

2020. 7. 6

**Platform Business Team**

**최민하**  
Analyst  
minha22.choi@samsung.com  
02 2020 7798

**곽호인**  
Research Associate  
hoin.kwak@samsung.com  
02 2020 7763

▶ **AT A GLANCE**

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	108,000원	(20%)
현재주가	90,000원	
시가총액	2.5조원	
Shares (float)	28,096,370주 (38.3%)	
52주 최저/최고	54,000원/90,000원	
60일-평균거래대금	388.1억원	

▶ **ONE-YEAR PERFORMANCE**

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	15.1	12.5	36.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	12.9	0.2	25.6

▶ **KEY CHANGES**

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	108,000	108,000	0.0%
2020E EPS	1,718	1,785	-3.8%
2021E EPS	2,133	2,111	1.0%

▶ **SAMSUNG vs THE STREET**

No of estimates	23
Target price	101,609
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 해외에서도 알아주는 콘텐츠

- 2분기 영업이익, 컨센서스에 부합할 전망. 넷플릭스 동시 방영, 구작 판매 등으로 두드러진 해외 매출 성과 기대
- 넷플릭스의 국가별 Top 10 순위에 비추어볼 때 아시아를 넘어 글로벌 시장에서 영향력을 높여가는 중. 보유 IP를 활용해 현지 제작사와 공동 제작 추진 등은 중장기 성장성 강화로 이어질 전망
- 중국형 사업 재개시 단기 이익 레버리지 업종 내에서 가장 클 것

**WHAT'S THE STORY**

**2Q20 실적 Preview- 눈높이 부합:** 2분기 실적은 시장 기대치를 충족할 전망이다. 매출액은 1,359억원(+6.0% YoY), 영업이익은 152억원(+40.7% YoY)로 예상된다. 한국은 전세계적으로 방송 프로그램 제작 차질이 없었던 몇 안되는 국가 중에 하나로 예정된 방영과 함께 순조로운 매출 흐름이 나타났다. 2분기 제작 프로그램 중 넷플릭스에 동시 방영된 드라마는 '더킹: 영원의 군주(16부)', '하이바이, 마마!(4부)', '사이코지만 괜찮아(4부)', '루갈(14부)' 4개 작품이다. 분기 중에 '도깨비', '나의 아저씨' 등 구작 드라마는 방영되지 2~3년이 지났지만 IP 가치를 인정 받으며 넷플릭스에 판매됐다. 작년 2분기에 '아스달 연대기' 일부 에피소드(10부)가 실적에 계상됐는데 시즌1은 손익분기점 달성에 그쳤던 만큼 전년 동기 대비 수익성 향상도 기대된다.

**글로벌 시장에서도 영향력 입증:** 국내뿐 아니라 해외 시장에서 스튜디오드래곤이 제작한 콘텐츠의 존재감과 영향력이 커지고 있다. 넷플릭스가 공개하는 오늘의 Top10 콘텐츠에서 아시아를 넘어 글로벌 순위에도 진입하며 콘텐츠의 가치를 입증하고 있다. 실적으로 가시화되기까지는 시간이 소요되겠지만 '호텔 델루나' 등 보유 IP의 해외 리메이크 및 현지 제작사와 공동 제작 추진 등도 중장기 성장성 제고로 이어질 전망이다.

**한한령 완회시 단기 레버리지 커:** BUY 투자 의견과 목표주가 108,000원(12MF EV/EBITDA 16배 (상장시점 17~18년 저점 평균))을 유지한다. 최근 중국형 사업 재개 가능성에 콘텐츠 시장에 훈풍이 감돌고 있다. 현 추정치에는 중국형 관련 기대 이익은 반영되어 있지 않다. 중국형 사업이 재개되면 한한령 기간 제작된 구작을 비롯해 향후 제작될 작품들의 동시방영 매출 등이 반영될 전망이다. 단기 이익 레버리지는 업종 내에서 가장 클 것이다.

