

2020. 10. 14

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

투자의견	BUY	
목표주가	108,000원	(27.2%)
현재주가	84,900원	
시가총액	2.4조원	
Shares (float)	28,127,000주 (38.3%)	
52주 최저/최고	65,000원/92,500원	
60일-평균거래대금	209.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	4.7	9.5	30.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	6.5	-23.3	-5.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	108,000	108,000	0.0%
2020E EPS	1,438	1,438	0.0%
2021E EPS	1,814	1,814	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	18
Target price	108,222
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

스튜디오드래곤 (253450)

글로벌 시장에서 빛을 발하다

- 글로벌 시장에서 위상이 제고되면서 판매 편수 증가와 가격 상승 효과 누리고 있어
- 넷플릭스를 넘어 여타 글로벌 OTT, 방송사로 제작 콘텐츠의 공급 채널 확대 추세
- 이미 국내의 시장에서 검증된 콘텐츠 제작 역량 → 글로벌 제작사로 발돋움할 것

WHAT'S THE STORY

글로벌 레퍼런스 확보 → 성장판은 여전히 열려 있다: 날이 갈수록 스튜디오드래곤의 해외 매출은 지속 성장 추세다. 다수의 글로벌 OTT가 등장 및 자리매김하면서 콘텐츠 유통 채널이 늘었고 글로벌 시장에서 K-콘텐츠의 가치가 높아지고 있다. 넷플릭스는 원칙적으로 콘텐츠별 조회수를 공개하지 않지만 금년 2월부터 국가별로 '오늘의 Top 10 콘텐츠'를 공개하는데 이를 통해 스튜디오드래곤 제작 콘텐츠의 인기를 가늠할 수 있게 됐다. 국내 제작사 중에 글로벌 시장에서 독보적인 레퍼런스를 확보하고 있다. 금년 제작 드라마 중 1) 싸이코지만 관참아(10월 12일 기준 11위), 2) 더킹: 영원의 군주(22위), 3) 사랑의 불시착(43위), 4) 청춘기록(59위) 등이 글로벌 인기작 순위에 랭크되어 있다. 제작 콘텐츠의 글로벌 위상이 높아지면서 신작 드라마뿐 아니라 구작의 가격도 상승 추세에 있고 판매 편수도 늘고 있다.

편성 채널을 국내에서 해외로 넓히는 중: 오리지널 콘텐츠 및 보유 IP 등을 활용한 글로벌 제작사와의 공동 기획·제작도 활발하게 논의 중이다. 작년부터 넷플릭스 오리지널 콘텐츠를 제작하며 국내에 국한됐던 편성 채널을 해외로 확대한 바 있는데 현재 다른 글로벌 OTT의 오리지널 콘텐츠 제작을 타진하고 있어 또 한번의 레벨 업이 가능할 전망이다. 코로나19로 방송·제작 환경이 비우호적인 상황 속에 non-captive 채널 제작 확대를 통해 성장의 발판을 마련할 것이다. 미국 제작사 스카이드랜스와 '호텔 델루나' 등 리메이크판 공동 기획·제작을 추진 중인데 단순한 판권 판매에 그치지 않고 동등한 제작 참여를 통해 수익 배분을 가져올 것으로 예상된다. 해외 매출은 20년 전년대비 30%, 21년 25% 증가할 전망이며 해외 OTT/방송사향 콘텐츠 제작이 확정되면 성장세는 더욱 가팔라질 것이다.

글로벌 제작사로 발돋움: 투자의견 BUY와 목표주가 108,000원(12MF EV/EBITDA 16배(상장 시점 17~18년 저점 평균))을 유지한다. 국내 및 해외에서 이미 검증된 콘텐츠 제작 역량을 갖고 있다. 캡티브 채널을 통해 안정적인 수익을 창출하는 한편 해외에서도 의미 있는 성과를 거두고 있어 다수의 국내외 플랫폼을 아우르는 글로벌 제작사로 발돋움할 전망이다.

