

스튜디오드래곤(253450)

다소 아쉬운 신규 OTT향 수익성

목표주가 하향

이익 및 밸류에이션 하향을 반영해 목표주가를 100,000원 (-9%)으로 하향한다. 넷플릭스 재계약 관련 내용은 매우 긍정적이나, 신규 OTT향 작품들의 아쉬운 수익성이 초기 단계 이슈임을 감안해도 이를 확인하기까지 다소 시일이 걸릴 것으로 예상된다.

3Q Review: OP 189억원(+30% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 2,289억원(+97% YoY)/189억원(+30%)으로 컨센서스(188억원)에 부합했다. 매출이 예상보다 훨씬 컸는데, 4분기 반영 예정이던 애플TV <The Big Door Prize> 일부(7회)와 디즈니플러스 <형사록>/<커넥트>, 그리고 넷플릭스의 <더 패블러스> 등 OTT 매출이 선 반영되었다. 당사의 4분기 예상 매출액이 2,300억원 내외였는데, 3분기와 4분기의 매출이 바뀐 것이며, 이를 감안한 3분기 편성은 10편(160회)이다. 다만, 매출총이익률은 12.0%(-6.1%p YoY)로 매우 낮았는데, 애플/디즈니 등 신규 OTT향 오리지널 납품에 따른 제작비 관련 초기 단계 이슈로 판단된다. 4분기 오리지널은 넷플릭스 <더 글로리>/<셀러브리티>, 티빙/아마존 <아일랜드 pt1>, 그리고 애플TV의 나머지 회차 등이 반영되면서 영업이익은 179억원(+182%)을 전망한다.

신규 OTT 작품들의 아쉬운 수익성 vs. 넷플릭스 재계약

신규 OTT향 작품 편성 증가로 사상 최대 매출액을 기록했으나 수익성은 아쉬웠다. 상반기 매출총이익률이 20% 내외였고 3분기도 비슷하게 추정했는데, 특이사항이 없다는 가정 하에 약 800억원의 매출이 더해진 상황에서 영업이익이 기존 전망치와 유사하다는 점은 한번 더 확인이 필요할 것이다. 다만, 넷플릭스 재계약은 세부사항만 조율하는 단계로, 연내 계약이 마무리 되지 않더라도 내년부터는 개선된 좋은 조건(제작비/리쿠폰 상향)하에 판매가 이뤄진다고 밝혔다. 기 확정된 오리지널 4편(스위트홈2 등) 외에도 동시 방영 판매가 증가할수록 의미 있는 이익 개선이 확인될 것이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 100,000원(하향) | CP(11월08일): 69,300원

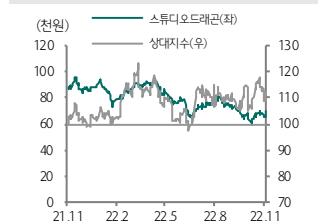
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	713.33
52주 최고/최저(원)	96,400/59,100
시가총액(십억원)	2,080.0
시가총액비중(%)	0.63
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	88.7
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.81
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.87
네이버	6.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.7 (17.0) (22.3)
상대	7.4 2.9 9.2

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	609.3	726.0
영업이익(십억원)	85.7	103.7
순이익(십억원)	70.6	81.1
EPS(원)	2,350	2,698
BPS(원)	24,830	27,433

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	525.7	487.1	669.2	775.4	859.6
영업이익	십억원	49.1	52.6	81.9	100.5	120.0
세전이익	십억원	41.5	52.0	97.8	113.1	129.5
순이익	십억원	29.6	39.0	75.3	85.9	98.4
EPS	원	1,044	1,301	2,509	2,864	3,280
증감율	%	10.95	24.62	92.85	14.15	14.53
PER	배	88.70	69.95	27.62	24.20	21.13
PBR	배	4.56	3.99	2.74	2.46	2.20
EV/EBITDA	배	16.26	17.62	10.82	8.90	8.93
ROE	%	5.71	6.04	10.44	10.71	11.01
BPS	원	20,309	22,785	25,293	28,157	31,437
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

표 1. 스튜디오드래곤 목표주가 하향

지배주주순이익('23년)	86	십억원
주식 수	30,058	천주
EPS	2,859	원
목표 P/E	35	배
목표 주가	100,000	원
현재 주가	69,300	원
상승 여력	44	%

