스튜디오드래곤(253450.KQ)

해외 확장을 위한 투자기

매수(신규)

현재주가(5/27)	78,800원
목표주가(12M)	96,000원

■ tvN 성장의 일등공신

스튜디오드래곤은 CJ E&M 드라마 사업부문을 물적 분할하여 설립된 회사로, 드라마 콘텐츠에 대한 투자, 기획, 제작, 유통에 관한 사업을 영위함. 대부분의 작품을 CJ ENM 채널로 편성함

■ 콘텐츠 경쟁력이 생기면 CJ ENM도 좋아요

동사는 기획/제작 경쟁력을 바탕으로 흥행 콘텐츠를 제작하고, IP확보를 통한 매출 라이프사이클 장기화와 영업 레버리지를 기대할 수 있는 기업임. 또한, 동사가 제작한 콘텐츠의 흥행은 모회사인 CJ ENM의 광고와 콘텐츠 유통 실적의 핵심이라는 점에서 시너지 창출이 가능함.

■ 해외 확장을 위한 중장기 프로젝트 진행 중

동사는 글로벌 OTT와 콘텐츠 제작/유통 계약을 맺고 주요 시장에 효과적으로 침투하고 있음. 콘텐츠 경쟁력을 인정받아 계약조건이 개선되고 있어 긍정적임. 2020년에는 미국 현지법인 2개를 설립하여 직진출 하였고, 현지 크리에이터 확보를 위한 적극적 투자를 계획하고 있음.

■ 장기 성장 유효, 매수의견과 목표주가 96,000원 제시

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 매수와 목표주가 96,000원을 제시하며 커버리지를 개시함. 동사의 주요 전략인 IP확보를 통한 롱테일 비즈니스 구축과 미국 중심의 해외확장을 바탕으로 한 장기 성장성이 긍정적이라 판단됨.

결산기(12월)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액(십억원)	287	380	469	524	618
영업이익(십억원)	33	40	29	53	64
세전손익(십억원)	30	46	33	56	69
지배순이익(십억원)	24	36	26	42	52
EPS(원)	1,050	1,278	941	1,499	1,843
증감률(%)	84.5	21.7	-26.3	59.2	23.0
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	9.4	10.5
PER(배)	61.9	72.3	85.9	52.6	42.8
PBR(배)	4.9	6.5	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA(배)	21.9	21.1	14.9	12.3	10.7

Key Data	(기준일: 2020. 5. 27)
KOSPI(pt)	2031.20
KOSDAQ(pt)	724.59
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	22,140
발행주식수(천주)	28,096
평균거래량(3M,주)	228,038
평균거래대금(3M, 백만원)	17,650
52주 최고/최저	87,000 / 54,000
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(20F,%)	0.0
외국인지분율(%)	8.2
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	61.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	1.8	3.7	4.8
KOSDAQ대비상대수익률	-9.5	-10.3	-7.4	-0.3

Company vsKOSDAQ composite

1. 투자포인트

투자의견 매수,
목표주가 9.6만원 제시

스튜디오드래곤에 대한 투자의견 매수, 목표주가 96,000원으로 커버리지를 개시한다. 스튜디오드래곤은 CJ E&M 드라마 사업부문을 물적 분할하여 설립된 회사로, 드라마 콘텐츠에 대한 투자, 기획, 제작, 유통에 관한 사업을 영위한다.

동사의 투자포인트는 다음과 같다.
1) 콘텐츠 경쟁력: 작품 기획/제작에 강점, IP확보로 매출 라이프사이클 장기화와 영업 레버리지 기대
2) 모회사와 시너지 창출: 작품의 성공이 모회사인 CJ ENM의 광고와 콘텐츠 유통 실적의 핵심
3) 글로벌 확장 진행 중: 글로벌OTT와 콘텐츠 제작/유통 계약, 미국 현지법인 2개 설립 후 직진출, 현지 크리에이터 확보를 위한 적극적 투자를 계획

도표 1. 스튜디오드래곤 Valuation (단위: 억원)

구분	20F EBITDA	목표 배수	가치	비고
기업가치	1,701	14.0	**23,814**	동사 2018년 12M Fwd EV/EBITDA 18배의 20% 할인
순현금			1,000	2020년 추정치
적정가치			**24,814**	
주식수			25,799,914	자기주식 2,295,346주 제외
목표주가			**96,180**	

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

2. 기업 개요

기획/제작 경쟁력 확보
탄탄한 작품 라이브러리

스튜디오드래곤은 2010년부터 시작된 CJ E&M의 드라마 사업부를 모태로 하여, 2014년 분사 후 2017년 코스닥 시장에 상장하였다. 동사는 미생, 도깨비, 미스터션샤인 등 다수의 히트 드라마를 기획, 제작, 유통하였다. 스타 작가와 감독을 확보함으로써 제작 경쟁력을 갖추었고, 드라마의 IP 보유를 통해 탄탄한 작품 라이브러리를 구축하였다.

