

2022년 5월 16일

스튜디오드래곤(253450)

디즈니, 애플, 아마존까지 다 시작합니다

하반기 최선후주

2분기부터 구작 판매 확대에 사상 분기 이익 및 하반기 애플/아마존/디즈니 등 다양한 OTT향 오리지널 확대에 또 한번 사상 최대 실적이 예상된다. 연내 넷플릭스와의 재계약도 앞두고 있으며, 내년에는 <아스달 연대기2>, <스위트홈2> 등 2편의 텐트폴 시즌제도 있다. 하반기 대규모 모멘텀들과 실적 상향 추정 가능성을 감안할 때 올해 비중확대가 유효하다.

넷플릭스의 한국 투자 비중은 아직 5%에 불과

넷플릭스의 1분기 유료가입자가 20만명 감소하면서 한국 드라마 제작사에 대한 우려로 확대되고 있다. 그러나, 국가별 비중을 보면 북미/남미/유럽에서 130만명이 감소했고 아시아태평양에서는 110만명이 증가했다. 제작비의 효율화 관점에서 보면 제작비가 가입자가 감소하는 곳에서 증가하는 곳으로 이동해야 맞는 것이고, 한국의 작품을 글로벌에서 보고 있는 상황 이기에 금상첨화이다. 글로벌 제작비 약 20조원 중 한국 투자 비중은 겨우 5%에 불과해 <오징어 게임>, <지금 우리 학교는>을 만들어낸 한국 지역의 투자는 더 늘어날 여지가 높다.

OTT 다변화는 곧 수익성 확대

디즈니+는 시장의 기대치(450만명)를 크게 상회하는 790만명으로 증가했고, HBO Max 역시 전 분기 대비 300만명 증가했다. OTT 산업의 경쟁이 심화되고 있는데, 스튜디오드래곤 역시 2분기 첫 디즈니+ 동시 방영 뿐만 하반기부터 애플/아마존/디즈니 향 판매가 시작될 것이다. OTT 다변화는 수익성 개선으로 연결된다. 넷플릭스향 판매는 2019년 말 콘텐츠리중앙과 함께 3년 장기 공급 계약을 체결한 것으로 그 때와 지금의 한국 제작사들의 위상이 다르다. 즉, 장기 공급 계약이 없는 타 OTT향 판매 작품의 동시 방영 판매가가 최소 비슷하거나 더 높을 수 밖에 없다. 또한, 텐트폴 프로젝트 기준 고 수익성이 확인된 <지리산>, <지금 헤어지는 중입니다>, <설강화>, <무빙> 등의 작품들은 모두 넷플릭스가 아니다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 130,000원 | CP(5월13일): 80,000원

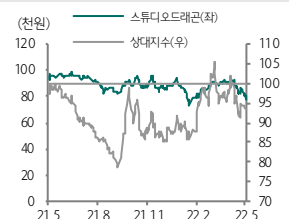
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	853.08
52주 최고/최저(원)	98,700/73,100
시가총액(십억원)	2,401.1
시가총액비중(%)	0.63
발행주식수(천주)	30,014.2
60일 평균 거래량(천주)	122.4
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
22년 배당금(예상,원)	0
22년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	11.06
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.87
네이버	6.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.4) (10.3) (14.0)
상대	(8.1) 6.1 (4.0)

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	625.4	711.6
영업이익(십억원)	83.0	98.8
순이익(십억원)	64.3	75.7
EPS(원)	2,144	2,523
BPS(원)	24,927	27,629

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	525.7	487.1	658.2	761.4	832.1
영업이익	십억원	49.1	52.6	87.7	105.8	115.4
세전이익	십억원	41.5	52.0	90.3	109.3	119.8
순이익	십억원	29.6	39.0	68.2	82.5	90.5
EPS	원	1,044	1,301	2,272	2,749	3,015
증감율	%	10.95	24.62	74.63	20.99	9.68
PER	배	88.70	69.95	34.42	28.45	25.94
PBR	배	4.56	3.99	3.12	2.81	2.54
EV/EBITDA	배	16.26	17.62	12.34	10.25	10.94
ROE	%	5.71	6.04	9.50	10.40	10.28
BPS	원	20,309	22,785	25,057	27,806	30,821
DPS	원	0	0	0	0	0



