

Video On Demand

스튜디오드래곤

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

[미디어/광고]

지인해 수석연구원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

숨겨진 영업이익을 찾아서



매수
(신규)



현재주가 (3 월 30 일)
91,800 원



목표주가
120,000 원 (신규)



상승여력
30.7%

- ◆ 1) <지리산> 수익 정산
- ◆ 2) 구작 IP 일괄 판매
- ◆ 왕관을 쓰려는 자, 그 무게를 견뎌라



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com



신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	120,000 원 (신규)
상승여력	30.7%

KOSPI	2,746.74p
KOSDAQ	939.07p
시가총액	2,755.3십억원
액면가	500 원
발행주식수	30.0백만주
유동주식수	13.5백만주(45.1%)
52 주 최고가/최저가	108,000 원/73,100 원
일평균 거래량 (60 일)	122,970 주
일평균 거래액 (60 일)	10,632 백만원
외국인 지분율	10.91%
주요주주	
CJENM 외 3 인	54.87%
네이버	6.25%
절대수익률	
3 개월	0.9%
6 개월	3.6%
12 개월	-8.6%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	11.1%
6 개월	10.7%
12 개월	-6.7%

주가차트



1) <지리산> 수익 정산

동사의 4Q21 실적 부진의 원인 중 하나는 <지리산> 정산 지연이다. 에이스토리, 바람픽처스가 나눠 갖는데, 아직 반영 전이기 때문이다.

그러나, 방영이 된 만큼 <지리산>에 투입됐던 크리에이터(배우 전지현, PD 이응복) 비용은 자회사를 포함한 기타비용으로 처리했다. 기타 원가가 113억원으로 크게 늘어난 이유다. 평균 대비 약 60억원 많은 수치다. 매출 없이 비용만 정산된 꼴이다. 올해 4개 분기 중에 매출이 자 이익으로 직결되는 숨겨진 이익은 약 40억원대로 추정된다.

2) 구작 IP 일괄 판매

동사는 그간 CJ ENM 캡티브+넷플릭스에 의존해왔다. 그러나, 올해부터는 다르다. 신규 OTT로 본격 확장하는 온전한 첫 해이기 때문이다.

최대 편성인 올해 32편의 드라마는 크게 TV향 19편, 디지털향 13편으로 나뉜다. 성장성과 레버리지 측면에서 디지털향 구분이 중요한데, 이는 티빙 6편, 넷플릭스 오리지널 2편, 아이치이 오리지널 1편, 그 외 애플티비플러스 1편을 포함한 신규 OTT향 4편으로 구성된다.

그말은 즉, 신규 OTT에게 동사의 구작 IP 라이브러리를 일괄 판매할 수 있는 기회라는 뜻이기도 하다. 비용 처리가 끝난 구작들이다. IP 홀더들만이 가질 수 있는 특권이다. 숨겨진 기업가치이자 영업이익이다. 실제로 신규 OTT 사업자와 1) 오리지널 작품의 보장 gpm, 2) 구작 IP 일괄 판매 가치, 3) 신규 IP 동시방영 시 리쿱비율 등 3가지 수익모델을 펼쳐두고 논의 중인 것으로 파악된다.

왕관을 쓰려는 자, 그 무게를 견뎌라

올해는 역대 최대 편성(Q), 지속되는 가격 인상(P), 숨겨진 이익 발견으로 레버리지까지 맞물린다. 어느 때보다 글로벌 OTT의 K-Drama 투자도 적극적이다. 그렇기에, 동사의 증익이 매우 중요한 해이기도 하다. 산업을 리딩하는 1등주의 역할이 중요하기 때문이다. 미디어 업종의 재평가가 동사에게 달려있다고 해도 과언이 아니다.

