

스튜디오드래곤(253450)

3년 만에 가파른 편성 확대

편성의 가치를 감안하면 시가총액 3조원 내외는 충분

2021년은 제작 편수 감소에도 불구하고 증익했지만, 성장주에 있어 매출 감소는 주가 부진으로 이어질 수 밖에 없었다. 그러나, 올해는 사상 최대인 32편(+7편)의 제작이 계획되었으며, 판매 가이던스를 60% 이상의 성장으로 제시하면서 국내 및 글로벌 OTT의 고성장과 한국 드라마의 높은 글로벌 흥행 레퍼런스가 드디어 스튜디오드래곤의 실적으로도 연결되는 구간에 진입하고 있다. 하반기 넷플릭스와의 재계약 및 논-캡티브 OTT(넷플릭스, 애플TV, 디즈니+ 등)향 오리지널 확대에 따라 주가는 지난 5년의 박스권 내 상단이자 올해 편성의 가치만으로도 설명 가능한 3조원(32편 * 약 1,000억원) 내외의 시가총액에 근접할 것으로 예상된다. 1분기가 실적 및 주가의 저점이 될 가능성이 매우 높다. 현 주가는 2023년 예상 P/E 기준 31배에 불과하다.

4Q Review: OPM 4.3%(+0.9%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,479억원(+7% YoY)/63억원(+38%)으로 컨센서스(96억원)를 하회했다. 편성은 6.3편으로 소폭 회복했으며, <지리산>, <불가살> 등의 대작이 기여하면서 매출은 532억원(+31%)을 기록했으나, <지리산> 관련 이익 정산 지연과 인건비 증가로 이익은 부진했다.

2022년 가이던스에 담긴 높은 성장 여력

CJ ENM의 제작비 효율화로 편성이 2019년 28편에서 2021년 25편으로 감소하면서 매출도 역 성장했다. 그러나, 2022년에는 창사 이래 최대인 32편 이상의 편성을 예상하고 있으며 부문별로는 TV 19편(TVN 등), OTT 13편 이상이다. OTT 중 티빙 오리지널은 <아일랜드> 등의 대작을 포함한 7편 이상이다. 또한, 콘텐츠 투자 및 판매 매출 증가율을 각각 60% 이상으로 전망했는데, 상당수의 작품들이 OTT가 확정된 선 판매임을 확인했다. 이를 감안한 2022년 매출액/영업이익 각각 6,786억원(+39% YoY)/837억원(+59%)으로 예상하며, 올해 가장 중요한 모멘텀은 넷플릭스와의 장기 공급 재계약에 따른 편성 및 리쿠폰의 높은 확대 가능성이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 130,000원 | CP(2월10일): 79,900원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	895.68
52주 최고/최저(원)	108,000/7,310
시가총액(십억원)	2,398.1
시가총액비중(%)	0.61
발행주식수(천주)	30,014.2
60일 평균 거래량(천주)	141.3
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.84
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.87
네이버	6.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.2) (12.3) (19.0)
상대	(0.6) 3.0 (12.8)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	466.1	597.2
영업이익(십억원)	56.0	80.4
순이익(십억원)	48.0	67.0
EPS(원)	1,597	2,232
BPS(원)	22,204	24,623

