

플랫폼비즈니스팀

최민하

Analyst

minha22.choi@samsung.com

곽호인

Research Associate

hoin.kwak@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	135,000원	41.4%
현재주가	95,500원	
시가총액	2.9조원	
Shares (float)	30,004,345주 (44.1%)	
52주 최저/최고	78,100원/109,200원	
60일-평균거래대금	184.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-2.1	3.1	6.2
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-7.4	-3.8	-24.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2021E EPS	1,895	1,976	-4.1%
2022E EPS	2,465	2,544	-3.1%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	20
Target price	128,750
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

스튜디오드래곤 (253450)

그다음을 향해 나아가는 중

- 2분기 영업이익은 방영 편수 감소 등으로 23% 줄어든 129억 원 예상
- 스카이댄스와 공동 제작으로 애플TV+ 오리지널 콘텐츠 수주, 본토로 제작 영역 확장
- 판매 채널 다각화, 영역 확장 등으로 구조적 성장 기초 이어갈 것. BUY 의견 유지

WHAT'S THE STORY?

2Q21 Preview- 컨센서스 하회 전망: 2분기 매출액은 984억원(-39.0% YoY), 영업이익 129억원(-23.2% YoY)으로 컨센서스(159억원)를 밑돌 전망이다. 티빙 오리지널로 제작된 <마녀식당으로 오세요>도 당초 가정과 다르게 공개 시점(6월→7월 16일)이 미뤄졌다. 높아진 협상력에 기반해 콘텐츠 판매 가격의 상승 기초를 이어가고 있음은 분명하나 금년 2분기는 전년동기 <더 킹: 영원의 군주> (20년 4월 17일~6월 12일)의 높은 기저와 방영 편수 감소 부담을 떨치긴 어려울 것이다. 전년동기와 비교할 때는 Non-captive 채널(지상파)향 작품 방영이 전무했고, 전분기 대비로는 넷플릭스 및 TVING 오리지널 작품이 없었다. 대신 분기 중 방영된 <간 떨어지는 동거>는 아이치이의 첫 한국 오리지널 작품으로 제작돼 채널 확대 및 판매 마진 개선 측면에서 기여한 것으로 추정된다. 분기 방영작 중에서 넷플릭스에 동시 방영된 드라마는 <빈센조(8부)>, <나빌레라(8부)>, <마인(16부)> 등이다. 영업이익률은 13.1%(+2.7%p YoY)로 외형 감소에도 수익성은 선방할 것으로 기대된다.

이제 본토로 간다: 지난 5월 31일, 스튜디오드래곤은 '스카이댄스'와 공동 제작 중인 <더 빅 도어 프라이즈> 작품을 애플TV+에 오리지널 콘텐츠로 공급하는 시리즈 오더를 확정했다. 30분 분량의 10개 에피소드로 구성될 예정으로 베스트셀러 소설을 원작으로 하는 코미디 장르 작품으로 알려졌다. 한국을 넘어 해외에서도 존재감을 높여가고 있는 스튜디오드래곤은 글로벌 제작사와 공동 제작 형태로 제작 규모를 키우고 성공 확률을 높일 전망이다.

콘텐츠 영향력은 확고, BUY 유지: BUY 의견과 목표주가 13.5만원(12개월 Forward EV/EBITDA 16배)을 유지한다. 스튜디오드래곤 제작 콘텐츠의 영향력은 국내 외에서 확대되는 추세다. 글로벌 OTT의 한국 진출 증가와 국내 OTT의 사업 확장 본격화로 콘텐츠 수급 경쟁은 더욱 불붙을 것으로 예상돼 콘텐츠 판매가 늘어날 가능성이 크다. 21년은 판매 채널 다각화, 판매 단가 제고로 성장을 견인하며 현지 콘텐츠 제작 등 다음 단계로 내딛기 위한 준비를 병행하는 한 해가 될 전망이다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	526	525	614	665
영업이익 (십억원)	49	68	88	103
순이익 (십억원)	30	57	74	86
EPS (adj) (원)	1,044	1,895	2,465	2,856
EPS (adj) growth (%)	10.9	81.5	30.1	15.9
EBITDA margin (%)	31.4	37.8	37.7	38.8
ROE (%)	5.7	8.9	10.5	10.9
P/E (adj) (배)	88.7	50.4	38.7	33.4
P/B (배)	4.6	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA (배)	16.5	13.4	11.4	10.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

표 1. 2분기 실적 전망과 컨센서스

(십억원)	2Q20	1Q21	2Q21E	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	161.4	117.1	98.4	-15.9	-39.0	126.2	-22.0
영업이익	16.9	17.9	12.9	-27.6	-23.2	15.9	-18.5
영업이익률 (% , %p)	10.4	15.3	13.1	-2.1	2.7	12.6	0.6
세전이익	17.2	21.1	13.9	-34.0	-19.1	16.9	-17.7
지배주주순이익	13.4	15.6	10.3	-34.0	-23.1	12.7	-19.0

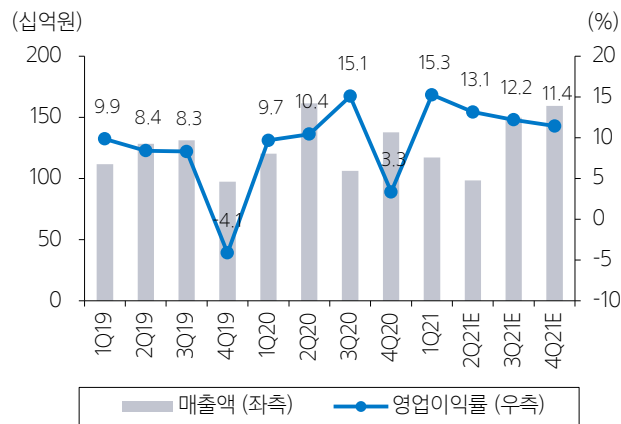
자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 삼성증권

표 2. 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	98.4	149.6	159.4	468.7	525.7	524.6	613.7
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	31.4	49.8	50.6	208.7	197.0	175.5	195.0
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	50.8	85.8	93.7	219.3	279.7	293.5	359.7
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	16.2	14.0	15.2	40.6	48.9	55.6	58.9
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	18.5	24.1	29.4	47.9	74.8	95.8	118.7
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	12.9	18.3	18.2	28.7	49.1	67.3	88.4
영업외손익	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	1.0	2.4	2.8	4.3	-7.6	9.3	11.7
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	13.9	20.6	21.0	33.1	41.5	76.6	100.1
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	10.3	15.2	15.5	26.4	29.7	56.6	74.0
매출총이익률 (%)	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	18.8	16.1	18.5	10.2	14.2	18.3	19.3
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	13.1	12.2	11.4	6.1	9.3	12.8	14.4
지배주주순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	10.4	10.2	9.7	5.6	5.6	10.8	12.1
(% YoY)																
매출액	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-39.0	40.8	15.8	23.5	12.2	-0.2	17.0
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-51.9	9.0	24.2	17.2	-5.6	-10.9	11.1
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-32.9	68.7	8.6	35.3	27.6	4.9	22.6
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-20.0	44.5	42.1	3.0	20.4	13.8	5.9
매출총이익	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	41.7	39.2	585.3	42.2	-15.1	13.5	96.1	-13.8	56.2	28.1	23.9
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	-23.2	13.9	295.6	-28.1	71.1	37.0	31.3
영업외손익	1,160.7	-71.7	290.9	적전	-79.7	-69.4	적전	적지	642.7	197.9	흑전	흑전	-24.3	적전	흑전	26.0
세전이익	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-19.1	35.6	흑전	-27.5	25.4	84.4	30.7
지배주주순이익	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-23.1	43.7	흑전	-26.3	12.3	90.8	30.7
매출총이익률 (%p)	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	5.3	-3.9	7.6	-4.4	4.0	4.0	1.1
영업이익률 (%p)	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.7	-2.9	8.1	-4.4	3.2	3.5	1.6
지배주주순이익률 (%p)	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	2.2	0.2	11.8	-3.8	0.0	5.1	1.3

