

스튜디오드래곤

| Bloomberg Code (253450 KS) | Reuters Code (253450.KQ)

2021년 3월 8일

[미디어/광고]

홍세중 연구위원
☎ 02-3772-1584
✉ sejonghong@shinhan.com

임박한 새로운 시대의 개막



매수
(유지)



현재주가 (3월 5일)
96,400 원



목표주가
127,000 원 (상향)



상승여력
31.7%

- ◆ 한류와 콘텐츠를 상징해온 기업의 왕좌를 넘보는 도전자들
- ◆ 초격차를 위해 확인될 방향성, 그리고 우호적인 업황
- ◆ 콘텐츠 Top Pick 의견 제시, 미디어 포트폴리오 종목 압축 추천



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com



신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	127,000 원 (상향)
상승여력	31.7%

KOSPI	3,026.26p
KOSDAQ	923.48p
시가총액	2,892.4십억원
액면가	500 원
발행주식수	30.0백만주
유동주식수	11.3백만주(37.8%)
52 주 최고가/최저가	109,200 원/69,100 원
일평균 거래량 (60 일)	336,785 주
일평균 거래액 (60 일)	32,431 백만원
외국인 지분율	11.71%
주요주주	
CJENM 외 3 인	55.94%
네이버	6.26%
절대수익률	
3 개월	16.7%
6 개월	19.5%
12 개월	21.6%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	15.5%
6 개월	12.0%
12 개월	-14.4%

주가차트



한류와 콘텐츠를 상징해온 기업의 왕좌를 넘보는 도전자들

CJ의 미디어 사업을 상징하는 ENM과 스튜디오드래곤은 명실상부한 국내 1등 콘텐츠 기업이다. 지난 십수년간 막대한 인적/물적자원을 투입해 흥행성으로 대변되는 산업에서 규모의 경제를 시현했다. 코로나 19 이전까지 스튜디오드래곤과 타 사업자들의 격차는 ‘넘사벽’이었다.

최근에는 이 ‘넘사벽’에 도전하는 새로운 경쟁자들이 나타났다. 기존 강자인 제이콘텐트리, SBS에 중소형 제작사들과 인터넷/통신사들이 가세하고 있다. 중소형 제작사들은 미국과 유럽에서의 동영상 제작 차질을 활용해 기존 최상위 사업자들에게만 가능했던 OTT들과의 다년 계약과 오리지널을 넘보고 있다. 인터넷과 통신사들은 디지털 IP와 보유 플랫폼을 활용해 각자만의 스튜디오 강화를 꿈꾸고 있다. 최근 동사의 주가가 타 콘텐츠 사업자 대비 유독 무거운 이유 중 하나다.

초격차를 위해 확인될 방향성, 그리고 우호적인 연합

당사는 두 가지 이유에서 동사와 일부 후발 주자들과의 격차가 향후 1~2년 더욱 확대될 가능성이 높다고 판단한다. 1) 양적 성장을 끝낸 동사의 질적 성장이 임박했다. 파트너사인 네이버에서의 IP 수급을 통해 마진 개선을 주도할 국내 첫 사업자가 될 전망이다. 작가로의 의존도를 낮추고 제작비 효율화를 추구하는 중장기 방향성이 기대된다. 양질의 웹툰/웹소설 IP 접근성과 대규모 아티스트 집단을 보유하고 있지 않은 업체와의 격차는 지속적으로 확대될 가능성이 높다.

2) 중국 시장이 열리면 초기 수혜는 동사를 포함한 상위 1~2개 사업자에게 집중될 가능성이 높다. 부분적 개방을 가정할 경우 낙수효과에는 상당한 시간이 필요하다. 동기간 이익 격차는 더욱 확대된다.

콘텐츠 Top Pick 의견 제시, 미디어 포트폴리오 종목 압축 추천

과거와 현재, 그리고 미래 콘텐츠 산업을 주도할 사업자다. 베타가 중소형 제작사들보다 낫다고 동사에 대한 비중을 낮추는 전략은 매우 위험하다. 콘텐츠 Top Pick 의견을 제시한다. 광고 역시 산업 변화를 주도하는 사업자에게 대한 압축 매수 전략이 유효하다. 디지털과 빅데이터를 앞세운 인크로스와 와이드플래닛의 상승 여력이 매우 높다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	21.1	6.5	9.3	(39.2)
2019	468.7	28.7	33.1	26.4	941	(26.3)	15,242	85.9	14.9	5.3	6.4	(24.9)
2020F	525.5	49.1	49.1	35.1	1,249	32.6	21,687	74.2	19.2	4.3	6.8	(14.1)
2021F	622.1	57.2	57.2	44.6	1,589	27.3	23,276	60.7	18.5	4.1	7.1	(17.6)
2022F	677.2	71.8	71.8	56.0	1,993	25.4	25,269	48.4	16.1	3.8	8.2	(21.5)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

과거와 현재

콘텐츠 불모지에서 쏟아부은 엄청난 인적/물적 자원, 그리고 성공

기존 콘텐츠 산업에서의 핵심 역량은 규모의 경제 실현 가능 여부

오늘의 CJ 미디어 부문이 있기까지는 십수년에 걸친 오너/경영진의 투자와 의지가 있었기에 가능했다. 수백억원의 연간 손실을 감내하는 건 그 어떤 그룹에게도 쉽지 않다. 이미경 CJ부회장을 필두로 미디어가 미래라는 확신이 있기에 여기까지 올 수 있었던 사업 부문이다. 스튜디오드래곤 역시 이런 큰 방향성에서 M&A와 인력 충원을 통해 성장한 드라마 제작사/스튜디오다.