엔터/레저/미디어 Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

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

그림 1. 2022년 2분기 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

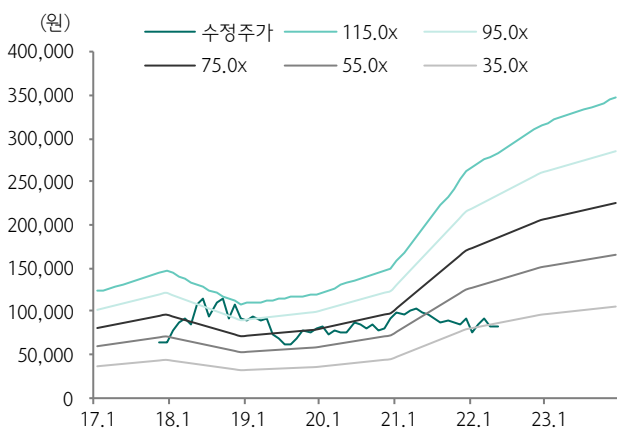
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	20	21	22F	23F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F
매출액	526	487	658	761	117	106	116	148	121	152	156	229
편성	197	161	206	254	44	28	36	53	35	55	57	59
판매	280	276	407	462	63	68	65	80	78	88	86	155
기타	49	50	45	46	10	10	15	15	8	9	13	15
매출총이익	75	80	119	140	24	20	21	15	26	29	24	40
GPM	14%	16%	18%	18%	20%	19%	18%	10%	21%	19%	15%	18%
영업이익	49	53	88	106	18	14	15	6	18	22	17	30
OPM	9%	11%	13%	14%	15%	13%	13%	4%	15%	15%	11%	13%
순이익	30	39	68	83	16	9	15	(1)	16	17	16	19

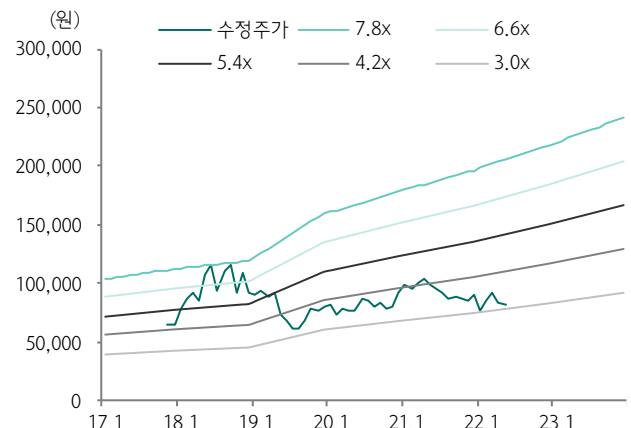
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 2. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 4. 2022년 2분기 라인업

우리들의 블루스 20부	별동별 16부	살인자의 쇼핑목록 8부	괴이 6부	링크 16부	이브 16부
TVN NETFLIX 〈관객의 사랑이야기〉 그들이 사는 세상 노희경 작가 〈관객의 사랑이야기〉 〈문명의 연인—보보경실려〉 김규태 감독 출연진 이병헌, 차승원 김우빈	TVN 최연수 작가 〈눈과 봄〉 〈미래를 향해 달려오세요〉 이수현 감독 출연진 이성경, 김영대 윤종훈	TVN 〈오늘의 탐정〉, 〈별파대〉 한지완 작가 〈미생 사관학교〉 〈탐정 리턴즈〉 이연희 감독 출연진 이광수 김설현	TVING 〈부산행, 지옥〉 연상호 작가 류용재 작가 〈당신에 대하여〉 〈비밀아인간계를 간다(가다)〉 장건재 감독 출연진 구교환 신현빈	TVN DISNEY+ 〈수상한 파트너〉, 〈너를 기억해〉 권기영 작가 권도환 작가 〈그녀의 사랑법〉 〈소년심판〉 홍종찬 감독 출연진 여진구 문가영	TVN 윤영미 작가 〈경이로운 소문〉 박봉섭 감독 출연진 서예지 이상엽

