

2019. 8. 9



## ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **90,000 원**현재주가 (8.8) **58,900 원**상승여력 **52.8%**

KOSDAQ 585.44pt

시가총액 16,522억원

발행주식수 2,805만주

유동주식비율 25.24%

외국인비중 2.93%

52주 최고/최저가 116,300원/54,000원

평균거래대금 111.3억원

## 주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 74.35

| 주가상승률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -14.9 | -36.0 | -38.6 |
| 상대주가     | -2.8  | -20.4 | -17.9 |

## 주가그래프



## 스튜디오드래곤 253450

## 매수 관점에서 바라볼 시점

- ✓ 2분기 영업이익은 감가상각 차이로 당사 추정치 상회
- ✓ 영업이익 컨센서스 하향 조정 마무리 단계로 판단
- ✓ 적정주가 산정 기준인 넷플릭스 밸류에이션 하락에 따라 적정주가 9만원으로 조정
- ✓ 단기간 내 리레이팅 일요일 이벤트는 포착되지 않으나 2020년 기준 PER 30배로 접근 가능한 밸류에이션에 도달했다고 판단, 매수 관점에서 바라볼 시점

## 2분기 실적은 컨센서스 충족

스튜디오드래곤의 1분기 매출액 및 영업이익은 각각 1,282억원 (+73% YoY)과 108억(+47% YoY)로 컨센서스에는 부합, 당사 추정치는 20억원 상회했다.

동사의 이익 핵심 결정 지표는 판매 매출(VOD 및 해외 판권)과 무형자산 감가상각이다. 판권 매출은 당사 추정과 부합하였으나 무형자산 감가상각이 320억원으로 예상(370억원)보다 적게 반영되었다. 넷플릭스 선판매가 이루어진 작품에 대한 전체 상각을 예상하였으나 '어비스' 등 일부 작품의 선상각이 진행되지 않은 데서 온 차이로 판단된다.

## 비워두었던 콘텐츠 바구니를 채워보자

연초 천억원에 가까웠던 스튜디오드래곤의 2019년 영업이익 컨센서스는 최근에는 530억원까지 하향 조정되어 당사 추정치와의 괴리가 크게 좁혀졌다. 동사의 이익 조정치 하향이 마무리 단계에 진입했다고 판단한다.

동사에 대한 적정주가를 기존 95,000원에서 90,000원으로 하향한다. 하반기 실적 조정은 미세 수준에 불과하나 적정주가 산정(넷플릭스 EV/EBITDA\*58%(플랫폼 대비 배수)\*80%(할인))에 활용하는 넷플릭스 EV/EBITDA 배수가 기존 36배에서 30배로 하향한 데 따른다. 단기간 내 리레이팅을 일요일 이벤트는 크게 포착되지 않으나 주가 조정을 통해 현재 동사는 2020년 PER 기준 31배로 접근 가능한 밸류에이션에 도달했다. 비워두었던 콘텐츠 주식을 채우기에 좋은 선택지로 판단된다.

| (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        |
| 2018  | 379.6 | 39.9 | 35.8          | 1,278             | 21.7       | 14,305     | 72.3       | 6.5        | 21.1             | 9.3        | 27.7        |
| 2019E | 511.3 | 47.0 | 42.2          | 1,503             | 17.6       | 15,809     | 39.2       | 3.7        | 8.2              | 10.0       | 44.9        |
| 2020E | 591.5 | 59.9 | 53.3          | 1,900             | 26.4       | 17,709     | 31.0       | 3.3        | 7.5              | 11.3       | 48.7        |
| 2021E | 667.5 | 67.8 | 60.7          | 2,165             | 13.9       | 19,873     | 27.2       | 3.0        | 6.4              | 11.5       | 50.9        |