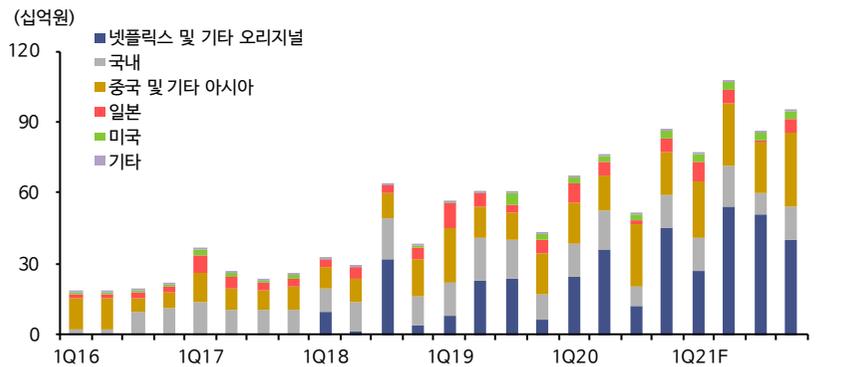
규모의 경제라는 부분은 콘텐츠 산업에서 사실상 절대적인 진입 장벽을 의미한다. 제작사 입장에서는 안정적인 콘텐츠 공급을 확정짓고 이를 토대로 중장기 사업 계획 수립이 용이해지기 때문이다. 또한 1~2개 드라마를 제작하는 외주 제작사 대비 흥행 산업에서의 실적 안정성을 제공한다.

전체 유통 매출액 내 해외 비중은 이제 80% 상회

스튜디오라는 개념을 미주에서 국내에 도입한 선구자 중 하나도 CJ다. IP의 기획과 확보에서 투자와 유통을 아우르는 사업 구조를 안착시켰다. 물론 스튜디오에는 다양한 장르를 소화할 수 있는 대규모 아티스트진 보유와 이를 활용할 수 있는 현금 흐름이 핵심이다. 동사가 가장 큰 장점을 가진 부분이기도 하다.

디지털 시장의 성장에 가장 잘 대응한 회사도 동사다. 코로나19 이전부터 넷플릭스와의 다년 계약 체결을 통해 미주로의 판매를 확대했다. 글로벌 OTT들로의 오리지널 드라마 공급도 가속화되고 있다. 동사의 2021년 오리지널 매출액은 가장 보수적으로도 910억원(+107% YoY), 공격적으로는 1천억원을 훌쩍 상회할 가능성이 매우 높다. 전체 유통 매출액 내 해외 비중은 이제 80%를 상회한다.

스튜디오드래곤 지역별 유통 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

1등의 전략으로 1등의 자리를 넘보는 신규 사업자들

중소형 제작사:
 해외 OTT들을 활용해 성장
 동력 확보 노력 지속

후발 주자들은 크게 두 부류로 나눌 수 있다. 먼저 중소형 제작사다. 해외 OTT 시장 경쟁 심화가 이들의 비상을 가능케한 원동력이다. 스튜디오드래곤, 제이콘 텐트리가 사실상 주도했던 해외 유통 시장으로부터의 수혜가 최근에는 타 사업 자들에게까지 확대되고 있다. 기존 10% 내외로 확보하던 오리지널 드라마들의 제작비 대비 마진은 최근 20~30%까지 상승하는 경우도 종종 있다. 해외 OTT 들이 제작비에서 차지하는 비중이 높아지면서 기존 방송사들의 압도적 지위가 소폭 약화되고 있는 흐름은 분명히 맞다. 소외되던 신흥 강자들의 주가가 최근 크게 상승한 이유다.

**인터넷과 통신사: 기보유한
 플랫폼 활용한 콘텐츠 사업
 내재화**

두 번째 유형은 대형 플랫폼(인터넷과 통신사)이다. 대형 플랫폼의 경우 방향성이 두 가지다. 1) 기존 콘텐츠 강자와의 협업을 통한 시너지 창출, 2) 제작 능력 내재화를 통한 수직계열화다. 첫 번째 방향성을 선택한 건 네이버와 SK텔레콤으로 보인다. 네이버는 CJ와의 지분 교환, SK텔레콤은 웨이브라는 토종 OTT 설립을 통해 지상파라는 콘텐츠 파트너를 확보했다. 중장기 시너지가 기대되는 전형적인 윈윈(Win-win) 전략이다.