자료: 하나증권

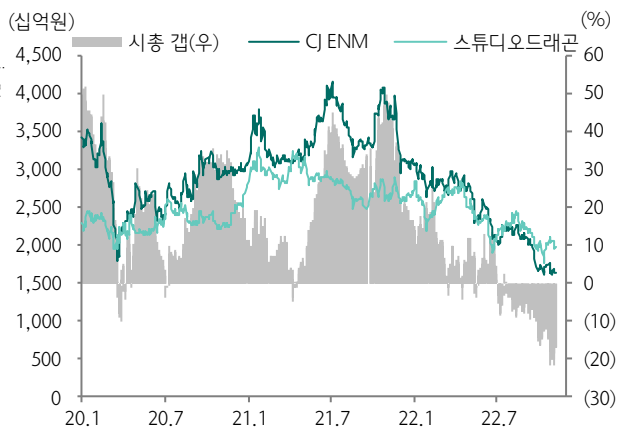
표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	20	21	22F	23F	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F
매출액	526	487	669	775	117	106	116	148	121	157	229	162
편성	197	161	166	194	44	28	36	53	35	44	59	27
판매	280	276	477	562	63	68	65	80	78	104	166	129
기타	49	50	27	20	10	10	15	15	8	10	4	5
매출총이익	75	80	116	139	24	20	21	15	26	35	27	28
GPM	14%	16%	17%	18%	20%	19%	18%	10%	21%	22%	12%	17%
영업이익	49	53	82	101	18	14	15	6	18	27	19	18
OPM	9%	11%	12%	13%	15%	13%	13%	4%	15%	17%	8%	11%
순이익	30	39	75	86	16	9	15	(1)	16	26	18	16

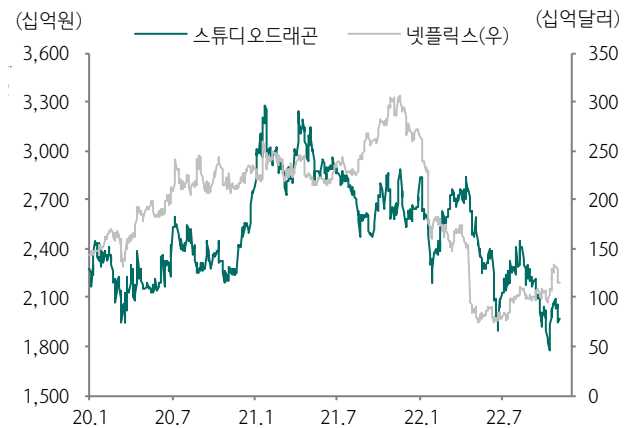
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 1. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 갭



자료: Fnguide, 하나증권

그림 2. 스튜디오드래곤/넷플릭스 시가총액 추이



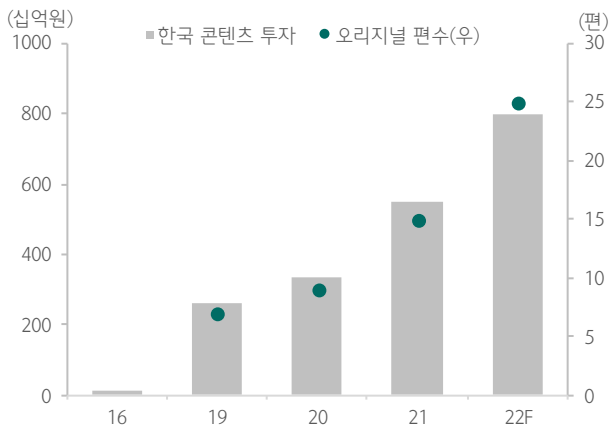
자료: Fnguide, Bloomberg, 하나증권

그림 3. 2022년 4분기 라인업

					
커넥트 12부	슈룹 16부	더글로리 8부	연예인 매니저로 살아남기 12부	아일랜드 Part 1 6부	형사록 8부
Disney+	tvN Netflix	Netflix	tvN Netflix	Tving Amazon	Disney+
나카무라 마사루 작가	박바라 작가	<도깨비> <미스터선샤인> 김은숙 작가	<엘로홀라> 박소영 작가 이찬 작가	오보현 작가	임창제 작가
<라플라스의마녀> 미이케 다카시 감독	<비밀의문> <두 번의 스무살> 김형식 감독	<청춘기록> <해피니스> 안길호 감독	<SNE 코리아> <밤나그네의미안> 백승룡 감독	<왓챠동막을> 박배중 감독	<38사기동대> <4월의미안> 한동화 감독
출연진 정해인 고경표	출연진 김혜수 김해숙	출연진 송혜교 이도현	출연진 이서진 곽선영	출연진 김남길, 이다희 차은우	출연진 이성민 진구