표1 스튜디오드래곤 2Q19 실적 Review

| (십억원) | 2Q19P | 2Q18 | (% YoY) | 1Q19  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff.) | 당사예상치 | (% diff.) |
|-------|-------|------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|
| 매출액   | 128.2 | 74.3 | 72.6    | 111.8 | 14.7    | 120.7 | 6.3       | 130.6 | -1.8      |
| 영업이익  | 10.8  | 7.3  | 47.3    | 11.0  | -2.0    | 10.8  | -0.1      | 8.9   | 21.2      |
| 세전이익  | 11.9  | 11.0 | 7.7     | 13.2  | -9.9    | 11.9  | -0.2      | 10.5  | 13.3      |
| 순이익   | 7.3   | 8.9  | -17.4   | 9.2   | -20.3   | 9.3   | -20.9     | 8.3   | -11.6     |

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 90,000원

| (십억원)          | 가치 및 적용<br>밸류에이션 | 비고  |
|----------------|------------------|---|
| Fwd 12M EBITDA | 181.9            | (1) 3Q19~2Q20 EBITDA  |
| 적용 밸류에이션 (배)   | 13.9             | (2) 기준이 되는 Netflix 차기년도 EV/EBITDA 기존 36배에서 30배로 하락. Netflix EV/EBITDA의 58%(플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치) 활용한 점 기준과 동일 |
| 적정 시가총액        | 2,532            | (1) * (2)   |
| 적정주가 (원)       | 90,273           |   |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 '아스달 연대기' 수익성 추정

| (억원) |     |  |
|------|-----|--|
| -    | 540 | ← 제작비  |
| +    | 200 | ← CJ ENM 방영료 (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)                              |
| +    | 20  | ← PPL (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)                                     |
| -    | 320 | ← 스튜디오드래곤의 '아스달 연대기'에 대한 실 투자금액                                |
| +    | 320 | ← Netflix 판권 매출. ENM 수수료 제외 후 매출총이익 (GP)                       |
| +    | 18  | ← 편당 VOD 매출 2억원 가정. 2억원/편 × 18편 × 50% (IP보유자 몫) × 85% (수수료 공제) |
| +    | 18  | ← '아스달 연대기' 프로젝트 예상 수익 금액                                      |

자료: 언론 자료를 토대로 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표4 2019년 스튜디오드래곤 드라마 Library