도표 2. 스튜디오드래곤 기업 개요

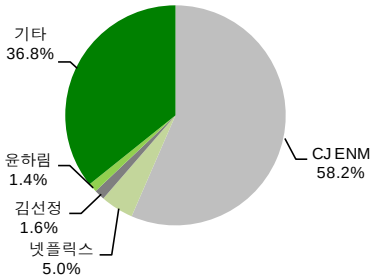
구분	내용
회사명	스튜디오드래곤
대표이사	최진희
설립일	2014년 3월
상장일	2017년 11월
사업분야	드라마콘텐츠 기획, 제작, 배급
주요 연혁	
10년	CJ E&M 드라마사업 추진
11년	로열패밀리, 드림하이1 등 첫 지상파 드라마 제작
12년	특수사건전담반 TEN
13년	나인: 아홉번째 시간여행
14년	미생, 나쁜녀석들, 괜찮아 사랑이야
15년	한-중 공동제작 드라마 상애천사천년1, 오 나의 귀신님
16년	스튜디오드래곤 설립, 시그널, 38사기동대, 도깨비, 한-베 공동제작 오늘도청춘2,
17년	스튜디오드래곤 코스닥상장, 보이스, 터널, 비밀의숲
18년	Netflix와 미스터 션샤인 공급 계약
19년	Netflix, CJ ENM와 3년 간 콘텐츠 제작/유통계약 CJ ENM의 동사 보유지분 4.99%를 Netflix에 매도
20년	미국 Studio Dragon Investment, Studio Dragon Production법인 설립

자료: 신영증권 리서치센터

2대 주주는 넷플릭스 해외 판매 다수

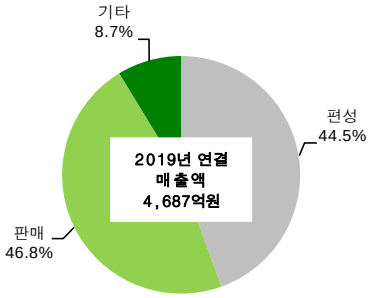
스튜디오드래곤의 최대주주는 CJ ENM이나, 최근에는 최대주주의 지분 양도로 넷플릭스가 동사 2대 주주로 이름을 올렸다. 향후 넷플릭스와의 협업이 기대되는 부분이다. 동사 매출은 방송채널로의 신작 편성과 신작/구작을 여러 플랫폼으로 유통하는 판매가 주요하다. 드라마 편성은 CJ ENM의 17개 케이블 채널 위주로 이루어지며, 드라마 판매는 주로 해외 고객을 대상으로 하고 있다.

도표 3. 스튜디오드래곤 주주 현황



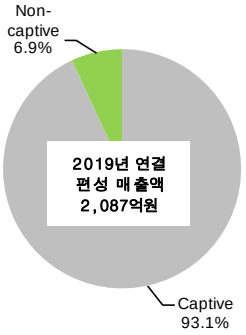
자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 4. 스튜디오드래곤 매출 비중 (2019년)



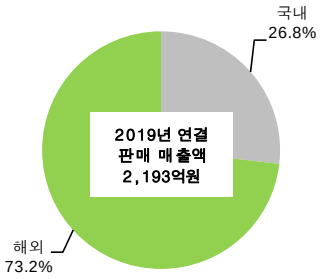
자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 5. 스튜디오드래곤 편성 실적 비중 (2019년)



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 6. 스튜디오드래곤 판매 실적 비중 (2019년)



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

작가 확보를 위해 자회사 인수, 미국현지법인 2개 설립

동사는 김은숙 작가(대표작: 도깨비, 미스터션샤인, 더킹: 영원의 군주 등), 박지은 작가(푸른바다의 전설, 사랑의 불시착 등), 노희경 작가(괜찮아 사랑이야, 라이브 등) 등 스타작가 확보를 위해 4개의 종속회사를 인수하였다. 2020년에는 미국 진출을 위해 총 135억원의 자본을 출자하여 2개의 현지법인을 설립하였다. 참고로 기획 경쟁력 확보를 위해 동사는 공모전 프로그램을 진행하거나 도제제도처럼 서브작가에 집필기회를 제공하는 등 신예 작가를 발굴하고 있다. 스타 크리에이터에 대한 계약기간은 상대적으로 장기이며, 신예작가는 단기 계약 후 장기로 전환한다.

도표 7. 스튜디오드래곤 종속회사 개요

종속기업	업종	지분율	재무현황			
			자산	부채	매출	손익
화앤담픽쳐스	방송 프로그램 제작 및 공급업	100.0%	484	310	165	22
문화창고	방송 프로그램 제작 및 공급업, 연예매니지먼트업	100.0%	301	248	243	-16
케이피제이	방송 프로그램 제작 및 공급업	100.0%	107	102	278	4
지티스트	방송 프로그램 제작 및 공급업	100.0%	52	47	129	2
Studio Dragon Inv.	해외법인 투자/관리	100.0%	123	-	-	-
Studio Dragon Prod.	방송 프로그램 제작 및 공급업	100.0%	12	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터
참고: 자산과 부채는 2020년 1분기 기준, 매출과 손익은 2019년 기준임

도표 8. 종속회사 소속 아티스트/크리에이터 요약

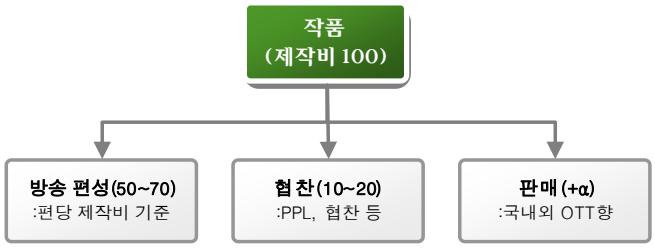
구분	소속 아티스트/크리에이터
화앤담픽쳐스	- 김은숙 작가
문화창고	- 박지은작가 소속, 배우 전지현, 서지혜, 수현, 윤지민 등
케이피제이	- 김영현 작가, 박상연 작가
지티스트	- 노희경 작가, 김규태 감독, 홍종찬 감독 등