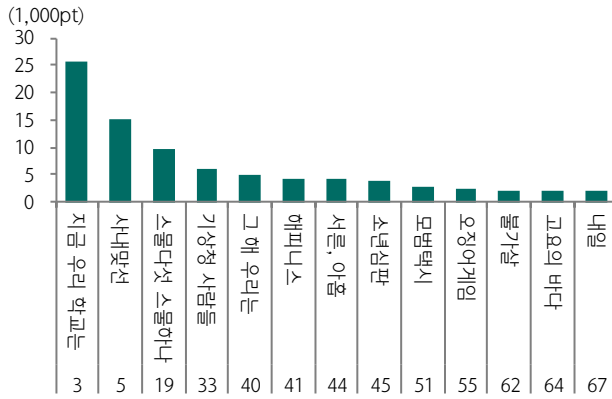
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1H22	고스트닥터(1월)	정지훈, 김범, 유이, 손나은	16
			군검사 도베르만(2월)	안보현, 조보아	16
			링크: 먹고 사랑하라, 죽이게(6월)	여진구, 문가영	16
		2H22	조선 정신과의사 유서풍 멘탈코치 제갈길	김민재, 김향기 정우, 이유미	12 16
	수목	1H22	킬힐(3월)	김하늘, 김성령, 이혜영	14
			살인자의 쇼핑목록(4월)	이광수, 설현	8
			이브(5월)	서예지, 박병은	16
		2H22	아다마스 청춘월담	지성, 서지혜 박형식, 전소니	16 20
	토일	1H22	불가살(~2월)	이진욱, 권나라	16
			스물다섯 스물하나(2월)	김태리, 남주혁	16
			우리들의 블루스(4월)	이병헌, 신민아, 김우빈, 한지민	20
			별동별(금토/4월)	이성경, 김영대	16
OCN	토일	1H22	환혼(6월)	이재욱, 정소민	20
			작은 아씨들	김고은, 남지현	12
			슈룹	김혜수, 김해숙	16
			우월한 하루(3월)	진구, 하도권	8
	넷플릭스	1H22	블라인드(6월)	옥택연, 하석진, 정은지	16
			소년심판(2월)	김혜수, 김무열	10
		2H22	셀러브리티	이청아, 전효성	12
	티빙	1H22	돼지의 왕(3월)	김동욱, 김성규	12
			괴이(4월)	구교환, 신현빈	6
			유미의 세포들2(6월)	김고은, 진영	14
		2H22	개미가 타고 있어요 방과 후 전쟁활동 아일랜드	홍종현 황세인 김남길, 이다희, 차은우	12 10 12
기타	아이치이	1H22	배드 앤 크레이지(~1월)	이동욱, 한지은	12

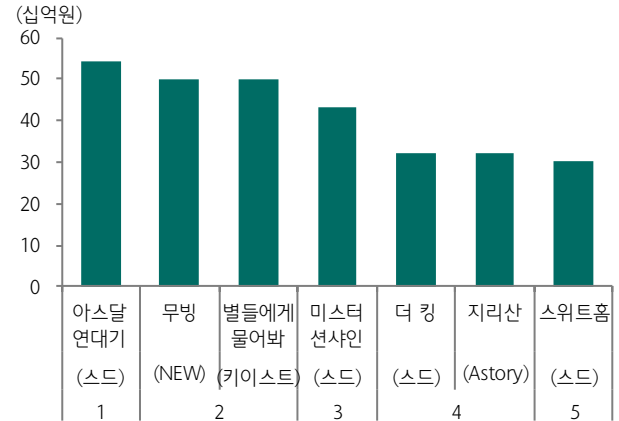
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 5. 넷플릭스 2022년 글로벌 Top 70 내 한국 드라마



