

스튜디오드래곤(253450)

실적과 모멘텀은 사상 최대인데 주가는 계속 박스권인 이유

실적, 모멘텀,センチメント 모두 다 좋다

2분기 사상 최대 실적과 타 OTT향 오리지널 편성 시작, 넷플릭스와의 재계약, 그리고 부담으로 작용했던 넷플릭스의 밸류에이션 회복 등 모든 것이 긍정적이다. 그럼에도 불구하고 박스권 주가가 지속되면서 많은 고민이 있겠지만 연말까지 꾸준한 비중확대 의견을 유지한다.

2Q Review: OP 270억원(+96% YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,575억원(+49% YoY)/270억원(+96%)으로 컨센서스(251억원)에 부합하면서 사상 최대 실적을 달성했다. 2분기 편성은 약 7편으로 텐트폴 작품인 〈우리들의 블루스〉 등이 반영되었으며, 디즈니플러스 향 구작 패키지(12편) 및 다수의 OTT향 오리지널(유미의 세포들2, 괴이 등) 등으로 판매는 처음으로 분기 1,000억원을 상회했다. 3분기에도 쿠팡/티빙 오리지널이 1편씩 있으며, 이외에도 디즈니플러스향 오리지널 및 동시 판매 작품이 각각 1편씩 반영된다. 4분기에는 가장 큰 대작인 애플TV향 〈The big door prize〉 외에도 넷플릭스/디즈니플러스/아마존/티빙 등에 각 1편씩 가장 많은 OTT 오리지널 판매가 예상된다.

실적과 모멘텀은 사상 최대인데 주가는 계속 박스권인 이유

OTT들의 경쟁 심화로 편성 확대 및 리쿱율 상승에 따른 사상 최대 실적과 연내 넷플릭스와의 재계약까지 감안하면 실적과 모멘텀이 모두 최고 수준임에도 주가는 박스권이다. 최소 2~3년간 편성 확대와 리쿱율 향상을 통한 사상 최대 실적 지속이 핵심 투자 포인트이나, 하나의 고민은 투자자들이 생각하는 이익 성장 폭의 예측 범위가 꽤 오랫동안 고정되어 있다는 점이다. 중장기적으로는 펀더멘털에 수렴하는 주가 상승이 예상되나 이를 좀 더 앞당길 수 있는, 즉, 예측 범위의 상단을 올릴 수 있는 이벤트를 기대해보는다면 1) 기존 텐트폴(편당 400~500억원) 범위를 뛰어 넘는 (예를 들면, 한국이 아닌 미국 본사와의) 다수의 OTT향 오리지널 계약이나 2) 애플/아마존 등 미국향 OTT에서의 높은 흥행이 필요하다. 이 모두 늦어도 4분기 내에 확인할 수 있을 것이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 115,000원 | CP(8월04일): 76,800원

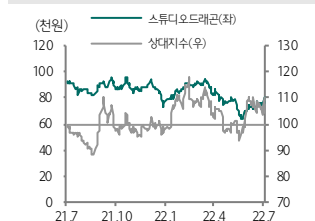
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	825.16
52주 최고/최저(원)	96,400/63,200
시가총액(십억원)	2,305.1
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	30,014.2
60일 평균 거래량(천주)	124.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.3
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.47
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.87
네이버	6.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	8.3 (3.9) (16.9)
상대	(5.1) 5.2 5.6

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	616.6	710.5
영업이익(십억원)	85.4	102.7
순이익(십억원)	67.3	79.9
EPS(원)	2,239	2,662
BPS(원)	24,880	27,633

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	525.7	487.1	672.1	757.7	832.1
영업이익	십억원	49.1	52.6	90.5	105.6	118.7
세전이익	십억원	41.5	52.0	94.0	108.9	123.0
순이익	십억원	29.6	39.0	72.4	82.7	93.5
EPS	원	1,044	1,301	2,411	2,757	3,114
증감율	%	10.95	24.62	85.32	14.35	12.95
PER	배	88.70	69.95	31.85	27.86	24.66
PBR	배	4.56	3.99	3.05	2.75	2.47
EV/EBITDA	배	16.26	17.62	9.72	8.16	8.38
ROE	%	5.71	6.04	10.05	10.37	10.55
BPS	원	20,309	22,785	25,196	27,953	31,066
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 2분기 성장 전략



