

스튜디오드래곤

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

2022년 7월 1일

[미디어/광고]

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

드디어 갈아치울 분기 최대 이익



매수
(유지)



현재주가 (6월 30일)
70,500원



목표주가
100,000원 (하향)



상승여력
41.8%

- ◆ 2Q22 OP 261억원으로 최대치 예상
- ◆ 가장 큰 변수는 넷플릭스의 움직임
- ◆ 실적이 아닌, 멀티플 하향 조정



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

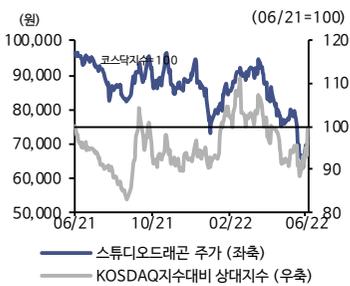


신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	100,000 원 (하향)
상승여력	41.8%

KOSPI	2,332.64p
KOSDAQ	745.44p
시가총액	2,116.0십억원
액면가	500 원
발행주식수	30.0백만주
유동주식수	13.5백만주(45.1%)
52 주 최고가/최저가	96,500 원/63,200 원
일평균 거래량 (60 일)	129,639 주
일평균 거래액 (60 일)	10,346백만원
외국인 지분율	9.98%
주요주주	
CJENM 외 3 인	54.87%
네이버	6.25%
절대수익률	
3 개월	-23.2%
6 개월	-22.5%
12 개월	-26.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-3.3%
6 개월	7.5%
12 개월	1.7%

주가차트



2Q22 OP 261억원으로 최대치 예상

동사는 2Q22 영업이익 261억원으로 최대 이익 달성이 기대된다. 높아진 기대감을 반영 중인 현재 컨센서스 225억 대비로도 +16% 상회하는 수치다. 드디어 '17년 11월 상장 후 첫 텐트폴 수익이 반영된 3Q18 이익 수준을 넘어선 셈이다. 이유는 네 가지다.

- 1) 처음으로 디즈니+향 판매가 시작됐다. 디즈니+로 <링크> 신작이 동시방영 중이고, 구작도 번들로 판매됐다. 그간 넷플릭스와 캡티브 채널에만 의존해왔다면 신규 대형 OTT의 숫자가 반영되는 순간이다.
- 2) 넷플릭스향 판매도 돋보였다. 텐트폴 신작 <우리들의 블루스>가 온기 반영되서다. 리콥비율 상승, 구작 판매 증가, ASP 증가, 무형자산상각 기간 등을 고려했을 때 최대 이익 기록이 확실하다.
- 3) 잠시 멈춰있던 수목 드라마의 재개도 한 몫 했다. 에피소드 개수 증가 효과도 뚜렷하다. 매출액이 전년대비 +54%나 늘어난 이유다.
- 4) 그간 발목을 잡았던 상각 이슈는 3년 간의 사이클을 지나며 안정화됐다.

가장 큰 변수는 넷플릭스의 움직임

그러나 주가는 양호한 실적 성장과 동반하지 못하고 있다. 본문(p.8)에 답답듯이 펀더멘털 측면에서는 이견이 없지만 밸류에이션 하향 조정은 불가피하다. 넷플릭스가 PER 40배→10배 초중반으로 하락한 가운데, 동사는 아직도 PER 24배가 넘기 때문이다. 넷플릭스 주가와 연동되는 콘텐츠의 꼬꼬무 현상에서 동사의 역할은 매우 중요하다.

실적이 아닌, 멀티플 하향 조정

따라서, 실적 변경은 없다. 이익으로 방어할 유일한 종목이다. 4Q22부터는 첫 미국 드라마 <The Big Door Prize> 방영으로 새로운 수익모델 진화를 앞두고 있다. 성장성과 수익성을 동시에 가져가는 해다.