*위 자료는 10월 13일 기발간

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	469	515	594	644
영업이익 (십억원)	29	50	61	71
순이익 (십억원)	26	40	51	59
EPS (adj) (원)	941	1,438	1,814	2,102
EPS (adj) growth (%)	-26.3	52.7	26.2	15.9
EBITDA margin (%)	31.1	32.7	32.1	32.4
ROE (%)	6.4	9.0	10.3	10.8
P/E (adj) (배)	90.2	59.1	46.8	40.4
P/B (배)	5.6	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA (배)	15.8	13.5	11.8	10.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	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	161.4	107.2	125.7	379.6	468.7	514.6	594.2
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	41.5	43.1	178.1	208.7	195.2	211.7
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	53.5	69.2	162.1	219.3	265.3	324.9
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	12.2	13.4	39.4	40.6	54.0	57.6
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	14.9	18.4	55.6	47.9	71.9	84.7
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.2	6.4	15.7	19.2	21.6	23.6
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	9.8	12.0	39.9	28.7	50.3	61.1
영업외손익	0.2	3.7	0.6	1.3	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	0.1	0.8	5.7	4.3	1.6	3.4
세전이익	10.8	11.0	22.1	1.7	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	9.9	12.7	45.7	33.1	51.8	64.5
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	7.9	10.6	35.8	26.4	40.4	51.0
매출총이익률 (%)	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	13.9	14.7	14.6	10.2	14.0	14.3
영업이익률 (%)	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	9.1	9.5	10.5	6.1	9.8	10.3
지배주주순이익률 (%)	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	7.4	8.4	9.4	5.6	7.8	8.6
(전년대비, %)																
매출액	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-18.3	29.0	32.4	23.5	9.8	15.5
편성	54.5	41.1	17.1	39.5	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-31.8	-5.6	35.7	17.2	-6.5	8.5
판매	-12.0	9.5	172.0	46.9	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-10.8	61.8	44.9	35.3	21.0	22.5
기타	-43.4	-1.9	-8.3	33.1	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	17.4	50.3	-9.8	3.0	33.0	6.6
매출총이익	-18.6	-12.8	131.0	-12.9	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	41.7	-2.2	741.0	17.9	-13.8	50.1	17.9
판관비	7.3	0.2	-16.6	51.9	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	5.8	18.2	3.5	11.5	22.4	12.6	9.5
영업이익	-23.7	-17.6	223.0	-87.3	3.5	47.3	-49.2	적전	5.5	56.3	-10.4	흑전	21.0	-28.1	75.1	21.5
영업외손익	흑전	3948.9	흑전	흑전	1,160.7	-71.7	290.9	적전	-79.7	-69.4	-94.9	흑전	흑전	-24.3	-62.7	111.1
세전이익	-18.2	23.0	247.7	1.9	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	-24.5	흑전	51.0	-27.5	56.5	24.5
지배주주순이익	-41.3	217.4	206.3	-12.6	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-31.4	흑전	50.3	-26.3	52.8	26.2
매출총이익률 (%p)	-5.2	-5.3	6.2	-4.0	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	2.3	12.4	-1.8	-4.4	3.7	0.3
영업이익률 (%p)	-5.2	-4.5	8.8	-4.4	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	0.8	13.7	-1.0	-4.4	3.6	0.5
지배주주순이익률 (%p)	-7.9	7.5	6.7	-1.1	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	-1.4	10.1	1.1	-3.8	2.2	0.7

