

2021. 2. 5

Platform Business Team

최민하

Analyst

minha22.choi@samsung.com

곽호인

Research Associate

hoin.kwak@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	124,000원	(23.9%)
현재주가	100,100원	
시가총액	3,0조원	
Shares (float)	30,004,345주 (44.1%)	
52주 최저/최고	69,100원/109,200원	
60일-평균거래대금	313.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	5.9	13.2	17.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	7.4	-1.9	-19.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	124,000	124,000	0.0%
2021E EPS	1,899	1,949	-2.5%
2022E EPS	2,402	2,367	1.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	117,947
Recommendation	4.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

진보하는 성장 스토리

- 영업이익은 전년동기 대비 흑자 전환 성공했으나 1) 스위트홈 추가 제작비 집행, 2) 인센티브 지급 등으로 컨센서스 하회, 매출은 기대보다 좋았음
- 21년 제작편수 30편, 이 중 다수의 OTT향으로 최소 9개 작품 제작 전망
- 공급 채널, 포맷, 장르 다양화, 글로벌 제작사와 협업 등으로 성장의 폭 넓혀 나갈 것

WHAT'S THE STORY

4Q20 review- 컨센서스 하회: 4분기 매출액은 1,377억원(+41.3% YoY), 영업이익 46억원(흑전, 4Q19 -40억원)으로 매출액은 컨센을 상회했으나 영업이익은 하회했다. 제작편수가 평균 대비 1.5편 적었던 분기로 편성 매출은 줄었으나 <경이로운 소문> 등 방영 작품이 시장에서 좋은 반응을 얻고 넷플릭스 오리지널 <스위트홈>, 구작 판매 증가 등으로 판매 매출이 역대 최대 성과를 달성하며 외형 성장을 견인했다. 다만 수익성은 아쉬웠다. 전년동기 대비 흑자 전환에는 성공했으나 1) 완성도 높은 작품을 만들기 위해 <스위트홈>의 후반 작업에 추가 제작비를 투입했고, 2) 연간 좋은 성과에 대한 격려 차원에서 인센티브 지급 등이 있었다.

글로벌 레퍼런스→ 높아진 협상력: 21년 제작편수는 전년대비 3편 늘어난 30편으로 OTT(디지탈)향 작품이 20년 금년에는 9편 이상으로 부쩍 늘어날 전망이다. 회회사의 OTT인 '티빙'을 비롯해 넷플릭스, 아이치이 등 글로벌 OTT에 각각 3개 작품 공급이 예상된다. 현재 알려진 작품은 넷플릭스 <소년심판>, <좋아하면 울리는 시즌2>, 티빙 오리지널 <유미의 세포들>, 아이치이 글로벌 <간 떨어지는 동거> 등이다. 전세계적으로 디지털 플랫폼이 증가하는 추세로 이에 발맞춰 OTT향 작품 수도 늘리고 콘텐츠의 장르와 포맷도 다양화해질 전망이다. <스위트홈>의 후반 작업에 상당한 공을 들이면서 제작비가 추가로 들어가 당초 예상보다 마진이 낮았던 것은 사실이나 향후 작품의 마진 수준을 이를 기준으로 판단할 필요는 없다. 오히려 퀄리티 높은 작품으로 전세계 시청자들로부터 좋은 레퍼런스를 얻었기 때문에 협상력은 더욱 확고해졌다.

BUY 유지: 20년 한단계 도약한 성과를 내놓은 스튜디오드래곤의 성장 스토리는 멈추지 않는다. OTT 경쟁이 치열해진 가운데 공급 채널을 다양화하고, 롱폼에서 미드폼 등도 포맷을 확장, 제작 콘텐츠의 장르도 넓히며 콘텐츠 시장에서 새로운 획을 긋고 있다. 높아진 위상에 근거한 평가 상승은 마진 개선으로 이어질 것이다. Skydance 등 글로벌 제작사와의 협업은 순조롭게 진행 중으로 현재 10편의 작품이 개발 단계로 새로운 성장 기회를 발판으로 글로벌 확장에 더욱 박차를 가할 것이다. 목표주가 124,000원(EV/EBITDA 16배 적용)을 유지한다.