카카오나 KT는 언론자료 기준 조금은 다른 방향성이 예상된다. 카카오는 3월 4일 카카오페이지와 카카오M을 합병하며 카카오엔터테인먼트를 공식 출범했다. 이미 보유한 양질의 웹툰/웹소설 IP가 거대한 성장 동력이 될 가능성이 높다. KT 역시 스튜디오지니 출범을 밝혔다. 언론자료에 따르면 OTT, 웹툰, 음원 등 전방위적인 콘텐츠 기능을 탑재할 가능성이 높다.

후발 주자들의 전략은 서로가 조금은 상이하지만 그 방향성은 유사하다. 스튜디오드래곤 성공 방정식의 적용이다. 이미 보유하고 있는 플랫폼(스튜디오드래곤의 경우 CJ ENM 방송 채널과 티빙)의 영향력을 극대화하고 인력 충원과 M&A를 통한 규모의 경제 확보다. 특히 인터넷 사업자의 경우 IP의 접근성이 용이하다는 점에서 그 성장세가 더욱 가파를 수 있다.

카카오엔터테인먼트



자료: 회사자료, 신한금융투자

KT 스튜디오지니



자료: 언론자료, 신한금융투자

네이버 IP를 활용해 기존 양적 성장에서 이제 질적 성장 구간 진입

그럼에도 불구하고 당사가 예상하는 조금은 다른 중장기 방향성

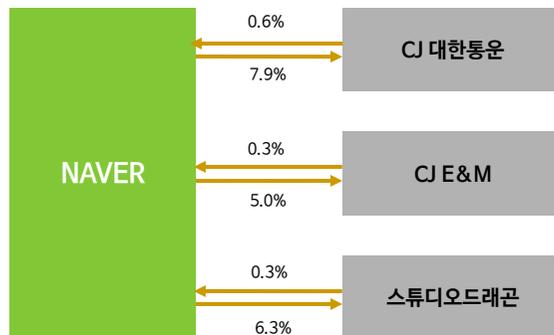
네이버라는 거인과 함께 더욱 강해질 1등의 입지와 수익성 개선

당사가 보는 스튜디오 1.0의 시대는 양적 성장을 통한 규모의 경제 실현으로 압축된다. 흥행성이 주도하는 산업에서 안정성과 성장성을 확보할 수 있었던 원동력이다. 당사가 예상하는 스튜디오 2.0의 시대는 질적 성장이다. 무분별한 아티스트 충원이 아닌 진정한 콘텐츠 스튜디오의 개막으로 볼 수 있다. 현재 전체 제작비의 30% 내외는 인건비 관련 비용으로 추정된다. 이 중 작가가 차지하는 비중도 상당히 높다. 반대로 네이버와의 협업을 통해 IP를 확보할 경우 관련 비용은 급격히 감소한다. 아무리 흥행에 성공한 웹툰/웹소설 IP라고 할지라도 그 가격이 10억원을 상회하는 경우는 거의 없다.

당사가 연간 투하하는 제작비는 오리지널을 제외해도 2020년 기준 3천억원 내외다. 제작비의 10% 절감만 가능해도 연간 이익 증가분이 300억원을 상회한다. 2020년 전사 영업이익이 500억원을 하회한 점을 감안하면 상당한 액수다. 실제 당사는 유명 작가보다는 신진 작가를 적극적으로 채용하며 웹툰/웹소설 IP의 드라마화를 적극적으로 진행하고 있다. 보유 작가로부터 창출되는 IP에 대한 의존도는 중장기적으로 낮아질 전망이다. 반대로 수익성은 개선될 수 있는 구조다.

후발 주자들 역시 인터넷 사업자들로부터의 IP 매입은 가능하다. 다만, 카카오를 제외하면 IP 확보에서 동사 대비 우위에 있는 회사는 사실상 앞으로 없다고 보는 게 맞다. 그만큼 네이버와의 협업은 강한 경쟁력으로 작용한다. 후발 주자들이 이제 인력 충원을 통한 양적 성장에 집중하는 동안 당사는 이미 한단계 진화하고 있다. 중국 없이도 연간 800억원의 영업이익 시대는 회사의 의지에 따라 1~2년 내 당장이라도 열릴 수 있다. 반대로 국내에서 연간 200억원 이상을 지속적으로 드라마 사업 부문에서만 벌 수 있는 사업자는 거의 없다.

네이버와 CJ 지분 교환 구조



자료: 언론자료, 신한금융투자

시장의 예상과 다를 가능성이 높은 향후 중국

중국 개방될 경우 초기에는 상위 사업자들에게 수혜 집중될 가능성 높음

후발 주자들이 통상 강조하는 콘텐츠 시장 진입 논리는 커지는 글로벌 동영상 시장이다. 최근 미주와 유럽, 동남아에 이어 중남미가 강조되는 경우도 있다. 다만 이익의 단기 급증을 위해서는 결국 입증된 시장인 중국이 필요하다. 최근 수많은 중소형 제작사들이 중국과의 계약 체결을 위해 노력하는 이유다.