자료: 신영증권 리서치센터

작품 IP보유의 파워, 매출 라이프사이클 장기화

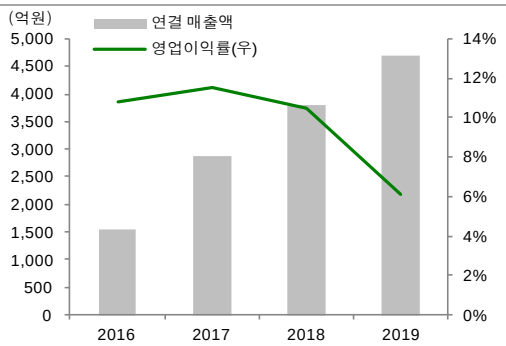
일반적으로 드라마 제작사가 방송사에 한 작품을 납품하며 얻는 수익은 제작비 대비 5~10% 수준의 마진이 전부다. 방송사는 제작비에 일정 마진을 보전함에 따라 작품에 대한 모든 권한을 가진다. 그러나 스튜디오드래곤은 17개 채널을 보유한 모회사 CJ ENM의 영향으로, 제작비 100% 선투자를 통해 작품에 대한 IP를 보유한다. 동사가 한 작품을 채널에 편성하게 되면, 보통 방송 채널로부터 50~70% 수준의 제작비를 공제 받고, 10~20% 부분은 협찬 매출에서 발생하게 된다. 이후 여러 채널로 작품을 유통시키거나 IP활용을 통한 부가매출로 오랜 시간 다양한 형태의 매출이 발생할 수 있는 가능성을 열어둘 수 있다.

도표 9. 작품당 매출 상세



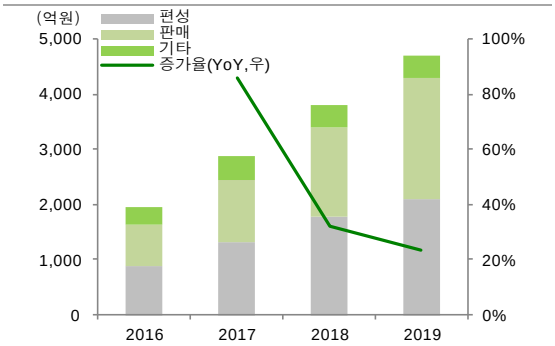
자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 10. 스튜디오드래곤 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 11. 부문별 매출액과 연결 매출 증감율 추이

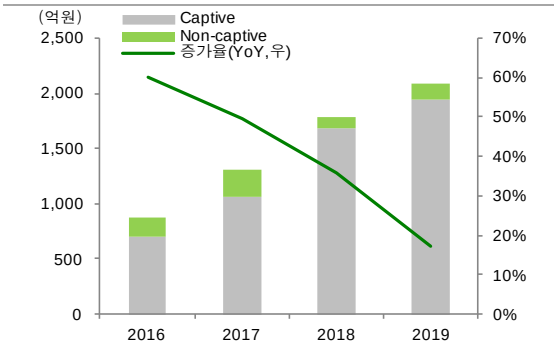


자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

tvN성장의 일등공신, 비캡티브로의 확장

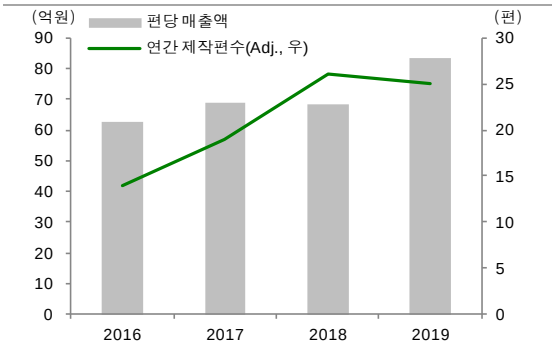
동사는 2015년부터 연간 제작편수를 꾸준히 늘리며 캡티브 채널인 CJ ENM의 핵심채널 광고단가 상승에 기여하였다. 다만, 2019년부터 TV광고 시장이 위축되며 채널 OCN의 드라마 편성이 일부 축소되었다. 그럼에도 동사는 SBS, 넷플릭스 등 비캡티브 채널로의 편성을 확보하며 연간 제작편수를 2019년과 동일한 수준으로 유지할 것으로 판단된다.

도표 12. 채널별 편성 매출 추이



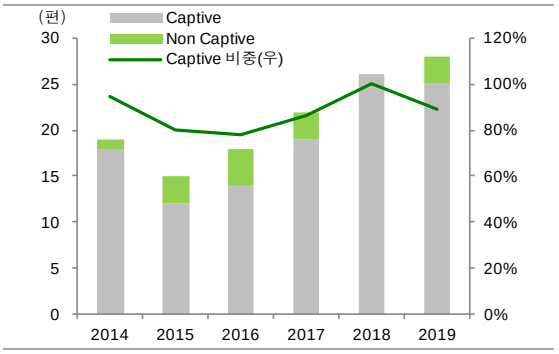
자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터
참고: Captive채널은 CJ ENM의 17개 케이블 채널을 의미함

도표 13. 연간 제작편수와 편당 매출 추이



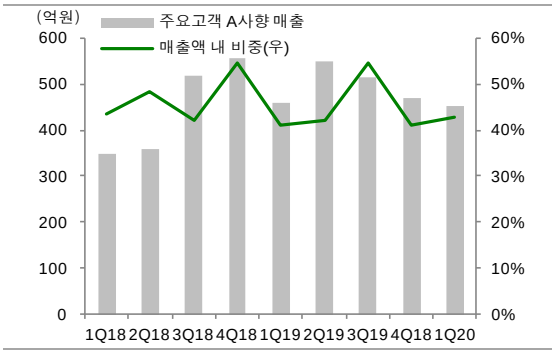
자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터
참고: 연간 제작편수는 연내 방송횟수를 고려하여 조정하였음