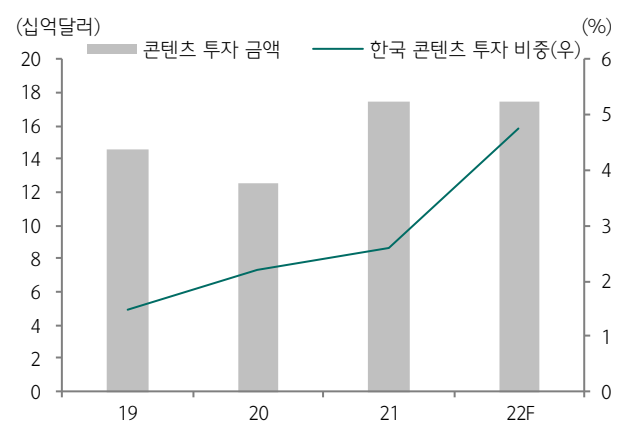
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 4. 넷플릭스 한국 콘텐츠 투자 및 오리지널 작품 수 추이



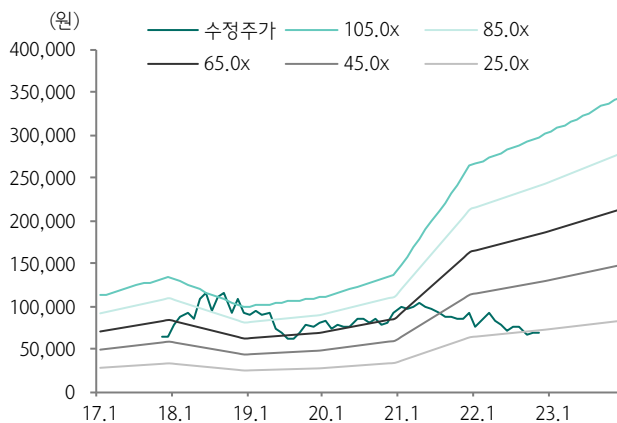
자료: Netflix, 하나증권

그림 5. 넷플릭스 연간 콘텐츠 투자 금액 및 한국 투자 비중



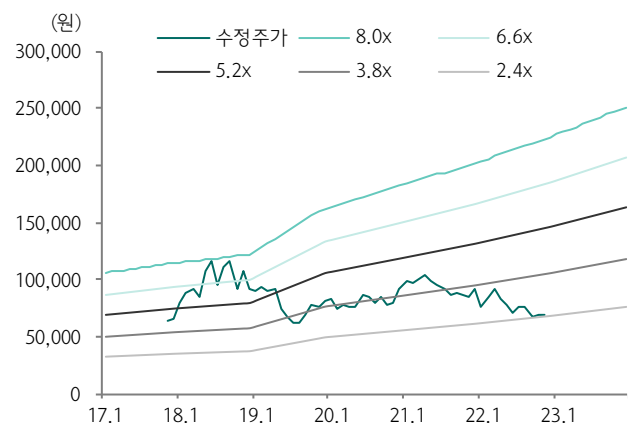
자료: Netflix, 하나증권

그림 6. 12MF P/E 밴드차트



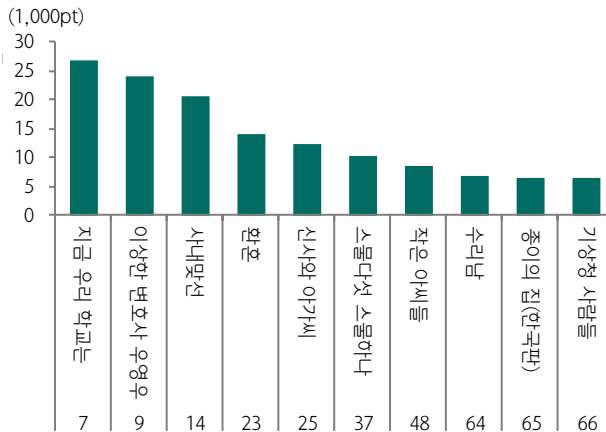
자료: 하나증권

그림 7. 12MF P/B 밴드차트



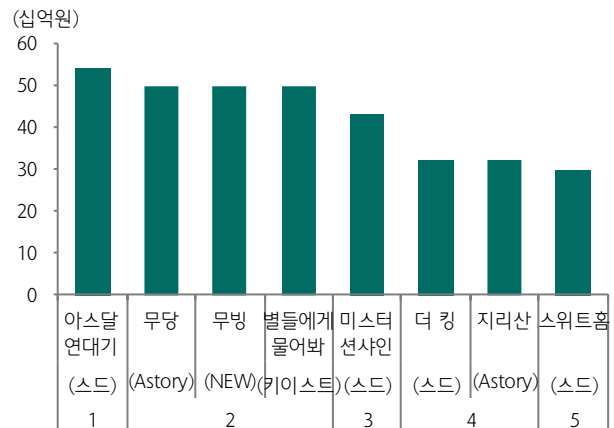
자료: 하나증권

그림 8. 넷플릭스 2022년 글로벌 Top 70 내 한국 드라마



자료: Flixpatrol.com, 하나증권

그림 9. 한국 주요 넷플릭스 작품 제작비 순위



자료: 언론, 하나증권

표 3. 스튜디오드래곤 2022년 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(8월)	김민재, 김향기	12
	수목	1H22	멘탈코치 제갈길(9월)	정우, 이유미	16
			연예인 매니저로 살아남기(11월)	이서진, 박선영	12
			미생: 그들이 있었다 2	고수, 허준호	12
		2H22	킬힐(3월)	김하늘, 김성령, 이혜영	14
	금토	1H22	살인자의 쇼핑목록(4월)	이광수, 설현	8
			이브(6월)	서예지, 박병은	16
			아다마스(7월)	지성, 서지혜	16
		2H22	월수금화목토(9월)	박민영, 고경표	16
OCN	토일	1H22	별똥별(4월)	이성경, 김영대	16
		2H22	블라인드(9월)	하석진, 옥택연, 정은지	16
기타	넷플릭스	1H22	불가살(~2월)	이진욱, 권나라	16
			스물다섯 스물하나(2월)	김태리, 남주혁	16
			우리들의 블루스(4월)	이병헌, 신민아, 김우빈, 한지민	20
		2H22	환혼 Part 1(6월)	이재욱, 정소민	20
	디즈니+	1H22	작은 아씨들(9월)	김고은, 남지현	12
			슈룹(10월)	김혜수, 김해숙	16
			환혼 Part 2(12월)	이재욱, 정소민	20
		2H22	우월한 하루(3월)	진구, 하도권	8
	티빙	1H22	소년심판(2월)	김혜수, 김무열	10
			더 패블러스(11월)	최민호, 채수빈	8
			셀러브리티	이청아, 전효성	12
		2H22	더 글로리	송혜교, 이도현	8
기타	디즈니+	2H22	형사록(10월)	이성민, 진구	8
