | 242.2        | 331.1        | 357.6        |
| 작품당 제작비              | 6.3          | 6.4          | 7.7          | 7.7          | 7.9          | 8.1          |
| CJ E&M 수수료           | 11.3         | 16.9         | 24.3         | 29.8         | 35.6         | 42.2         |
| 감가상각                 | 22.0         | 41.0         | 73.8         | 92.2         | 105.7        | 123.8        |
| 기타                   | 2.2          | 3.4          | 5.5          | 8.2          | 9.9          | 13.8         |
| <b>판관비</b>           | <b>5.9</b>   | <b>14.1</b>  | <b>15.7</b>  | <b>15.7</b>  | <b>18.4</b>  | <b>20.0</b>  |
| % of sales           | 3.0          | 4.9          | 4.1          | 3.3          | 3.0          | 2.9          |
| 매니지먼트 수수료            | 0.5          | 2.3          | 4.0          | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
| 드라마 관련 판관비           | 5.4          | 11.8         | 11.7         | 11.7         | 14.4         | 16.0         |
| <b>Profitability</b> |              |              |              |              |              |              |
| <b>EBITDA</b>        | <b>43.2</b>  | <b>74.0</b>  | <b>113.6</b> | <b>149.5</b> | <b>176.8</b> | <b>203.3</b> |
| <b>영업이익</b>          | <b>21.2</b>  | <b>33.0</b>  | <b>39.9</b>  | <b>57.2</b>  | <b>71.1</b>  | <b>79.6</b>  |
| 드라마 부문               | 21.2         | 32.2         | 42.3         | 59.6         | 73.3         | 81.6         |
| 엔터테인먼트부문             | 1.2          | 0.9          | -2.4         | -2.4         | -2.2         | -2.1         |
| 영업이익률 (%)            | 10.8         | 11.5         | 10.5         | 12.0         | 11.6         | 11.7         |
| 드라마 부문               | 10.8         | 12.3         | 11.6         | 12.8         | 12.3         | 12.3         |
| 엔터테인먼트부문             | 0.0          | 3.8          | -19.5        | -19.5        | -16.5        | -13.8        |

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

## 스튜디오드래곤 (253450)

### Income Statement

| (십억원)        | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>286.8</b> | <b>379.6</b> | <b>477.5</b> | <b>611.0</b> | <b>680.5</b> |
| 매출액증가율 (%)   | 85.7         | 32.4         | 25.8         | 28.0         | 11.4         |
| 매출원가         | 239.7        | 324.1        | 404.6        | 521.6        | 581.0        |
| 매출총이익        | 47.1         | 55.5         | 72.9         | 89.5         | 99.6         |
| 판매관리비        | 14.2         | 15.7         | 15.7         | 18.4         | 20.1         |
| <b>영업이익</b>  | <b>33.0</b>  | <b>39.9</b>  | <b>57.2</b>  | <b>71.1</b>  | <b>79.6</b>  |
| 영업이익률        | 11.5         | 10.5         | 12.0         | 11.6         | 11.7         |
| 금융손익         | -2.5         | 0.7          | -0.9         | -3.7         | -5.2         |
| 중속/관계기업손익    | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익      | -0.2         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 세전계속사업이익     | 30.3         | 40.6         | 56.4         | 67.4         | 74.3         |
| 법인세비용        | 6.4          | 9.9          | 13.8         | 16.5         | 18.2         |
| <b>당기순이익</b> | <b>23.9</b>  | <b>30.6</b>  | <b>42.6</b>  | <b>50.9</b>  | <b>56.1</b>  |
| 지배주주지분 손이익   | 23.9         | 30.6         | 42.6         | 50.9         | 56.1         |

### Statement of Cash Flow

| (십억원)            | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>-7.2</b>   | <b>98.6</b>   | <b>130.2</b>  | <b>152.7</b>  | <b>181.2</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 23.9          | 30.6          | 42.6          | 50.9          | 56.1          |
| 유형자산상각비          | 0.3           | 0.3           | 0.2           | 0.2           | 0.1           |
| 무형자산상각비          | 41.0          | 73.8          | 92.3          | 105.7         | 123.8         |
| 운전자본의 증감         | -72.9         | -5.4          | -5.7          | -7.8          | -4.0          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>-141.0</b> | <b>-114.1</b> | <b>-146.7</b> | <b>-188.7</b> | <b>-171.6</b> |
| 유형자산의 증가(CAPEX)  | -0.1          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 투자자산의 감소(증가)     | -1.5          | -1.2          | -1.3          | -1.8          | -0.9          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>188.1</b>  | <b>-10.5</b>  | <b>47.7</b>   | <b>14.5</b>   | <b>12.7</b>   |
| 차입금의 증감          | -18.1         | -10.0         | 50.0          | 20.0          | 20.0          |
| 자본의 증가           | 207.8         | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 현금의 증가(감소)       | 39.8          | -25.9         | 31.2          | -21.5         | 22.3          |
| 기초현금             | 11.5          | 51.3          | 25.4          | 56.6          | 35.1          |
| 기말현금             | 51.3          | 25.4          | 56.6          | 35.1          | 57.4          |