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

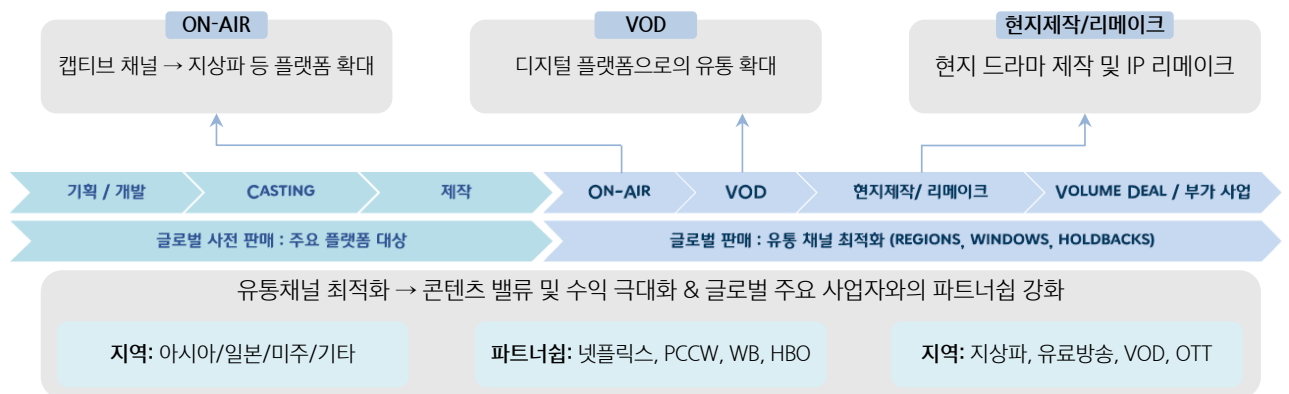
표 2. 2020년 드라마 라인업

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.	2	류보리	장정도	한혜진, 김미경, 정서연	월화
	10	tvN	오 마이 베이비	5.13~7.2	16	노선재	남기훈	장나라, 고준, 박병은	수목
	11		(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		악의 꽃	7.29~9.17	16	유정희	김철규	이준기, 문채원	수목
	14		비밀의 숲 시즌2	8.15~10.4	16	이수연	박현석	조승우, 윤세아, 이준혁	토일
	15		청춘기록	9.7~10.27	16	하명희	안길호	박보검, 박소담	월화
	16		구미호연	10.7~11.26	16	한우리	강신호	이동욱, 조보아	수목
	17		스타트업	10.17~12.6	16	박혜련	오충환	남주혁, 수지, 김선호	토일
	18		낮과 밤	11.30~21.1.19	16	신유담	조수원	남궁민, 이청아	월화
	19		여신강림	11월	16	이시은	김상협	차은우, 문가영	수목
	20		LUCA	12월	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	토일
	21		본 대로 말하라	2.1~3.22	16	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 최수영, 진서연	토일
	22		루갈	3.28~5.17	16	도현	강철우	박성웅, 최진혁	토일
	23	OCN	트레인: 열차의 땅	7.11~8.16	12	박가연	류승진	윤시윤, 경수진, 신소율	토일
	24		미생: 그들이 있었다	8.29~10.11	12	반기리, 정소영	민연홍	고수, 안소희, 서은수	토일
	25		경이로운 소문	11.28~21.1.3	16	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정	토일
	26	Netflix	나 홀로 그대	2.7	12	류용재	이상엽	윤현민, 고성희	-
	27		스위트홈	연내		홍소리, 김형민	이응복	송강, 이진욱, 이시영	-
	28	KBS	한 번 다녀왔습니다	3.28~9.13	50	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	토일
	29	SBS	더 킹: 영원의 군주	4.17~6.12	16	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	금토

참고: 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 동시방영 작품임

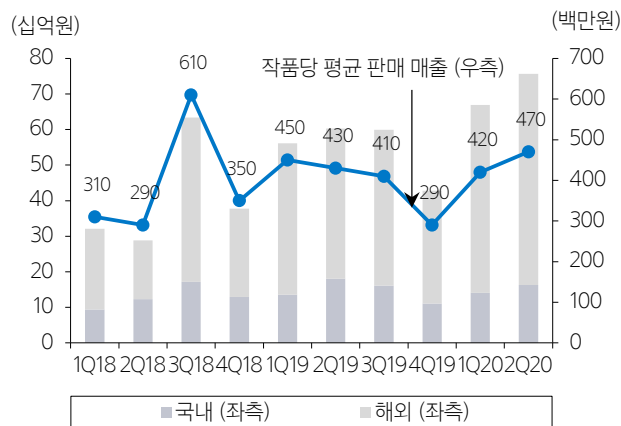
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 2020년 드라마 스튜디오 성장 전략



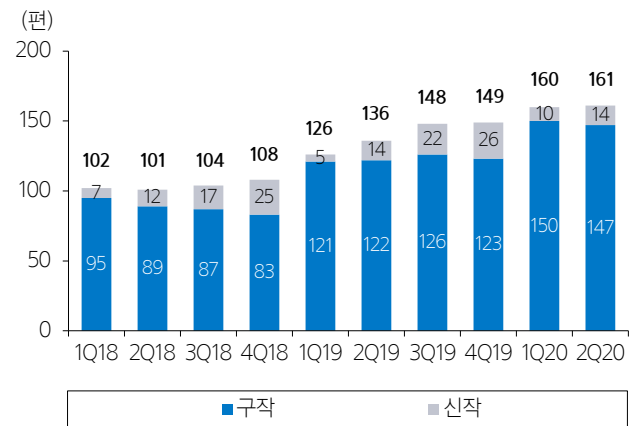
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 분기별 판매 매출