**SUMMARY FINANCIAL DATA**

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	469	533	604	648
영업이익 (십억원)	29	56	68	73
순이익 (십억원)	26	48	60	66
EPS (adj) (원)	941	1,718	2,133	2,343
EPS (adj) growth (%)	(26.3)	82.5	24.1	9.9
EBITDA margin (%)	31.1	33.7	31.9	31.3
ROE (%)	6.4	10.7	11.9	11.6
P/E (adj) (배)	85.9	52.4	42.2	38.4
P/B (배)	5.3	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA (배)	15.0	13.4	12.4	11.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

표 1. 2분기 실적 전망과 컨센서스

(십억원)	2Q19	1Q20	2Q20E	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	128.2	120.3	135.9	13.0	6.0	140.1	-3.0
영업이익	10.8	11.6	15.2	30.4	40.7	16.1	-6.0
영업이익률 (% p)	8.4	9.7	11.2	1.5	2.8	11.5	-0.4
세전이익	11.9	12.0	16.5	37.3	38.6	17.4	-5.2
지배주주순이익	7.3	8.5	12.9	50.6	75.3	13.2	-2.8

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 삼성증권

표 2. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	135.9	131.2	145.4	379.6	468.7	532.8	603.7
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	55.8	51.6	52.5	178.1	208.7	205.1	218.5
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	71.8	70.4	84.0	162.1	219.3	293.1	348.3
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	8.4	9.2	8.8	39.4	40.6	34.6	36.8
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	20.8	20.0	21.5	55.6	47.9	79.0	92.8
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	5.6	5.3	6.6	15.7	19.2	22.6	24.7
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	15.2	14.7	14.9	39.9	28.7	56.5	68.1
영업외손익	0.2	3.7	0.6	1.3	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	1.3	2.8	2.0	5.7	4.3	6.5	8.7
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	16.5	17.6	16.9	45.7	33.1	63.0	76.8
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	12.9	13.7	13.2	35.8	26.4	48.3	59.9
매출총이익률 (%)	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	15.3	15.2	14.8	14.6	10.2	14.8	15.4
영업이익률 (%)	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	11.2	11.2	10.3	10.5	6.1	10.6	11.3
지배주주순이익률 (%)	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	9.5	10.4	9.1	9.4	5.6	9.1	9.9
(% YoY)																
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	6.0	0.0	49.2	32.4	23.5	13.7	13.3
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	-4.0	-15.1	15.0	35.7	17.2	-1.7	6.5
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	19.0	17.4	96.4	44.9	35.3	33.7	18.9
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	-14.5	-11.5	-0.6	-9.8	3.0	-14.8	6.5
매출총이익	-18.6	-12.8	131.0	-12.9	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	34.9	30.9	882.5	17.9	-13.8	64.9	17.4
판관비	7.3	0.2	-16.6	51.9	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	21.6	20.2	5.8	11.5	22.4	17.6	9.4
영업이익	-23.7	-17.6	223.0	-87.3	3.5	47.3	-49.2	적전	5.5	40.7	35.2	흑전	21.0	-28.1	96.9	20.5
영업외손익	흑전	3948.9	흑전	흑전	1160.7	-71.7	290.9	적전	-79.7	24.5	26.5	흑전	흑전	-24.3	50.0	34.0
세전이익	-18.2	23.0	247.7	1.9	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	38.6	34.2	흑전	51.0	-27.5	90.2	22.0
지배주주순이익	-41.3	217.4	206.3	-12.6	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	75.3	18.9	흑전	50.3	-26.3	82.7	24.1
매출총이익률 (%p)	-5.2	-5.3	6.2	-4.0	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	3.3	3.6	12.6	-1.8	-4.4	4.6	0.5
영업이익률 (%p)	-5.2	-4.5	8.8	-4.4	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.8	2.9	14.4	-1.0	-4.4	4.5	0.7
지배주주순이익률 (%p)	-7.9	7.5	6.7	-1.1	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	3.7	1.7	10.8	1.1	-3.8	3.4	0.9