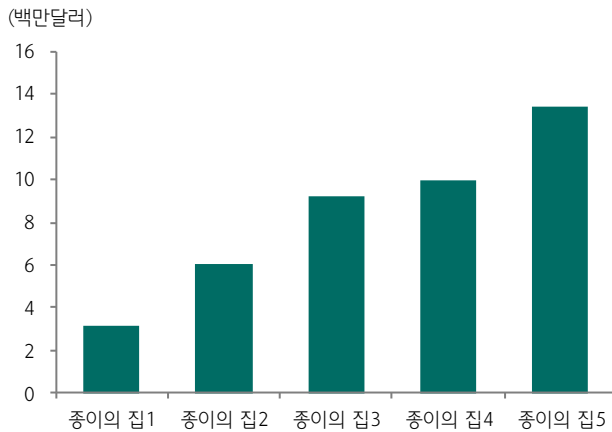
자료: Flixpatrol.com, 하나금융투자

그림 6. 한국 주요 텐트폴 작품 제작비 순위



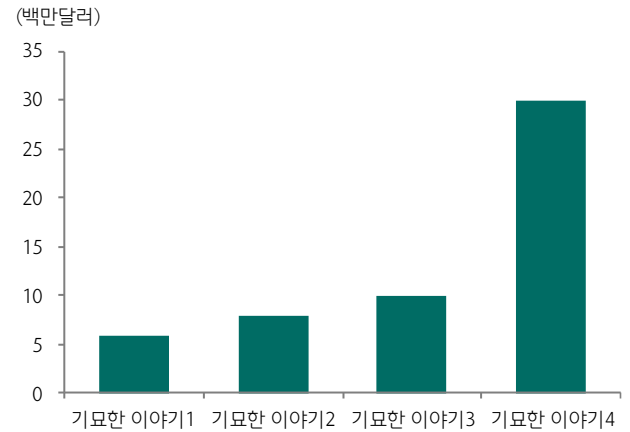
자료: 언론, 하나금융투자

그림 7. <종이의 집> 시즌별 회당 제작비



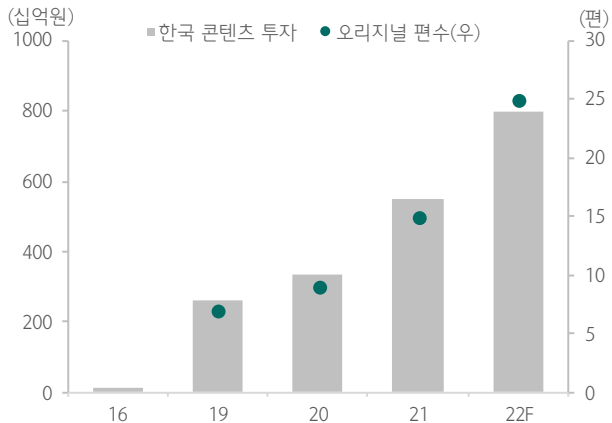
자료: 언론, 하나금융투자

그림 8. <기묘한 이야기> 시즌별 회당 제작비



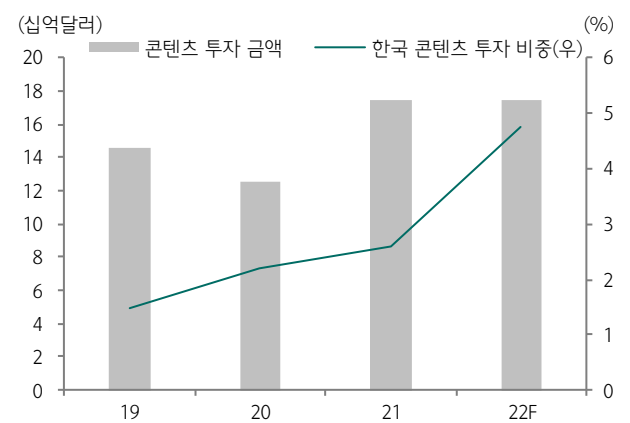
자료: 언론, 하나금융투자

그림 9. 넷플릭스 한국 콘텐츠 투자 및 오리지널 작품 수 추이



자료: Netflix, 하나금융투자

그림 10. 넷플릭스 연간 콘텐츠 투자 금액 및 한국 투자 비중



자료: Netflix, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	525.7	487.1	658.2	761.4	832.1
매출원가	451.0	407.3	539.2	621.2	678.9
매출총이익	74.7	79.8	119.0	140.2	153.2
판매비	25.7	27.2	31.3	34.4	37.8
영업이익	49.1	52.6	87.7	105.8	115.4
금융손익	(3.7)	4.3	5.2	6.1	7.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.8)	(4.8)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
세전이익	41.5	52.0	90.3	109.3	119.8
법인세	11.9	13.0	22.1	26.8	29.4
계속사업이익	29.6	39.0	68.2	82.5	90.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.6	39.0	68.2	82.5	90.5
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	29.6	39.0	68.2	82.5	90.5
지배주주지분포괄이익	32.2	74.2	68.2	82.5	90.5
NOPAT	35.0	39.5	66.2	79.9	87.1
EBITDA	165.3	151.6	210.4	251.1	217.7
성장성(%)					
매출액증가율	12.16	(7.34)	35.13	15.68	9.29
NOPAT증가율	52.84	12.86	67.59	20.69	9.01
EBITDA증가율	13.61	(8.29)	38.79	19.34	(13.30)
영업이익증가율	71.08	7.13	66.73	20.64	9.07
(지배주주)순이익증가율	12.12	31.76	74.87	20.97	9.70
EPS증가율	10.95	24.62	74.63	20.99	9.68
수익성(%)					
매출총이익률	14.21	16.38	18.08	18.41	18.41
EBITDA이익률	31.44	31.12	31.97	32.98	26.16
영업이익률	9.34	10.80	13.32	13.90	13.87
계속사업이익률	5.63	8.01	10.36	10.84	10.88