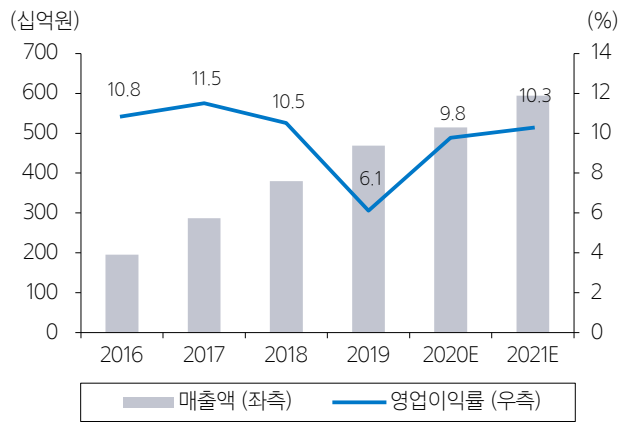
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기별 라이브러리 판매 현황



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출액과 영업이익률



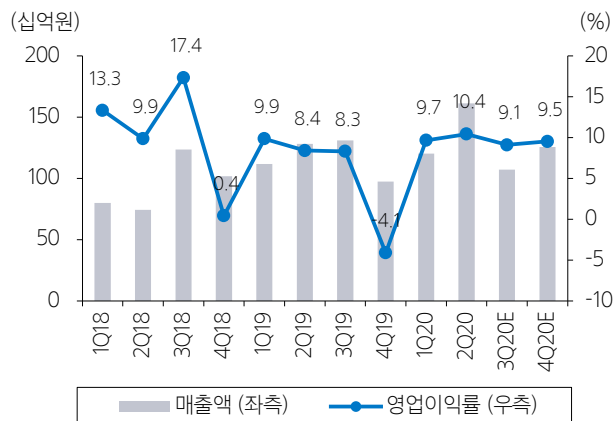
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠



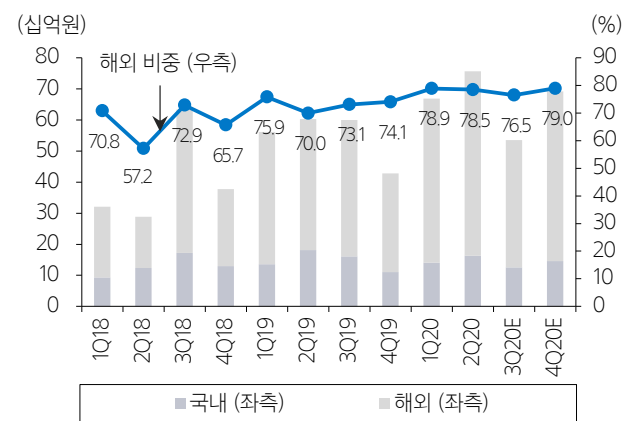
자료: 넷플릭스, 삼성증권

그림 6. 분기 매출액과 영업이익률



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 7. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	380	469	515	594	644
매출원가	324	421	443	509	548
매출총이익	56	48	72	85	97
(매출총이익률, %)	14.6	10.2	14.0	14.3	15.0
판매 및 일반관리비	16	19	22	24	25
영업이익	40	29	50	61	71
(영업이익률, %)	10.5	6.1	9.8	10.3	11.1
영업외손익	6	4	2	3	4
금융수익	7	10	9	7	7
금융비용	1	6	7	3	3
지분법손익	0	0	-0	0	0
기타	-0	0	-0	0	0
세전이익	46	33	52	64	75
법인세	10	7	11	14	16
(법인세율, %)	21.5	20.1	22.1	21.0	21.0
계속사업이익	36	26	40	51	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	36	26	40	51	59
(순이익률, %)	9.4	5.6	7.8	8.6	9.2
지배주주순이익	36	26	40	51	59
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	115	146	168	191	209
(EBITDA 이익률, %)	30.3	31.1	32.7	32.1	32.4
EPS (지배주주)	1,278	941	1,438	1,814	2,102
EPS (연결기준)	1,278	941	1,438	1,814	2,102
수정 EPS (원)*	1,278	941	1,438	1,814	2,102