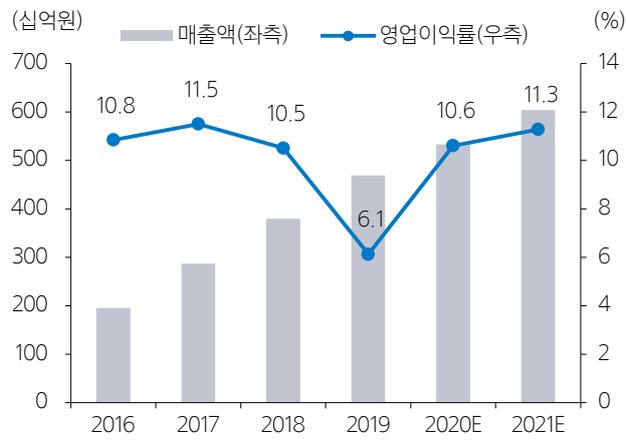
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 2020년 드라마 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2020	1		블랙독	19.12.16~20.2.4	16	박주연	황준혁	라미란, 서현진	월화
	2		사랑의 불시착	19.12.14~20.2.16	16	박지은	이정호	현빈, 손예진	토일
	3		머니게임	1.15~3.5	16	이영미	김상호	이성민, 고수, 심은경	수목
	4		방법	2.10~3.17	12	연상호	김용완	성동일, 엄지원	월화
	5		하이바이, 마마!	2.22~4.12	16	권혜주	유제원	김태희, 이규형	토일
	6		메모리스트	3.11~4.30	16	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	수목
	7		반의 반	3.23~4.28	12	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈, 이하나	월화
	8		화양연화	4.25~6.14	16	전희영	손정현	유지태, 이보영	토일
	9		외출	5.4~5.5	2	류보리	장정도	한혜진, 김미경, 정서연	월화
	10		오 마이 베이비	5.13~7.2	16	노선재	남기훈	장나라, 고준, 박병은	수목
	11	tvN	(아는건 별로 없지만) 가족입니다	6.1~7.21	16	김은정	권영일	한예리, 추자현, 혜정	월화
	12		사이코지만 괜찮아	6.20~8.9	16	조용	박신우	김수현, 서예지	토일
	13		약의 꽃	7.22~9.10	16	유정희	김철규	이준기, 문채원	수목
	14		비밀의 숲 시즌2	8.15~10.4	16	이수연	박현석	조승우, 윤세아, 이준혁	토일
	15		구미호연	9.30~11.19	16	한우리	강신호	이동욱, 조보아	수목
	16		LUCA	8.31~	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	월화
	17		청춘기록	9월	16	하명희	안길호	박보검, 박소담	월화
	18		스타트업	10.10~	16	박혜련	오충환	남주혁, 수지, 김선호	토일
	19		낮과 밤	11월	16	신유담	조수원	남궁민, 한예슬(검토)	수목
	20		여신강림	하반기	16	이시은		차은우, 문가영 (검토)	-
	21		하늘에서 떨어진 풀	하반기			김상호	윤현민, 안우연	-
	22		본 대로 말하라	2.1~3.22	16	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 최수영, 진서연	토일
	23		루갈	3.28~5.17	16	도현	강철우	박성용, 최진혁	토일
	24		트레인: 열차의 땅	7.11~8.30	12	박가연	류승진	김재욱	토일
	25		미생: 그들이 있었다	9월		반기리, 정소영	민연홍	고수, 안소희, 서은수	토일
	26	OCN	써치	연내	10	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	토일
	27		제5열	연내	12	남상욱, 황인호	이승영		수목
	28		소유	연내	12		방은진		
	29		결갑스	연내					
	30		아일랜드	연내					
	31		나 홀로 그대	2.7	12	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-
	32	Netflix	스위트홈	연내		홍소리, 김형민	이응복	송강, 이진욱, 이시영	-
	33		좋아하면 울리는 시즌2	연내		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람, 송강	-
	34	KBS	한 번 다녀왔습니다	3.28~9.13	50	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	토일
	35	SBS	더 킹: 영원의 군주	4.17~6.12	16	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	금토
	36	미정	골든아워	연내		소현경, 온리원			
	37		히어(HERE)	연내		노희경	김규태	이병헌, 한지민, 신민아	

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 연간 매출액과 영업이익률



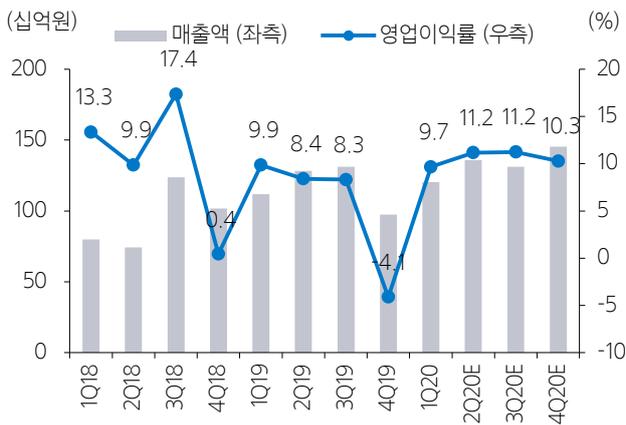
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠



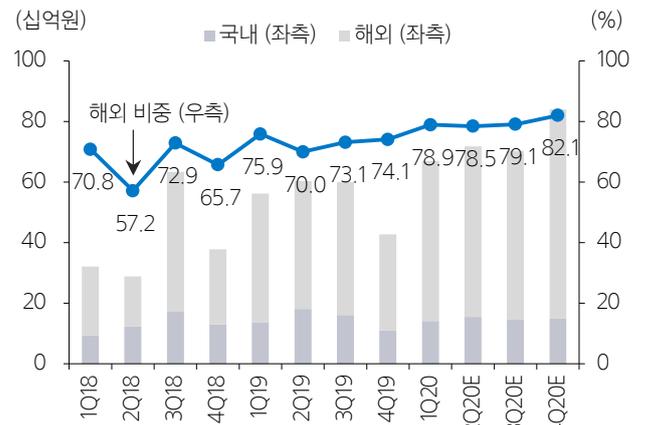
자료: 넷플릭스, 삼성증권

그림 3. 분기 매출액과 영업이익률



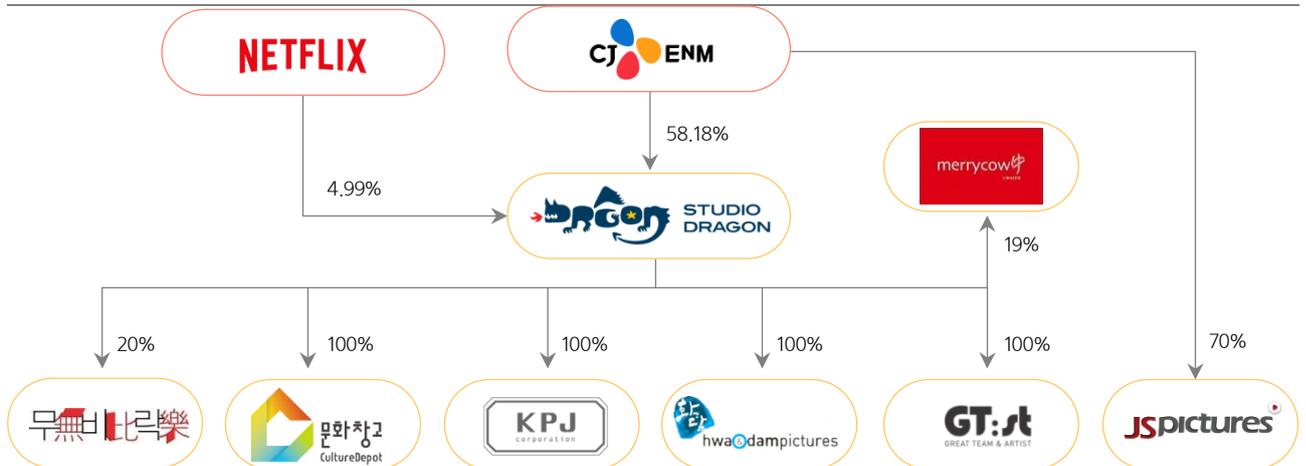
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 4. 이익 추정치 변경

