

### 1) 스튜디오드래곤: 글로벌 성과를 기다리며

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,131억원(+6% YoY)/170억원(+6%)으로 컨센서스(160억원)에 부합할 것이다. CJ ENM의 편성 및 제작비 효율화로 2분기에는 제작 편수가 약 4편까지 감소하면서 매출이 역성장 했지만, 3분기는 제작 편수가 <갯마을 차차차> 등 약 5.5편으로 정상화되면서 실적도 반등할 것이다.

넷플릭스 오리지널 <오징어 게임>의 엄청난 글로벌 성과로 인해 한국 드라마 산업의 성장 속도가 더욱 가팔라질 것이나, 편성에 대한 고민은 여전하다. 상장 초기부터 캡티브(CJ ENM) 22~24편 및 논-캡티브 6~8편으로 매년 30여편을 제작할 수 있다는 논리가 밸류에이션 프리미엄의 근거가 되었으나, 광고 업황 부진으로 드라마를 축소했는데 오히려 사상 최대 이익을 기록하면서 산업 전반적으로 OCN과 SBS(수목)/MBC(월화) 등의 드라마 슬롯이 축소되었고, 이에 따라 스튜디오드래곤의 논-캡티브 편성(SBS향)도 크게 축소되었다. 방송사가 드라마 편성 축소를 통해 구조적인 이익 레벨이 상향되었기에 스튜디오드래곤 역시 올해 대비 2022년의 (캡티브향) 편성이 드라마틱하게 성장하기는 쉽지 않을 것이다. (캡티브향) 편성의 제한적인 반등을 근거로 목표주가를 130,000원(-7%)으로 소폭 하향한다. 다만, 애플TV향의 <The Big Door Prize>나 글로벌향 리메이크가 진행중인 <호텔 델루나> 등의 성과에 따라 완전히 다른 스토리를 만들어 낼 수 있으며, 특히, 2022년 말에 3년간의 넷플릭스 장기 공급계약이 마무리 되면서 상당한 가격(혹은 리쿱율) 인상이 예상된다.

표 2. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

|               |         |     |
|---------------|---------|-----|
| 지배주주순이익('22년) | 64      | 십억원 |
| 주식 수          | 30,014  | 천주  |
| EPS           | 2,128   | 원   |
| 목표 P/E        | 60      | 배   |
| 목표 주가         | 130,000 | 원   |
| 현재 주가         | 89,000  | 원   |
| 상승 여력         | 46      | %   |

자료: 하나금융투자

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|       | 19  | 20  | 21F | 22F | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21F | 4Q21F |
|-------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액   | 469 | 526 | 492 | 638 | 120  | 161  | 106  | 138  | 117  | 106  | 113   | 156   |
| 편성    | 209 | 188 | 171 | 220 | 45   | 65   | 46   | 41   | 44   | 28   | 45    | 54    |
| 판매    | 219 | 264 | 274 | 369 | 67   | 76   | 51   | 86   | 63   | 68   | 58    | 86    |
| 기타    | 41  | 46  | 46  | 49  | 8    | 20   | 10   | 11   | 10   | 10   | 11    | 15    |
| 매출총이익 | 48  | 74  | 96  | 115 | 17   | 22   | 21   | 15   | 24   | 20   | 23    | 28    |
| GPM   | 10% | 15% | 19% | 18% | 14%  | 14%  | 20%  | 11%  | 20%  | 19%  | 21%   | 18%   |
| 영업이익  | 29  | 49  | 67  | 82  | 12   | 17   | 16   | 5    | 18   | 14   | 17    | 18    |
| OPM   | 6%  | 11% | 14% | 13% | 10%  | 10%  | 15%  | 3%   | 15%  | 13%  | 15%   | 12%   |
| 순이익   | 26  | 30  | 51  | 64  | 9    | 13   | 11   | -3   | 16   | 9    | 13    | 13    |

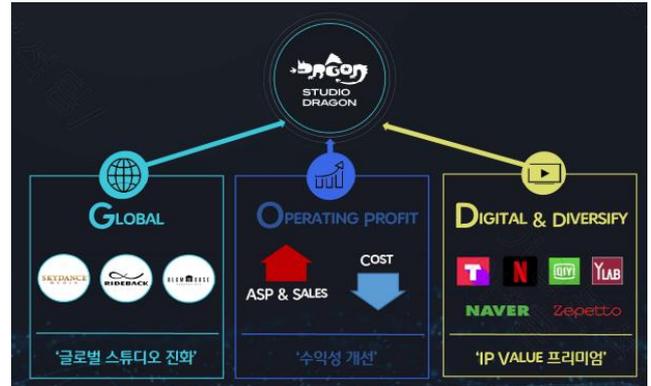
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 스튜디오드래곤 글로벌 프로젝트 1~2편 가시화