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	-29	-12	130	162	179
당기순이익	36	26	40	51	59
현금유출입이없는 비용 및 수익	84	124	127	140	150
유형자산 감가상각비	0	2	1	1	1
무형자산 상각비	75	115	117	129	137
기타	9	7	9	10	12
영업활동 자산부채 변동	-139	-143	-26	-16	-14
투자활동에서의 현금흐름	141	-81	-96	-146	-158
유형자산 증감	-0	-0	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	140	-42	3	-8	-7
기타	1	-39	-99	-137	-151
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	29	10	17
기초현금	51	153	60	89	99
기말현금	153	60	89	99	116
Gross cash flow	120	150	167	191	209
Free cash flow	-29	-13	129	161	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	297	352	402
현금 및 현금등가물	153	60	89	99	116
매출채권	69	84	101	122	134
재고자산	1	0	1	1	1
기타	25	101	107	130	150
비유동자산	265	337	331	347	371
투자자산	4	13	22	26	32
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	199	233	222	228	237
기타	62	89	86	92	101
자산총계	512	582	628	699	773
유동부채	108	145	152	175	190
매입채무	20	18	23	27	29
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	89	127	129	148	161
비유동부채	3	8	9	5	5
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	3	8	9	5	5
부채총계	111	153	161	180	195
지배주주지분	401	428	468	519	578
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	134	185	244
기타	-0	-1	-2	-2	-2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	468	519	578
순부채	-153	-91	-110	-130	-150

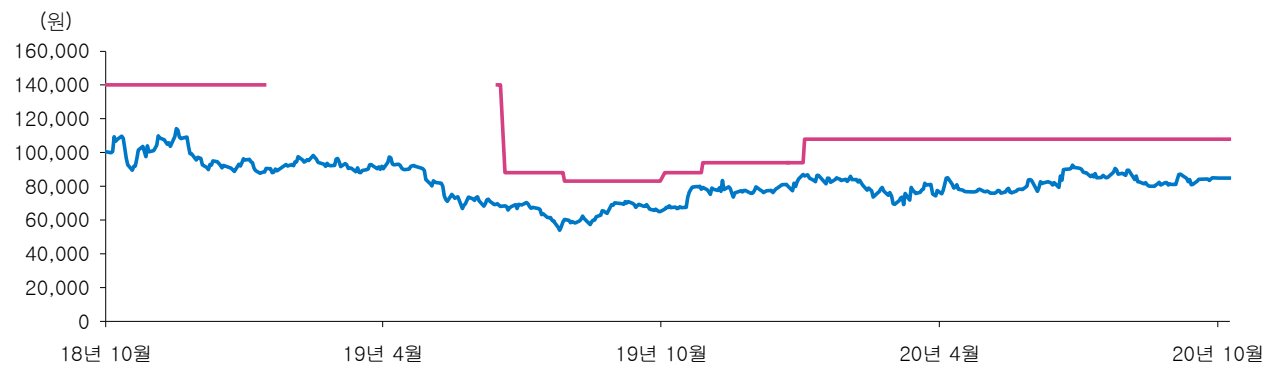
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	32.4	23.5	9.8	15.5	8.4
영업이익	21.0	-28.1	75.1	21.5	16.6
순이익	50.3	-26.3	52.9	26.2	15.9
수정 EPS**	21.7	-26.3	52.7	26.2	15.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,278	941	1,438	1,814	2,102
EPS (연결기준)	1,278	941	1,438	1,814	2,102
수정 EPS**	1,278	941	1,438	1,814	2,102
BPS	14,305	15,242	16,645	18,458	20,561
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	66.4	90.2	59.1	46.8	40.4
P/B***	5.9	5.6	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	19.4	15.8	13.5	11.8	10.7
비율					
ROE (%)	9.3	6.4	9.0	10.3	10.8
ROA (%)	7.4	4.8	6.7	7.7	8.0
ROIC (%)	15.2	8.7	12.9	14.9	15.9
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	-23.5	-25.0	-25.9
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	68.8	125.4	219.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 13일 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	2018/7/12	2019/7/1	8/9	10/14	11/8	2020/1/14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	140,000	88,000	83,000	88,000	94,000	108,000
과리율 (평균)	-27.09	-26.53	-21.77	-17.92	-16.65	
과리율 (최대/최소)	-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 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / 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