중국의 개방 여부에 대한 방향성을 예측하는 건 큰 의미가 없다. 대응의 영역이다. 다만, 중국이 열렸을 경우를 가정한 콘텐츠 수출 진행 경로를 예측할 필요는 있다. 특히 최근처럼 중국으로부터 긍정적 기류가 지속되는 경우는 더욱 그렇다. 먼저 전방위적인 콘텐츠 방영 허가보다는 부분적 허가에 무게가 실린다. 게임 판호만 봐도 전방위적인 해제가 아닌 점진적 개방의 가능성이 더 높다. 이럴 경우 소위 BAT(중국 3대 동영상 플랫폼)에 연간 2~3편의 국내 드라마 동시 또는 구작 방영 허가, 그리고 일정 시간이 지난 이후 그 개수가 상향 조정될 가능성이 있다.

스튜디오드래곤, 제이콘텐츠가 먼저 수 백억원의 중국 수익 인식 예상

이러한 부분적 중국 개방을 가정할 경우 수혜는 무조건적으로 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠이다. 중국 동영상 플랫폼들이 원하는 콘텐츠를 다량 보유하고 있음은 물론 관계도 가장 밀접하기 때문이다. 스튜디오드래곤은 올해 2~3편의 오리지널 드라마를 중국에 공급한다. 3Q20에도 의미 있는 중국 계약을 체결했다. 제이콘텐츠의 경우 텐센트가 방송 부문의 주주다. 기존 작품 계약 체결에도 가장 적극적인 회사 중 하나다. 결국 중국 개방 최소 첫 1년 내외는 최상위 사업자들이 이익을 향유하고, 이익이 먼저 급증할 가능성이 가장 높다.

물론 중국 개방에 따른 낙수효과가 콘텐츠 산업 전반적으로 없다고 주장하는 게 아니다. 일부 중소형 제작사들은 심지어 중국 사업자가 주주로 있는 경우도 있다. 다만, 연간 6~9편의 국내 콘텐츠 방영이 선제적으로 허가된다면 결국 점유율 경쟁을 위해 가장 핵심이 되는 국내 드라마들을 먼저 구매할 가능성이 높다. 상위 사업자들의 이익이 급증하는 구간에 후발 주자들이 낙수효과를 기다려야 한다는 점이다. 미주 OTT들로의 유통 판매도 마찬가지로 있음을 상기할 필요가 있다.

국내 주요 드라마 작품 중국 수출 추이

드라마 제목	판매가(억원)	제작사	상영 시기
별에서 온 그대	6	HB엔터테인먼트	2H13
상속자들	6	화앤담픽쳐스	2H13
운명처럼 널 사랑해	24	넘버스리픽쳐스	2H14
피노키오	62	iHQ	2H14
태양의 후예	50+RS	화앤담픽쳐스	1H16
달의 연인: 보보경심 려	91	바람이분다	2H16
푸른바다의 전설	100억원 이상 가능	문화창고	2H16
사임당 더 히스토리	62	그룹에이트	1H17
당신이 잠든 사이에	75	iHQ	2H17

자료: 언론자료, 신한금융투자

IP와 스튜디오에서 가장 압도적 경쟁력을 보유한 사업자

제작비 효율화와 중국의 부분적 개방 가정할 경우 전사 이익 1천억원 상회 가능

오랜 기간 기다린 급격한 수익성 개선

급격한 이익 레버리지의 시기가 1~2년 안에 온다

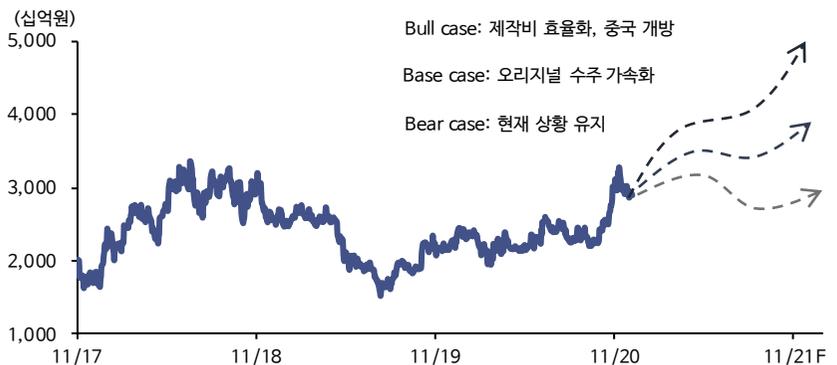
2018~19년 미디어 투자자들이 가장 선호했던 단어는 ‘텐트폴’이다. 제작비 규모가 큰 핵심 작품을 의미한다. 동사의 ‘미스터션샤인’이 400억원을 상회하는 제작비에도 넷플릭스 덕분에 30%에 가까운 매출총이익률을 확보하면서 퍼진 유행어다. 아이러니하게도 과도할 정도로 쏟아지는 ‘텐트폴’ 작품들 덕분에 산업의 수익성은 하락하고 많은 콘텐츠 기업들이 급격한 주가 하락을 경험했다.