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,044	1,301	2,272	2,749	3,015
BPS	20,309	22,785	25,057	27,806	30,821
CFPS	5,803	5,254	7,080	8,461	7,322
EBITDAPS	5,828	5,054	7,011	8,366	7,253
SPS	18,532	16,233	21,930	25,367	27,724
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	88.70	69.95	34.42	28.45	25.94
PBR	4.56	3.99	3.12	2.81	2.54
PCFR	15.96	17.32	11.05	9.24	10.68
EV/EBITDA	16.26	17.62	12.34	10.25	10.94
PSR	5.00	5.61	3.57	3.08	2.82
재무비율(%)					
ROE	5.71	6.04	9.50	10.40	10.28
ROA	4.42	4.76	7.24	7.81	7.73
ROIC	14.94	14.92	21.40	23.08	28.36
부채비율	24.28	29.27	32.98	33.34	32.73
순부채비율	(14.83)	(8.61)	(7.87)	(9.81)	(29.73)
이자보상배율(배)	84.78	67.59	103.99	114.51	118.47

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	228.3	232.5	291.3	349.3	566.6
금융자산	101.0	70.0	71.6	95.2	288.9
현금성자산	49.1	64.6	66.3	89.9	283.6
매출채권	106.7	123.6	167.1	193.2	211.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	20.6	38.9	52.6	60.9	66.5
비유동자산	529.0	651.5	708.8	763.5	661.2
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
금융자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
유형자산	7.6	7.7	5.4	3.9	2.9
무형자산	230.4	298.0	357.7	413.9	312.5
기타비유동자산	110.9	105.0	104.9	104.9	105.0
자산총계	757.3	884.0	1,000.1	1,112.8	1,227.8
유동부채	132.1	183.6	228.2	256.4	279.6
금융부채	2.4	4.0	5.3	6.2	6.8
매입채무	5.9	17.0	22.9	26.5	29.0
기타유동부채	123.8	162.6	200.0	223.7	243.8
비유동부채	15.8	16.5	19.8	21.8	23.2
금융부채	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
기타비유동부채	7.6	9.4	12.7	14.7	16.1
부채총계	148.0	200.2	248.1	278.2	302.8
지배주주지분	609.3	683.9	752.1	834.6	925.1
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
자본조정	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타포괄이익누계액	1.8	37.2	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	122.9	161.7	229.9	312.4	402.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	683.9	752.1	834.6	925.1
순금융부채	(90.4)	(58.9)	(59.2)	(81.9)	(275.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5.2	(8.4)	217.2	244.7	206.2
당기순이익	29.6	39.0	68.2	82.5	90.5
조정	12	11	12	14	10
감가상각비	116.2	99.1	122.7	145.3	102.3
외환거래손익	3.4	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(107.6)	(86.6)	(110.7)	(131.3)	(92.3)
영업활동 자산부채변동	(144.1)	(154.9)	26.9	17.5	15.8
투자활동 현금흐름	(16.3)	26.5	(178.6)	(198.4)	3.3
투자자산감소(증가)	(166.6)	(60.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(7.2)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
기타	157.5	89.0	(178.6)	(198.4)	3.3
재무활동 현금흐름	0.0	(3.0)	0.5	(0.1)	(0.4)
금융부채증가(감소)	0.7	0.5	1.4	0.8	0.6
자본증가(감소)	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(149.9)	(3.9)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.1)	15.2	2.4	23.6	193.7
Unlevered CFO	164.6	157.6	212.5	254.0	219.7
Free Cash Flow	(2.0)	(10.7)	217.2	244.7	206.2