1등의 입지는 늘 버겁다. 그러나, 현실화 시 시장은 높은 밸류에이션을 부여할 준비가 돼있다. 투자 의견 '매수', 목표주가 12만원(22F EPS x PER 50배)으로 신규 커버리지를 개시한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2019	468.7	28.7	33.1	26.4	941	(26.3)	15,242	85.9	14.9	5.3	6.4	(24.9)
2020	525.7	49.1	41.5	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	16.3	4.6	5.7	(14.8)
2021	487.1	52.6	52.0	39.0	1,301	24.6	22,785	69.9	17.6	4.0	6.0	(8.6)
2022F	687.2	86.1	90.6	68.7	2,289	75.9	25,074	40.1	12.1	3.7	9.6	(18.6)
2023F	771.4	97.4	100.4	76.1	2,535	10.7	27,609	36.2	12.8	3.3	9.6	(25.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 목표주가 산출

(원, 배)	2019	2020	2021	2022F	2023F
EPS	941	1,044	1,301	2,289	2,535
적용 PER	50.0	엔터 업종 1위 사업자인 하이브의 적용 밸류에이션이자 동사의 PER 밴드 하단			
목표주가	114,450	2022년 EPS * PER 50배			
최종 선정 목표주가	120,000				
현재주가	91,800				
상승여력	30.7%				

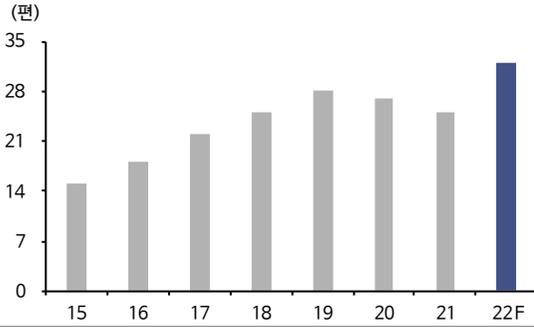
자료: 신한금융투자

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	687.2	771.4
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	41.1	12.3
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	195.9	223.1
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	21.5	13.9
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	28.5	28.9
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	431.6	478.1
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	56.6	10.8
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	62.8	62.0
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	59.6	70.1
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	18.6	17.6
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	8.7	9.1
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	86.1	97.4
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	63.7	13.1
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	12.5	12.6
편성 리쿱비율	54.8	55.0	49.6	43.7	39.6	34.5	35.0
판매 리쿱비율	46.7	50.0	52.1	62.0	67.6	76.0	75.0
기타 리쿱비율	18.2	12.2	9.7	10.8	12.3	10.5	11.0

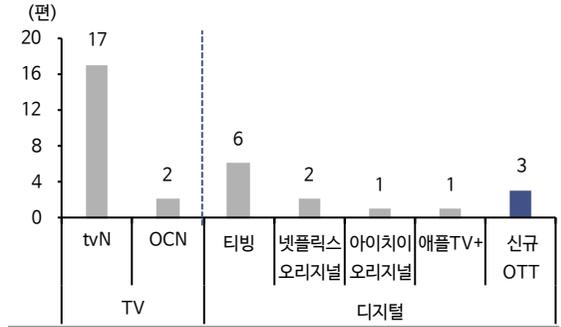
자료: 신한금융투자

스튜디오드래곤 제작 편수 추이



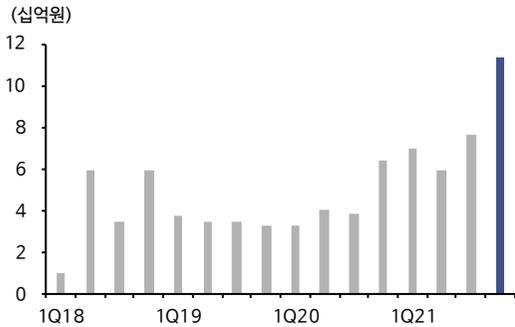
자료: 회사 자료, 신한금융투자

22F 편성 구성



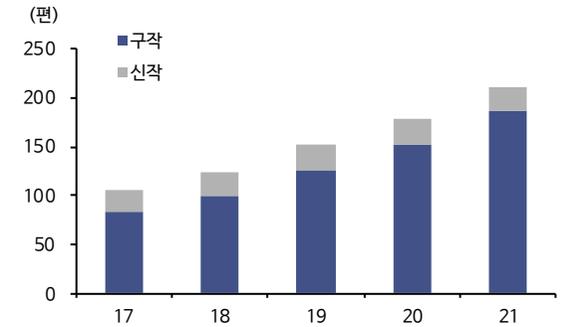
자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 분기별 '기타' 원가 추이