Stock Price



Financial Data

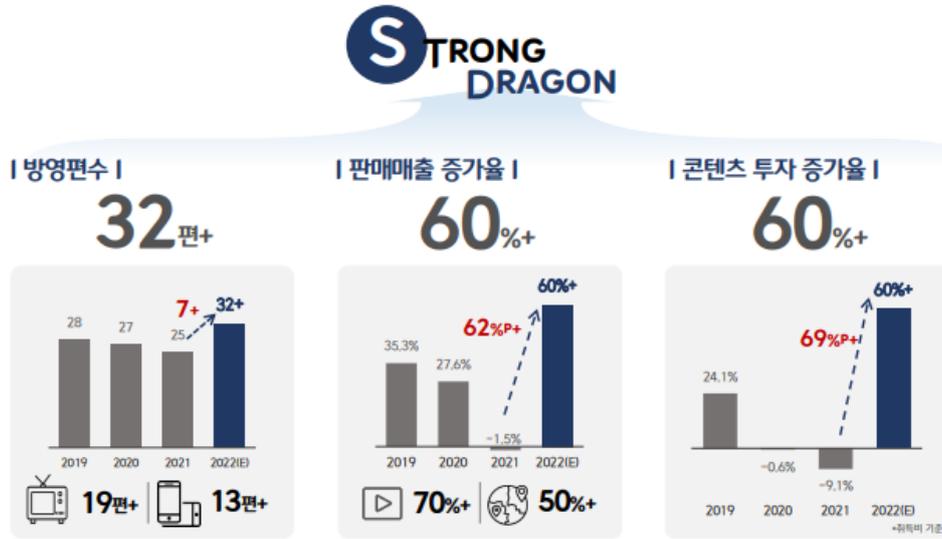
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	468.7	525.7	487.1	678.6	754.1
영업이익	십억원	28.7	49.1	52.6	83.7	98.3
세전이익	십억원	33.1	41.5	52.0	87.4	101.9
순이익	십억원	26.4	29.6	39.0	66.4	77.5
EPS	원	941	1,044	1,301	2,213	2,580
증감율	%	(26.37)	10.95	24.62	70.10	16.58
PER	배	85.97	88.70	69.95	36.10	30.97
PBR	배	5.31	4.56	4.21	3.35	3.03
EV/EBITDA	배	14.88	16.26	13.63	10.52	8.99
ROE	%	6.37	5.71	6.21	9.75	10.28
BPS	원	15,242	20,309	21,603	23,816	26,397
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 황지원
02-3771-7784
jiwon.hwang@hanafn.com

그림 1. 2022년 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

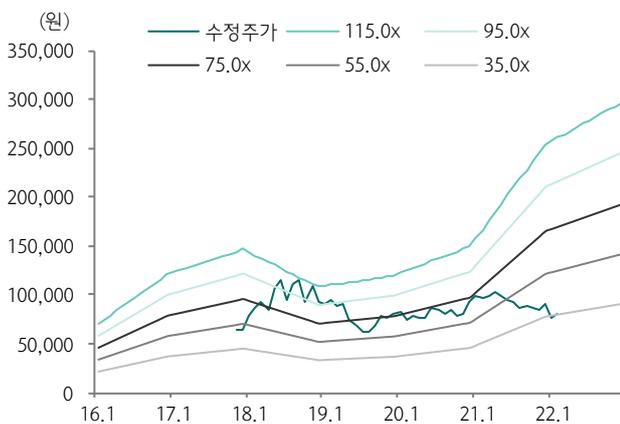
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	20	21P	22F	23F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P
매출액	526	487	679	754	120	161	106	138	117	106	116	148
편성	197	161	220	221	45	65	46	41	44	28	36	53
판매	280	276	408	480	67	76	51	86	63	68	65	80
기타	49	50	51	52	8	20	10	11	10	10	15	15
매출총이익	75	80	115	133	17	22	21	15	24	20	21	15
GPM	14%	16%	17%	18%	14%	14%	20%	11%	20%	19%	18%	10%
영업이익	49	53	84	98	12	17	16	5	18	14	15	6
OPM	9%	11%	12%	13%	10%	10%	15%	3%	15%	13%	13%	4%
순이익	30	39	66	77	9	13	11	(3)	16	9	15	(1)

