

1) 스튜디오드래곤: 다시 30편 내외까지 회복할 편성

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,192억원(-13% YoY)/69억원(+41%)으로 컨센서스(140억원)에 하회할 것이다. 편성은 약 6.3편으로 소폭 회복하였으나 1) <지리산>의 정산이 올해 1분기에 이뤄지며 2) 증익에 따른 인센티브를 보수적으로 반영하였다. CJ ENM의 편성 효율화로 2분기 4편까지 감소한 것에 비하면 빠르게 정상화되고 있다.

2022년에는 2021년 대비 강한 편성 회복이 나타날 것으로 예상된다. TVN/OCN 합산으로 약 18~20편 정도의 편성이 예상되는데, 과거 대비 소폭 감소한 것은 맞으나 최근 제작비의 트렌드가 회당 8~10억원 내외로 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 불과 2년 전만 떠올려보더라도 '준 텐트폴' 급은 회당 10억원 내외였으나, 최근에는 15억원 수준(200~250억원)까지 상승했다. 또한, 2021년 한 해에만 가입자가 3배 증가한 티빙의 제작비 지출 여력이 상승하면서 <아일랜드>, <방과 후 전쟁활동>를 오리지널로 편성하는 등 티빙향으로만 7편 내외의 제작이 예상된다. OCN에서 시도하던 다양한 장르들이 티빙으로 이동하는 것이다. 여기에 넷플릭스 및 아이치이 오리지널 각 1~2편을 감안하면 최대 30편 수준의 편성이 예상된다. 2~3년 전 대비 회당 제작비가 30~50% 증가한 점을 감안하면 현재 회당 1,000억원 내외인 편성의 가치는 상승할 가능성이 높다. 미국향 작품인 <The Big Door Prize>는 1월 크랭크인 이후 연말 방영될 예정이며, 디즈니+ 등 타OTT향 제작/판매도 점차 가시화될 것이다.

올해 가장 중요한 모멘텀은 연말 종료되는 넷플릭스향 제작 편수 및 리콥율에 대한 재계약이다. 스튜디오드래곤의 계약이 제이콘텐트리 및 한국 드라마 제작 산업 전체의 기준이 될 가능성이 높기 때문에 높은 관심을 가질 필요가 있다. 한국 드라마는 넷플릭스를 통해 필요 이상으로 증명했으며, 타OTT들의 한국 진출을 감안하면 확실한 리콥율 향상이 예상된다.

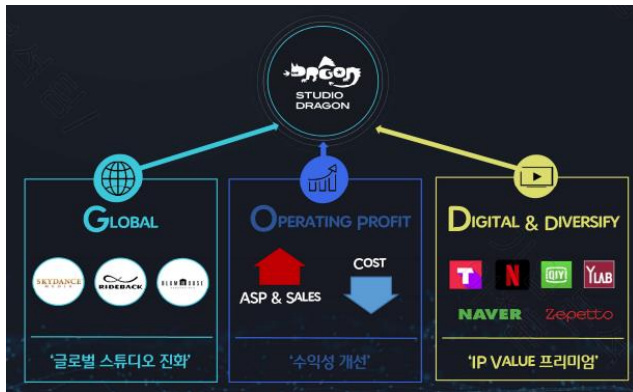
표 3. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20	21F	22F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F
매출액	469	526	458	607	120	161	106	138	117	106	116	119
편성	209	197	149	216	45	65	46	41	44	28	36	41
판매	219	280	261	340	67	76	51	86	63	68	65	65
기타	41	49	49	50	8	20	10	11	10	10	15	14
매출총이익	48	75	83	108	17	22	21	15	24	20	21	18
GPM	10%	14%	18%	18%	14%	14%	20%	11%	20%	19%	18%	15%
영업이익	29	49	53	76	12	17	16	5	18	14	15	7
OPM	6%	9%	12%	12%	10%	10%	15%	3%	15%	13%	13%	6%
순이익	26	30	45	63	9	13	11	-3	16	9	15	5

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 4. 스튜디오드래곤의 글로벌 프로젝트 계획



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 4. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	2H21	너는 나의 봄(7/5) 하이클래스(9/6) 어사와 조이(11/8)	서현진, 김동욱 조여정 옥택연, 김혜윤	16 16 16
		1H22	고스트닥터(1/3) 군검사 도베르만(2/28) 먹고 사랑하라, 죽이게(4/25)	정지훈, 김범, 유이, 손나은 안보현, 조보아 여진구, 문가영	16 16 16
	수목	2H21	더 로드: 1의 비극(8/4) 홈타운(9/22) 멜랑콜리아(11/10)	지진희, 윤세아 유재명, 한예리 임수정, 이도현	12 12 16
		1H22	킬힐(2월) 살인자의 쇼핑목록 이브	김하늘, 김성령, 이혜영 이광수, 설현 서예지, 박병은	16 8 16
	(금)토일	2H21	악마판사(7/3) 갯마을 차차차(8/28) 유미의 세포들(9/17) 지리산(10/23) 해피니스(11/5) 불가살(12/18)	지성, 진영 신민아, 김선호 김고은, 안보현 전지현, 주지훈 한효주, 박형식 이진욱, 권나라	16 16 14 16 12 16
		1H22	스물다섯 스물하나(2/12) 우리들의 블루스 환혼	김태리, 남주혁 이병헌, 신민아, 김우빈 이재욱, 정소민	16 20 20
OCN	토일	1H22	우월한 하루	진구, 하도권	8
		1H22	소년심판(2월)	김혜수, 김무열	10
기타	넷플릭스	미정	셀러브리티 수리남	이청아, 전효성 하정우, 황정민	12 6
		2H21	마녀식당으로 오세요(7/16)	송지효, 남지현	10
	티빙	1H22	괴이 아일랜드 방과 후 전쟁활동	구교환, 신현빈 김남길, 이다희, 차은우 황세인	6 12 10
		미정	돼지의 왕 개미가 타고 있어요 유미의 세포들2	김동욱, 김성규 홍종현 김고은, 진영	12 12 14
	아이치이	2H21	배드 앤 크레이지(12/17)	이동욱, 위하준	12
		1H22	별동별(4월)	이성경, 김영대	16