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 스튜디오드래곤의 글로벌 프로젝트 계획



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 4. 스튜디오드래곤 2021년 드라마 라인업

| 채널   | 요일    | 방영        | 제목                    | 출연진      | 회차       |    |
|------|-------|-----------|-----------------------|----------|----------|----|
| tvN  | 월화    | 1Q        | 낮과 밤                  | 남궁민, 설현  | 16       |    |
|      |       | 1Q        | 루카                    | 김래원, 이다희 | 12       |    |
|      |       | 2Q        | 나빌레라                  | 송강, 박인환  | 12       |    |
|      |       | 2Q        | 어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다 | 박보영, 서인국 | 16       |    |
|      |       | 3Q        | 너는 나의 봄               | 서현진, 김동욱 | 16       |    |
|      |       | 3Q        | 하이클래스                 | 조여정      | 16       |    |
|      | 수목    | 4Q        | 어사와 조이                | 옥택연, 김혜윤 | 16       |    |
|      |       | 1Q        | 여신강림                  | 차은우, 문가영 | 16       |    |
|      |       | 2Q        | 마우스                   | 이승기      | 20       |    |
|      |       | 2Q        | 간 떨어지는 동거             | 장기용, 혜리  | 16       |    |
|      |       | 3Q        | 더 로드: 1의 비극           | 지진희, 윤세아 | 12       |    |
|      |       | 3Q        | 홀타운                   | 유재명, 한예리 | 12       |    |
|      | (금)토일 | 3Q        | 멜랑꼴리아                 | 임수정, 이도현 | 16       |    |
|      |       | 1Q        | 철인왕후                  | 신혜선, 김정현 | 20       |    |
|      |       | 1Q        | 빈센조                   | 송중기, 전여빈 | 20       |    |
|      |       | 2Q        | 마인                    | 이보영, 김서형 | 16       |    |
|      |       | 2Q        | 보이스4                  | 송승헌, 이하나 | 14       |    |
|      |       | 3Q        | 악마판사                  | 지성, 진영   | 16       |    |
|      |       | 3Q        | 갯마을 차차차               | 신민아, 김선호 | 16       |    |
|      |       | 3Q        | 유미의 세포들               | 김고은, 안보현 | 14       |    |
|      | OCN   | 토일        | 4Q                    | 해피니스     | 한효주, 박형식 | 12 |
|      |       |           | 4Q                    | 환혼       | 이재욱, 정소민 | 20 |
|      | 기타    | 토일        | 1Q                    | 타임즈      | 이서진, 이주영 | 12 |
|      |       |           | 2Q                    | 다크홀      | 김옥빈, 이준혁 | 12 |
| 넷플릭스 |       | 1Q        | 좋아하면 울리는2             | 송강, 김소현  | 6        |    |
| 티빙   |       | 1Q        | 당신의 운명을 쓰고 있습니다       | 전소니, 기도훈 | 10       |    |
|      |       | 3Q        | 마녀식당으로 오세요            | 송지효, 남지현 | 10       |    |
| 아이치이 |       | 2Q        | 간 떨어지는 동거             | 장기용, 이혜리 | 16       |    |
|      | 4Q    | 배드 앤 크레이지 | 이동욱, 위하준              | 12       |          |    |

주: 4분기는 방영 예정작

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표(스튜디오드래곤)