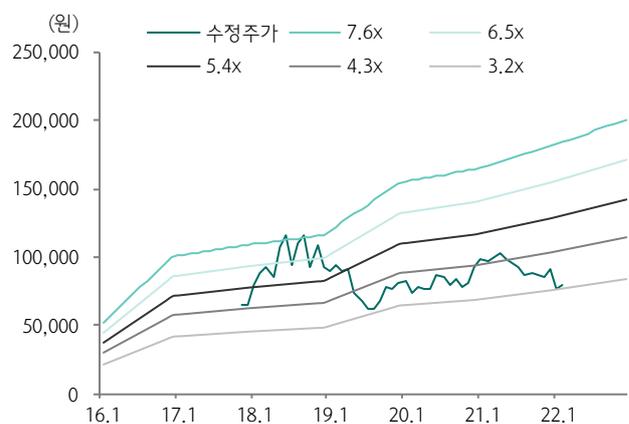
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 2. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 4. 2022년 1분기 라인업

 《불가살》 · 편성: tvN, Netflix · 방영: 12/18~2/6(16부) · 극본: 서재원, 권소리, 연출: 장영우 · 주연: 이진욱, 권나라	 《배드 앤 크레이지》 · 편성: iQIYI Original, tvN · 방영: 12/17~1/28(12부) · 극본: 김재봉, 연출: 유선동 · 주연: 이동욱, 위아준	 《고스트닥터》 · 편성: tvN · 방영: 1/3~2/22(16부) · 극본: 김은희B, 연출: 부성철 · 주연: 정지훈, 유이	 《스물다섯, 스물하나》 · 편성: tvN, Netflix · 방영: 2/12~4/3(16부) · 극본: 권도은, 연출: 정지현 · 주연: 김태리, 남주혁
 《군검사 도베르만》 · 편성: tvN · 방영: 2/28~4/26(16부) · 극본: 윤현호, 연출: 진창규 · 주연: 안보현, 조보아	 《돼지의 왕》 · 편성: TVing · 방영: 3/18~4/22(12부) · 극본: 탁재영, 연출: 김대진 · 주연: 김동욱, 김성규	 《우월한 하루》 · 편성: OCN · 방영: 3/13~5/1(8부) · 극본: 이지현, 연출: 조남영 · 주연: 친구, 하도권	 《소년심판》 · 편성: Netflix · 방영: 2월(10부) · 극본: 김민석, 연출: 홍종현 · 주연: 김혜수, 김무열

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	
tvN	월화	2H21	너는 나의 봄 하이클래스 어사와 조이	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 홈타운 멜랑골리아	지진희, 윤세아 유재명, 한예리 임수정, 이도현	12 12 16	
		1H22	킬힐(2/23) 살인자의 쇼핑목록(3/30) 이브(4/27)	김하늘, 김성령, 이혜영 이광수, 설현 서예지, 박병은	16 8 16	
	(금)토일	2H21	악마판사 갯마을 차차차 유미의 세포들 지리산 해피니스 불가살	지성, 진영 신민아, 김선호 김고은, 안보현 전지현, 주지훈 한효주, 박영식 이진욱, 권나라	16 16 14 16 12 16	
			1H22	스물다섯 스물하나(2/12) 우리들의 블루스(4/9) 환혼(6/18)	김태리, 남주혁 이병헌, 신민아, 김우빈 이재욱, 정소민	16 20 20
			OCN	토일	1H22	우월한 하루(3/13)
	기타	넷플릭스	1H22	소년심판(2/25)	김혜수, 김무열	10
			미정	셀러브리티	이청아, 전효성	12
		티빙	2H21	마녀식당으로 오세요	송지효, 남지현	10
			1H22	괴이	구교환, 신현빈	6
				아일랜드	김남길, 이다희, 차은우	12
				방과 후 전쟁활동	황세인	10
		아이치이	미정	돼지의 왕	김동욱, 김성규	12
개미가 타고 있어요				홍종현	12	
유미의 세포들2	김고은, 진영			14		
아이치이	2H21	배드 앤 크레이지	이동욱, 위아준	12		
	1H22	별동별(4월 예정)	이성경, 김영대	16		