(십억원)	2020E			2021E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	542.8	532.8	-1.8	609.1	603.7	-0.9
영업이익	56.1	56.5	0.8	66.6	68.1	2.3
영업이익률 (%)	10.3	10.6	0.3	10.9	11.3	0.3
세전이익	65.4	63.0	-3.7	76.0	76.8	1.0
지배주주순이익	50.2	48.3	-3.8	59.3	59.9	1.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	380	469	533	604	648
매출원가	324	421	454	511	548
매출총이익	56	48	79	93	99
(매출총이익률, %)	14.6	10.2	14.8	15.4	15.3
판매 및 일반관리비	16	19	23	25	26
영업이익	40	29	56	68	73
(영업이익률, %)	10.5	6.1	10.6	11.3	11.3
영업외손익	6	4	7	9	11
금융수익	7	10	20	19	19
금융비용	1	6	13	10	8
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	0	0	0	0
세전이익	46	33	63	77	84
법인세	10	7	15	17	19
(법인세율, %)	21.5	20.1	23.3	22.0	22.0
계속사업이익	36	26	48	60	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	36	26	48	60	66
(순이익률, %)	9.4	5.6	9.1	9.9	10.2
지배주주순이익	36	26	48	60	66
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	115	146	180	192	203
(EBITDA 이익률, %)	30.3	31.1	33.7	31.9	31.3
EPS (지배주주)	1,278	941	1,718	2,133	2,343
EPS (연결기준)	1,278	941	1,718	2,133	2,343
수정 EPS (원)*	1,278	941	1,718	2,133	2,343

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	(29)	(12)	148	166	178
당기순이익	36	26	48	60	66
현금유출입이없는 비용 및 수익	84	124	135	138	144
유형자산 감가상각비	0	2	1	0	0
무형자산 상각비	75	115	122	124	129
기타	9	7	12	13	14
영업활동 자산부채 변동	(139)	(143)	(21)	(14)	(13)
투자활동에서의 현금흐름	141	(81)	(86)	(131)	(144)
유형자산 증감	(0)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	140	(42)	26	(3)	(4)
기타	1	(39)	(112)	(128)	(140)
재무활동에서의 현금흐름	(10)	(0)	(3)	(4)	(0)
차입금의 증가(감소)	(8)	8	(2)	(4)	0
자본금의 증가(감소)	1	2	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(2)	(9)	(1)	(0)	(0)
현금증감	102	(93)	59	31	33
기초현금	51	153	60	119	150
기말현금	153	60	119	150	183
Gross cash flow	120	150	184	198	210
Free cash flow	(29)	(13)	148	166	178

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247	244	303	371	431
현금 및 현금등가물	153	60	119	150	183
매출채권	69	84	101	120	131
재고자산	1	0	1	1	1
기타	25	101	83	100	117
비유동자산	265	337	338	347	366
투자자산	4	13	23	25	28
유형자산	1	1	0	0	0
무형자산	199	233	229	231	237
기타	62	89	86	92	101
자산총계	512	582	641	718	797
유동부채	108	145	157	178	191
매입채무	20	18	24	27	29
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	89	127	133	151	162
비유동부채	3	8	9	5	5
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	3	8	9	5	5
부채총계	111	153	166	183	196
지배주주지분	401	428	476	535	601
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	142	202	268
기타	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	476	535	601
순부채	(153)	(91)	(116)	(152)	(186)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	32.4	23.5	13.7	13.3	7.3
영업이익	21.0	(28.1)	96.6	20.7	7.2
순이익	50.3	(26.3)	82.7	24.1	9.9
수정 EPS**	21.7	(26.3)	82.5	24.1	9.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,278	941	1,718	2,133	2,343
EPS (연결기준)	1,278	941	1,718	2,133	2,343
수정 EPS**	1,278	941	1,718	2,133	2,343
BPS	14,305	15,242	16,925	19,058	21,401
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	72.3	85.9	52.4	42.2	38.4
P/B***	6.5	5.3	5.3	4.7	4.2
EV/EBITDA	21.2	15.0	13.4	12.4	11.6
비율					
ROE (%)	9.3	6.4	10.7	11.9	11.6
ROA (%)	7.4	4.8	7.9	8.8	8.7
ROIC (%)	15.2	8.7	14.3	16.4	16.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(38.2)	(21.2)	(24.4)	(28.5)	(31.0)
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	77.2	139.9	225.0

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2018/3/13	7/12	2019/7/1	8/9	10/14	11/8	2020/1/14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	100,000	140,000	88,000	83,000	88,000	94,000	108,000
과리율 (평균)	-1.06	-27.09	-26.53	-21.77	-17.92	-16.65	
과리율 (최대/최소)	17.10	-14.43	-20.00	-14.46	-8.98	-7.45	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2020년 6월 30일 기준

매수 (73.4%) | 중립 (26.6%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM