

2021. 5. 7

플랫폼비즈니스팀

최민하

Analyst

minha22.choi@samsung.com

곽호인

Research Associate

hoin.kwak@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	135,000원	30.8%
현재주가	103,200원	
시가총액	3,1조원	
Shares (float)	30,004,345주 (44.1%)	
52주 최저/최고	75,900원/109,200원	
60일-평균거래대금	206.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	1.3	26.8	34.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	1.1	9.4	-9.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	124,000	8.9%
2021E EPS	1,976	1,899	4.0%
2022E EPS	2,544	2,402	5.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	20
Target price	126,100
Recommendation	4.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

높아진 수익성, 다음 단계 준비도 착착!

- 1분기 영업이익 179억원(+53.6% YoY)로 컨센서스 24% 상회. 방영 편수가 적었음에도 시청자 영향력 향상 및 협상력 상승 등으로 높아진 이익 체력 입증
- 다음 단계로 나아갈 준비. 18편 이상의 글로벌 기획 개발 준비 중. 디지털 라인업 확장 본격화. 넷플릭스에서 금년 티빙, 아이치이로 유통 플랫폼 확장
- 수익성 추정치 상향 조정해 목표주가 135,000원으로 9% 상향, BUY 유지

WHAT'S THE STORY?

1Q21 review- 컨센서스 상회: 1분기 매출액은 1,171억원(-2.7% YoY), 영업이익 179억원(+53.6% YoY)으로 컨센서스(144억원)를 24% 웃돌았다. 제작 편수가 전년동기 대비 적었던 분기로 매출액은 역성장 했음에도 불구하고 방영 작품의 시청자 영향력, 가격 협상력 향상 등으로 마진이 크게 상승했다. 1분기 영업이익률은 15.3%로 전년동기 대비 5.6%p 높아졌다. <빈센조>, <철인왕후>, <여신강림> 등이 좋은 성과를 거두었는데 신작 ASP는 34% 높아졌고 판매 매출 중에서 VOD 매출은 약 10% 증가했다. 제작비 효율화 등에 힘입어 영업비용도 전년동기 대비 8.7% 감소했으며 매출원가율은 79.8%(-6.4%p YoY)로 하락했다. 채널도 확장했는데 기존 TV드라마 및 넷플릭스 오리지널 <좋아하면 울리는 시즌2> 외에도 분기 중에 티빙 오리지널 드라마 <당신의 운명을 쓰고 있습니다> 등을 방영했다.

다음 단계를 준비하다: '글로벌'과 '디지털' 쌍두마차를 중심으로 다음 단계로의 도약을 위한 준비를 차근차근 진행 중이다. 현재 18편 이상의 작품의 글로벌 기획 개발을 진행 중이다. 일차적인 목표로 두고 있는 시리즈 오더까지 통상 2~4년의 시간이 소요되는데 현재 시리즈 오더를 목전에 둔 작품이 1~2편 있다고 밝혀 머지 않은 시일에 글로벌 프로젝트 공동 기획 개발 성과를 확인 가능할 전망이다. 디지털 라인업도 확장 추세다. 디지털 라인업은 작년 2편에서 금년 9편을 목표로 하고 있으며 플랫폼도 다양화됐다. 넷플릭스 오리지널 제작에서 금년 1분기 티빙 오리지널 제작, 2분기에는 아이치이 오리지널 <간 떨어지는 동거>가 방영 예정이다. 우호적인 시장 환경에 더해 국내외 화제성으로 입증된 제작 경쟁력은 중장기적으로 협상력을 높이는 효과를 가져올 것이다.

목표주가 13.5만원으로 상향: 신작 ASP 및 마진 상승으로 개선된 체력을 입증했다. 아직 기여도가 낮지만 IP 기반 사업 다각화도 추진 중이다. 소품/미드폼으로 포맷 확장, 디지털 플랫폼 라인업 확장, 글로벌 제작사와의 협업 프로젝트도 순조롭게 진행하고 있어 성장성은 강화될 것이다. 이익률 전망치 상향 조정을 반영해 목표주가를 124,000원에서 135,000원으로(12개월 forward EV/EBITDA 16배) 높이고 BUY 의견을 유지한다.