분기 실적

(십억원)	4Q20	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	137.7	41.3	29.6	28.5	12.8
영업이익	4.6	흑전	-71.2	-52.8	-58.8
세전이익	-3.0	적지	적전	nm	nm
순이익	-2.9	적지	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	3.3				
세전이익	-2.2				
순이익	-2.1				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

Valuation summary

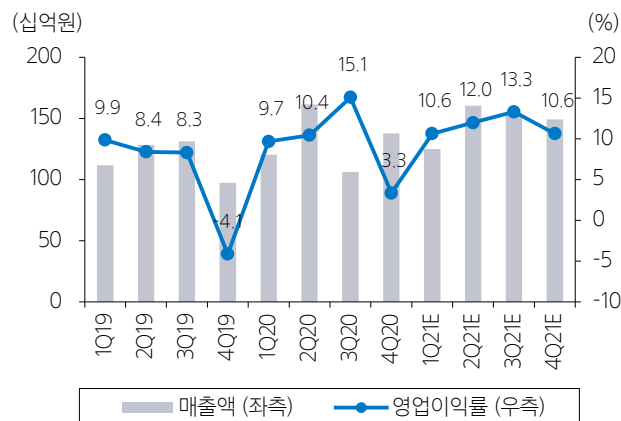
	2019	2020E	2021E
Valuation (배)			
P/E	85.9	88.8	52.7
P/B	5.3	6.1	5.8
EV/EBITDA	15.0	15.7	14.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	-26.3	10.7	82.2
ROE (%)	6.4	6.7	11.7
주당지표 (원)			
EPS	941	1,042	1,899
BVPS	15,242	15,226	17,125
DPS	0	0	0

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	137.7	125.0	160.3	153.2	149.3	468.7	525.7	587.8	649.4
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	45.6	53.0	50.1	46.9	208.7	197.0	195.5	204.6
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	70.4	90.0	88.9	87.7	219.3	279.7	337.0	386.0
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	9.0	17.3	14.2	14.7	40.6	48.9	55.3	58.9
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	18.7	24.8	26.3	27.0	47.9	74.8	96.9	117.2
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	10.4	5.5	5.6	5.9	11.2	19.2	25.7	28.1	30.3
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	4.6	13.3	19.2	20.4	15.9	28.7	49.1	68.8	86.9
영업외손익	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	-0.8	-7.5	1.1	0.5	1.0	0.7	4.3	-7.6	3.4	4.4
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	15.2	-2.9	14.4	19.7	21.4	16.6	33.1	41.5	72.1	91.2
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	11.4	15.6	16.9	13.1	26.4	29.7	57.0	72.1
매출총이익률 (%)	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	15.0	15.5	17.2	18.1	10.2	14.2	16.5	18.0
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	3.3	10.6	12.0	13.3	10.6	6.1	9.3	11.7	13.4
지배주주순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	9.1	9.7	11.0	8.8	5.6	5.6	9.7	11.1
(% YoY)																
매출액	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	3.9	-0.7	44.2	8.4	23.5	12.2	11.8	10.5
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-10.9	0.8	-18.9	9.7	15.1	17.2	-5.6	-0.7	4.7
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	101.6	5.2	19.0	74.7	1.7	35.3	27.6	20.5	14.5
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	20.2	10.6	-15.0	46.7	37.7	3.0	20.4	13.1	6.5
매출총이익	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	41.7	39.2	585.3	12.5	13.7	23.7	80.2	-13.8	56.2	29.6	20.9
판관비	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	5.8	21.3	67.6	6.9	14.6	11.5	7.4	22.4	34.0	9.5	7.8
영업이익	3.5	47.3	-49.2	적전	5.5	56.3	46.8	흑전	14.2	14.0	27.3	244.4	-28.1	71.1	40.0	26.3
영업외손익	1,160.7	-71.7	290.9	적전	-79.7	-69.4	적전	적지	157.8	50.2	흑전	흑전	-24.3	적전	흑전	30.3
세전이익	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	16.2	적지	19.9	14.7	40.8	흑전	-27.5	25.4	73.6	26.5
지배주주순이익	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-8.0	적지	33.1	16.5	59.5	흑전	-26.3	12.3	92.1	26.5
매출총이익률 (%p)	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	8.4	8.7	1.1	2.0	-2.8	7.2	-4.4	4.0	2.3	1.6
영업이익률 (%p)	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	6.8	7.5	1.0	1.5	-1.8	7.3	-4.4	3.2	2.4	1.7
지배주주순이익률 (%p)	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	1.2	-0.4	2.0	1.4	1.1	10.9	-3.8	0.0	4.1	1.4

