

스튜디오드래곤: 컨센서스 총족

2020 실적은 컨센서스 총족 전망

스튜디오드래곤의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,145억원(-4.9% YoY)과 132억원(흑전 YoY)로 눈높이를 충족하는 실적이 예상된다. 넷플릭스 오리지널 <좋아하면 울리는2>은 시즌1 대비 10억 높은 90억원 판매(6편, 편당 15억원)를 가정했다.

<스위트홈> 후광효과로 평균 판매 요율 상승

넷플릭스 오리지널을 제외한 해외판권 수익은 408억원으로 전년 동기와 유사할 전망이다. 이는 편당 해외 판권의 실질적 상승을 의미한다. 1Q20에는 16부작 기준 5.9개의 드라마가 매출로 인식된 바 있으나 1Q21에는 4.9개로 작품 수가 약 17% 감소했기 때문이다. 전 세계적 호평을 받은 <스위트홈>의 효과가 평균 단가 상승으로 나타나고 있다.

반면 감가상각은 241억원으로 전분기와 유사한 수준을 가정했다. <여신강림>, <철인왕후>, <경이로운 소문>과 같이 1분기 종료된 드라마 제작비의 전부 상각 및 넷플릭스 MOU 대상 작품인 <빈센조>(4월 종료)의 1분기 방영 회차에 대한 90% 이상 상각을 가정한 데 따른다.

무형자산 감가상각에 대해서는 4분기>2분기>1, 3분기 순으로 회계감사가 보수적으로 적용된다. 이를 고려했을 때 당사가 추정한 감가상각의 분기별 변동이 동분기 연결 영업이익을 소폭 변화시킬 수 있으나 단순 분기 배분으로 연간 실적을 바꿀만한 요소는 아니라고 판단된다.

새로운 수익구조를 지닌 작품이 방영되는 2분기

2분기 방영될 작품 중 <간 떨어지는 동거>는 투자자들의 관심이 필요하다. 스튜디오드래곤의 새로운 수익구조 모델이기 때문이다. 이 작품은 중국 OTT 오리지널로 제작된다. 작품의 수익 구조는 제작비의 20%를 제작 수익으로 수취한다는 점에서 넷플릭스 오리지널 납품과 비슷하다. 중국 OTT의 경우 우리나라 방송 채널에서의 방영에 대하여 사실상 관심이 없다. 중국 OTT를 이용하는 국내 소비자가 전무한 수준이기 때문이다. 덕분에 당사는 방송 채널에서의 추가 수익이 가능하다.

<간 떨어지는 동거> 프로젝트 수 익률은 최소 20%에서 최대 70% 까지 가능

다만 수익 구조에 대해서는 추가 파악이 필요하다. CJ ENM에서 동 작품에 대한 편성 매출 리쿠포를 다른 작품 수준으로 유지해 줄 것인지, 그리고 편성 매출에 대해 중국 OTT가 수익 배분을 요청하는지 등에 대한 확인이 필요하다. 당사는 <간 떨어지는 동거>의 제작비를 편당 10억으로 가정, 16부작 기준 약 30억원의 제작수익 및 편당 3억원(총 50억원)의 편성 매출(동사 몫)을 가정했다. 동 프로젝트의 수익률은 최소 20%에서 최대 70%(편당 매출 5억원 수취 및 OTT 수익배분 없다고 가정)까지 가능하다.

다만 이는 Q의 증가가 아니다. 기존 동사의 IP 작품이 방영되었을 슬랏에 동 작품이 방영되는 것이기 때문에 IP 보유 작품에 대한 해외 판권은 2분기 190억원으로 1분기 대비 크게 하락할 것으로 예상된다. 다만 오리지널 작품을 포함한 총 판권 매출은 430억원으로 1분기 대비 소폭 감소한 수준을 예상한다.