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

추정 재무제표(스튜디오드래곤)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	468.7	525.7	458.5	606.8	719.7
매출원가	420.8	451.0	375.5	498.5	591.9
매출총이익	47.9	74.7	83.0	108.3	127.8
판매비	19.2	25.7	29.8	32.7	35.6
영업이익	28.7	49.1	53.2	75.6	92.2
금융손익	4.3	(3.7)	7.7	7.7	7.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(3.8)	(0.9)	(0.6)	(0.6)
세전이익	33.1	41.5	60.0	82.7	99.3
법인세	6.6	11.9	15.0	19.9	23.8
계속사업이익	26.4	29.6	45.0	62.9	75.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.4	29.6	45.0	62.9	75.5
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	26.4	29.6	45.0	62.9	75.5
지배주주지분포괄이익	25.7	32.2	45.0	62.9	75.5
NOPAT	22.9	35.0	39.9	57.5	70.1
EBITDA	145.5	165.3	183.9	227.3	264.4
성장성(%)					
매출액증가율	23.47	12.16	(12.78)	32.34	18.61
NOPAT증가율	(26.84)	52.84	14.00	44.11	21.91
EBITDA증가율	26.30	13.61	11.25	23.60	16.32
영업이익증가율	(28.07)	71.08	8.35	42.11	21.96
(지배주주)순이익증가율	(26.26)	12.12	52.03	39.78	20.03
EPS증가율	(26.37)	10.95	43.58	39.76	20.00
수익성(%)					
매출총이익률	10.22	14.21	18.10	17.85	17.76
EBITDA이익률	31.04	31.44	40.11	37.46	36.74
영업이익률	6.12	9.34	11.60	12.46	12.81
계속사업이익률	5.63	5.63	9.81	10.37	10.49

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	941	1,044	1,499	2,095	2,514
BPS	15,242	20,309	21,801	23,895	26,409
CFPS	5,346	5,803	6,295	7,731	8,945
EBITDAPS	5,185	5,828	6,129	7,574	8,808
SPS	16,698	18,532	15,278	20,218	23,977
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	85.97	88.70	60.71	45.11	37.59
PBR	5.31	4.56	4.17	3.95	3.58
PCFR	15.13	15.96	14.46	12.22	10.56
EV/EBITDA	14.88	16.26	13.53	10.85	9.18
PSR	4.84	5.00	5.96	4.67	3.94
재무비율(%)					
ROE	6.37	5.71	7.12	9.17	10.00
ROA	4.83	4.42	5.80	7.50	8.10
ROIC	10.83	14.94	16.06	21.63	25.13
부채비율	35.80	24.28	21.29	23.16	23.61
순부채비율	(24.90)	(14.83)	(19.12)	(20.57)	(23.55)
이자보상배율(배)	58.13	84.78	90.07	125.87	145.23

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	244.5	228.3	246.5	305.4	372.2
금융자산	116.6	101.0	135.4	158.6	198.2
현금성자산	59.8	49.1	84.4	105.5	143.7
매출채권	83.6	106.7	93.0	123.1	146.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	44.3	20.6	18.1	23.7	28.0
비유동자산	337.1	529.0	547.1	577.9	607.6
투자자산	13.4	180.1	178.9	181.4	183.3
금융자산	13.4	180.1	178.9	181.4	183.3
유형자산	1.2	7.6	5.7	4.3	3.4
무형자산	233.1	230.4	251.7	281.3	310.1
기타비유동자산	89.4	110.9	110.8	110.9	110.8
자산총계	581.6	757.3	793.6	883.3	979.8
유동부채	145.1	132.1	124.5	149.1	168.6
금융부채	2.0	2.4	2.1	2.8	3.3
매입채무	18.4	5.9	5.2	6.8	8.1
기타유동부채	124.7	123.8	117.2	139.5	157.2
비유동부채	8.2	15.8	14.8	17.0	18.6
금융부채	7.9	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동부채	0.3	7.6	6.6	8.8	10.4
부채총계	153.3	148.0	139.3	166.1	187.2
지배주주지분	428.3	609.3	654.3	717.2	792.7
자본금	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
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	167.9	230.8	306.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.3	654.3	717.2	792.7
순금융부채	(106.6)	(90.4)	(125.1)	(147.6)	(186.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(12.2)	5.2	168.9	231.0	259.7
당기순이익	26.4	29.6	45.0	62.9	75.5
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)	(5.0)	18.8	15.0
투자활동 현금흐름	(81.0)	(16.3)	(145.6)	(181.5)	(199.8)
투자자산감소(증가)	(9.7)	(166.6)	1.1	(2.5)	(1.9)
자본증가(감소)	(0.5)	(7.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(70.8)	157.5	(146.7)	(179.0)	(197.9)
재무활동 현금흐름	(0.0)	0.0	(0.9)	0.1	(0.1)
금융부채증가(감소)	7.8	0.7	(0.3)	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
현금의 증감	(93.2)	(11.1)	35.6	21.2	38.3
Unlevered CFO	150.0	164.6	188.9	232.0	268.5
Free Cash Flow	(12.8)	(2.0)	168.9	231.0	259.7