분기 실적

(십억원)	1Q21	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	117.1	-2.7	-15.0	-6.3	-7.4
영업이익	17.9	53.6	287.6	34.7	24.1
세전이익	21.1	75.3	흑전	46.6	44.1
순이익	15.6	82.2	흑전	37.2	35.9
이익률 (%)					
영업이익	15.3				
세전이익	18.0				
순이익	13.3				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

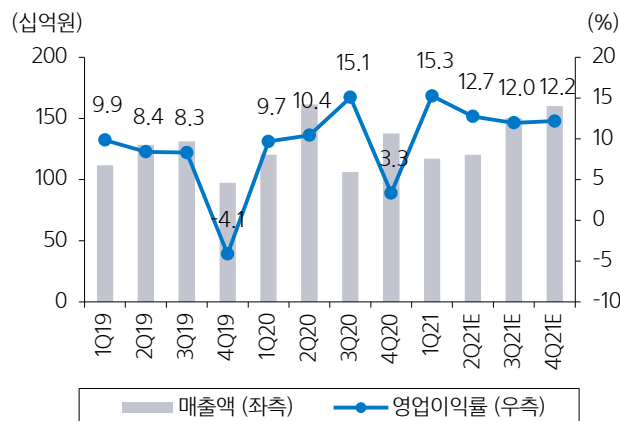
	2020	2021E	2022E
Valuation (배)			
P/E	88.7	52.2	40.6
P/B	4.6	4.6	4.1
EV/EBITDA	16.5	14.4	12.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	10.9	89.2	28.8
ROE (%)	5.7	9.3	10.8
주당지표 (원)			
EPS	1,044	1,976	2,544
BVPS	20,309	22,377	24,921
DPS	0	0	0

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	120.3	150.3	160.2	468.7	525.7	548.0	640.8
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	39.4	49.9	50.7	208.7	197.0	183.7	204.1
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	63.7	86.0	93.9	219.3	279.7	306.9	376.0
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	17.3	14.3	15.6	40.6	48.9	57.3	60.8
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.9	23.9	30.7	47.9	74.8	99.2	121.4
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	28.2	30.3
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	15.3	18.0	19.5	28.7	49.1	70.7	91.1
영업외손익	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	1.2	2.4	2.8	4.3	-7.6	9.5	12.2
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	16.5	20.4	22.3	33.1	41.5	80.2	103.3
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	12.2	15.0	16.5	26.4	29.7	59.3	76.3
매출총이익률 (%)	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	17.4	15.9	19.2	10.2	14.2	18.1	18.9
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	12.7	12.0	12.2	6.1	9.3	12.9	14.2
지배주주순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	10.1	10.0	10.3	5.6	5.6	10.8	11.9
(% YoY)																
매출액	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-25.5	41.4	16.4	23.5	12.2	4.2	17.0
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-39.7	9.2	24.6	17.2	-5.6	-6.7	11.1
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-15.8	69.1	8.9	35.3	27.6	9.7	22.5
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-15.0	47.7	45.8	3.0	20.4	17.3	6.0
매출총이익	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	41.7	39.2	585.3	42.2	-4.2	12.2	104.6	-13.8	56.2	32.6	22.4
판관비	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	5.8	21.3	67.6	7.5	14.1	11.0	7.7	22.4	34.0	9.6	7.7
영업이익	3.5	47.3	-49.2	적전	5.5	56.3	46.8	흑전	53.6	-9.0	12.2	323.2	-28.1	71.1	43.9	28.9
영업외손익	1,160.7	-71.7	290.9	적전	-79.7	-69.4	적전	적지	642.7	264.3	흑전	흑전	-24.3	적전	흑전	27.9
세전이익	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-3.9	33.8	흑전	-27.5	25.4	93.1	28.8
지배주주순이익	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-8.7	41.8	흑전	-26.3	12.3	99.9	28.8
매출총이익률 (%p)	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	3.9	-4.1	8.3	-4.4	4.0	3.9	0.8
영업이익률 (%p)	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.3	-3.1	8.8	-4.4	3.2	3.6	1.3
지배주주순이익률 (%p)	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	1.9	0.0	12.3	-3.8	0.0	5.2	1.1

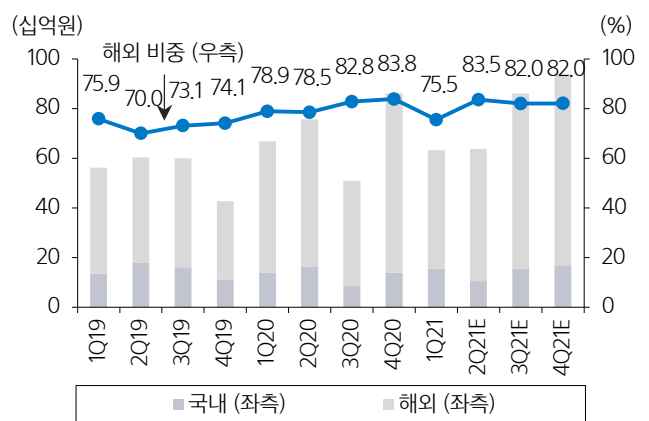
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



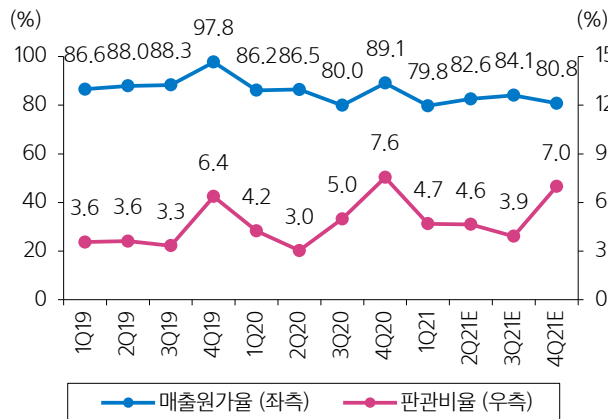
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



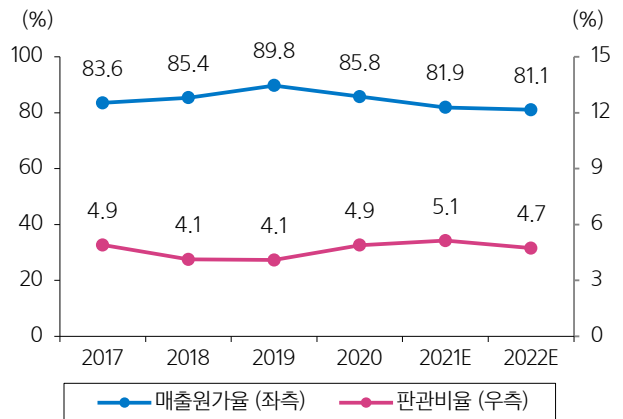
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 2. 2021년 드라마 제작 라인업

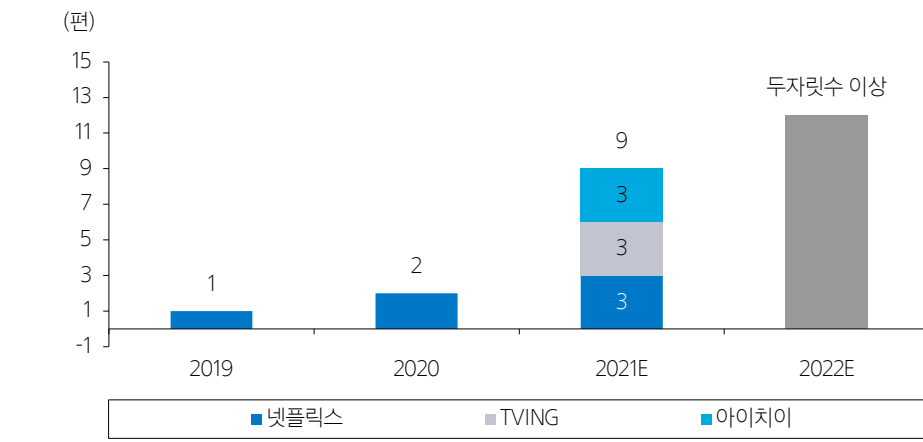
연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2021	1	tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	월화
	2		빈센조	2.20~5.2	20	박재범	김희원	송중기, 전여빈	토일
	3		나빌레라	3.22~4.27	12	이은미	한동화	박인환, 송강, 나문희	월화
	4		마인: MINE	5.8~6.27	16	백미경	이나정	김서형, 이보영	토일
	5		어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	5.10~6.29	16	임메아리	권영일	서인국, 박보영	월화
	6		간 떨어지는 동거 (아이치이)*	5.26~7.15	16	백선우, 최보림	남성우	장기용, 이해리	수목
	7		악마판사	7.3~8.22	16	문유석	최정규	지성, 박진영	토일
	8		지리산	8월	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	토일
	9	OCN	너는 나의 봄	하반기				김동욱, 서현진	
	10		어서조이던	하반기	16	이재윤	유종선	정소민, 옥택연	
	11		갯마을 차차차	TBD	16	신하은	유제원	신민아, 김선호	-
	12		환혼	TBD		홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 박혜은	
	13		유미의 세포들	TBD		송재정, 김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	
	14		불가살	TBD		권소라, 서재원	장영우	이진욱, 권나라, 이준	
	15		더 로드: 1의 비극	TBD		윤희정	김노원	지진희, 윤세아, 김혜은	
	16		환혼	TBD		홍정은, 홍미란			
	17	OCN	타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	토일
	18		홀타운	하반기	6	주진	박현석	엄태구, 유재명	토일
	19		아일랜드	TBD	20	장윤미	박배종	김남길	
	20		소유	TBD	16		방은진		
	21		제5열	TBD	16	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	22	Netflix	좋아하면 울리는 시즌2	3.12	6	유보라, 차연수	김진우	김소현, 송강	-
	23		소년심판	TBD		김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	-
	24	TVING	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10	김병수	은선우	전소니, 기도훈	-
	25		마녀식당으로 오세요	하반기	8	이영숙	소재현, 이수현	송지호, 남지현	-