도표 14. 판매처별 작품 제작 편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터
참고: Captive채널은 CJ ENM의 17개 케이블 채널을 의미함

도표 15. 단일 고객 거래액 기준 1위 고객사 향 매출

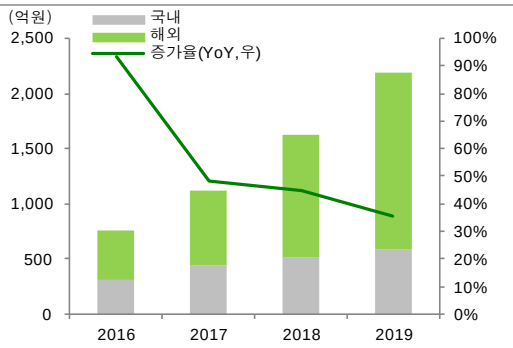


자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

해외 100여개 국에서 유통매출 발생, OTT향 매출 기대

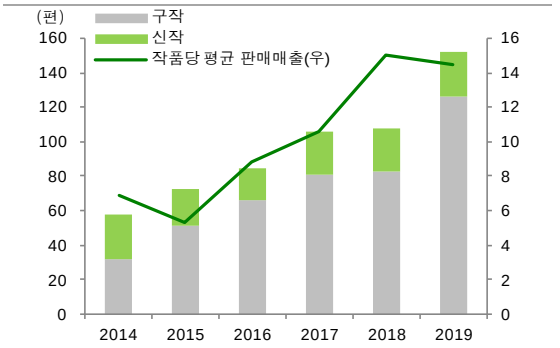
동사 IP 기반의 판매 매출은 100개 이상의 해외 지역 위주로 발생하고 있다. OTT서비스가 다양화되는 추세인 만큼 해당 플랫폼으로의 판매매출 비중이 높은 편으로 파악된다. 또한, 구작 매출이 판매 매출의 큰 부분을 차지하고 있는데, 이는 관련 비용이 이미 반영되어있을 가능성이 높아 영업 레버리지가 발생할 수 있는 부분이다. 또한, 작품당 평균 판매매출액이 증가하는 추세 역시 긍정적이다.

도표 16. 판매 매출 추이



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 17. 구작/신작 판매 편수와 작품당 평균 판매매출



자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

3. 투자포인트

IP보유를 통한 롱테일 비즈니스화

일반적인 드라마 제작사와 달리 IP보유가 가능한 동사는 작품 기획/제작 역량을 강화하여 라이브러리를 구축할 계획이다. 이를 기반으로 영업 레버리지를 기대할 수 있는 롱테일 비즈니스 형태로의 전환을 시도하고 있다. 또한, 글로벌 확장에 대한 장기 전략도 꾸준히 진행 중이다. 간접적으로 글로벌 OTT서비스사와 거래를 통해 48개국 이상의 주요 국가에 효율적으로 진입하였으며, 미국에서는 현지법인을 설립하고 적극적인 투자를 집행하고 있다.

도표 18. 스튜디오드래곤 장기 성장 계획

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

(1) 콘텐츠 경쟁력

콘텐츠 경쟁력을 꾸준히 강화

동사는 스타 제작진 확보와 10여년 간의 업력을 바탕으로 콘텐츠 경쟁력을 꾸준히 강화하고 있다. 2020년에는 사랑의 불시착, 하이바이, 마마, 더킹: 영원의 군주 등의 작품에서 양호한 성적을 거두었다. 2020년 하반기 코로나19 영향으로 편성 시간 감축, 편성요율 협의 등에서의 어려움이 예상되지만, 주력 시간대인 tvN 주말드라마에 대한 라인업은 굳건하기 때문에 실망하기는 아직 이른 시점이라 판단된다.