최근 많은 시장 참여자들이 선호하는 단어는 ‘IP’와 ‘스튜디오’다. ‘IP’는 레버리지 효과를 극대화할 수 있는 단어, ‘스튜디오’는 큰 비용 투하 없이 내부 기획만으로도 사업이 가능하다는 뜻으로 해석되고 있다. 굉장히 중요한 단어들이지만 공감한다. 다만, 핵심은 결국 IP를 어떻게 확보하고 스튜디오를 어떻게 운영하는가다. 후발주자들은 IP 확보를 위해 필연적으로 인력 충원이 필요하다. 시간이 필요한 부분이다. 인터넷 플랫폼들이 보유한 IP에 대한 접근성은 스튜디오드래곤과 카카오엔터테인먼트를 이길 수 없다. 얼마나 큰 드라마가 아닌 얼마나 효율적인 드라마를 만드느냐가 중장기 가장 중요한 회사의 역량이다.

스튜디오도 마찬가지다. 기획, 유통, 투자에서의 핵심 지표는 결국 현금 흐름과 규모의 경제다. 수백억원에 육박하는 오리지널 드라마를 제작하는 작업은 자금 준비는 물론 기업의 의지가 필연적이다. 의지가 있는 중소형 제작사들은 향후 자금 조달에서의 이슈가, 자금이 있는 대기업들의 경우 불확실성을 감내할 수 있는 의지가 있는지 향후 확인이 필요하다.

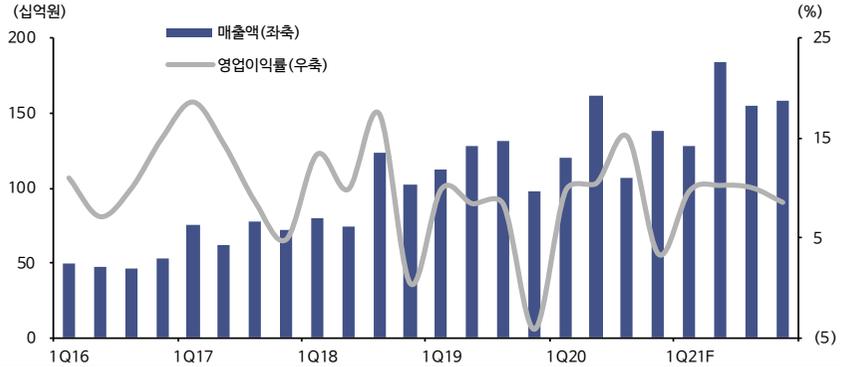
동사는 IP와 스튜디오라는 형태에서 압도적인 경쟁력을 보유한 사업자다. 제작비 효율화와 중국의 부분적 개방을 가정할 경우 전사 영업이익은 1천억원을 상회할 가능성이 높다. 지난 수년간 동사의 유일한 약점으로 지속적으로 지적됐던 부분이 바로 이 수익성이다. 수익성이 개선되는 구간에 시가총액은 급증할 가능성이 매우 높다.

시나리오별 스튜디오드래곤 시가총액 추정



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤 분기별 영업실적 추이 및 전망 [K-IFRS 연결 기준]

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F
(실적 추정)																
전체 매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	137.6	128.3	184.4	156.4	153.0	379.6	468.7	525.5	622.1
편성(제작) 수익	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.3	63.0	57.1	46.7	178.1	208.7	197.0	210.2
유통(판권) 수익	56.2	60.3	60.0	42.7	66.9	75.7	50.9	86.3	76.4	106.9	85.4	94.6	162.1	219.2	279.7	363.4
기타(PPL) 수익	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	8.6	14.4	13.8	11.7	39.4	40.7	48.9	48.5
(해외 추정)																
해외 유통 매출액	42.6	42.2	43.9	31.6	52.8	59.4	42.1	72.3	62.3	89.6	76.2	80.0	110.2	160.4	226.6	308.0
유통 내 해외(%)	75.9	70.0	73.1	74.1	78.9	78.5	47.9	83.8	81.5	83.8	89.1	84.5	68.0	73.2	81.0	84.8
넷플릭스	8.3	23.0	24.0	6.0	24.5	36.0	12.0	45.0	27.0	54.0	51.0	40.0	46.6	61.3	117.5	172.0
일본	10.3	5.9	3.2	5.8	8.3	6.1	1.4	6.2	8.3	5.9	1.4	5.6	15.7	25.2	22.1	21.1
중국 포함 아시아	21.6	12.7	11.3	17.3	17.4	14.9	18.4	18.3	21.2	18.8	20.8	23.3	44.1	63.0	69.0	84.2
중국	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	0.0	3.0	8.0	0.0	8.0	1.5	1.8	8.0	19.0
미주	0.4	0.5	5.2	2.5	2.4	2.3	2.2	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9	1.9	8.6	9.5	11.1
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	0.7
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.5	139.6	85.0	122.6	110.5	163.5	135.1	128.1	324.0	420.8	450.7	537.2
판매관리비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	10.4	5.4	5.2	5.8	11.3	15.7	19.2	25.7	27.7
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.6	16.9	16.0	4.6	12.4	15.7	15.5	13.6	39.9	28.7	49.1	57.2
세전이익	13.2	11.9	13.1	(5.1)	12.0	17.2	15.2	(2.9)	11.0	14.0	14.7	13.2	45.6	33.1	41.5	52.9
순이익	9.2	7.3	11.5	(1.7)	8.6	13.4	10.6	(2.8)	8.6	11.0	11.5	10.3	35.8	26.4	29.7	41.2
(% YoY growth)																
매출액	40.0	72.6	6.1	(4.2)	7.5	25.9	(19.0)	41.3	6.7	14.3	47.2	11.2	32.4	23.5	12.1	18.4
영업이익	3.5	47.5	(49.2)	적전	5.5	56.3	46.8	흑전	6.9	(6.8)	(2.9)	194.2	20.9	(28.1)	71.2	16.5
순이익	17.2	(17.2)	(33.6)	적전	(7.2)	82.1	(7.9)	적지	0.2	(18.0)	8.0	흑전	50.2	(26.3)	12.4	39.0
(이익률, %)																
영업이익률	9.9	8.4	8.3	(4.1)	9.7	10.4	15.1	3.3	9.7	8.5	9.9	8.9	10.5	6.1	9.3	9.2
순이익률	8.2	5.7	8.8	(1.7)	7.1	8.3	10.0	(2.1)	6.7	5.9	7.3	6.7	9.4	5.6	5.6	6.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 넷플릭스향 판권 판매는 유통 내 해외로 포함