동사는 4분기 컨퍼런스콜을 통해 2021년 제작 편수는 전년 대비 9편 증가한 30편을 예고했다. 반면 제작비는 2020년과 유사한 수준을 제시했는데 숏폼/미드폼 작품 비중이 증가하며 평균 제작비는 하향될 것으로 보인다. 특히 2020년 기준 연간 이익의 40%를 기여했던 연간 가장 큰 텐트폴 작품이 2021년에는 타사 IP가 되면서 텐트폴 수익의 부재를 예상한다. 당사와 시장의 눈높이 차이는 <지리산> 관련 이익에 해당한다.

적정주가 12만원 유지

동사의 적정주가 12만원을 유지한다. 메가박스를 보유한 제이콘텐츠리가 콘텐츠 사업자로 레저 사업자들과 함께 1분기 높은 수익률을 기록한 데 반해 동사 주가는 지난 1월 고점을 노리는 정도에 불과했다. 당분간 이와 같은 박스권 흐름이 지속될 것으로 예상된다.

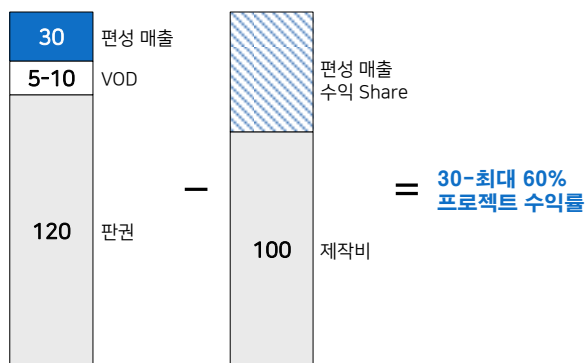
스튜디오드래곤은 계열사와의 관계, 산업 내 우호적 위치에 힘입어 지난 4년간 산업 성장의 수혜를 가장 크게 경험했다. 2021년부터는 IP를 제공하던 중소형 제작사들의 높아진 협상력, 계열사의 전략적 Q 정책으로 인해 기존의 이점을 내려 놓는 시기다.

앞장서는 국내 드라마 산업의 1인자

반면 국내 1위 드라마 제작사답게 제작사들이 가야 할 미래 방향성을 가장 먼저 시도하고 있다. 동사는 미국 제작사와 편당 100억원 규모의 대작을 준비 중이다. 미국 시장 진출을 통해 입지가 강화된다면 중소형 제작사들과 좁혀진 밸류에이션은 다시 프리미엄으로 바뀔 수 있을 것으로 판단한다. 다만 결과물을 확인하기까지 시간이 필요해 보인다.

그림11 중국 OTT 오리지널 드라마의 수익 구조

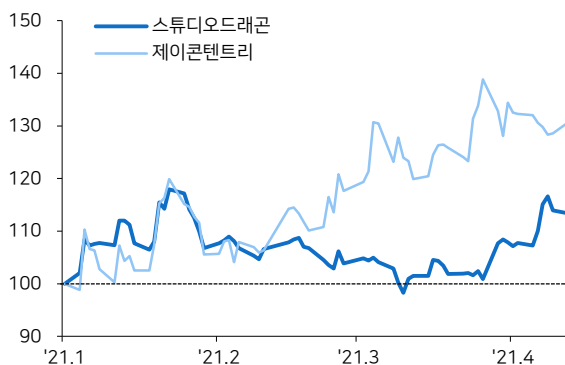
미래 드라마 프로젝트 수익 예상 구조도



주: 글로벌 OTT형 드라마의 경우 일반 드라마 대비 편당 제작비 2배에 달함.
반면 방송사의 편성매출은 상승폭 제한적인 점을 고려한 당사 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림12 1월 이후 제이콘텐츠리 스튜디오드래곤 주가 추이

(2021.1.1=100)