도표 19. 스튜디오드래곤 2020년 작품 라인업

No.	채널	타이틀	방송일		요일	회차	극본	연출	주연	시청률	
			시작	종료						평균	최고
1	tvN	사랑의 불시착	12/14	2/16	토일	16	박지은	이정효	현빈, 손예진	11.9%	21.2%
2	tvN	블랙독	12/16	2/4	월화	16	박주연	황준혁	라미란, 서현진	4.4%	5.4%
3	tvN	머니게임	1/15	3/5	수목	16	이영미	김상호	이성민, 고수	1.9%	3.4%
4	OCN	본대로말하라	2/1	3/22	토일	16	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 최수영	2.8%	4.3%
5	Netfilx	나 홀로 그대	2/7	-	-	12	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-	-
6	tvN	방법	2/10	3/17	월화	12	연상호	김용완	성동일, 엄지원	4.1%	6.6%
7	tvN	하이바이, 마마!	2/22	4/19	토일	16	권혜주	유제원	김태희, 이규형	5.3%	6.4%
8	tvN	메모리스트	3/11	4/30	수목	16	안도하, 황하나	김휘	유승호, 이세영	2.8%	3.4%
9	tvN	반의 반	3/23	4/28	월화	12	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	1.4%	2.4%
10	OCN	루갈	3/28	5/17	토일	16	도현	강철우	최진혁, 박성웅	2.4%	3.8%
11	KBS2	한 번 다녀왔습니다	3/28			50	양희승	이재상	이민정, 이상엽	26.3%	29.7%
12	SBS	더킹: 영원의 군주	4/17	6/6	금토	16	김은숙	백상훈	이민호, 김고은	8.7%	10.0%
13	tvN	화양연화	4/25	6/13	토일	16	전희영	손정현	유지태, 이보영	4.3%	5.4%
14	tvN	오 마이 베이비	5/13	7/2	수목	16	노선재	남기훈	장나라, 고준	2.4%	3.0%
15	tvN	아는건 별로 없지만 가족입니다	6/1	7/21	월화	16	김은정	권영일	한예리, 김지석	-	-
16	tvN	사이코지만 괜찮아	6/20	8/9	토일	16	조용	박신우	김수현, 서예지	-	-
17	tvN	악의꽃	7/8	8/27	수목	16	유정희	김철규	이준기, 문채원	-	-
18	tvN	구미호뎐	7/27	9/1	월화	12	한우리	강신효	이동욱, 조보아	-	-
19	tvN	청춘기록	8/15	10/4	토일	16	하명희	안길호	박보검, 박소담	-	-
20	tvN	산후조리원	9/7	10/6	월화	10	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	엄지원, 박하선	-	-
21	tvN	비밀의숲2	10/10	11/29	토일	16	이수연	박현석	조승우, 배두나	-	-
22	tvN	스타트업	9/1	-	토일	16	박혜련	오충환	남주혁, 배수지	-	-
23	tvN	Luca	10/1	-	-	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	-	-
24	tvN	마우스	10/1	-	-	10	최란	강철우	이승기, 최진혁	-	-
25	OCN	번외수사	5/23	6/28	토일	12	이유진, 정윤선	강효진	차태현, 이선빈	-	-
26	OCN	미씽:그들이있었다	8/1	-	-	16	반기리, 정소영	민연홍	고수, 허준호	-	-
27	OCN	써치	-	-	-	10	구모, 고명주	임대웅	장동윤,정수정	-	-
28	Netfilx	스위트홈	-	-	-	10	홍소리, 김형민, 박소정	이응복	송강, 이진욱	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 언론취합, 신영증권 리서치센터

도표 20. 스튜디오드래곤 연도별 라이브러리

구분	TVN			OCN		기타			
	주말(금토)	월화	수목	주말(금토)	수목	주말(금토)	월화	수목	기타
2014	응급남녀 갑동이 연애말고결혼 삼총사 미생	로맨스가필요해3 마녀의 연애 고교처세왕 마이시크릿호텔 라이어게임		처용 신의퀴즈4 리셋 나쁜녀석들 닥터프로스트				괜찮아사랑이야	
2015	하트투하트 슈퍼대디열 구여친클럽 오나의귀신님 두번째스무살	일리있는사랑 호구의사랑 신분을숨겨라 풍선껌		실종느와르M 아름다운나의신부 처용2		상애천사천년	너를기억해	처음이라서	
2016	시그널 기억 디어마이프렌즈 굿와이프 신데렐라와네명의기사 더케이투 안투라지	치즈인더트랩 피리부는사나이 또오해영 싸우자귀신아		동네의영웅 뱀파이어탐정 38사기동대		상애천사천년2	캐리어를 끄는여자	공항가는길 푸른바다의 전설	
2017	도깨비 내일그대와 시카고타자기 비밀의숲 명불허전 변혁의사랑 세상에서가장아름다운이별	내성적인보스 그녀는거짓말을너무사랑해 서클: 이어진두세계 하백의신부 아르곤 이번생은처음이라	크리미널마인드 부암동복수자들	보이스 터널 듀얼 구해줘 블랙		품위있는그녀 황금빛내인생 브라보마이라이프			
2018	화유기 라이브 무법변호사 나인룸	크로스 어비웃타임 백일의낭군님 계룡선녀전	마더 나의아저씨 김비서가왜그럴까 아는와이프 하늘에서내리는1억개의별 남자친구	나쁜녀석들:악의도시 작은신의아이들 미스트리스 라이프온마스 보이스2 플레이어 프리스트	손:TheGuest 신의퀴즈:리부트		은주의방		
2019	알함브라궁전의추억 로맨스는별책부록 자백 아스달연대기 호텔델루나 날녹여주오	왕이된남자 사이코메트리 그녀석 어비스 60일지정생존자 위대한쇼 유령을잡아라	진심이닿다 그녀의사생활 봄밤 검색어를입력하세요WWW 청일전자미쓰리 싸이코패스다이어리	킬잇 보이스3 왓쳐 모두의거짓말	빙의 구해줘2 미스터기간제 달리는조사관	의사요한			좋아하면 울리는
2020	사랑의불시착 하이바이마마 루갈 화양연화 사이코지만괜찮아(E) 비밀의숲(E) 스타트업(E)	블랙독 방법 반의반 아는건별로없지만가족입니다(E) 청춘기록(E) 구미호뎐(E)	머니게임 메모리스트 오마이베이비	본대로말하라		한번다녀왔습니다 더킹:영원의군주			나홀로그대 스위트홈

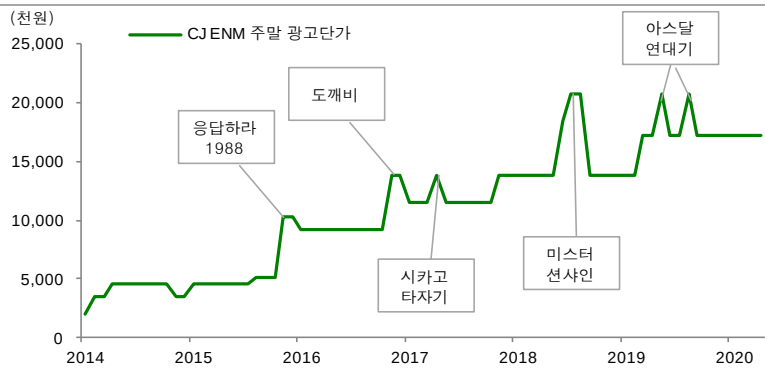
자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터
참고: (E)는 방영 예정 드라마임