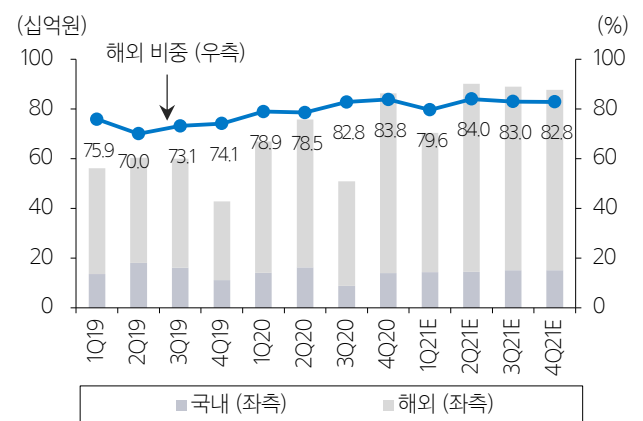
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



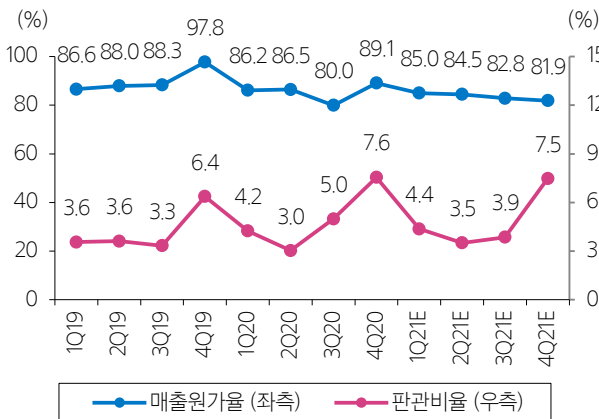
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



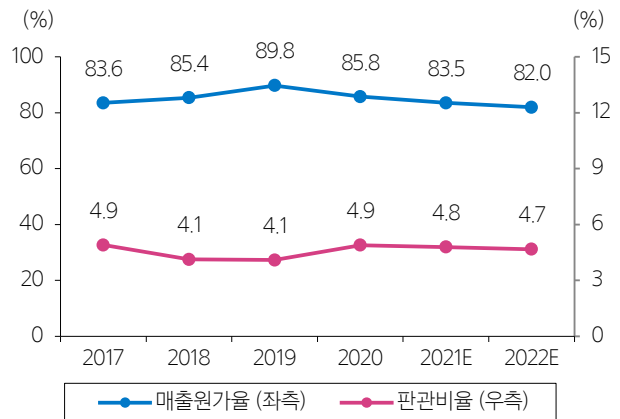
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 1. 2020년 4분기~2021년 드라마 제작 라인업