			커넥트(12월)	정해인, 고경표	6
	티빙	1H22	대지의 왕(3월)	김동욱, 김성규	12
			괴이(4월)	구교환, 신현빈	6
			유미의 세포들2(6월)	김고은, 진영	14
	쿠팡플레이	2H22	개미가 타고 있어요(8월)	한지은, 홍종현	12
			아일랜드 Part 1	김남길, 이다희, 차은우	6
기타	티빙	2H22	유니콘(8월)	신하균, 원진아	12

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	525.7	487.1	669.2	775.4	859.6
매출원가	451.0	407.3	553.1	636.3	697.2
매출총이익	74.7	79.8	116.1	139.1	162.4
판매비	25.7	27.2	34.2	38.6	42.4
영업이익	49.1	52.6	81.9	100.5	120.0
금융손익	(3.7)	4.3	19.0	15.2	12.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.8)	(4.8)	(3.1)	(2.6)	(2.6)
세전이익	41.5	52.0	97.8	113.1	129.5
법인세	11.9	13.0	22.5	27.1	31.1
계속사업이익	29.6	39.0	75.3	85.9	98.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.6	39.0	75.3	85.9	98.4
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	29.6	39.0	75.3	85.9	98.4
지배주주지분포괄이익	32.2	74.2	75.3	85.9	98.4
NOPAT	35.0	39.5	63.1	76.4	91.2
EBITDA	165.3	151.6	204.6	245.8	222.3
성장성(%)					
매출액증가율	12.16	(7.34)	37.38	15.87	10.86
NOPAT증가율	52.84	12.86	59.75	21.08	19.37
EBITDA증가율	13.61	(8.29)	34.96	20.14	(9.56)
영업이익증가율	71.08	7.13	55.70	22.71	19.40
(지배주주)순이익증가율	12.12	31.76	93.08	14.08	14.55
EPS증가율	10.95	24.62	92.85	14.15	14.53
수익성(%)					
매출총이익률	14.21	16.38	17.35	17.94	18.89
EBITDA이익률	31.44	31.12	30.57	31.70	25.86
영업이익률	9.34	10.80	12.24	12.96	13.96
계속사업이익률	5.63	8.01	11.25	11.08	11.45