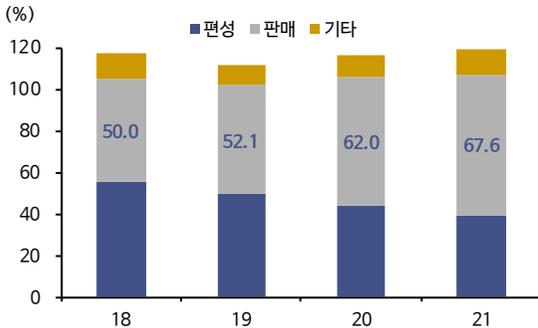
자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 IP 라이브러리 추이



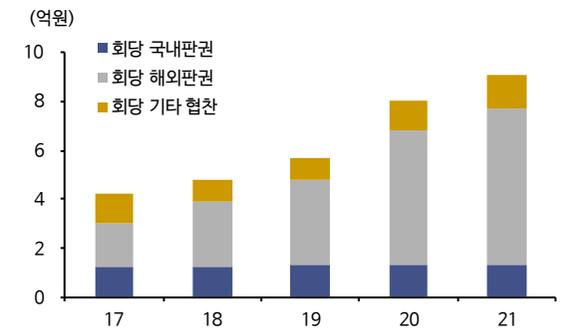
자료: 회사 자료, 신한금융투자

매출원가 대비 형태별 매출 비중(리쿠퍼비율)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

회당 판권 및 기타 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
자산총계	581.6	757.3	884.0	973.6	1,073.8
유동자산	244.5	228.3	232.5	384.6	501.1
현금및현금성자산	59.8	49.1	64.6	147.5	222.9
매출채권	83.6	106.7	123.6	171.8	192.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	337.1	529.0	651.5	589.0	572.7
유형자산	1.2	7.6	7.7	8.5	10.0
무형자산	233.1	230.4	298.0	213.8	176.1
투자자산	13.4	180.1	240.8	261.7	281.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	153.3	148.0	200.2	221.0	245.2
유동부채	145.1	132.1	183.6	201.7	224.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	18.4	5.9	17.0	16.1	18.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.2	15.8	16.5	19.3	20.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	7.9	8.2	7.1	7.1	7.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.3	683.9	752.6	828.6
자본금	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.4	470.4	470.4
기타자본	(0.1)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타포괄이익누계액	(1.0)	1.8	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	93.5	122.9	161.7	230.4	306.5
지배주주지분	428.3	609.3	683.9	752.6	828.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	9.9	10.6	11.1	12.7	13.4
*순차입금(순현금)	(106.6)	(90.4)	(58.9)	(140.1)	(214.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	(12.2)	5.2	(8.4)	150.1	159.5
당기순이익	26.4	29.6	39.0	68.7	76.1
유형자산상각비	1.8	2.9	3.8	11.2	13.5
무형자산상각비	115.0	113.3	95.3	119.2	87.8
외화환산손실(이익)	0.6	3.4	(1.5)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	0.7	0.7	0.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(142.9)	(144.1)	(154.9)	(50.0)	(17.6)
법인세납부	(19.4)	(15.4)	(11.1)	(21.9)	(24.3)
기타	6.3	15.5	20.3	22.2	23.3
투자활동으로인한현금흐름	(81.0)	(16.3)	26.5	(67.3)	(83.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.6)	(7.2)	(2.3)	(12.0)	(15.0)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.5	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(1.2)	(0.8)	(35.0)	(50.0)
투자자산의감소(증가)	(18.8)	(48.7)	28.3	(20.9)	(20.0)
기타	(61.5)	40.8	0.8	0.6	1.8
FCF	133.9	131.3	150.9	130.9	141.0
재무활동으로인한현금흐름	(0.0)	0.0	(3.0)	0.8	(0.3)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	1.6	0.7