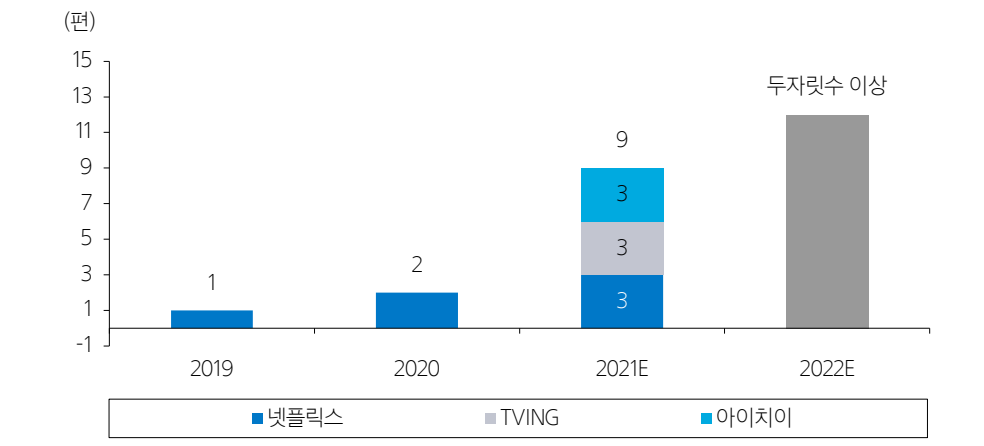
연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2020	1	tN	비밀의 숲 시즌2	8.15~10.4	16	이수연	박현석	조승우, 윤세아, 이준혁	토일
	2		청춘기록	9.7~10.27	16	하명희	안길호	박보검, 박소담	월화
	3		구미호전	10.7~11.26	16	한우리	강신호	이동욱, 조보아	수목
	4		스타트업	10.17~12.6	16	박혜련	오충환	남주혁, 수지, 김선호	토일
	5		낮과 밤	11.30~21.1.19	16	신유담	조수원	남궁민, 이청아	월화
	6		여신강림	12.9~21.1.28	16	이시은	김상협	차은우, 문가영	수목
	7		철인왕후	12.12~21.2.14	20	박계옥, 최진영	윤성식	신혜선, 김정현	토일
	8	OCN	미씽: 그들이 있었다	8.29~10.11	12	반기리, 정소영	민연홍	고수, 안소희, 서은수	토일
	9		경이로운 소문	11.28~21.1.28	16	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정	토일
	10	Netflix	스위트홈	12.18	10	홍소리, 김형민	이응복	송강, 이진욱, 이시영	-
2021	1	tN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	월화
	2		빈센조	2.20~4.25	20	박재범	김희원	송중기, 전여빈	토일
	3		나빌레라	3.22~4.27	12	이은미	한동화	박인환, 송강, 나문희	월화
	4		어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	6월		임메아리	권영일	서인국, 박보영	
	5		마인: MINE	6월		백미경	이나정	김서형, 이보영	
	6		간 떨어지는 동거 (아이치이)	상반기		백선우, 최보림	남성우	장기용, 이혜리	
	7		악마판사	7월		문유석	최정규	지성, 박진영	토일
	8		지리산	8월	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	
	9		너는 나의 봄	하반기				김동욱, 서현진	
	10		홍반장	TBD		-	-	신민아, 김선호	-
	11		비극의 탄생	TBD				지진희	
	12		환혼	TBD		홍정은, 홍미란			
	13	OCN	타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	토일
	14		보이스 4	6월	-	마진원	신용휘	송승헌	
	15		아일랜드	6월	20	장윤미	박배종	김남길	
	16	Netflix	좋아하면 울리는 시즌2	1분기	6	유보라, 차연수	김진우	김소현, 송강	-
	17		소년심판	TBD		김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	