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,044	1,301	2,509	2,864	3,280
BPS	20,309	22,785	25,293	28,157	31,437
CFPS	5,803	5,254	7,326	8,584	7,637
EBITDAPS	5,828	5,054	6,817	8,191	7,406
SPS	18,532	16,233	22,295	25,836	28,639
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	88.70	69.95	27.62	24.20	21.13
PBR	4.56	3.99	2.74	2.46	2.20
PCFR	15.96	17.32	9.46	8.07	9.07
EV/EBITDA	16.26	17.62	10.82	8.90	8.93
PSR	5.00	5.61	3.11	2.68	2.42
재무비율(%)					
ROE	5.71	6.04	10.44	10.71	11.01
ROA	4.42	4.76	7.95	8.04	8.27
ROIC	14.94	14.92	20.42	22.17	29.97
부채비율	24.28	29.27	33.06	33.36	32.96
순부채비율	(14.83)	(8.61)	(8.61)	(10.81)	(30.98)
이자보상배율(배)	84.78	67.59	96.71	107.97	121.66

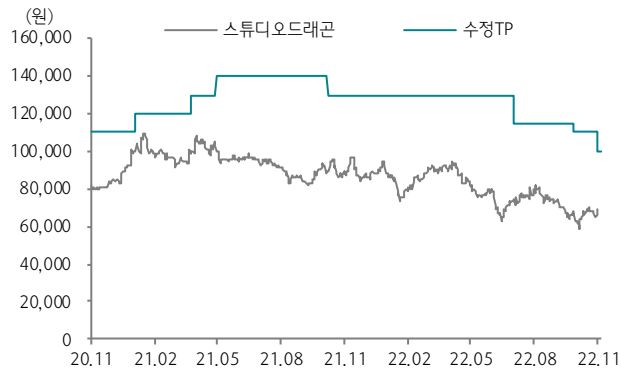
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	228.3	232.5	301.3	363.5	593.3
금융자산	101.0	70.0	78.0	104.8	306.4
현금성자산	49.1	64.6	72.6	99.4	301.1
매출채권	106.7	123.6	169.8	196.8	218.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	20.6	38.9	53.5	61.9	68.7
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	1,010.1	1,127.0	1,254.5
유동부채	132.1	183.6	230.9	259.9	287.3
금융부채	2.4	4.0	5.4	6.3	7.0
매입채무	5.9	17.0	23.3	27.0	29.9
기타유동부채	123.8	162.6	202.2	226.6	250.4
비유동부채	15.8	16.5	20.0	22.1	23.7
금융부채	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
기타비유동부채	7.6	9.4	12.9	15.0	16.6
부채총계	148.0	200.2	251.0	281.9	311.0
지배주주지분	609.3	683.9	759.2	845.1	943.6
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	237.0	323.0	421.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.3	683.9	759.2	845.1	943.6
순금융부채	(90.4)	(58.9)	(65.4)	(91.3)	(292.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	5.2	(8.4)	225.8	248.4	216.9
당기순이익	29.6	39.0	75.3	85.9	98.4
조정	119.7	107.5	122.1	144.6	99.8
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)	(0.7)	(2.5)
영업활동 자산부채 변동	(144.1)	(154.9)	28.4	17.9	18.7
투자활동 현금흐름	(16.3)	26.5	(178.6)	(198.3)	3.6
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)	(198.3)	3.6
재무활동 현금흐름	0.0	(3.0)	0.6	(0.1)	(0.3)
금융부채증가(감소)	0.7	0.5	1.5	0.9	0.7
자본증가(감소)	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(149.9)	(3.9)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(11.1)	15.2	8.7	26.8	201.7
Unlevered CFO	164.6	157.6	219.9	257.6	229.2
Free Cash Flow	(2.0)	(10.7)	225.8	248.4	216.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.11.9	BUY	100,000	-39.80%	-36.64%
22.10.6	BUY	110,000	-35.85%	-29.13%
22.7.11	BUY	115,000	-34.96%	-25.85%
21.10.15	BUY	130,000	-34.27%	-28.43%
21.5.7	BUY	140,000	-20.68%	-16.92%
21.4.2	BUY	130,000	-17.79%	-9.00%
21.1.11	BUY	120,000	-23.91%	-8.73%
20.8.7	BUY	110,000		

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	94.94%	5.06%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 11월 06일

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 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2022년 11월 9일 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.