|         | 타이틀             | 방송일             | 회차   | 극본       | 연출       | 주연            | 제작사          |
|---------|-----------------|-----------------|------|----------|----------|---------------|--------------|
| tvN     | 왕이 된 남자         | 1.7~3.4         | 16부  | 김선덕      | 김희원      | 여진구, 이세영      | SD, 지티스트     |
|         | 로맨스는 별책부록       | 1.26~3.17       | 16부  | 정현정      | 이정호      | 이종석, 이나영      | SD, 메가몬스터,   |
|         | 진심이 닿다          | 2.6~3.28        | 16부  | 이명숙      | 박준화      | 이동욱, 유인나      | SD, 글앤그림미디어  |
|         | 막되먹은 영애씨 시즌17   | 2.8~4.26        | 12부  | 한설희, 백지현 | 한상재      | 김현숙           | CJENM        |
|         | 사이코메트리 그녀석      | 3.11~4.30       | 16부  | 양진아      | 김병수      | 진영, 신예은       | SD, JS픽쳐스    |
|         | 자백              | 3.23~5.12       | 16부  | 임희철      | 김철규      | 준호, 유재명       | SD, 에이스팩토리   |
|         | 그녀의 사생활         | 4.10~5.30       | 16부  | 김혜영      | 홍종찬      | 박민영, 김재욱      | SD, 본팩토리     |
|         | 어비스             | 5.6~6.25        | 16부  | 문수연      | 유제원      | 박보영, 안효섭      | SD, 네오엔터테인먼트 |
|         | 아스달 연대기         | 6.1~7.7, 9.7-28 | 18 부 | 김형연, 박상연 | 김원석      | 송중기, 장동건, 김지원 | KPJ (SD)     |
|         | 검색어를 입력하세요 WWW  | 6.5~7.25        | 16부  | 권도은      | 정지현, 권영일 | 임수정, 장기용, 이다희 | 화엔담픽쳐스 (SD)  |
|         | 60일, 지정생존자      | 7.1~8.20        | 16부  | 김태희      | 유종선      | 지진희, 배종옥, 강한나 | SD, DK E&M   |
|         | 호텔 델루나          | 7.13~9.1        | 16부  | 홍정은, 홍미란 | 오충환      | 아이유, 여진구      | SD, 지티스트     |
|         | 악마가 너의 이름을 부를 때 | 7.31~9.12       | 16부  | 노혜영, 고내리 | 민진기      | 정경호, 이엘       | SD, 더문씨엔엠    |
|         | 위대한 쇼           | 8.26~10.15      | 16부  | 설준석      | 신용휘, 김정욱 | 송승현, 이선빈      | SD, 화이브라더스   |
|         | 쌈니다 천리마마트       | 9월~             | 16부  |          | 백승룡      | 이동휘, 김병철      | SD, 스튜디오N    |
|         | 청일전자 미쓰리        | 9월~             | 16부  | 박정화      | 한동화      | 이혜리           | SD           |
|         | 날 녹여주오          | 10.5~11.24      | 16부  | 백미경      | 신우철      | 지창욱           | SD, 스토리피닉스   |
|         | 유령을 잡아라!        | 10월~            | 16부  | 소원, 이영주  | 신윤섭      | 김선호, 문근영      | SD, 로고스필름    |
|         | 슬기로운 의사생활       | 11월~            |      | 이우정      | 신원호      | 조정석, 유연석, 김대명 | CJ ENM       |
|         | 사이코패스 다이어리      | 11월~            |      | 류용재      | 이종재      | 윤시윤, 정인선      | SD, 콘텐츠K     |
|         | 사랑의 불시착         | 11월~            |      | 박지은      | 이정호      | 현빈, 손예진       | SD, 문화창고     |
|         | 머니게임            | 11월~            |      | 이영미      | 김상호      | 고수, 심은경(검토)   |              |
|         | 스위트홈            | 12월~            |      |          | 이응복      | 송강, 박규영       | SD, 스튜디오N    |
|         | 식빵 굽는 남자        | 2H19            |      | 주화미      | 이종재      |               |              |
|         | 소원을 말해봐         | 2H19            |      | 백미경      | 김상호      |               |              |
|         | 키마이라            | 2H19            |      | 이진매      | 김도훈      | 박해수, 이희준, 수현  | SD, JS픽쳐스    |
| OCN     | 트랩              | 2.9~3.3         | 7부   | 남상욱, 박신우 | 박신우      | 이서진, 성동일, 이화영 | SD, 필름몬스터    |
|         | 빙의              | 3.6~4.25        | 16부  | 박희강      | 최도훈      | 송새벽, 고준희      | SD, 데이드림엔터   |
|         | 킬잇              | 3.16~4.28       | 12부  | 손현수, 최명진 | 남성우, 안지숙 | 장기용, 나나       | SD, 크레이브웍스   |
|         | 구해줘2            | 5.8~6.27        | 16부  | 서주연      | 이권       | 천호진, 엄태구, 이숨  | SD, 히든시퀀스    |
|         | 보이스3            | 5.11~6.30       | 16부  | 마진원      | 남기훈      | 이하나, 이진욱      | SD, 키이스트     |
|         | WATCHER         | 7.6~8.25        | 16부  | 한상운      | 안길호      | 한석규, 서강준, 김현주 | SD           |
|         | 미스터 기간제         | 7.17~9.5        | 16부  | 장홍철      | 성용일      | 윤균상, 금새록      | SD, JS픽쳐스    |
|         | 타인은 지옥이다        | 8.31~9.29       | 10부  | 정이도      | 이창희      | 임시완, 이동욱      | SD, 스튜디오N    |
|         | 달리는 조사관         | 9월~             | 16부  | 백정철      | 김용수, 이창희 | 이요원, 최귀화      | SD, 데이드림엔터   |
| Netflix | 모두의 거짓말(가제)     | 10월~            |      | 전영신, 원유정 | 이윤정      | 이민기           | SD           |
|         | 좋아하면 울리는        | 8.22 예정         | 8부   | 이아연, 서보라 | 이나정      | 김소현, 정가람      | SD           |
| Olive   | 나홀로 그대          | 2H19            |      |          |          | 윤현민, 고성희      | SD, JS픽쳐스    |
|         | 은주의 방           | 18.11.6-19.1.22 | 12부  | 박상문, 김현철 | 장정도, 소재현 | 류혜영, 김재영      | SD           |
| MBC     | 봄밤              | 5.22~7.11       | 32부  | 김은       | 안판석      | 정해인, 한지민      | JS픽쳐스        |
| SBS     | 의사요한            | 7.19~9.7        | 16부  | 김지운      | 조수원, 김영환 | 지성, 이세영       | KPJ (SD)     |

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

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

표5 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

| (십억원)                | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19         | 2Q19P        | 3Q19E        | 4Q19E        | 2018         | 2019E        | 2020E        |
|----------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>           | <b>79.9</b> | <b>74.3</b> | <b>123.7</b> | <b>101.7</b> | <b>111.8</b> | <b>128.2</b> | <b>156.8</b> | <b>114.6</b> | <b>379.6</b> | <b>511.3</b> | <b>591.5</b> |
| (% YoY)              | 6.1         | 19.7        | 59.6         | 41.5         | 39.9         | 72.5         | 26.7         | 12.6         | 32.4         | 34.7         | 15.7         |
| <b>드라마 부문</b>        | <b>79.2</b> | <b>68.0</b> | <b>121.0</b> | <b>99.6</b>  | <b>109.0</b> | <b>126.1</b> | <b>154.0</b> | <b>110.3</b> | <b>367.7</b> | <b>499.4</b> | <b>578.4</b> |
| 1. 작품 방영 매출액         | 40.7        | 34.1        | 48.9         | 54.4         | 44.1         | 58.1         | 62.2         | 49.4         | 178.1        | 213.8        | 234.6        |
| 작품당 편성매출             | 6.0         | 6.2         | 8.9          | 6.7          | 6.8          | 7.3          | 7.8          | 6.7          | 6.7          | 7.0          | 7.2          |
| 작품 수 (편)             | 5.5         | 5.4         | 5.5          | 8.1          | 6.5          | 8.0          | 8.0          | 7.0          | 24.5         | 29.5         | 32.5         |
| ENM 필요 작품 수 (편)      |             |             |              |              |              |              |              |              | 33.0         | 39.0         | 39.0         |
| ENM 드라마 슬롯 (개)       |             |             |              |              |              |              |              |              | 6.5          | 6.5          | 6.5          |
| 2. PPL               | 6.4         | 5.1         | 8.7          | 7.4          | 8.7          | 7.7          | 10.7         | 9.3          | 27.5         | 36.5         | 41.0         |
| 작품당 PPL              | 0.9         | 0.9         | 1.6          | 0.9          | 1.3          | 1.1          | 1.3          | 1.3          | 1.1          | 1.2          | 1.3          |
| 3. VOD 매출            | 9.4         | 12.3        | 17.2         | 13.0         | 13.6         | 18.1         | 20.1         | 12.6         | 51.9         | 64.4         | 73.1         |
| 작품당 VOD              | 1.7         | 2.3         | 2.6          | 1.6          | 2.1          | 2.1          | 2.5          | 1.8          | 2.1          | 2.2          | 2.2          |
| 4. 해외판권              | 22.7        | 16.5        | 46.2         | 24.8         | 42.6         | 42.2         | 51.0         | 28.9         | 110.2        | 164.7        | 199.8        |
| 작품당 해외판권             | 4.1         | 3.1         | 8.4          | 3.0          | 6.6          | 5.3          | 6.4          | 4.1          | 4.5          | 5.6          | 6.1          |
| ↳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          | 0.0          | 10.0         | 10.0         | 0.0          | 20.0         | 30.0         |
| 작품당                  | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 10.0         | 10.0         |
| 작품수 (편)              | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 2.0          | 3.0          |
| <b>엔터테인먼트 부문</b>     | <b>0.7</b>  | <b>6.3</b>  | <b>2.7</b>   | <b>2.1</b>   | <b>2.8</b>   | <b>2.1</b>   | <b>2.7</b>   | <b>4.3</b>   | <b>11.9</b>  | <b>11.9</b>  | <b>13.1</b>  |