참고: 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 동시방영 작품임

*간 떨어지는 동거는 아이치이 오리지널

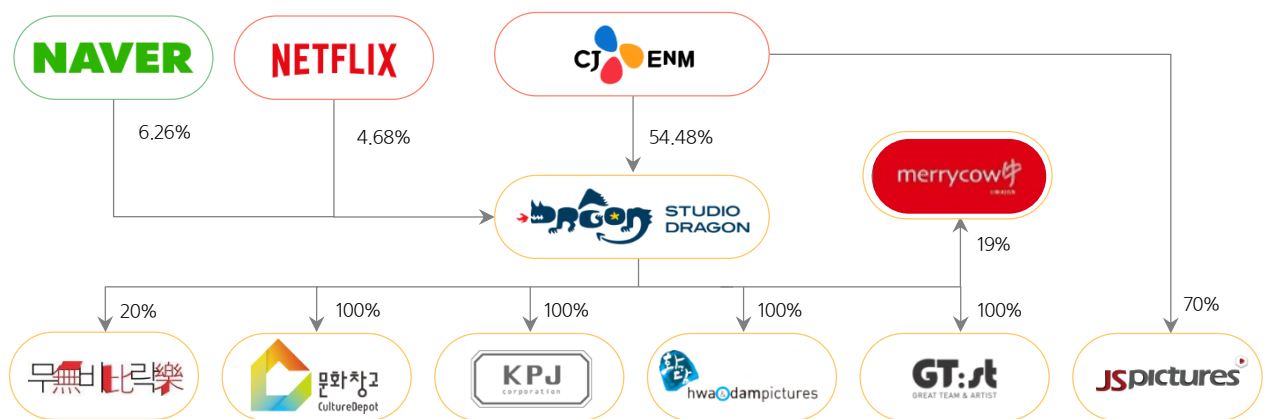
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 디지털 콘텐츠 라인업 가이던스



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 2. 이익 추정치 변경

(십억원)	2021E			2022E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	596.2	587.8	-1.4	653.9	649.4	-0.7
영업이익	71.7	68.8	-4.1	87.0	86.9	-0.1
영업이익률 (%)	12.0	11.7	-0.3	13.3	13.4	0.1
세전이익	74.0	72.1	-2.5	89.9	91.2	1.5
지배주주순이익	58.5	57.0	-2.5	71.0	72.1	1.5

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	380	469	526	588	649
매출원가	324	421	451	491	532
매출총이익	56	48	75	97	117
(매출총이익률, %)	14.6	10.2	14.2	16.5	18.0
판매 및 일반관리비	16	19	26	28	30
영업이익	40	29	49	69	87
(영업이익률, %)	10.5	6.1	9.3	11.7	13.4
영업외손익	6	4	-8	3	4
금융수익	7	10	10	8	9
금융비용	1	6	14	4	4
지분법손익	0	0	-0	0	0
기타	-0	0	-4	-1	-1
세전이익	46	33	41	72	91
법인세	10	7	12	15	19
(법인세율, %)	21.5	20.1	28.6	21.0	21.0
계속사업이익	36	26	30	57	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	36	26	30	57	72
(순이익률, %)	9.4	5.6	5.6	9.7	11.1
지배주주순이익	36	26	30	57	72
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	115	146	171	203	232
(EBITDA 이익률, %)	30.3	31.1	32.4	34.5	35.8
EPS (지배주주)	1,278	941	1,042	1,899	2,402
EPS (연결기준)	1,278	941	1,042	1,899	2,402
수정 EPS (원)*	1,278	941	1,042	1,899	2,402

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	-29	-12	122	173	199
당기순이익	36	26	30	57	72
현금유출입이없는 비용 및 수익	84	124	131	146	161
유형자산 감가상각비	0	2	1	1	1
무형자산 상각비	75	115	120	133	144
기타	9	7	10	12	16
영업활동 자산부채 변동	-139	-143	-27	-15	-15
투자활동에서의 현금흐름	141	-81	-106	-151	-172
유형자산 증감	-0	-0	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	140	-42	3	-7	-8
기타	1	-39	-107	-143	-163
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	13	16	24
기초현금	51	153	60	73	89
기말현금	153	60	73	89	113
Gross cash flow	120	150	161	203	233
Free cash flow	-29	-13	121	172	198