주: 2021년 4월 13일 종가 기준
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표15 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	114.5	104.2	122.4	197.0	468.6	525.7	538.4	566.9
(% YoY)	7.6	25.9	-19.0	41.3	-4.9	-35.4	15.1	43.1	23.5	12.2	2.4	5.3
드라마 부문	120.2	161.3	106.2	137.6	114.5	104.2	122.4	197.0	468.2	525.3	538.1	566.6
1. 작품 방영 매출액	45.2	65.4	45.7	40.7	40.6	37.0	40.6	83.0	208.7	197.0	201.2	178.7
작품당 편성매출	7.7	9.3	8.0	8.6	8.3	8.3	8.3	8.6	6.6	8.4	8.5	8.8
작품 수 (편)	5.9	6.1	4.9	4.8	4.9	3.9	4.9	5.0	31.8	21.6	18.6	18.6
ENM 필요 작품 수 (편)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38.0	24.0	24.0	24.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.5	4.0	4.0	4.0
2. PPL	8.1	20.2	9.6	10.6	10.1	10.1	9.6	11.2	40.2	48.5	41.0	42.6
작품당 PPL	1.4	2.8	1.4	2.2	2.1	0.0	0.0	0.0	1.3	2.0	1.9	2.0
3. VOD 매출	14.1	16.3	8.8	14.0	14.0	14.1	8.8	15.4	58.9	53.2	52.3	53.9
작품당 VOD	2.4	2.7	1.8	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	2.5	2.8	2.9
4. 해외판권	40.8	59.4	42.1	36.3	40.8	19.0	44.2	60.7	152.4	178.6	164.7	189.4
작품당 해외판권	6.9	9.7	8.6	7.6	8.4	4.9	9.1	12.1	4.8	8.3	8.8	10.2
↳ 중국	N/A	N/A	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	11.0	11.0
5. 글로벌	12.0	0.0	0.0	36.0	9.0	24.0	19.2	26.8	8.0	48.0	79.0	102.0
작품당	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	24.0	19.7	20.4
작품수 (편)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	4.0	5.0
엔터테인먼트 부문	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	95.6	90.3	105.4	166.9	420.7	450.9	458.3	467.3
매출원가율(%)	86.1	86.5	80.0	89.1	83.5	86.2	79.7	88.8	84.9	85.8	85.1	82.4
제작비	61.8	75.0	46.8	76.3	53.2	58.5	61.5	107.2	232.7	259.9	280.4	278.9
작품당 제작비	9.1	12.1	9.4	10.8	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	10.4	10.5	10.8
CJ ENM 수수료	10.0	13.0	10.5	15.6	12.1	8.3	11.1	17.7	47.2	49.0	49.1	55.1
감가상각	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	16.7	24.1	33.8	115.0	113.3	98.7	101.7
기타	6.2	6.8	8.7	6.6	6.2	6.8	8.7	7.9	19.4	28.4	29.7	31.3
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.6	5.4	5.8	10.9	19.2	25.7	27.7	29.4
판관비율(%)	4.2	3.0	5.0	7.6	4.9	5.2	4.8	5.5	4.1	4.9	5.1	5.2
매니지먼트 수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0	19.2	25.7	27.7	29.4
Profitability												
EBITDA	37.2	61.6	34.9	28.7	37.3	25.2	35.2	53.0	143.7	162.4	151.1	171.9
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	13.2	8.5	11.1	19.2	28.7	49.1	52.4	70.2
드라마 부문	11.5	16.9	16.0	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0	28.3	49.0	52.4	70.2
엔터테인먼트부문	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0
영업이익률(%)	9.6	10.5	15.1	3.3	11.6	8.2	9.1	9.8	6.1	9.3	9.7	12.4
드라마 부문(%)	9.6	10.5	15.1	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	9.3	9.7	12.4
엔터테인먼트부문(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	20.0	-14.3	-3.9