스튜디오드래곤 2021년 EPS 기준 PER Valuation: 목표주가 127,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2020년 EPS (원)	1,249	2021년 EPS (원)	1,589	2022년 EPS (원)	1,993
목표주가 (원)	100,000	목표주가 (원)	127,000	목표주가 (원)	160,000
Target PER (x)	80	Target PER (x)	80	Target PER (x)	80
		현재주가 (원)	96,400		
		현재주가 PER (x)	60.7		

자료: 신한금융투자 추정

주: 지난 3년 평균의 10% 할증 적용, 중국 시장 개방 여부에 따라 PER은 급격히 하락할 수 있는 사업자, 넷플릭스 외 오리지널 드라마 수주도 큰 모멘텀 될 가능성 높음

스튜디오드래곤 Valuation Multiple 추이

(배)	2017	2018	2019	3년 평균
PER 상단	77.4	96.6	105.1	93.1
PER 하단	52.7	45.4	54.0	50.7
PER 평균	60.3	75.9	82.9	73.0

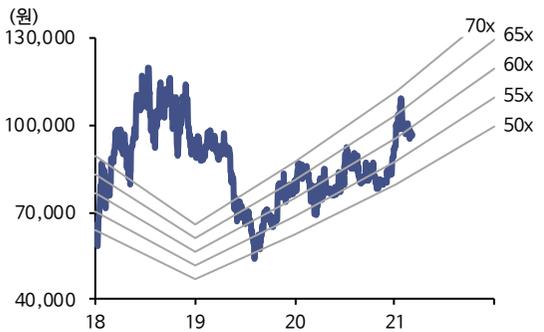
자료: QuantiWise, 신한금융투자

스튜디오드래곤 1Q21 실적 추정

(십억원)	1Q21F	4Q20	% QoQ	1Q20	% YoY	기존 실적 전망	컨센서스
매출액	128.3	137.6	41.3	120.3	6.7	128.3	124.5
영업이익	12.4	4.6	(214.8)	11.6	6.9	12.4	13.7
순이익	8.6	(2.8)	흑전	8.6	0.2	8.6	11.1
영업이익률(%)	9.7	3.3		9.7		9.7	11.0
순이익률(%)	6.9	(2.1)		7.1		6.9	8.9

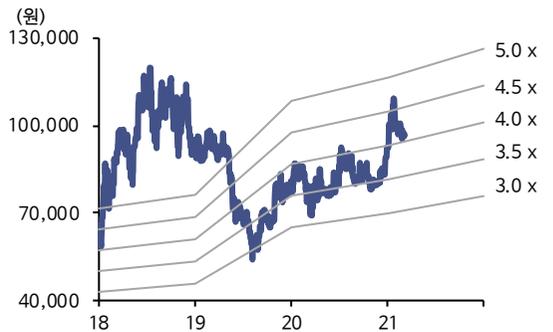
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤 12MF PER Band 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