(2) CJ ENM과 시너지

TV광고 어렵더라도 히트작품은 예외

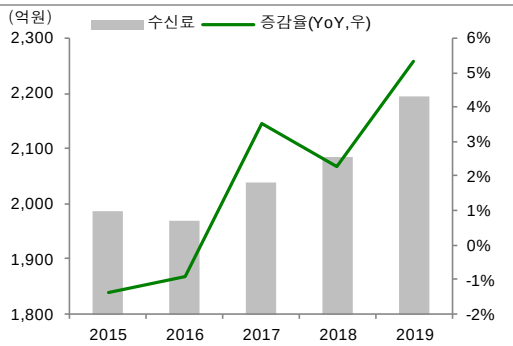
CJ ENM은 17개의 케이블 채널을 보유한 방송채널사용사업자(PP)로, 주력 채널인 tvN에서 스튜디오드래곤이 제작한 드라마 다수가 흥행함으로써 꾸준히 광고단가를 높여왔다. 이번 코로나19 사례처럼 대외환경 변화로 방송채널에서 광고 집행이 줄어드는 경향이 있더라도, 히트 드라마에는 광고주들의 러브콜이 끊임없이 이어진다는 점에 주목할 필요가 있다. 동사 제작 드라마가 흥행에 성공하는 경우, 동사 실적뿐만 아니라 CJ ENM의 TV/디지털 광고와 콘텐츠 판매매출에도 시너지 효과를 낼 수 있다.

도표 21. CJ ENM 주말 광고단가 추이



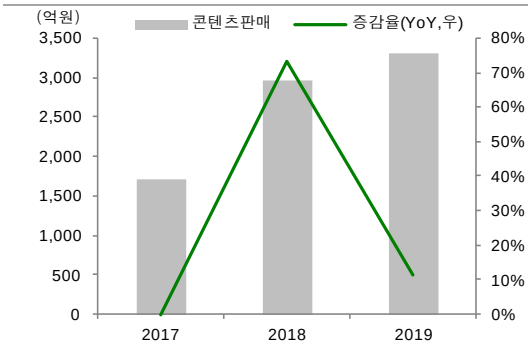
자료: KOBACO, MediaCreate, CJ ENM, 신영증권 리서치센터 / 참고: 15초 광고기준 기준

도표 22. CJ ENM 수신료 매출 추이



자료: CJ ENM, 신영증권 리서치센터

도표 23. 콘텐츠 판매 매출 추이



자료: CJ ENM, 신영증권 리서치센터

(3) 글로벌 확장 선구자

미국 위주의 해외확장 전략
투자 증가 예상

동사는 2017년 상장 이전부터 글로벌 확장에 대한 장기 전략을 꾸준히 진행해왔다. 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 글로벌 OTT서비스로의 유통을 확대하고 있으며, 미국에서 동사 IP를 활용한 리메이크 작품 10개를 기획하고 있다. 또한, 현지법인을 설립하고 제작역량 강화를 위해 투자도 집행하고 있다.

도표 24. 스튜디오드래곤 해외 진출 전략

	Step 1 (~2017)	Step 2 (~2021)	Step 3 (2021~)
유통	**아시아 중심 유통** : 지역별 판매전략 다양화	**브랜드 기반 가격 인상** : 글로벌 OTT 유통 확대	**IP가치 최대화** : 브랜드 기반 수익 극대화
현지화	**아시아 중심 IP 판매** : Captive 공동제작	**미주, 유럽 Remake 전개** : 현지/글로벌 사업자와 공동제작	**현지, 직접 제작 강화** : 글로벌 M&A / JV

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

도표 25. Netflix, CJ ENM, 스튜디오드래곤의 계약 정리

공시1	내용
내용	드라마 방영권 라이선스 계약
계약일자	2018-06-21
계약상대방	Netflix
판매/공급지역	Netflix 서비스 국가
계약기간	시작일: 2018-06-21 종료일: 2028-06-20
계약조건	- 공급물품 : TV 드라마 <미스터션샤인> - 제작편수 : 24부작 - 계약금액 : 유보기한 종료 후 공개 예정
판매/공급방식	자체/외주생산
공시2	**내용**
공시내용	콘텐츠 제작, 판권유통 계약, 투자 계약 체결 건
계약주체	CJ ENM, 스튜디오드래곤, 넷플릭스
계약내용	
1. 콘텐츠 제작/판권유통	
계약체결일	2019-11-21
계약주체	- 콘텐츠제작: 스튜디오드래곤, Netflix Worldwide Entertainment - 판권 유통계약: CJ ENM, 스튜디오드래곤, Netflix
계약기간	2020년 1월 1일부터 3년
계약내용	- 콘텐츠제작: 스튜디오드래곤은 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작 공급 - 판권유통계약: 스튜디오드래곤이 제작, CJ ENM이 유통권을 보유한 콘텐츠 중 합의 작품을 넷플릭스 플랫폼으로 유통
2. 지분매도	: CJ ENM이 보유한 스튜디오드래곤 지분 4.99%을 넷플릭스가 인수

자료: CJ ENM, 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

넷플릭스 오리지널 제공, 계약조건 개선 긍정적

2020년 하반기에는 동사의 세번째 넷플릭스 오리지널 작품인 스위트홈의 판매가 예정되어 있다. 넷플릭스 오리지널은 IP판권 없이 단순 제작형태의 계약이나, 글로벌 인지도 제고를 위한 과감한 결정으로 이해된다. 또한, 제작경쟁력을 인정받아 1, 2편 대비 계약조건이 개선된 점 역시 긍정적이다.