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

주: 2022년 상반기, 단순 방영 편수 기준으로 중복되는 작품 존재

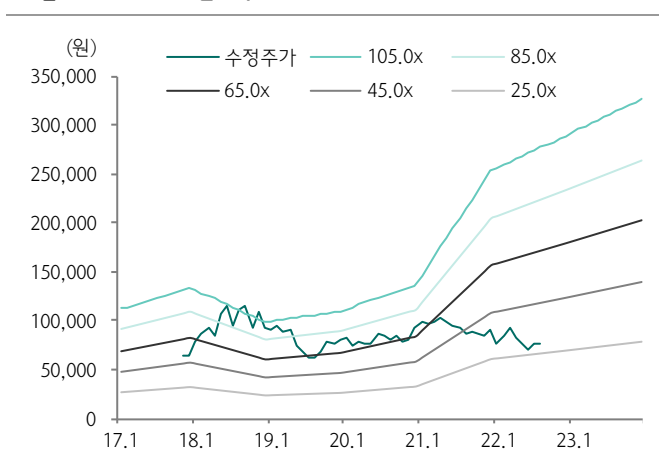
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	20	21	22F	23F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F
매출액	526	487	672	758	117	106	116	148	121	157	155	238
편성	197	161	171	207	44	28	36	53	35	44	41	51
판매	280	276	466	524	63	68	65	80	78	104	105	179
기타	49	50	35	26	10	10	15	15	8	10	9	9
매출총이익	75	80	124	143	24	20	21	15	26	35	27	36
GPM	14%	16%	18%	19%	20%	19%	18%	10%	21%	22%	18%	15%
영업이익	49	53	90	106	18	14	15	6	18	27	19	26
OPM	9%	11%	13%	14%	15%	13%	13%	4%	15%	17%	12%	11%
순이익	30	39	72	83	16	9	15	(1)	16	26	16	15

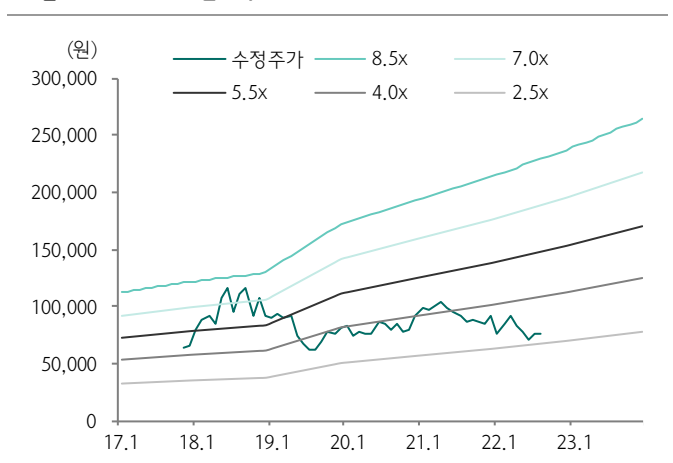
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 2. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

그림 3. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

그림 4. 2022년 3분기 라인업

					
환혼 PART 1. 20부	아다마스 16부	조선 정신과 의사 유서풍 12부	개미가 타고 있어요 12부	유니콘 12부	빅 마우스 16부
TVN NETFLIX	TVN DISNEY+	TVN	TVING	COUPANG PLAY	MBC DISNEY+
《호텔델루나》 홍정은, 홍미란 작가	최태강 작가	최민호 작가	《산후조리원》 윤수민, 김연지, 이에림 작가	유병재 작가	김하람 작가
《감바사기애그릴까》 박준화 감독 장양호 감독	《카미로스》 박승우 감독	《특별근로감독관 조장풍》 박원국 감독 강희주 감독	《감바사기애그릴까》, 《괴물》 최지영 감독	《원로가채집》 이병헌 감독 김예영 감독	《호텔델루나》, 《스타트업》 오충환 감독
출연진 이재욱 정소민	출연진 지성 서지혜	출연진 김민재 김향기	출연진 한지은 홍종현	출연진 신하균 원진아	출연진 이종석 임윤아

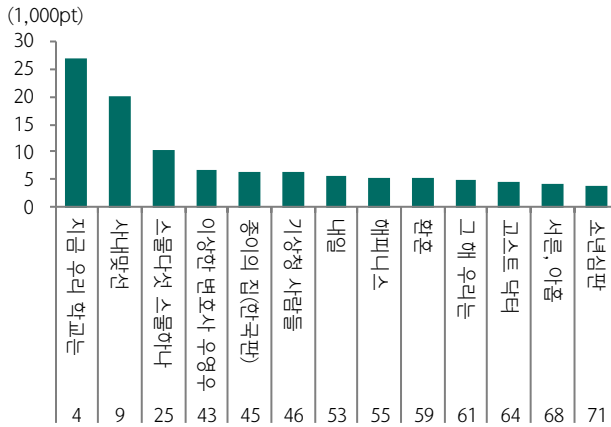
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