| <b>매출원가</b>          | <b>66.2</b> | <b>63.7</b> | <b>98.9</b>  | <b>95.2</b>  | <b>96.8</b>  | <b>112.8</b> | <b>135.6</b> | <b>100.8</b> | <b>324.0</b> | <b>446.0</b> | <b>511.0</b> |
| 매출원가율(%)             | 82.9        | 85.7        | 80.0         | 93.6         | 86.6         | 88.0         | 86.5         | 88.0         | 87.2         | 86.4         | 86.4         |
| 제작비                  | 44.6        | 33.3        | 47.7         | 60.5         | 48.8         | 65.8         | 81.4         | 52.3         | 185.6        | 248.4        | 301.1        |
| 작품당 제작비              | 7.2         | 6.2         | 8.7          | 7.4          | 7.5          | 8.2          | 9.3          | 6.5          | 7.6          | 8.2          | 8.5          |
| CJ ENM 수수료           | 6.1         | 9.4         | 22.3         | -1.0         | 15.0         | 10.4         | 12.1         | 10.0         | 36.9         | 47.5         | 58.9         |
| 감가상각                 | 12.4        | 13.1        | 23.3         | 26.0         | 26.7         | 32.0         | 39.0         | 32.1         | 74.9         | 129.8        | 128.1        |
| 기타                   | 1.1         | 0.8         | 12.8         | -6.7         | 6.5          | 1.3          | 1.5          | 3.7          | 12.6         | 13.1         | 18.0         |
| 판관비                  | 3.0         | 3.3         | 3.3          | 6.0          | 4.0          | 4.6          | 4.5          | 5.1          | 15.7         | 18.3         | 20.5         |
| 판관비율(%)              | 3.7         | 4.4         | 2.7          | 5.9          | 3.6          | 3.6          | 2.9          | 4.5          | 4.1          | 3.6          | 3.5          |
| 매니지먼트 수수료            | 0.4         | 0.4         | 0.3          | -0.2         | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 1.1          | 1.2          | 1.3          |
| 드라마 관련 판관비           | 2.6         | 2.9         | 2.8          | 6.5          | 3.7          | 4.3          | 4.3          | 4.8          | 14.5         | 17.0         | 19.1         |
| <b>Profitability</b> |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>EBITDA</b>        | <b>23.1</b> | <b>20.5</b> | <b>44.8</b>  | <b>26.4</b>  | <b>37.7</b>  | <b>42.8</b>  | <b>55.6</b>  | <b>40.6</b>  | <b>114.8</b> | <b>176.8</b> | <b>188.0</b> |
| <b>영업이익</b>          | <b>10.7</b> | <b>7.3</b>  | <b>21.4</b>  | <b>0.4</b>   | <b>11.0</b>  | <b>10.8</b>  | <b>16.6</b>  | <b>8.6</b>   | <b>39.9</b>  | <b>47.0</b>  | <b>59.9</b>  |
| 드라마 부문               | 10.9        | 7.1         | 22.0         | 0.7          | 11.5         | 10.8         | 17.2         | 8.7          | 40.7         | 48.3         | 61.3         |
| 엔터테인먼트부문             | -0.3        | 0.3         | -0.6         | -0.3         | -0.5         | 0.0          | -0.6         | -0.2         | -0.8         | -1.2         | -1.3         |
| 영업이익률(%)             | 13.3        | 9.9         | 17.3         | 0.4          | 9.8          | 8.4          | 10.6         | 7.5          | 10.5         | 9.2          | 10.1         |
| 드라마 부문(%)            | 13.8        | 10.4        | 18.2         | 0.7          | 10.5         | 8.6          | 11.2         | 7.9          | 11.1         | 9.7          | 10.6         |
| 엔터테인먼트부문(%)          | -35.0       | 4.0         | -21.2        | -12.3        | -16.8        | -1.8         | -21.2        | -3.6         | -7.0         | -10.4        | -10.2        |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