도표 26. 스튜디오드래곤 Netflix Original 작품

자료: 넷플릭스, 스튜디오드래곤, 언론취합, 신영증권 리서치센터

도표 27. CJ ENM과 스튜디오드래곤의 스카이댄스 소수지분 투자 내용

구분	내용
일자	2020년 2월 11일
주체	CJ ENM, 스튜디오드래곤
내용	- 미국 할리우드 제작사 스카이댄스와 글로벌 콘텐츠 공동 제작/투자를 위한 전략적 파트너십 체결 - CJ ENM과 스튜디오드래곤은 스카이댄스의 소수지분 투자
*** 스카이댄스 미디어**	
설립연도	2006년
설립자	제작자 데이비드 엘리슨
사업내용	영화, TV드라마 제작
특이사항	2010년 파라마운트픽쳐스와 공동 출자 계약
주요작품	
2010년	더 브레이브
2011년	미션임파서블: 고스트 프로토콜
2012년	더 길트 트립, 잭리처
2013년	지.아이.조2, 스타트렉 다크니스, 월드워Z
2014년	잭 라이언: 코드네임 쉐도우
2015년	터미네이터 제니시스, 미션임파서블:로그네이션
2016년	스타트렉 비욘드, 잭 리처:네버 고 백
2017년	라이프, 베어워치, 지오스톰
2018년	서던리치: 소멸의 땅, 미션임파셔블: 폴아웃
2019년	제미니 맨, 터미네이터: 다크페이트, 6 언더그라운드
2020년	탑건: 매버릭

출처: 언론취합, 신영증권 리서치센터

4. 실적 추정 및 Valuation

코로나19로 하반기 편성요율 변동여부에 관심

2020년 스튜디오드래곤의 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 11.9%, 85.7% 증가한 5,242억원, 533억원으로 전망한다. 2019년 4분기 OCN 드라마 편성시간 축소와 히트 드라마의 부재로 영업적자가 발생함에 따라 기저가 편안한 상황이다. 다만, 코로나19 영향으로 TV광고 집행 위축 우려가 드라마 제작사의 하반기 편성요율에도 영향을 미칠지 여부가 올해 실적에 중요한 변수가 될 것으로 판단된다.

도표 28. 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

구 분	2019A				2020				연간		
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
연결매출액	1,118	1,282	1,312	974	1,203	1,305	1,325	1,409	4,687	5,242	6,175
증가율(YoY)	40.0%	72.6%	6.0%	-4.2%	7.6%	1.8%	1.0%	44.6%	23.5%	11.9%	17.8%
편성	3,800	4,264	4,269	4,451	3,408	4,051	4,349	4,529	16,784	16,338	18,093
편당 매출액	66	65	68	72	72	72	75	75	272	293	317
제작편수(Adj.)	6.6	8.3	7.4	6.3	6.2	7.3	6.7	6.3	29	27	30
판매	562	603	600	428	669	674	708	844	2,193	2,895	3,403
국내	136	181	161	111	141	190	201	155	588	688	804
해외	426	422	439	317	528	484	507	689	1,604	2,207	2,600
기타	115	98	104	89	82	108	114	93	406	397	417
매출총이익	150	154	153	22	167	194	204	191	479	756	888
매출총이익률	13.4%	12.0%	11.7%	2.2%	13.8%	14.9%	15.4%	13.6%	10.2%	14.4%	14.4%
영업이익	110	108	109	-40.2	116.3	141.5	151.9	123.3	287	533	642
증가율(YoY)	3.5%	47.3%	-49.2%	적전	5.5%	31.2%	39.2%	흑전	-28.1%	85.7%	20.4%
영업이익률	9.9%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.7%	10.8%	11.5%	8.7%	6.1%	10.2%	10.4%
세전이익	132	119	131	-52	120	151	161	133	331	565	685
증가율(YoY)	22.2%	7.6%	-40.6%	적전	-9.2%	26.6%	23.1%	흑전	-27.6%	70.9%	21.3%
지배순이익	92	73	115	-16	85	114	122	101	264	422	518
증가율(YoY)	17.2%	-17.4%	-33.5%	적전	-7.3%	55.2%	5.7%	흑전	-26.3%	59.6%	22.8%
지배순이익률	8.2%	5.7%	8.8%	-1.7%	7.1%	8.7%	9.2%	7.1%	5.6%	8.0%	8.4%

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

투자의견 매수와 목표주가 9.6만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 96,000원을 제시한다.
주요 채널의 드라마 편성감축과 TV광고 집행 위축으로 어려워진 시장환경을 반영하여 동사 콘텐츠 경쟁력이 부각된 시기인 2018년 12M Fwd EV/EBITDA 평균인 18배에 20% 할인한 14배를 목표배수로 적용하였다.