시기는 매우 아쉽지만, 넷플릭스와 증시 상황을 고려해 멀티플을 하향, 목표주가는 10만원으로 낮춰 제시한다. 투자이견은 '매수'를 유지한다. 넷플릭스 2Q22 실적은 7/20 예정돼있다. 부진한 OTT vs. 콘텐츠 호실적이 숫자로 극명이 나타나면 조심스럽지만 밸류에이션 '디커플링'을 인정해주지 않을까 기대해본다. 다시 펀더멘털, 높아진 이익 체력으로 평가받게 될 것이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
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	654.0	87.0	91.5	69.4	2,311	77.6	25,096	30.5	10.5	2.8	9.7	(16.0)
2023F	773.1	93.0	96.0	72.8	2,425	4.9	27,521	29.1	10.6	2.6	9.2	(19.5)
2024F	841.3	111.5	115.1	87.3	2,908	19.9	30,429	24.2	9.4	2.3	10.0	(24.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 2Q22F 실적 프리뷰

(십억원, %)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	106.0	116.1	147.9	121.1	162.8	34.5	53.6	151.4	7.6
영업이익	13.8	14.6	6.3	18.1	26.1	44.1	89.2	22.5	16.0
세전이익	9.5	14.8	(0.8)	15.6	21.3	36.3	124.8	18.4	15.7
순이익	13.0	12.6	4.3	15.0	16.0	7.2	23.2	14.9	7.8
영업이익률	106.0	116.1	147.9	121.1	162.8	34.5	53.6	151.4	7.6

자료: FnGuide, 신한금융투자

스튜디오드래곤 사업부문별 실적 추이

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	2020	2021	2022F
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	162.8	525.6	487.1	654.0
(%YoY)	(2.7)	(34.3)	9.2	7.4	3.4	53.6	12.2	(7.3)	34.3
편성	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	48.0	197.0	161.3	197.5
(%YoY)	(3.2)	(56.9)	(20.8)	30.7	(19.1)	70.3	(5.6)	(18.1)	22.5
(%sales)	37.4	26.6	31.2	36.0	29.2	29.5	37.5	33.1	30.2
판매	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	99.4	279.7	275.5	397.7
(%YoY)	(5.5)	(10.8)	27.7	(7.5)	23.0	47.2	27.6	(1.5)	44.4
(%sales)	54.0	63.7	55.9	54.0	64.2	61.1	53.2	56.6	60.8
기타	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	15.4	48.9	50.3	58.7
(%YoY)	24.0	(49.3)	54.0	39.3	(21.5)	49.9	20.4	2.9	16.8
(%sales)	8.7	9.7	12.9	10.1	6.6	9.5	9.3	10.3	9.0
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	128.6	451.0	407.3	533.9
(%YoY)	(9.9)	(38.6)	11.9	8.5	2.3	50.1	7.2	(9.7)	31.1
(%sales)	79.8	80.8	81.9	90.0	78.9	79.0	85.8	83.6	81.6
매출총이익	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	34.2	74.7	79.8	120.1
(%YoY)	42.2	(6.7)	(1.3)	(1.3)	7.8	68.2	56.4	6.8	50.6
(%GPM)	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	21.0	14.2	16.4	18.4
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	26.1	49.2	52.6	87.0
(%YoY)	54.0	(18.4)	(8.7)	39.5	1.4	89.2	71.8	6.8	65.4
(%OPM)	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	16.0	9.4	10.8	13.3
순이익	15.6	9.5	14.8	(0.8)	15.6	21.3	29.7	39.0	69.4
(%YoY)	81.7	(29.3)	40.3	(73.5)	0.4	124.8	12.8	31.3	77.6
(%NPM)	13.3	8.9	12.8	(0.5)	12.9	13.1	5.7	8.0	10.6