| (십억원)                | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>           | <b>195.5</b> | <b>286.8</b> | <b>379.6</b> | <b>511.3</b> | <b>591.5</b> | <b>667.5</b> |
| (% YoY)              | 100.7        | 46.7         | 32.4         | 34.7         | 15.7         | 12.9         |
| <b>드라마 부문</b>        | <b>195.5</b> | <b>262.0</b> | <b>367.7</b> | <b>499.4</b> | <b>578.4</b> | <b>653.1</b> |
| <b>1. 작품 방영 매출액</b>  | <b>87.8</b>  | <b>131.2</b> | <b>178.1</b> | <b>213.8</b> | <b>234.6</b> | <b>263.9</b> |
| 작품당 편성매출             | 4.6          | 5.6          | 6.7          | 7.0          | 7.2          | 7.4          |
| 작품 수 (편)             | 19.0         | 21.0         | 24.5         | 29.5         | 32.5         | 35.5         |
| 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>27.5</b>  | <b>36.5</b>  | <b>41.0</b>  | <b>45.6</b>  |
| 작품당 PPL              | 1.7          | 0.8          | 1.1          | 1.2          | 1.3          | 1.3          |
| <b>3. VOD 매출</b>     | <b>31.2</b>  | <b>44.6</b>  | <b>51.9</b>  | <b>64.4</b>  | <b>73.1</b>  | <b>82.2</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>164.7</b> | <b>199.8</b> | <b>231.3</b> |
| 작품당 해외판권             | 2.3          | 3.2          | 4.5          | 5.6          | 6.1          | 6.5          |
| L중국                  | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>5. 글로벌</b>        |              |              | 0.0          | 20.0         | 30.0         | 30.0         |
| 작품당                  |              |              | 0.0          | 10.0         | 10.0         | 10.0         |
| 작품수 (편)              |              |              | 0.0          | 2.0          | 3.0          | 3.0          |
| <b>엔터테인먼트 부문</b>     | <b>16.8</b>  | <b>24.7</b>  | <b>11.9</b>  | <b>11.9</b>  | <b>13.1</b>  | <b>14.4</b>  |
| <b>매출원가</b>          | <b>168.4</b> | <b>239.7</b> | <b>324.0</b> | <b>446.0</b> | <b>511.0</b> | <b>576.6</b> |
| % of sales           | 86.1         | 85.4         | 87.2         | 86.4         | 86.4         | 86.7         |
| 제작비                  | 120.1        | 149.7        | 185.6        | 248.4        | 301.1        | 335.1        |
| 작품당 제작비              | 6.3          | 6.4          | 7.6          | 8.2          | 8.5          | 8.7          |
| CJ E&M 수수료           | 11.3         | 16.9         | 36.9         | 47.5         | 58.9         | 71.1         |
| 감가상각                 | 22.0         | 41.0         | 74.9         | 129.8        | 128.1        | 144.9        |
| 기타                   | 2.2          | 0.1          | 12.6         | 13.1         | 18.0         | 24.1         |
| <b>판관비</b>           | <b>5.9</b>   | <b>14.1</b>  | <b>15.7</b>  | <b>18.3</b>  | <b>20.5</b>  | <b>23.1</b>  |
| % of sales           | 3.0          | 4.9          | 4.1          | 3.6          | 3.5          | 3.5          |
| 매니지먼트 수수료            | 0.5          | 2.3          | 1.1          | 1.2          | 1.3          | 1.4          |
| 드라마 관련 판관비           | 5.4          | 11.8         | 14.5         | 17.0         | 19.1         | 21.6         |
| <b>Profitability</b> |              |              |              |              |              |              |
| <b>EBITDA</b>        | <b>43.2</b>  | <b>74.0</b>  | <b>114.8</b> | <b>176.8</b> | <b>188.0</b> | <b>212.7</b> |
| <b>영업이익</b>          | <b>21.2</b>  | <b>33.0</b>  | <b>39.9</b>  | <b>47.0</b>  | <b>59.9</b>  | <b>67.8</b>  |
| 드라마 부문               | 21.2         | 32.2         | 40.7         | 48.3         | 61.3         | 69.3         |
| 엔터테인먼트부문             | 1.2          | 0.9          | -0.8         | -1.2         | -1.3         | -1.4         |
| 영업이익률 (%)            | 10.8         | 11.5         | 10.5         | 9.2          | 10.1         | 10.2         |
| 드라마 부문               | 10.8         | 12.3         | 11.1         | 9.7          | 10.6         | 10.6         |
| 엔터테인먼트부문             | 0.0          | 3.8          | -7.0         | -10.4        | -10.2        | -10.0        |