참고: 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 동시방영 작품; 하늘색 음영처리된 작품들은 TVING 오리지널

*간 떨어지는 동거는 아이치이 오리지널

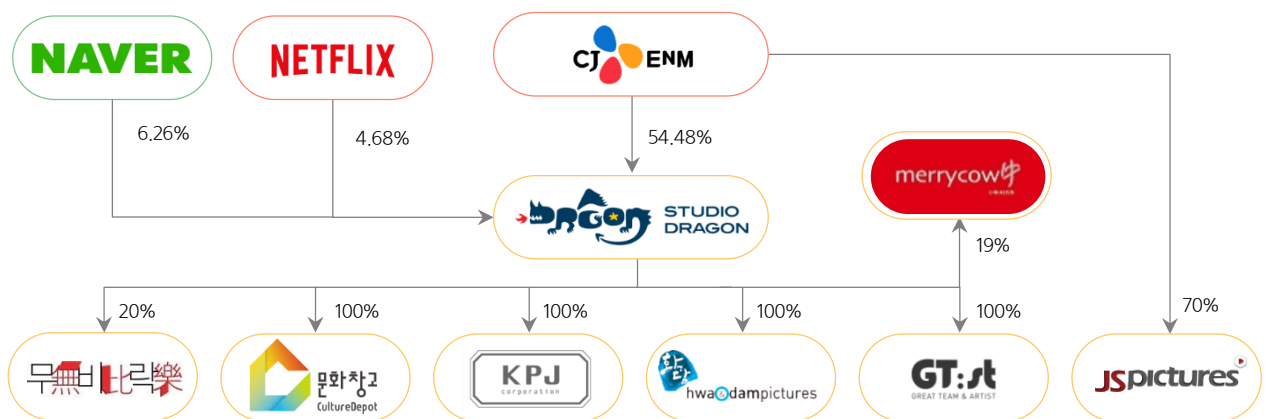
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 디지털 콘텐츠 라인업 가이던스



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

(십억원)	2021E			2022E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	587.8	548.0	-6.8	649.4	640.8	-1.3
영업이익	68.8	70.7	2.8	86.9	91.1	4.9
영업이익률 (%)	11.7	12.9	1.2	13.4	14.2	0.8
세전이익	72.1	80.2	11.2	91.2	103.3	13.2
지배주주순이익	57.0	59.3	4.0	72.1	76.3	5.9

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	548	641	696
매출원가	421	451	449	519	557
매출총이익	48	75	99	121	139
(매출총이익률, %)	10.2	14.2	18.1	18.9	20.0
판매 및 일반관리비	19	26	28	30	33
영업이익	29	49	71	91	106
(영업이익률, %)	6.1	9.3	12.9	14.2	15.3
영업외손익	4	-8	10	12	14
금융수익	10	10	15	18	19
금융비용	6	14	5	5	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-1	-1	-1
세전이익	33	42	80	103	120
법인세	7	12	21	27	31
(법인세율, %)	20.1	28.7	26.1	26.1	26.1
계속사업이익	26	30	59	76	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	26	30	59	76	89
(순이익률, %)	5.6	5.6	10.8	11.9	12.8
지배주주순이익	26	30	59	76	89
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	201	234	262
(EBITDA 이익률, %)	31.1	31.4	36.7	36.5	37.6
EPS (지배주주)	941	1,044	1,976	2,544	2,961
EPS (연결기준)	941	1,044	1,976	2,544	2,961
수정 EPS (원)*	941	1,044	1,976	2,544	2,961