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 정신과 의사 유서풍(8월)	김민재, 김향기	12
			멘탈코치 제갈길(9월)	정우, 이유미	16
			연예인 매니저로 살아남기(11월)	이서진, 박선영	12
	수목	1H22	킬힐(3월)	김하늘, 김성령, 이혜영	14
			살인자의 쇼핑목록(4월)	이광수, 설현	8
			이브(6월)	서예지, 박병은	16
		2H22	아다마스(7월)	지성, 서지혜	16
			월수금화목토(9월)	박민영, 고경표	16
	금토	1H22	별동별(4월)	이성경, 김영대	16
		2H22	블라인드(9월)	하석진, 옥택연, 정은지	16
			미생2(11월)	고수, 허준호	12
	토일	1H22	불가살(~2월)	이진욱, 권나라	16
			스물다섯 스물하나(2월)	김태리, 남주혁	16
			우리들의 블루스(4월)	이병헌, 신민아, 김우빈, 한지민	20
			환혼 Part 1(6월)	이재욱, 정소민	20
		2H22	작은 아씨들(9월)	김고은, 남지현	12
			슈룹(10월)	김혜수, 김해숙	16
OCN	토일	1H22	환혼 Part 2(12월)	이재욱, 정소민	20
		1H22	우월한 하루(3월)	진구, 하도권	8
기타	넷플릭스	1H22	소년심판(2월)	김혜수, 김무열	10
		2H22	셀러브리티	이청아, 전효성	12
			더 글로리	송혜교, 이도현	8
	티빙	1H22	돼지의 왕(3월)	김동욱, 김성규	12
			괴이(4월)	구교환, 신현빈	6
			유미의 세포들2(6월)	김고은, 진영	14
		2H22	개미가 타고 있어요(8월)	홍종현	12
쿠팡플레이	2H22	유니콘	아일랜드	김남길, 이다희, 차은우	12
			유니콘	신하균, 원진아	12

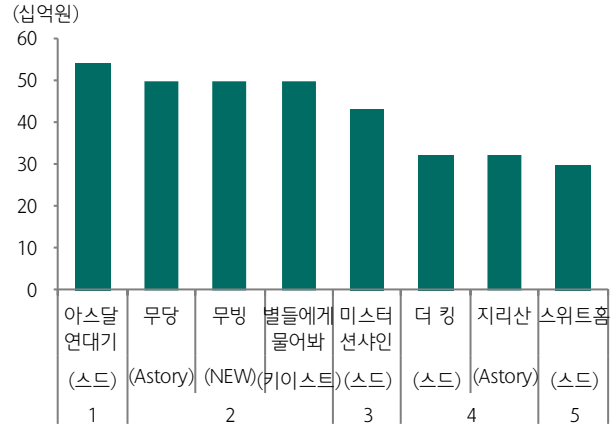
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 5. 넷플릭스 2022년 글로벌 Top 70 내 한국 드라마