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

## 스튜디오드래곤 (253450)

## Income Statement

| (십억원)      | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 286.8 | 379.6 | 511.3 | 591.5 | 667.5 |
| 매출액증가율 (%) | 85.7  | 32.4  | 34.7  | 15.7  | 12.9  |
| 매출원가       | 239.7 | 324.0 | 446.0 | 511.0 | 576.6 |
| 매출총이익      | 47.1  | 55.6  | 65.3  | 80.4  | 90.9  |
| 판매관리비      | 14.2  | 15.7  | 18.3  | 20.5  | 23.1  |
| 영업이익       | 33.0  | 39.9  | 47.0  | 59.9  | 67.8  |
| 영업이익률      | 11.5  | 10.5  | 9.2   | 10.1  | 10.2  |
| 금융손익       | -2.5  | 6.1   | 6.9   | 8.2   | 9.8   |
| 종속/관계기업손익  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | -0.2  | -0.4  | -0.2  | -0.3  | -0.3  |
| 세전계속사업이익   | 30.3  | 45.6  | 53.7  | 67.9  | 77.3  |
| 법인세비용      | 6.4   | 9.8   | 11.5  | 14.6  | 16.6  |
| 당기순이익      | 23.9  | 35.8  | 42.2  | 53.3  | 60.7  |
| 지배주주지분 순이익 | 23.9  | 35.8  | 42.2  | 53.3  | 60.7  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | -7.2   | -29.1  | 172.8  | 177.9  | 200.3  |
| 당기순이익(손실)      | 23.9   | 35.8   | 42.2   | 53.3   | 60.7   |
| 유형자산상각비        | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.1    |
| 무형자산상각비        | 41.0   | 75.0   | 129.8  | 128.1  | 144.9  |
| 운전자본의 증감       | -72.9  | -139.4 | 7.5    | 4.5    | 4.3    |
| 투자활동 현금흐름      | -141.0 | 140.6  | -130.9 | -145.5 | -136.1 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -0.1   | -0.2   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 투자자산의감소(증가)    | -1.5   | 0.1    | -31.2  | -30.7  | -8.4   |
| 재무활동 현금흐름      | 188.1  | -9.7   | 49.4   | 18.6   | 18.1   |
| 차입금의 증감        | -18.0  | -7.9   | 50.0   | 20.0   | 20.0   |
| 자본의 증가         | 207.8  | 0.5    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 현금의 증가(감소)     | 39.8   | 101.7  | 91.3   | 51.0   | 82.3   |
| 기초현금           | 11.5   | 51.3   | 153.0  | 244.3  | 295.3  |
| 기말현금           | 51.3   | 153.0  | 244.3  | 295.3  | 377.6  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 289.9 | 247.2 | 369.7 | 439.7 | 539.9 |
| 현금및현금성자산  | 51.3  | 153.0 | 244.3 | 295.3 | 377.6 |
| 매출채권      | 54.9  | 68.8  | 92.6  | 107.2 | 120.9 |
| 재고자산      | 1.3   | 0.6   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 비유동자산     | 169.6 | 265.2 | 272.7 | 299.0 | 301.3 |
| 유형자산      | 1.1   | 1.0   | 0.7   | 0.6   | 0.4   |
| 무형자산      | 127.5 | 198.5 | 175.1 | 170.9 | 165.0 |
| 투자자산      | 3.8   | 3.7   | 34.9  | 65.6  | 74.0  |
| 자산총계      | 459.5 | 512.4 | 642.3 | 738.6 | 841.2 |
| 유동부채      | 90.7  | 108.2 | 195.8 | 238.6 | 280.3 |
| 매입채무      | 6.1   | 19.6  | 26.4  | 30.5  | 34.4  |
| 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   | 2.9   | 3.1   | 3.3   | 3.4   |
| 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 | 198.9 | 241.9 | 283.7 |
| 자본금       | 14.0  | 14.0  | 14.0  | 14.0  | 14.0  |
| 자본잉여금     | 319.6 | 320.1 | 320.1 | 320.1 | 320.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0   | -0.8  | -0.8  | -0.8  | -0.8  |
| 이익잉여금     | 32.1  | 67.7  | 109.8 | 163.1 | 223.8 |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본총계      | 368.4 | 401.3 | 443.5 | 496.8 | 557.5 |