| 손익계산서          | (단위:십억원)     |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2019         | 2020         | 2021F        | 2022F        | 2023F        |
| <b>매출액</b>     | <b>468.7</b> | <b>525.7</b> | <b>491.8</b> | <b>637.8</b> | <b>756.7</b> |
| 매출원가           | 420.8        | 451.0        | 396.0        | 523.3        | 621.7        |
| 매출총이익          | 47.9         | 74.7         | 95.8         | 114.5        | 135.0        |
| 판매비            | 19.2         | 25.7         | 29.2         | 32.2         | 35.0         |
| <b>영업이익</b>    | <b>28.7</b>  | <b>49.1</b>  | <b>66.6</b>  | <b>82.4</b>  | <b>100.0</b> |
| 금융손익           | 4.3          | (3.7)        | 2.3          | 2.3          | 2.3          |
| 종속/관계기업손익      | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익        | 0.1          | (3.8)        | (0.6)        | (0.6)        | (0.6)        |
| <b>세전이익</b>    | <b>33.1</b>  | <b>41.5</b>  | <b>68.3</b>  | <b>84.0</b>  | <b>101.6</b> |
| 법인세            | 6.6          | 11.9         | 17.1         | 20.2         | 24.4         |
| 계속사업이익         | 26.4         | 29.6         | 51.2         | 63.9         | 77.3         |
| 중단사업이익         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>26.4</b>  | <b>29.6</b>  | <b>51.2</b>  | <b>63.9</b>  | <b>77.3</b>  |
| 비배주주지분 손익      | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>26.4</b>  | <b>29.6</b>  | <b>51.2</b>  | <b>63.9</b>  | <b>77.3</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 25.7         | 32.2         | 51.2         | 63.9         | 77.3         |
| NOPAT          | 22.9         | 35.0         | 50.0         | 62.6         | 76.0         |
| EBITDA         | 145.5        | 165.3        | 197.4        | 234.0        | 272.1        |
| <b>성장성(%)</b>  |              |              |              |              |              |
| 매출액증가율         | 23.47        | 12.16        | (6.45)       | 29.69        | 18.64        |
| NOPAT증가율       | (26.84)      | 52.84        | 42.86        | 25.20        | 21.41        |
| EBITDA증가율      | 26.30        | 13.61        | 19.42        | 18.54        | 16.28        |
| 영업이익증가율        | (28.07)      | 71.08        | 35.64        | 23.72        | 21.36        |
| (지배주주)순이익증가율   | (26.26)      | 12.12        | 72.97        | 24.80        | 20.97        |
| EPS증가율         | (26.37)      | 10.95        | 63.51        | 24.66        | 20.96        |
| <b>수익성(%)</b>  |              |              |              |              |              |
| 매출총이익률         | 10.22        | 14.21        | 19.48        | 17.95        | 17.84        |
| EBITDA이익률      | 31.04        | 31.44        | 40.14        | 36.69        | 35.96        |
| 영업이익률          | 6.12         | 9.34         | 13.54        | 12.92        | 13.22        |
| 계속사업이익률        | 5.63         | 5.63         | 10.41        | 10.02        | 10.22        |

| 대차대조표         | (단위:십억원)     |              |              |              |              |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 2019         | 2020         | 2021F        | 2022F        | 2023F        |
| <b>유동자산</b>   | <b>244.5</b> | <b>228.3</b> | <b>257.7</b> | <b>317.2</b> | <b>386.7</b> |
| 금융자산          | 116.6        | 101.0        | 138.5        | 162.9        | 203.8        |
| 현금성자산         | 59.8         | 49.1         | 87.1         | 109.5        | 148.8        |
| 매출채권          | 83.6         | 106.7        | 99.8         | 129.4        | 153.5        |
| 채고자산          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타유동자산        | 44.3         | 20.6         | 19.4         | 24.9         | 29.4         |
| <b>비유동자산</b>  | <b>337.1</b> | <b>529.0</b> | <b>547.7</b> | <b>578.4</b> | <b>608.2</b> |
| 투자자산          | 13.4         | 180.1        | 179.5        | 181.9        | 183.9        |
| 금융자산          | 13.4         | 180.1        | 179.5        | 181.9        | 183.9        |
| 유형자산          | 1.2          | 7.6          | 5.7          | 4.3          | 3.4          |
| 무형자산          | <b>233.1</b> | <b>230.4</b> | <b>251.7</b> | <b>281.3</b> | <b>310.1</b> |
| 기타비유동자산       | <b>89.4</b>  | <b>110.9</b> | <b>110.8</b> | <b>110.9</b> | <b>110.8</b> |
| <b>자산총계</b>   | <b>581.6</b> | <b>757.3</b> | <b>805.4</b> | <b>895.6</b> | <b>995.0</b> |
| <b>유동부채</b>   | <b>145.1</b> | <b>132.1</b> | <b>129.5</b> | <b>153.7</b> | <b>174.1</b> |
| 금융부채          | 2.0          | 2.4          | 2.3          | 2.9          | 3.5          |
| 매입채무          | 18.4         | 5.9          | 5.5          | 7.2          | 8.5          |
| 기타유동부채        | 124.7        | 123.8        | 121.7        | 143.6        | 162.1        |
| <b>비유동부채</b>  | <b>8.2</b>   | <b>15.8</b>  | <b>15.3</b>  | <b>17.4</b>  | <b>19.1</b>  |
| 금융부채          | <b>7.9</b>   | <b>8.2</b>   | <b>8.2</b>   | <b>8.2</b>   | <b>8.2</b>   |
| 기타비유동부채       | 0.3          | 7.6          | 7.1          | 9.2          | 10.9         |
| <b>부채총계</b>   | <b>153.3</b> | <b>148.0</b> | <b>144.8</b> | <b>171.2</b> | <b>193.2</b> |
| <b>지배주주지분</b> | <b>428.3</b> | <b>609.3</b> | <b>660.6</b> | <b>724.5</b> | <b>801.7</b> |
| 자본금           | <b>14.0</b>  | <b>15.0</b>  | <b>15.0</b>  | <b>15.0</b>  | <b>15.0</b>  |
| 자본잉여금         | 321.7        | 470.0        | 470.0        | 470.0        | 470.0        |
| 자본조정          | (0.1)        | (0.4)        | (0.4)        | (0.4)        | (0.4)        |
| 기타포괄이익누계액     | (1.0)        | 1.8          | 1.8          | 1.8          | 1.8          |
| 이익잉여금         | 93.5         | 122.9        | 174.1        | 238.0        | 315.3        |
| <b>비배주주지분</b> | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| <b>자본총계</b>   | <b>428.3</b> | <b>609.3</b> | <b>660.6</b> | <b>724.5</b> | <b>801.7</b> |
| 순금융부채         | (106.6)      | (90.4)       | (128.1)      | (151.8)      | (192.1)      |