도표 29. 스튜디오드래곤 Valuation (단위: 억원)

구분	20F EBITDA	목표 배수	가치	비고
기업가치	1,701	14.0	**23,814**	동사 2018년 12M Fwd EV/EBITDA 18배의 20% 할인
순현금			1,000	2020년 추정치
적정가치			**24,814**	
주식수			25,799,914	자기주식 2,295,346주 제외
목표주가			**96,180**	

자료: 스튜디오드래곤, 신영증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	**2,868**	**3,796**	**4,687**	**5,242**	**6,175**
증가율(%)	85.8	32.4	23.5	11.8	17.8
매출원가	**2,397**	**3,240**	**4,208**	**4,486**	**5,288**
원가율(%)	83.6	85.4	89.8	85.6	85.6
매출총이익	**471**	**556**	**479**	**756**	**888**
매출총이익률(%)	16.4	14.6	10.2	14.4	14.4
판매비와 관리비 등	**142**	**157**	**192**	**224**	**246**
판관비율(%)	5.0	4.1	4.1	4.3	4.0
영업이익	**330**	**399**	**287**	**532**	**642**
증가율(%)	98.8	20.9	-28.1	85.4	20.7
영업이익률(%)	11.5	10.5	6.1	10.1	10.4
EBITDA	**743**	**1,152**	**1,455**	**1,705**	**1,941**
EBITDA 마진(%)	25.9	30.3	31.0	32.5	31.4
순금융손익	**-25**	**61**	**43**	**33**	**43**
이자손익	-12	34	30	28	34
외화관련손익	-14	26	28	33	33
기타영업외손익	**-2**	**-3**	**1**	**-1**	**0**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**303**	**456**	**331**	**564**	**685**
계속사업손익법인세비용	**64**	**98**	**66**	**143**	**167**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**238**	**358**	**264**	**421**	**518**
증가율(%)	193.8	50.4	-26.3	59.5	23.0
순이익률(%)	8.3	9.4	5.6	8.0	8.4
지배주주지분 당기순이익	238	358	264	421	518
증가율(%)	193.8	50.4	-26.3	59.5	23.0
기타포괄이익	**-1**	**-11**	**-7**	**-5**	**-5**
총포괄이익	**238**	**347**	**257**	**416**	**513**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	**2,898**	**2,472**	**2,445**	**2,663**	**3,125**
현금및현금성자산	513	1,530	598	920	1,143
매출채권 및 기타채권	549	690	838	1,050	1,237
재고자산	13	6	0	0	0
비유동자산	**1,696**	**2,652**	**3,371**	**3,700**	**3,812**
유형자산	11	10	12	21	24
무형자산	1,275	1,985	2,331	2,481	2,520
투자자산	38	37	134	273	373
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**4,595**	**5,124**	**5,816**	**6,362**	**6,937**
유동부채	**907**	**1,082**	**1,451**	**1,582**	**1,644**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	342	599	662	712	774
유동성장기부채	100	0	0	0	0
비유동부채	**3**	**29**	**82**	**83**	**83**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**910**	**1,111**	**1,533**	**1,664**	**1,727**
지배주주지분	**3,684**	**4,013**	**4,283**	**4,698**	**5,211**
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,196	3,201	3,217	3,217	3,217
기타포괄이익누계액	0	-8	-10	-15	-21
이익잉여금	321	676	935	1,357	1,874
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**3,684**	**4,013**	**4,283**	**4,698**	**5,211**
총차입금	**101**	**21**	**99**	**100**	**100**
순차입금	**-1,966**	**-1,672**	**-1,049**	**-980**	**-1,203**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	**-72**	**-291**	**-122**	**1,389**	**1,607**
당기순이익	**0**	**358**	**264**	**421**	**518**
현금유출이없는비용및수익	**458**	**842**	**1,236**	**1,254**	**1,399**
유형자산감가상각비	3	3	18	22	38
무형자산상각비	410	750	1,150	1,150	1,261
영업활동관련자산부채변동	**-729**	**-1,394**	**-1,429**	**-171**	**-177**
매출채권의감소(증가)	-137	-272	-218	-213	-187
재고자산의감소(증가)	-21	3	6	0	0
매입채무의증가(감소)	90	259	86	49	62
투자활동으로인한현금흐름	**-1,410**	**1,406**	**-810**	**1,214**	**836**
투자자산의 감소(증가)	-15	1	-97	-138	-100
유형자산의 감소	1	0	2	0	0
CAPEX	-1	-2	-6	-31	-42
단기금융자산의감소(증가)	-1,412	1,392	-390	405	0
재무활동으로인한현금흐름	**1,881**	**-97**	**0**	**0**	**0**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	100	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	2,078	0	0	0	0
기타현금흐름	**-1**	**-1**	**0**	**-2,281**	**-2,220**
현금의 증가	**398**	**1,017**	**-932**	**322**	**223**
기초현금	115	513	1,530	598	920
기말현금	513	1,530	598	920	1,143

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	1,050	1,278	941	1,499	1,843
BPS	13,141	14,305	15,242	16,722	18,546
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	61.9	72.3	85.9	52.6	42.8
PBR	4.9	6.5	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA	21.9	21.1	14.9	12.3	10.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	84.5%	21.7%	-26.3%	59.2%	23.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	91.5%	55.0%	26.3%	17.2%	13.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.5%	9.3%	6.4%	9.4%	10.5%
ROE(지배순이익 기준)	9.5%	9.3%	6.4%	9.4%	10.5%
ROIC	14.2%	11.6%	6.4%	12.9%	14.3%
WACC	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
안전성(%)					
부채비율	24.7%	27.7%	35.8%	35.4%	33.1%
순차입금비율	-53.4%	-41.7%	-24.5%	-20.9%	-23.1%
이자보상배율	19.0	343.0	58.1	106.7	128.7