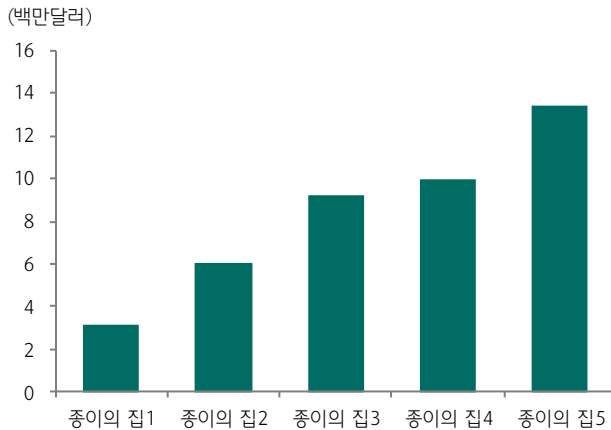
자료: Flixpatrol.com, 하나증권

그림 6. 한국 주요 텐트폴 작품 제작비 순위



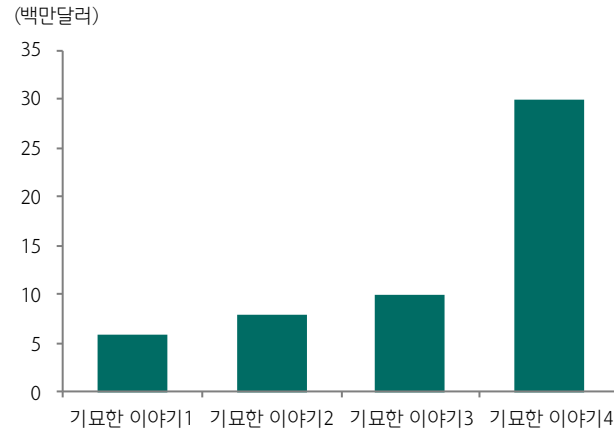
자료: 언론, 하나증권

그림 7. <종이의 집> 시즌별 회당 제작비



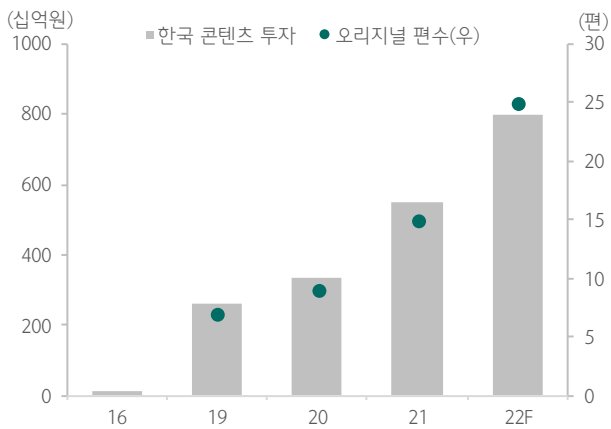
자료: 언론, 하나증권

그림 8. <기묘한 이야기> 시즌별 회당 제작비



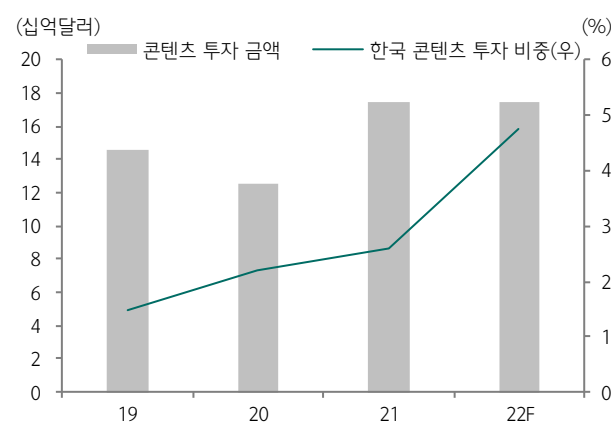
자료: 언론, 하나증권

그림 9. 넷플릭스 한국 콘텐츠 투자 및 오리지널 작품 수 추이



자료: Netflix, 하나증권

그림 10. 넷플릭스 연간 콘텐츠 투자 금액 및 한국 투자 비중



자료: Netflix, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	525.7	487.1	672.1	757.7	832.1
매출원가	451.0	407.3	548.2	614.4	671.8
매출총이익	74.7	79.8	123.9	143.3	160.3
판매비	25.7	27.2	33.4	37.7	41.5
영업이익	49.1	52.6	90.5	105.6	118.7
금융손익	(3.7)	4.3	7.1	5.9	6.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.8)	(4.8)	(3.6)	(2.6)	(2.6)
세전이익	41.5	52.0	94.0	108.9	123.0
법인세	11.9	13.0	21.6	26.1	29.5
계속사업이익	29.6	39.0	72.4	82.7	93.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.6	39.0	72.4	82.7	93.5
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	29.6	39.0	72.4	82.7	93.5
지배주주지분포괄이익	32.2	74.2	72.4	82.7	93.5
NOPAT	35.0	39.5	69.7	80.2	90.2
EBITDA	165.3	151.6	213.1	250.9	221.0
성장성(%)					
매출액증가율	12.16	(7.34)	37.98	12.74	9.82
NOPAT증가율	52.84	12.86	76.46	15.06	12.47
EBITDA증가율	13.61	(8.29)	40.57	17.74	(11.92)
영업이익증가율	71.08	7.13	72.05	16.69	12.41
(지배주주)순이익증가율	12.12	31.76	85.64	14.23	13.06
EPS증가율	10.95	24.62	85.32	14.35	12.95
수익성(%)					
매출총이익률	14.21	16.38	18.43	18.91	19.26
EBITDA이익률	31.44	31.12	31.71	33.11	26.56
영업이익률	9.34	10.80	13.47	13.94	14.27
계속사업이익률	5.63	8.01	10.77	10.91	11.24