스튜디오드래곤 12MF PBR Band 추이



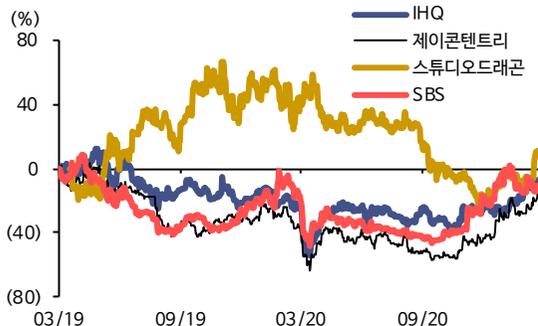
자료: Bloomberg, 신한금융투자

콘텐츠 사업자 국내외 Peers

Ticker		253450 KS	036420 KS	034120 KS	241840 KS	DIS US	300027 CH	300133 CH
회사명		스튜디오드래곤	제이콘텐츠리	SBS	에이스토리	디즈니	화이 브라더스	저장화처팔름
시가총액(십억원)		2,892.4	811.1	422.5	360.4	389,782.2	1,909.5	1,871.9
Sales (십억원)	2019	468.7	554.2	817.7	28.2	80,287.3	368.9	443.8
	2020F	513.2	374.7	745.1	-	72,190.0	287.5	646.4
	2021F	596.6	548.1	827.5	-	76,346.7	516.6	796.6
OP (십억원)	2019	29.0	35.4	12.6	(1.1)	13,645.2	(124.8)	(55.7)
	2020F	56.7	(46.0)	42.7	-	7,167.4	8.7	86.4
	2021F	71.7	38.5	69.1	-	8,183.2	86.9	122.1
OP margin (%)	2019	6.2	6.4	1.5	(3.8)	17.0	(33.8)	(12.6)
	2020F	11.0	(12.3)	5.7	-	9.9	3.0	13.4
	2021F	12.0	7.0	8.4	-	10.7	16.8	15.3
NP (십억원)	2019	26.6	5.7	1.7	(1.3)	9,575.3	(321.9)	(87.2)
	2020F	42.2	(51.4)	(61.8)	-	2,921.0	(37.1)	77.2
	2021F	57.5	13.9	52.0	-	3,412.8	60.1	103.4
Sales Growth (%YoY)	2019	23.5	8.4	(10.5)	(39.2)	23.3	(43.0)	(54.0)
	2020F	9.5	(32.4)	(8.9)	-	(10.1)	(22.1)	45.7
	2021F	16.2	46.3	11.1	-	5.8	79.7	23.2
EPS Growth (%YoY)	2019	(26.6)	(78.9)	(55.4)	(156.3)	(25.1)	적전	적지
	2020F	55.7	적전	적전	-	(71.1)	흑전	흑전
	2021F	34.2	흑전	흑전	-	31.1	(360.6)	30.0
P/E (x)	2019	86.0	488.0	18.7	-	25.9	-	-
	2020F	65.4	-	-	-	125.7	-	23.9
	2021F	48.7	59.9	8.1	-	97.1	32.1	18.4
P/B (x)	2019	5.3	1.7	0.6	2.2	2.6	2.9	2.5
	2020F	6.1	2.9	0.8	-	4.1	2.2	1.9
	2021F	5.3	3.2	0.8	-	4.0	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	2019	14.8	8.8	11.4	215.6	18.0	-	-
	2020F	16.3	38.0	8.0	-	42.5	49.8	20.8
	2021F	16.3	13.5	6.4	-	39.6	20.6	14.9
ROE (%)	2019	6.4	1.8	0.3	(5.2)	12.1	(29.4)	(8.5)
	2020F	9.2	(17.2)	(11.7)	-	1.5	(18.6)	7.8
	2021F	11.4	5.5	9.9	-	2.3	6.3	9.4