| 투자지표           | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2019     | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| <b>주당지표(원)</b> |          |         |         |         |         |
| EPS            | 941      | 1,044   | 1,707   | 2,128   | 2,574   |
| BPS            | 15,242   | 20,309  | 22,009  | 24,137  | 26,711  |
| CFPS           | 5,346    | 5,803   | 6,572   | 7,773   | 9,021   |
| EBITDAPS       | 5,185    | 5,828   | 6,577   | 7,798   | 9,067   |
| SPS            | 16,698   | 18,532  | 16,390  | 21,251  | 25,211  |
| DPS            | 0        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>주가지표(배)</b> |          |         |         |         |         |
| PER            | 85.97    | 88.70   | 52.14   | 41.82   | 34.58   |
| PBR            | 5.31     | 4.56    | 4.04    | 3.69    | 3.33    |
| PCR            | 15.13    | 15.96   | 13.54   | 11.45   | 9.87    |
| EV/EBITDA      | 14.88    | 16.26   | 12.89   | 10.77   | 9.11    |
| PSR            | 4.84     | 5.00    | 5.43    | 4.19    | 3.53    |
| <b>재무비율(%)</b> |          |         |         |         |         |
| ROE            | 6.37     | 5.71    | 8.07    | 9.22    | 10.12   |
| ROA            | 4.83     | 4.42    | 6.56    | 7.51    | 8.17    |
| ROIC           | 10.83    | 14.94   | 20.25   | 23.83   | 27.57   |
| 부채비율           | 35.80    | 24.28   | 21.92   | 23.63   | 24.10   |
| 순부채비율          | (24.90)  | (14.83) | (19.39) | (20.95) | (23.96) |
| 이자보상배율(배)      | 58.13    | 84.78   | 112.03  | 135.18  | 155.32  |

자료: 하나금융투자

| 현금흐름표            | (단위:십억원)      |               |                |                |                |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2019          | 2020          | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>(12.2)</b> | <b>5.2</b>    | <b>178.8</b>   | <b>231.7</b>   | <b>262.0</b>   |
| 당기순이익            | 26.4          | 29.6          | 51.2           | 63.9           | 77.3           |
| 조정               | 10            | 12            | 13             | 15             | 17             |
| 감가상각비            | 116.8         | 116.2         | 130.7          | 151.7          | 172.2          |
| 외환거래손익           | 0.6           | 3.4           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 지분법손익            | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타               | (107.4)       | (107.6)       | (117.7)        | (136.7)        | (155.2)        |
| 영업활동 자산부채 변동     | (142.9)       | (144.1)       | (1.4)          | 18.5           | 15.7           |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(81.0)</b> | <b>(16.3)</b> | <b>(146.6)</b> | <b>(181.3)</b> | <b>(199.8)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | (9.7)         | (166.6)       | 0.6            | (2.4)          | (2.0)          |
| 자본증가(감소)         | (0.5)         | (7.2)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타               | (70.8)        | 157.5         | (147.2)        | (178.9)        | (197.8)        |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>(0.0)</b>  | <b>0.0</b>    | <b>(0.8)</b>   | <b>0.1</b>     | <b>(0.1)</b>   |
| 금융부채증가(감소)       | 7.8           | 0.7           | (0.2)          | 0.7            | 0.5            |
| 자본증가(감소)         | 1.7           | 149.2         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타재무활동           | (9.5)         | (149.9)       | (0.6)          | (0.6)          | (0.6)          |
| 배당지급             | 0.0           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>(93.2)</b> | <b>(11.1)</b> | <b>38.3</b>    | <b>22.4</b>    | <b>39.3</b>    |
| Unlevered CFO    | 150.0         | 164.6         | 197.2          | 233.3          | 270.7          |
| Free Cash Flow   | (12.8)        | (2.0)         | 178.8          | 231.7          | 262.0          |