주: 회색 표시는 2022년 방영 예정 작품

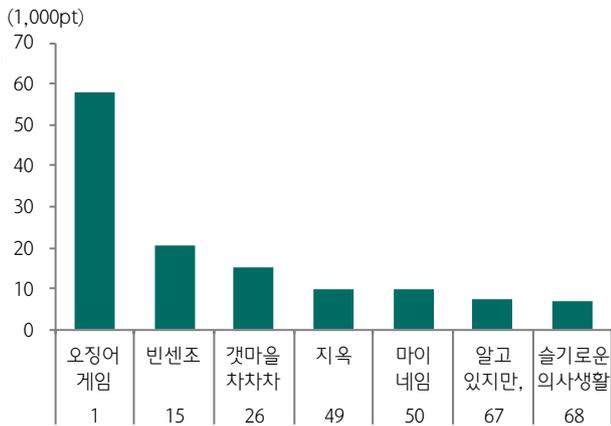
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 3. 아이치이 글로벌 방영 한국 드라마

연도	드라마	국내 채널	동시 방영
2020	저녁 같이 드실래요?	MBC	글로벌
	편의점 샷별이	SBS	글로벌
	나를 사랑한 스파이	MBC	글로벌
2021	허쉬	JTBC	글로벌
	암행어사: 조선비밀수사단	KBS2	글로벌
	선배, 그 립스틱 바르지 마요	JTBC	글로벌
	오! 주인님	MBC	글로벌
	월간 집	JTBC	글로벌
	간 떨어지는 동거	tvN	오리지널
	인간실격	JTBC	글로벌
	지리산	tvN	글로벌
	IDOL [아이돌 : The Coup]	JTBC	글로벌
	배드 앤 크레이지	tvN	오리지널

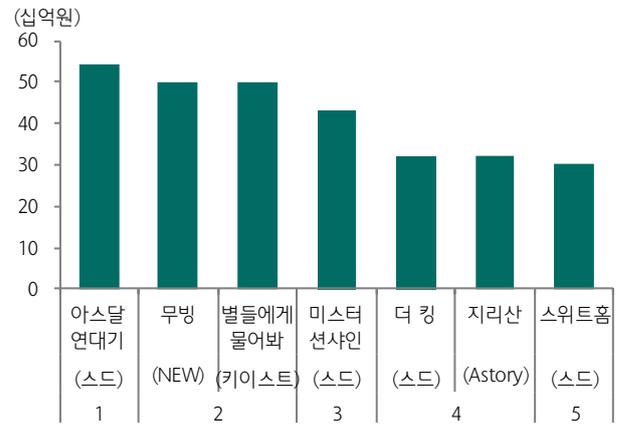
주: 동시 혹은 1~2일 이내 방영작
 자료: iQiyi, 하나금융투자

그림 5. 넷플릭스 2021년 글로벌 Top 70 내 한국 드라마



자료: Flixpatrol.com, 하나금융투자

그림 6. 한국 주요 텐트폴 작품 제작비 순위



자료: 언론, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	468.7	525.7	487.1	678.6	754.1
매출원가	420.8	451.0	407.3	563.6	621.5
매출총이익	47.9	74.7	79.8	115.0	132.6
판매비	19.2	25.7	27.2	31.3	34.4
영업이익	28.7	49.1	52.6	83.7	98.3
금융손익	4.3	(3.7)	4.3	4.3	4.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	(3.8)	(4.8)	(0.6)	(0.6)
세전이익	33.1	41.5	52.0	87.4	101.9
법인세	6.6	11.9	13.0	21.0	24.5
계속사업이익	26.4	29.6	39.0	66.4	77.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.4	29.6	39.0	66.4	77.5
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	26.4	29.6	39.0	66.4	77.5
지배주주지분포괄이익	25.7	32.2	39.0	66.4	77.5
NOPAT	22.9	35.0	39.5	63.6	74.7
EBITDA	145.5	165.3	183.3	235.4	270.4
성장성(%)					
매출액증가율	23.47	12.16	(7.34)	39.31	11.13
NOPAT증가율	(26.84)	52.84	12.86	61.01	17.45
EBITDA증가율	26.30	13.61	10.89	28.42	14.87
영업이익증가율	(28.07)	71.08	7.13	59.13	17.44
(지배주주)순이익증가율	(26.26)	12.12	31.76	70.26	16.72
EPS증가율	(26.37)	10.95	24.62	70.10	16.58
수익성(%)					
매출총이익률	10.22	14.21	16.38	16.95	17.58
EBITDA이익률	31.04	31.44	37.63	34.69	35.86
영업이익률	6.12	9.34	10.80	12.33	13.04
계속사업이익률	5.63	5.63	8.01	9.78	10.28