### Balance Sheet

| (십억원)       | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b> | <b>289.9</b> | <b>341.1</b> | <b>453.7</b> | <b>543.3</b> | <b>623.4</b> |
| 현금및현금성자산    | 51.3         | 25.4         | 56.6         | 35.1         | 57.4         |
| 매출채권        | 54.9         | 72.7         | 91.5         | 117.0        | 130.3        |
| 재고자산        | 1.3          | 1.7          | 2.2          | 2.8          | 3.1          |
| 비유동자산       | 169.6        | 165.2        | 172.8        | 191.9        | 207.5        |
| 유형자산        | 1.1          | 0.8          | 0.6          | 0.5          | 0.3          |
| 무형자산        | 127.5        | 122.2        | 128.7        | 146.1        | 160.9        |
| 투자자산        | 3.8          | 5.0          | 6.3          | 8.1          | 9.0          |
| <b>자산총계</b> | <b>459.5</b> | <b>506.3</b> | <b>626.5</b> | <b>735.1</b> | <b>830.9</b> |
| <b>유동부채</b> | <b>90.7</b>  | <b>106.8</b> | <b>184.4</b> | <b>242.0</b> | <b>281.5</b> |
| 매입채무        | 6.1          | 8.0          | 10.1         | 12.9         | 14.4         |
| 단기차입금       | 0.0          | 0.0          | 50.0         | 70.0         | 90.0         |
| 유동성장기부채     | 10.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 비유동부채       | 0.3          | 0.4          | 0.5          | 0.7          | 0.7          |
| 사채          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 장기차입금       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>부채총계</b> | <b>91.0</b>  | <b>107.2</b> | <b>184.9</b> | <b>242.6</b> | <b>282.3</b> |
| 자본금         | 14.0         | 14.0         | 14.0         | 14.0         | 14.0         |
| 자본잉여금       | 319.6        | 319.6        | 319.6        | 319.6        | 319.6        |
| 기타포괄이익누계액   | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 이익잉여금       | 32.1         | 62.7         | 105.3        | 156.2        | 212.3        |
| 비지배주주지분     | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>자본총계</b> | <b>368.4</b> | <b>399.1</b> | <b>441.6</b> | <b>492.5</b> | <b>548.6</b> |

### Key Financial Data

|                               | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당데이터(원)</b>               |        |        |        |        |        |
| SPS                           | 12,628 | 13,538 | 17,023 | 21,783 | 24,260 |
| EPS(지배주주)                     | 1,050  | 1,092  | 1,518  | 1,814  | 2,000  |
| CFPS                          | 3,068  | 4,062  | 5,336  | 6,307  | 7,252  |
| EBITDAPS                      | 3,271  | 4,062  | 5,336  | 6,307  | 7,252  |
| BPS                           | 13,141 | 14,226 | 15,744 | 17,558 | 19,558 |
| DPS                           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당수익률(%)                      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>Valuation(Multiple)</b>    |        |        |        |        |        |
| PER                           | 61.9   | 84.6   | 62.3   | 52.2   | 47.3   |
| PCR                           | 21.2   | 22.7   | 17.7   | 15.0   | 13.0   |
| PSR                           | 5.1    | 6.8    | 5.6    | 4.3    | 3.9    |
| PBR                           | 4.9    | 6.5    | 6.0    | 5.4    | 4.8    |
| EBITDA                        | 74.3   | 113.9  | 149.7  | 176.9  | 203.4  |
| EV/EBITDA                     | 22.1   | 20.9   | 16.1   | 13.5   | 11.6   |
| <b>Key Financial Ratio(%)</b> |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)                  | 9.5    | 8.0    | 10.1   | 10.9   | 10.8   |
| EBITDA 이익률                    | 25.9   | 30.0   | 31.3   | 29.0   | 29.9   |
| 부채비율                          | 24.7   | 26.9   | 41.9   | 49.3   | 51.4   |
| 금융비용부담률                       | 0.6    | 0.1    | 0.5    | 0.9    | 1.1    |
| 이자보상배율(x)                     | 19.0   | 87.4   | 25.1   | 13.0   | 10.9   |
| 매출채권회전율(x)                    | 6.2    | 5.9    | 5.8    | 5.9    | 5.5    |
| 재고자산회전율(x)                    | 443.0  | 252.4  | 246.8  | 248.7  | 233.4  |

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 15일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미  |
|------------------------|---|
| 추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급 | <p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p> |
| <b>산업</b>              | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천   |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | <p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>  |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 95.5% |
| 중립   | 4.5%  |
| 매도   | 0.0%  |

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