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	-12	5	122	193	229
당기순이익	26	30	59	76	89
현금유출입이없는 비용 및 수익	124	135	148	165	181
유형자산 감가상각비	2	3	2	2	2
무형자산 상각비	115	113	128	141	154
기타	7	19	18	22	25
영업활동 자산부채 변동	-143	-144	-64	-21	-9
투자활동에서의 현금흐름	-81	-16	-145	-164	-176
유형자산 증감	-0	-7	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	-42	31	-13	2	-9
기타	-39	-41	-131	-164	-166
재무활동에서의 현금흐름	-0	0	-7	-0	-0
차입금의 증가(감소)	8	1	-7	0	0
자본금의 증가(감소)	2	149	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-9	-150	-0	-0	-0
현금증감	-93	-11	135	27	52
기초현금	153	60	49	184	211
기말현금	60	49	184	211	263
Gross cash flow	150	165	208	241	270
Free cash flow	-13	-2	121	192	228

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	244	228	367	423	505
현금 및 현금등가물	60	49	184	211	263
매출채권	84	107	85	119	131
재고자산	0	0	0	0	0
기타	101	73	97	94	111
비유동자산	337	529	370	403	422
투자자산	13	180	16	22	22
유형자산	1	8	6	5	5
무형자산	233	230	243	260	277
기타	89	111	104	116	118
자산총계	582	757	736	827	927
유동부채	145	132	53	66	77
매입채무	18	6	11	11	14
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	127	126	42	55	63
비유동부채	8	16	12	13	14
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	8	16	12	13	14
부채총계	153	148	65	79	91
지배주주지분	428	609	671	748	837
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	182	259	347
기타	-1	1	4	4	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	671	748	837
순부채	-91	-45	-203	-225	-286

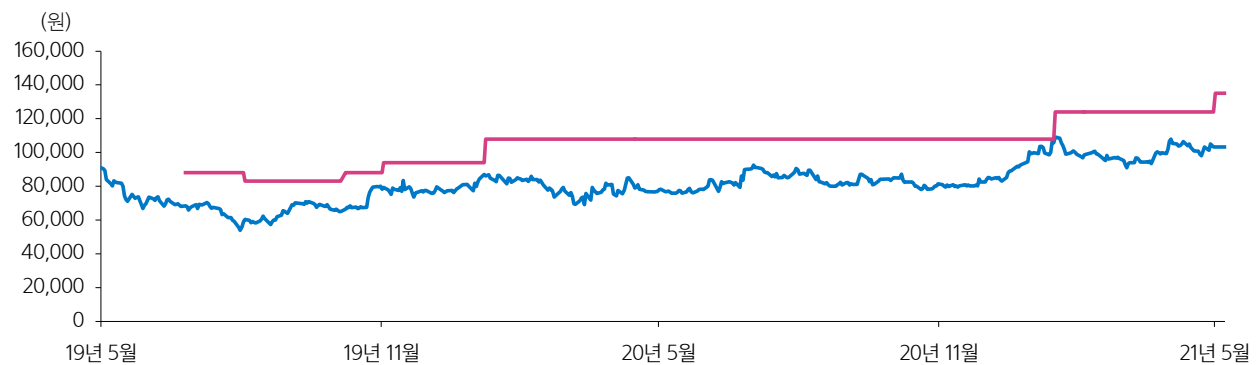
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	23.5	12.2	4.2	17.0	8.6
영업이익	-28.1	71.1	43.9	28.9	16.5
순이익	-26.3	12.1	100.2	28.8	16.4
수정 EPS**	-26.3	10.9	89.2	28.8	16.4
주당지표					
EPS (지배주주)	941	1,044	1,976	2,544	2,961
EPS (연결기준)	941	1,044	1,976	2,544	2,961
수정 EPS**	941	1,044	1,976	2,544	2,961
BPS	15,242	20,309	22,377	24,921	27,883
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	85.9	88.7	52.2	40.6	34.9
P/B***	5.3	4.6	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	15.0	16.5	14.4	12.3	10.7
비율					
ROE (%)	6.4	5.7	9.3	10.8	11.2
ROA (%)	4.8	4.4	7.9	9.8	10.1
ROIC (%)	8.7	11.2	14.2	15.8	16.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-21.2	-7.5	-30.2	-30.1	-34.2
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	170.2	393.8	458.9

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 6일 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	2019/7/1	8/9	10/14	11/8	2020/1/14	2021/1/14	1/22	5/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	88,000	83,000	88,000	94,000	108,000	108,000	124,000	135,000
과리율 (평균)	-26.53	-21.77	-17.92	-16.65	-23.70	-5.37	-19.74	
과리율 (최대/최소)	-20.00	-14.46	-8.98	-7.45	-3.98	-1.02	-12.50	

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 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 3월 31일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 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