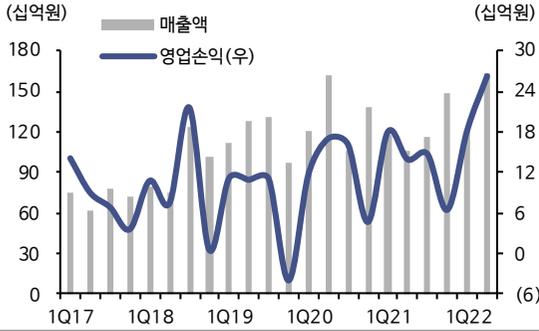
자료: 신한금융투자

스튜디오드래곤 목표주가 산출

(원, 배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS	1,044	1,301	2,311	2,425	2,908
적용 PER	40.0	기존 적용 PER 50 → 40배로 하향 조정, 할인율 20% 반영, 넷플릭스 밸류에이션 하향 및 글로벌 증시 조정 반영			
목표주가	94,720	12개월 fwd EPS * PER 40배			
최중 선정 목표주가	100,000				
현재주가	70,500				
상승여력 (%)	41.8%				

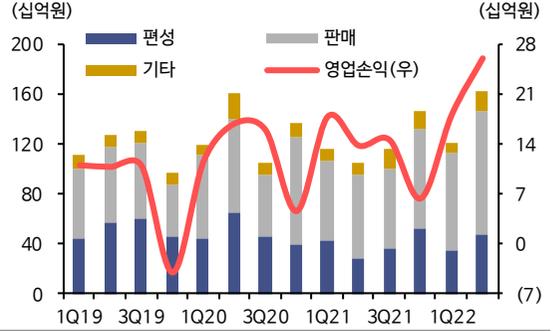
자료: 신한금융투자

스튜디오드래곤 분기별 실적 추이



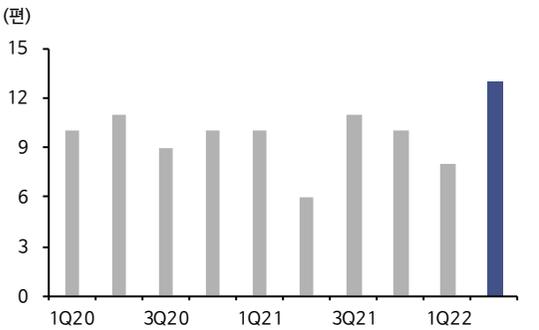
자료: 회사 자료, 신한금융투자

사업부문별 실적 추이



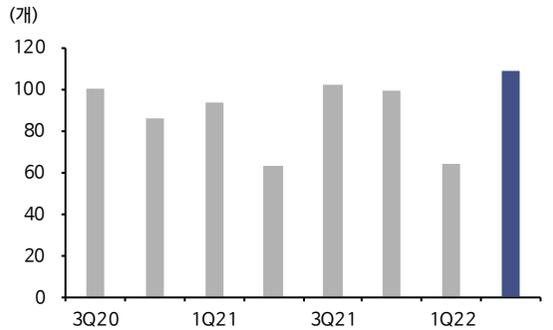
자료: 회사 자료, 신한금융투자

분기별 방영 편수 추이



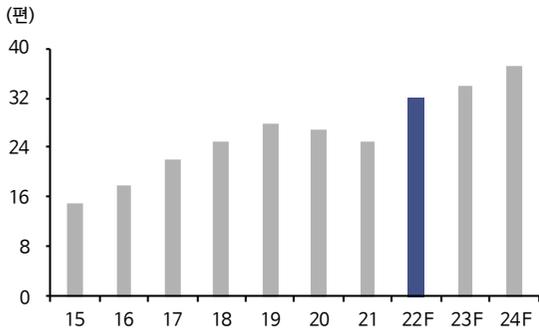
자료: 회사 자료, 신한금융투자

분기별 방영 에피소드 개수 추이



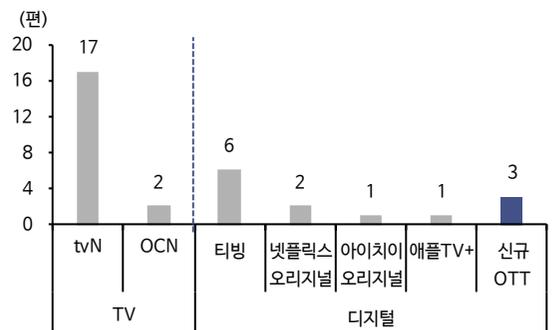
자료: 회사 자료, 신한금융투자

스튜디오드래곤 제작 편수 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

22F 편성 구성



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2Q22 드라마 라인업



우리의 블루스 2부	별종별 1부	살인자의 소꿉목욕 8부	괴이 8부	킹크 16부	이브 16부
TVN NETFLIX	TVN	TVN	TVING	TVN DISNEY+	TVN
《관객의 사랑이야》 《그들이 사는 세상》 노희경 작가	최연수 작가	《오늘의 탐정》, 《쌍부》 한지완 작가	《부신영》, 《지옥》 연상호 작가 류용재 작가	《수상한 파트너》, 《신들기》, 《왕》 권기영 작가 권도환 작가	윤영미 작가
《관객의 사랑이야》 《동아연인-보보경실래》 김규태 감독	《사랑법》 《너희집으로 오세요》 이수연 감독	《매장사원일기》 《침향리》 이연희 감독	《집단지도체대야》 《현장》, 《김정호를 잡아라》 장건재 감독	《그녀의 사랑법》 《소년심판》 홍종찬 감독	《경이로운 소문》 박봉섭 감독
출연진 이병연, 차승원 김우빈	출연진 이성경, 김영대 윤종훈	출연진 이광수 김설현	출연진 구교환 신연빈	출연진 여진구 문가영	출연진 서예지 이상엽

자료: 회사 자료, 신한금융투자

2Q22 성장 전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	757.3	884.0	972.6	1,065.5	1,169.8
유동자산	228.3	232.5	341.8	422.3	511.1
현금및현금성자산	49.1	64.6	119.7	168.8	226.0
매출채권	106.7	123.6	171.8	198.2	226.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	630.8	643.2	658.7
유형자산	7.6	7.7	8.5	9.2	10.3
무형자산	230.4	298.0	255.6	227.3	221.8