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,044	1,301	2,411	2,757	3,114
BPS	20,309	22,785	25,196	27,953	31,066
CFPS	5,803	5,254	7,201	8,446	7,422
EBITDAPS	5,828	5,054	7,101	8,359	7,363
SPS	18,532	16,233	22,394	25,244	27,722
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	88.70	69.95	31.85	27.86	24.66
PBR	4.56	3.99	3.05	2.75	2.47
PCFR	15.96	17.32	10.67	9.09	10.35
EV/EBITDA	16.26	17.62	9.72	8.16	8.38
PSR	5.00	5.61	3.43	3.04	2.77
재무비율(%)					
ROE	5.71	6.04	10.05	10.37	10.55
ROA	4.42	4.76	7.65	7.79	7.95
ROIC	14.94	14.92	22.56	23.23	29.36
부채비율	24.28	29.27	33.29	33.05	32.50
순부채비율	(14.83)	(8.61)	(8.23)	(10.32)	(30.32)
이자보상배율(배)	84.78	67.59	106.70	113.92	121.99

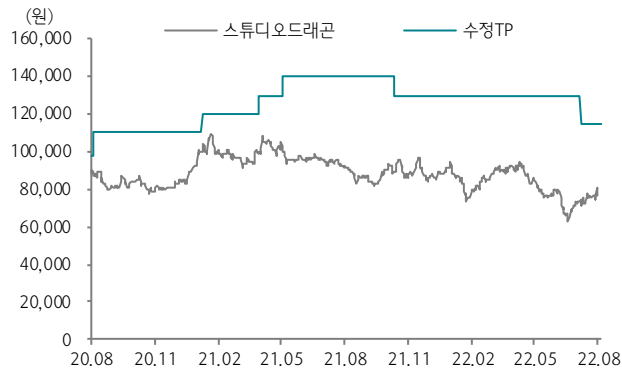
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	228.3	232.5	299.1	352.7	574.3
금융자산	101.0	70.0	74.8	99.9	296.6
현금성자산	49.1	64.6	69.5	94.5	291.3
매출채권	106.7	123.6	170.6	192.3	211.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	20.6	38.9	53.7	60.5	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	1,008.0	1,116.3	1,235.5
유동부채	132.1	183.6	231.6	255.5	279.9
금융부채	2.4	4.0	5.5	6.2	6.8
매입채무	5.9	17.0	23.4	26.4	29.0
기타유동부채	123.8	162.6	202.7	222.9	244.1
비유동부채	15.8	16.5	20.1	21.7	23.2
금융부채	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
기타비유동부채	7.6	9.4	13.0	14.6	16.1
부채총계	148.0	200.2	251.7	277.3	303.1
지배주주지분	609.3	683.9	756.2	839.0	932.4
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	234.1	316.9	410.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	683.9	756.2	839.0	932.4
순금융부채	(90.4)	(58.9)	(62.2)	(86.6)	(282.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5.2	(8.4)	223.3	242.4	209.9
당기순이익	29.6	39.0	72.4	82.7	93.5
조정	119.7	107.5	122.1	144.7	99.7
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	0.1	9.9	(0.6)	(0.6)	(2.6)
영업활동 자산부채 변동	(144.1)	(154.9)	28.8	15.0	16.7
투자활동 현금흐름	(16.3)	26.5	(178.6)	(198.4)	3.4
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)	3.4
재무활동 현금흐름	0.0	(3.0)	0.7	(0.2)	(0.4)
금융부채증가(감소)	0.7	0.5	1.5	0.7	0.6
자본증가(감소)	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(149.9)	(3.9)	(0.8)	(0.9)	(1.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.1)	15.2	5.6	25.0	196.7
Unlevered CFO	164.6	157.6	216.1	253.5	222.8
Free Cash Flow	(2.0)	(10.7)	223.3	242.4	209.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.7.11	BUY	115,000		
21.10.15	BUY	130,000	-34.96%	-25.85%
21.5.7	BUY	140,000	-34.27%	-28.43%
21.4.2	BUY	130,000	-20.68%	-16.92%
21.1.11	BUY	120,000	-17.79%	-9.00%
20.8.7	BUY	110,000	-23.91%	-8.73%
20.1.8	BUY	98,000	-17.22%	-5.61%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	94.76%	5.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 08월 02일

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 8월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2022년 8월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.