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	244.5	228.3	244.8	313.5	376.9
금융자산	116.6	101.0	126.8	149.4	194.6
현금성자산	59.8	49.1	75.4	95.5	139.6
매출채권	83.6	106.7	98.8	137.7	153.0
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	44.3	20.6	19.2	26.4	29.3
비유동자산	337.1	529.0	547.6	579.1	608.2
투자자산	13.4	180.1	179.4	182.6	183.9
금융자산	13.4	180.1	179.4	182.6	183.9
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	792.4	892.7	985.1
유동부채	145.1	132.1	128.7	159.8	173.7
금융부채	2.0	2.4	2.2	3.1	3.5
매입채무	18.4	5.9	5.5	7.6	8.5
기타유동부채	124.7	123.8	121.0	149.1	161.7
비유동부채	8.2	15.8	15.3	18.0	19.1
금융부채	7.9	8.2	8.2	8.2	8.2
기타비유동부채	0.3	7.6	7.1	9.8	10.9
부채총계	153.3	148.0	144.0	177.8	192.8
지배주주지분	428.3	609.3	648.4	714.8	792.3
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	162.0	228.4	305.8
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.3	648.4	714.8	792.3
순금융부채	(106.6)	(90.4)	(116.3)	(138.1)	(182.9)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	941	1,044	1,301	2,213	2,580
BPS	15,242	20,309	21,603	23,816	26,397
CFPS	5,346	5,803	6,033	7,893	9,037
EBITDAPS	5,185	5,828	6,109	7,844	9,010
SPS	16,698	18,532	16,233	22,610	25,126
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	85.97	88.70	69.95	36.10	30.97
PBR	5.31	4.56	4.21	3.35	3.03
PCFR	15.13	15.96	15.08	10.12	8.84
EV/EBITDA	14.88	16.26	13.63	10.52	8.99
PSR	4.84	5.00	5.61	3.53	3.18
재무비율(%)					
ROE	6.37	5.71	6.21	9.75	10.28
ROA	4.83	4.42	5.04	7.88	8.25
ROIC	10.83	14.94	15.99	24.39	27.28
부채비율	35.80	24.28	22.21	24.88	24.34
순부채비율	(24.90)	(14.83)	(17.94)	(19.32)	(23.09)
이자보상배율(배)	58.13	84.78	88.50	136.41	151.50

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(12.2)	5.2	166.2	239.5	257.7
당기순이익	26.4	29.6	39.0	66.4	77.5
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)	(1.9)	23.5	10.9
투자활동 현금흐름	(81.0)	(16.3)	(146.5)	(182.9)	(198.8)
투자자산감소(증가)	(9.7)	(166.6)	0.6	(3.2)	(1.3)
자본증가(감소)	(0.5)	(7.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(70.8)	157.5	(147.1)	(179.7)	(197.5)
재무활동 현금흐름	(0.0)	0.0	(0.8)	0.3	(0.3)
금융부채증가(감소)	7.8	0.7	(0.2)	0.9	0.3
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)	26.6	20.1	44.2
Unlevered CFO	150.0	164.6	181.0	236.9	271.2
Free Cash Flow	(12.8)	(2.0)	166.2	239.5	257.7

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.11	BUY	130,000	-	-
21.1.8	1년 경과	-	-	-
20.1.8	BUY	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.38%	4.62%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 02월 08일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 2월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2022년 2월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.