투자자산	180.1	240.8	261.7	301.7	321.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.0	200.2	220.0	235.1	249.7
유동부채	132.1	183.6	201.7	215.1	228.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	5.9	17.0	16.1	18.6	21.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	18.3	20.0	21.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	683.9	752.6	830.4	920.2
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
기타자본	(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	230.4	308.3	398.0
지배주주지분	609.3	683.9	752.6	830.4	920.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	10.6	11.1	12.7	13.6	14.5
*순차입금(순현금)	(90.4)	(58.9)	(112.3)	(160.6)	(216.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	5.2	(8.4)	137.5	151.7	160.9
당기순이익	29.6	39.0	68.7	77.8	89.7
유형자산상각비	2.9	3.8	11.2	12.3	14.0
무형자산상각비	113.3	95.3	92.4	78.3	75.5
외환환산손실(이익)	3.4	(1.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.7	0.7	0.7	0.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(144.1)	(154.9)	(36.0)	(17.2)	(18.0)
(법인세납부)	(15.4)	(11.1)	(21.9)	(24.9)	(28.7)
기타	15.5	20.3	22.4	24.7	27.7
투자활동으로인한현금흐름	(16.3)	26.5	(82.5)	(101.8)	(103.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(7.2)	(2.3)	(12.0)	(13.0)	(15.0)
유형자산의감소	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.2)	(0.8)	(50.0)	(50.0)	(70.0)
투자자산의감소(증가)	(48.7)	28.3	(20.9)	(40.0)	(20.0)
기타	40.8	0.8	0.4	1.2	2.0
FCF	131.3	150.9	119.1	134.3	142.5
재무활동으로인한현금흐름	0.0	(3.0)	0.8	(0.1)	(0.1)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.6	0.9	0.9
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	(3.0)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(10.7)	15.5	55.1	49.1	57.2
기초현금	59.8	49.1	64.6	119.7	168.8
기말현금	49.1	64.6	119.7	168.8	226.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