## Key Financial Data

|                        | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 12,628 | 13,539 | 18,228 | 21,085 | 23,795 |
| EPS(지배주주)              | 1,050  | 1,278  | 1,503  | 1,900  | 2,165  |
| CFPS                   | 3,068  | 3,930  | 6,304  | 6,700  | 7,578  |
| EBITDAPS               | 3,271  | 4,108  | 6,311  | 6,710  | 7,587  |
| BPS                    | 13,141 | 14,305 | 15,809 | 17,709 | 19,873 |
| DPS                    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당수익률(%)               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 61.9   | 72.3   | 39.2   | 31.0   | 27.2   |
| PCR                    | 21.2   | 23.5   | 9.3    | 8.8    | 7.8    |
| PSR                    | 5.1    | 6.8    | 3.2    | 2.8    | 2.5    |
| PBR                    | 4.9    | 6.5    | 3.7    | 3.3    | 3.0    |
| EBITDA                 | 74.3   | 115.2  | 177.0  | 188.2  | 212.8  |
| EV/EBITDA              | 22.1   | 21.1   | 8.2    | 7.5    | 6.4    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 9.5    | 9.3    | 10.0   | 11.3   | 11.5   |
| EBITDA 이익률             | 25.9   | 30.3   | 34.6   | 31.8   | 31.9   |
| 부채비율                   | 24.7   | 27.7   | 44.9   | 48.7   | 50.9   |
| 금융비용부담률                | 0.6    | 0.0    | 0.1    | 0.2    | 0.3    |
| 이자보상배율(x)              | 19.0   | 343.0  | 75.3   | 41.9   | 35.9   |
| 매출채권회전율(x)             | 6.2    | 6.1    | 6.3    | 5.9    | 5.9    |
| 재고자산회전율(x)             | 443.0  | 405.4  | 753.4  | 704.1  | 696.0  |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 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, 문경원)

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<br>직전 1개월간<br>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<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                       |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                       |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                       |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율    |
|-------|-------|
| 매수    | 97.0% |
| 중립    | 3.0%  |
| 매도    | 0.0%  |

2019년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자 의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |          |       |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2018.08.07 | 산업분석     | Buy   | 130,000     | 이효진 | -27.6   | -26.2  |                |
| 2018.08.09 | 기업브리프    | Buy   | 130,000     | 이효진 | -19.3   | -10.5  |                |
| 2018.11.08 | 기업브리프    | Buy   | 130,000     | 이효진 | -19.4   | -10.5  |                |
| 2018.11.12 | 산업분석     | Buy   | 130,000     | 이효진 | -20.6   | -10.5  |                |
| 2019.01.04 | 산업브리프    | Buy   | 130,000     | 이효진 | -22.5   | -10.5  |                |
| 2019.02.15 | 기업브리프    | Buy   | 130,000     | 이효진 | -23.4   | -10.5  |                |
| 2019.03.27 | 산업분석     | Buy   | 113,000     | 이효진 | -19.0   | -13.9  |                |
| 2019.05.10 | 기업브리프    | Buy   | 113,000     | 이효진 | -23.3   | -13.9  |                |
| 2019.06.03 | 산업분석     | Buy   | 95,000      | 이효진 | -26.6   | -22.3  |                |
| 2019.07.10 | 산업브리프    | Buy   | 95,000      | 이효진 | -29.4   | -22.3  |                |
| 2019.08.09 | 기업브리프    | Buy   | 90,000      | 이효진 | -       | -      |                |