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	(3.0)	(0.8)	(1.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.4	0.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(93.2)	(10.7)	15.5	82.9	75.5
기초현금	153.0	59.8	49.1	64.6	147.5
기말현금	59.8	49.1	64.6	147.5	222.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	468.7	525.7	487.1	687.2	771.4
증감률 (%)	23.5	12.2	(7.3)	41.1	12.3
매출원가	420.8	451.0	407.3	567.9	637.5
매출총이익	47.9	74.8	79.8	119.3	133.9
매출총이익률 (%)	10.2	14.2	16.4	17.4	17.4
판매관리비	19.2	25.7	27.2	33.2	36.5
영업이익	28.7	49.1	52.6	86.1	97.4
증감률 (%)	(28.1)	71.1	7.0	63.7	13.1
영업이익률 (%)	6.1	9.3	10.8	12.5	12.6
영업외손익	4.4	(7.6)	(0.6)	4.6	3.0
금융손익	4.3	(3.7)	4.3	7.4	6.0
기타영업외손익	0.1	(3.8)	(4.8)	(2.8)	(3.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	33.1	41.5	52.0	90.6	100.4
법인세비용	6.6	11.9	13.0	21.9	24.3
계속사업이익	26.4	29.6	39.0	68.7	76.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.4	29.6	39.0	68.7	76.1
증감률 (%)	(26.3)	12.1	31.8	75.9	10.7
순이익률 (%)	5.6	5.6	8.0	10.0	9.9
(지배주주)당기순이익	26.4	29.6	39.0	68.7	76.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	25.7	32.2	74.2	68.7	76.1
(지배주주)총포괄이익	25.7	32.2	74.2	68.7	76.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	145.5	165.3	151.6	216.5	198.7
증감률 (%)	26.4	13.6	(8.3)	42.8	(8.2)
EBITDA 이익률 (%)	31.1	31.4	31.1	31.5	25.8

주요 투자지표

12월 결산	2019	2020	2021	2022F	2023F
EPS (당기순이익, 원)	941	1,044	1,301	2,289	2,535
EPS (지배순이익, 원)	941	1,044	1,301	2,289	2,535
BPS (자본총계, 원)	15,242	20,309	22,785	25,074	27,609
BPS (지배지분, 원)	15,242	20,309	22,785	25,074	27,609
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	85.9	88.7	69.9	40.1	36.2
PER (지배순이익, 배)	85.9	88.7	69.9	40.1	36.2
PBR (자본총계, 배)	5.3	4.6	4.0	3.7	3.3
PBR (지배지분, 배)	5.3	4.6	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA (배)	14.9	16.3	17.6	12.1	12.8
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 (%)	31.1	31.4	31.1	31.5	25.8
영업이익률 (%)	6.1	9.3	10.8	12.5	12.6
순이익률 (%)	5.6	5.6	8.0	10.0	9.9
ROA (%)	4.8	4.4	4.8	7.4	7.4
ROE (지배순이익, %)	6.4	5.7	6.0	9.6	9.6
ROIC (%)	8.4	15.5	20.1	23.9	29.6
안정성					
부채비율 (%)	35.8	24.3	29.3	29.4	29.6
순차입금비율 (%)	(24.9)	(14.8)	(8.6)	(18.6)	(25.9)
현금비율 (%)	41.2	37.2	35.2	73.1	99.4
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	67.6	101.0	104.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(26.3)	(59.5)	(49.8)	74.2	17.1
재고자산회수기간 (일)	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	59.3	66.0	86.3	78.5	86.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자