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표16 2020년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	머니게임	1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	방법	2.10~3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	하이바이, 마마!	2.22~4.19	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	메모리스트	3.11~4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	3.23~5.12	12부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25~6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.13~7.2	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오앤뉴
	(아는 건 별로 없지만)가족입니다	6.1~7.21	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	사이코지만 괜찮아	6.20~8.9	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	악의 꽃	7.29~9.23	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	비밀의 숲2	8.15~10.4	16부	이수연	박현석	조승우, 배두나, 최무성	SD, 에이스팩토리
	청춘기록	9.7~10.27	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	SD, 팬엔터테인먼트
	구미호연	10.7~12.3	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	SD, 하우픽처스
	스타트업	10.17~12.6	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	SD, 하이스토리
	여신강림	12.9~21.2.4	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영	SD, 스튜디오N, 본팩토리
	낮과 밤	11.30~21.1.19	16부	신유담	소재현	남궁민, 김설현, 이청아	SD, 김중학프로덕션, 스토리바인픽처스
	철인왕후	12.12~21.2.14	20부	박계옥, 최진영	윤성식	신혜선, 김정현, 배종옥	SD, YG스튜디오플러스, 크레이브웍스
OCN	본대로 말하라	2.1~3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	3.28~5.3	16부	도현	강철우	최진혁, 박성웅	SD, 리엔터
	트레인	7.11~8.16	12부	박가연	류승진	김재욱	SD, doFRAME
	미씽: 그들이 있었다	8.29~10.11	12부	반기리, 정소영	김성수	고수, 허준호, 안소희	SD, 메이스엔터테인먼트
	경이로운 소문	11.28~21.1.24	16부	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정	SD, 네오엔터테인먼트
그 외	더 킹: 영원의 군주	4/17~6/6	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	SD
	나홀로 그대	2월 7일	12부	류용재, 김한채, 최성준	이상엽	윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	스위트홈	4Q20	10부		이응복	송강, 이진욱, 이시영	SD, 스튜디오N
	한번 다녀왔습니다	3/28~9/13	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에그이즈커밍
	번외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	OCN, 콘텐츠 지움
	산후조리원	11.2~11.24	8부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	써치	10.17~11.15	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	반딧불

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴

3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

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

표17 2021년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희	SD, 테이크원컴퍼니, H하우스
	빈센조	2.20~4.11	16부	박재범	김희원	송중기, 전여빈, 옥택연	SD, 로고스필름
	나빌레라	3.22~4.27	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 홍승희	SD, 더그레이트쇼
	마인	5.1~6.20	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형	SD, JS픽처스
	열망	5.10~6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국	SD, 스튜디오앤뉴
	너는 나의 봄	2H21	16부	이미나	정지현	서현진, 김동욱, 윤박	SD(화앤담픽쳐스)
	악마판사	2H21	16부	문윤석	최정규	지성, 박규영, 박진영(GOT7)	SD, 스튜디오앤뉴
	스물다섯 스물하나	2H21	16부	권도은	정지현	남주혁, 김태리	SD(화앤담픽쳐스)
	갯마을 차차차	2H21	16부	신하은	유제원	신민아, 김선호	SD, 지티스트
	하이클래스	2H21	16부	현정	최병길	조여정, 김지수, 하준	프로덕션h, h월드픽쳐스
OCN	잠중록	2H21	16부	정현정	이종재		
	타임즈	2.20~3.28	12부	이새봄	윤종호	이서진, 이주영, 김영철	SD, 이야기사냥꾼
	보이스4	6.19~8.8	16부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나	SD, 키이스트
	아일랜드	8.21~10.24	20부	장윤미	박배중	차은우, 김남길, 서예지	SD, 와이랩
그 외	제5열	11.xx~12.xx	16부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	좋아하면 울리는2	3월 12일	6부	이아연, 서보라	김진우	김소현, 정가람	SD
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활2	4월 예상	16부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 전미도, 김대명	CJ ENM
	지리산	2H21	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈	에이스토리, SD
	다크홀	4.23~5.30	12부	정이도	김봉주	김옥빈, 이준혁	영화사 우상, 키워미디어
	마우스	3.3~5.6	20부	최란	최준배	이승기, 이희준, 경수진	하이그라운드, 빅투스
	간 떨어지는 동거	5.12~7.1	16부	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 헤리	SD, JTBC스튜디오, 스튜디오N

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴

3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

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