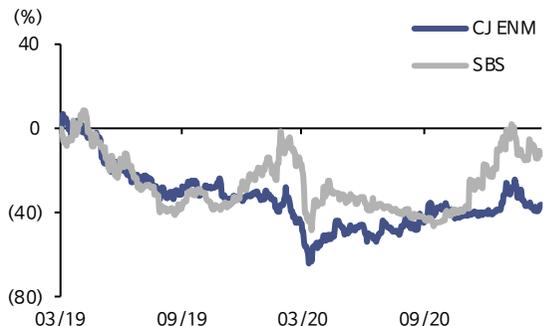
자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 드라마 사업자 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 방송 사업자 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
자산총계	512.4	581.6	748.8	803.6	863.0
유동자산	247.2	244.5	224.2	264.7	312.9
현금및현금성자산	153.0	59.8	37.5	65.2	101.2
매출채권	68.8	83.6	79.0	87.3	95.0
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	265.2	337.1	524.6	538.9	550.1
유형자산	1.0	1.2	(0.2)	1.0	(0.2)
무형자산	198.5	233.1	230.7	241.6	252.2
투자자산	3.7	13.4	14.2	15.4	16.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	111.1	153.3	139.5	149.6	153.0
유동부채	108.2	145.1	131.3	141.4	144.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	19.6	18.4	19.3	20.2	22.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.9	8.2	8.2	8.2	8.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	2.1	7.9	7.9	7.9	7.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	428.3	609.3	654.0	710.0
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	467.7	467.7	467.7
기타자본	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	67.6	93.5	128.6	173.3	229.3
지배주주지분	401.3	428.3	609.3	654.0	710.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	2.1	9.9	10.2	10.6	10.8
*순차입금(순현금)	(157.3)	(106.4)	(85.8)	(115.2)	(152.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	(29.1)	(12.2)	110.8	134.5	144.9
당기순이익	35.8	26.4	35.1	44.6	56.0
유형자산상각비	0.3	1.8	0.4	(2.2)	0.4
무형자산상각비	75.0	115.0	91.1	94.7	98.3
외환환산손실(이익)	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(139.4)	(142.9)	(14.1)	(1.0)	(7.1)
법인세납부	(9.7)	(19.4)	(14.0)	(12.6)	(15.8)
기타	9.4	6.3	12.3	11.0	13.1
투자활동으로인한현금흐름	140.6	(81.0)	(278.6)	(106.4)	(108.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.2)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
유형자산의감소	0.0	0.2	1.5	1.4	1.3
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.3)	(88.7)	(105.6)	(108.9)
투자자산의감소(증가)	(0.5)	(18.8)	(0.7)	(1.3)	(0.7)
기타	141.4	(61.5)	(190.2)	(0.5)	0.4
FCF	143.5	133.7	111.9	135.8	147.0
재무활동으로인한현금흐름	(9.7)	(0.0)	145.4	(0.4)	(0.6)
차입금의 증가(감소)	(10.0)	0.0	0.2	0.4	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	0.0	145.2	(0.8)	(0.8)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	101.7	(93.2)	(22.4)	27.8	35.9
기초현금	51.3	153.0	59.8	37.5	65.3
기말현금	153.0	59.8	37.5	65.3	101.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	379.6	468.7	525.5	622.1	677.2
증감률 (%)	32.4	23.5	12.1	18.4	8.8
매출원가	324.0	420.8	450.7	537.2	576.3
매출총이익	55.6	47.9	74.8	84.9	100.9
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	14.2	13.6	14.9
판매관리비	15.7	19.2	25.7	27.7	29.1
영업이익	39.9	28.7	49.1	57.2	71.8
증감률 (%)	21.0	(28.1)	71.1	16.5	25.4
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.3	9.2	10.6
영업외손익	5.7	4.4	(0.0)	(0.0)	(0.0)
금융손익	6.1	4.3	0.4	0.5	(0.7)
(0.3)	0.1	(0.4)	(0.5)	0.7	
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	45.6	33.1	49.1	57.2	71.8
법인세비용	9.8	6.6	14.0	12.6	15.8
계속사업이익	35.8	26.4	35.1	44.6	56.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	35.8	26.4	35.1	44.6	56.0
증감률 (%)	50.3	(26.3)	32.8	27.3	25.4
순이익률 (%)	9.4	5.6	6.7	7.2	8.3
(지배주주)당기순이익	35.8	26.4	35.1	44.6	56.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	34.7	25.7	35.1	44.6	56.0
(지배주주)총포괄이익	34.7	25.7	35.1	44.6	56.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	115.2	145.5	140.6	149.8	170.4
증감률 (%)	55.1	26.4	(3.4)	6.6	13.7
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.1	26.8	24.1	25.2

주요 투자지표

12월 결산	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS (당기순이익, 원)	1,278	941	1,249	1,589	1,993
EPS (지배순이익, 원)	1,278	941	1,249	1,589	1,993
BPS (자본총계, 원)	14,305	15,242	21,687	23,276	25,269
BPS (지배지분, 원)	14,305	15,242	21,687	23,276	25,269
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	72.3	85.9	74.2	60.7	48.4
PER (지배순이익, 배)	72.3	85.9	74.2	60.7	48.4
PBR (자본총계, 배)	6.5	5.3	4.3	4.1	3.8
PBR (지배지분, 배)	6.5	5.3	4.3	4.1	3.8
EV/EBITDA (배)	21.1	14.9	19.2	18.5	16.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	30.3	31.1	26.8	24.1	25.2
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.3	9.2	10.6
순이익률 (%)	9.4	5.6	6.7	7.2	8.3
ROA (%)	7.4	4.8	5.3	5.8	6.7
ROE (지배순이익, %)	9.3	6.4	6.8	7.1	8.2
ROIC (%)	14.8	8.4	15.6	18.9	22.3
안정성					
부채비율 (%)	27.7	35.8	22.9	22.9	21.5
순차입금비율 (%)	(39.2)	(24.9)	(14.1)	(17.6)	(21.5)
현금비율 (%)	141.4	41.2	28.6	46.1	69.9
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	59.8	67.5	82.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(196.2)	(26.4)	(66.0)	(1,681.9)	182.3
재고자산회수기간 (일)	0.9	0.2	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	59.5	59.3	56.5	48.8	49.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2019년 02월 07일	매수	128,000	(27.6)	(23.2)
2019년 05월 10일	매수	120,000	(36.9)	(30.6)
2019년 06월 07일	매수	104,000	(35.8)	(29.0)
2019년 08월 09일	매수	85,000	(26.9)	(17.4)
2019년 09월 16일	매수	93,000	(24.5)	(13.9)
2019년 11월 08일	매수	100,000	(21.0)	(13.0)
2020년 05월 09일	6개월경과		(22.4)	(16.2)
2020년 06월 10일	매수	110,000	(23.0)	(15.9)
2020년 10월 06일	매수	120,000	(25.1)	(9.0)
2021년 03월 08일	매수	127,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 홍세중)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2021년 03월 05일 기준)

매수 (매수)	94.14%	Trading BUY (중립)	2.25%	중립 (중립)	3.60%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------