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	285	339	401
현금 및 현금등가물	153	60	73	89	113
매출채권	69	84	103	121	135
재고자산	1	0	1	1	1
기타	25	101	109	129	152
비유동자산	265	337	336	353	382
투자자산	4	13	22	26	33
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	199	233	226	234	248
기타	62	89	86	92	101
자산총계	512	582	621	692	782
유동부채	108	145	155	174	192
매입채무	20	18	24	27	30
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	89	127	131	147	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	164	178	197
지배주주지분	401	428	457	514	586
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	123	180	252
기타	-0	-1	-2	-2	-2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	457	514	586
순부채	-153	-91	-94	-119	-147

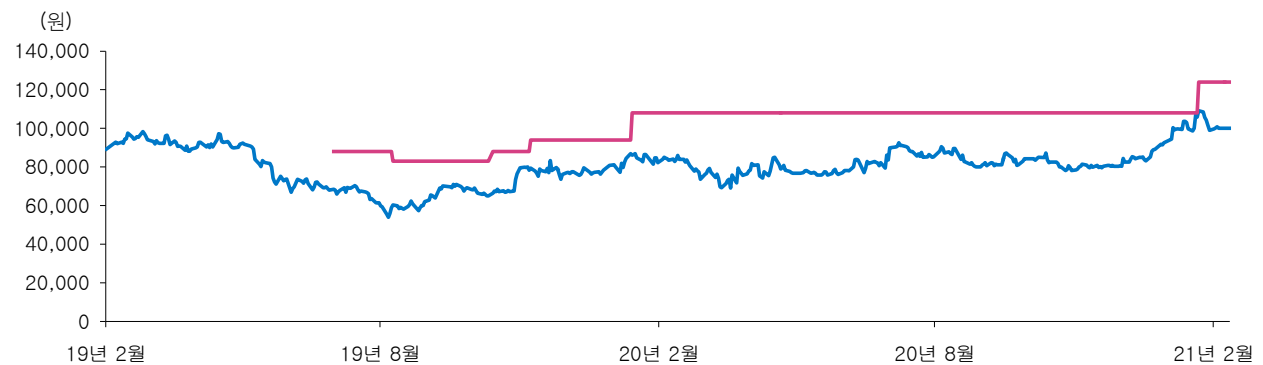
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	32.4	23.5	12.2	11.8	10.5
영업이익	21.0	-28.1	71.0	40.1	26.3
순이익	50.3	-26.3	11.9	92.7	26.5
수정 EPS**	21.7	-26.3	10.7	82.2	26.5
주당지표					
EPS (지배주주)	1,278	941	1,042	1,899	2,402
EPS (연결기준)	1,278	941	1,042	1,899	2,402
수정 EPS**	1,278	941	1,042	1,899	2,402
BPS	14,305	15,242	15,226	17,125	19,527
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	72.3	85.9	88.8	52.7	41.7
P/B***	6.5	5.3	6.1	5.8	5.1
EV/EBITDA	21.2	15.0	15.7	14.2	12.3
비율					
ROE (%)	9.3	6.4	6.7	11.7	13.1
ROA (%)	7.4	4.8	4.9	8.7	9.8
ROIC (%)	15.2	8.7	11.5	16.5	19.0
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	-20.6	-23.2	-25.1
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	67.2	141.2	267.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 4일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2019/7/1	8/9	10/14	11/8	2020/1/14	2021/1/14	1/22
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	88,000	83,000	88,000	94,000	108,000	108,000	124,000
과리율 (평균)	-26.53	-21.77	-17.92	-16.65	-23.70	-5.37	
과리율 (최대/최소)	-20.00	-14.46	-8.98	-7.45	-3.98	-1.02	

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 12월 31일 기준

매수 (86.1%) | 중립 (13.9%) | 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