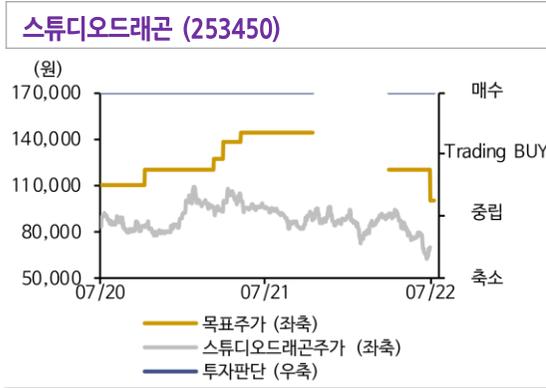
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	525.7	487.1	687.2	792.7	907.2
증감률 (%)	12.2	(7.3)	41.1	15.4	14.4
매출원가	451.0	407.3	567.9	653.5	745.4
매출총이익	74.8	79.8	119.3	139.2	161.8
매출총이익률 (%)	14.2	16.4	17.4	17.6	17.8
판매관리비	25.7	27.2	33.2	39.5	47.0
영업이익	49.1	52.6	86.1	99.7	114.8
증감률 (%)	71.1	7.0	63.7	15.8	15.1
영업이익률 (%)	9.3	10.8	12.5	12.6	12.7
영업외손익	(7.6)	(0.6)	4.6	3.0	3.6
금융손익	(3.7)	4.3	7.4	6.0	6.6
(3.8)	(4.8)	(2.8)	(3.0)	(3.0)	
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	41.5	52.0	90.6	102.7	118.4
법인세비용	11.9	13.0	21.9	24.9	28.7
계속사업이익	29.6	39.0	68.7	77.8	89.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.6	39.0	68.7	77.8	89.7
증감률 (%)	12.1	31.8	75.9	13.3	15.3
순이익률 (%)	5.6	8.0	10.0	9.8	9.9
(지배주주)당기순이익	29.6	39.0	68.7	77.8	89.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	32.2	74.2	68.7	77.8	89.7
(지배주주)총포괄이익	32.2	74.2	68.7	77.8	89.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	165.3	151.6	189.7	190.3	204.3
증감률 (%)	13.6	(8.3)	25.1	0.3	7.3
EBITDA 이익률 (%)	31.4	31.1	27.6	24.0	22.5

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	1,044	1,301	2,289	2,594	2,990
EPS (지배순이익, 원)	1,044	1,301	2,289	2,594	2,990
BPS (자본총계, 원)	20,309	22,785	25,074	27,667	30,658
BPS (자본지분, 원)	20,309	22,785	25,074	27,667	30,658
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	88.7	69.9	35.6	31.5	27.3
PER (지배순이익, 배)	88.7	69.9	35.6	31.5	27.3
PBR (자본총계, 배)	4.6	4.0	3.3	2.9	2.7
PBR (자본지분, 배)	4.6	4.0	3.3	2.9	2.7
EV/EBITDA (배)	16.3	17.6	12.3	12.0	10.9
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 (%)	31.4	31.1	27.6	24.0	22.5
영업이익률 (%)	9.3	10.8	12.5	12.6	12.7
순이익률 (%)	5.6	8.0	10.0	9.8	9.9
ROA (%)	4.4	4.8	7.4	7.6	8.0
ROE (지배순이익, %)	5.7	6.0	9.6	9.8	10.3
ROIC (%)	15.5	20.1	22.8	27.0	30.7
안정성					
부채비율 (%)	24.3	29.3	29.2	28.3	27.1
순차입금비율 (%)	(14.8)	(8.6)	(14.9)	(19.3)	(23.6)
현금비율 (%)	37.2	35.2	59.3	78.5	98.8
이자보상배율 (배)	84.8	67.6	101.0	106.0	114.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(59.5)	(49.8)	390.4	26.3	18.5
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	66.0	86.3	78.5	85.2	85.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2020년 06월 10일	매수	110,000	(23.0)	(15.9)
2020년 10월 06일	매수	120,000	(25.1)	(9.0)
2021년 03월 08일	매수	127,000	(25.8)	(23.8)
2021년 03월 29일	매수	138,000	(25.6)	(21.7)
2021년 05월 07일	매수	144,000	(36.1)	(30.4)
2021년 10월 14일	커버리지제외		-	-
2022년 03월 31일	매수	120,000	(33.1)	(21.2)
2022년 07월 01일	매수	100,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준