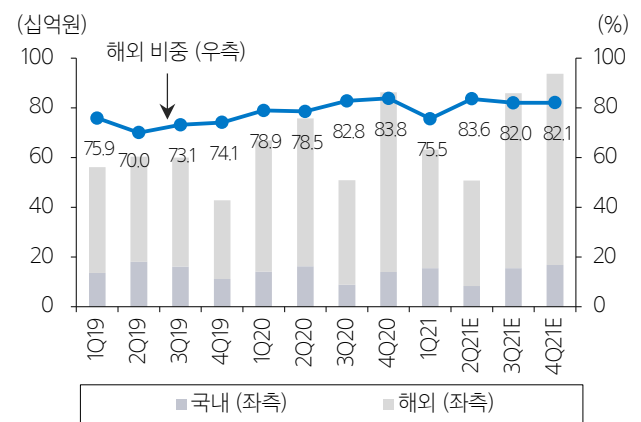
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



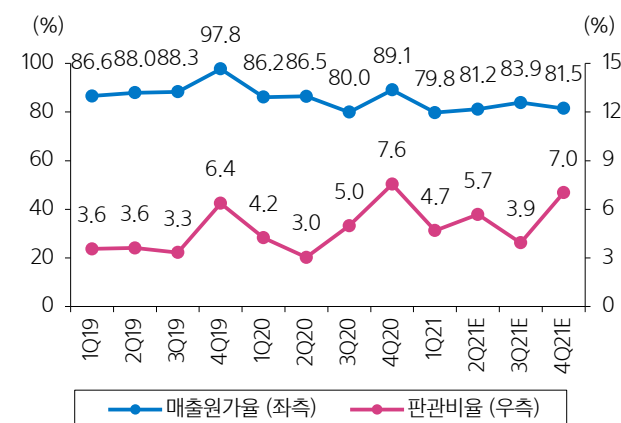
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



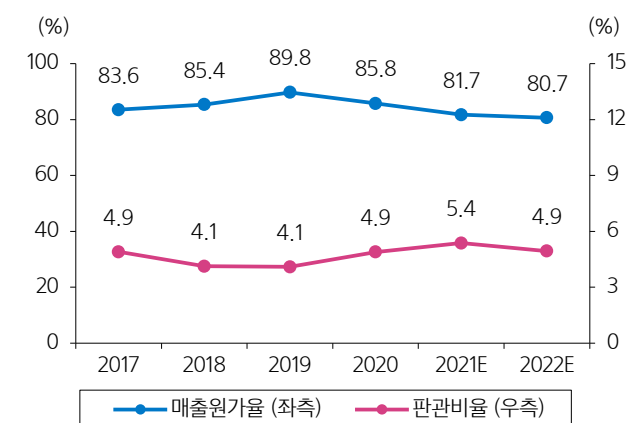
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 2021년 드라마 제작 라인업

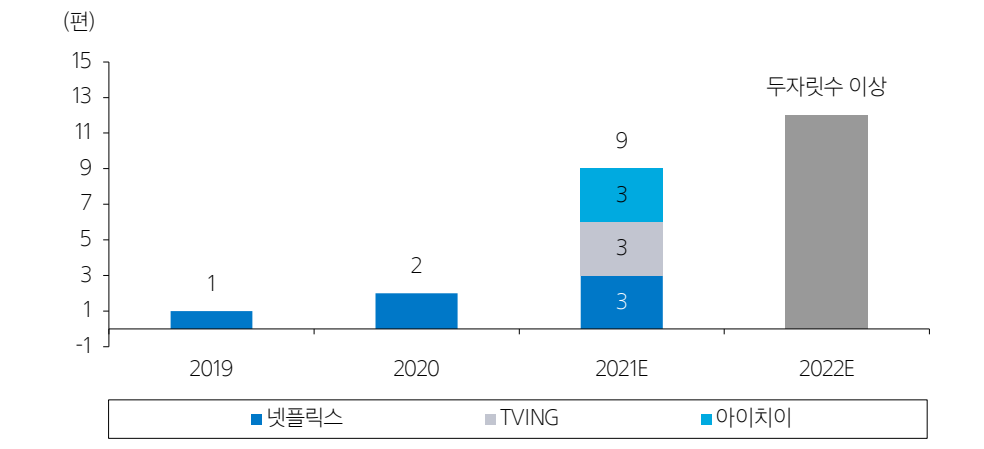
연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2021	1	tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	월화
	2		빈센조	2.20~5.2	20	박재범	김희원	송중기, 전여빈	토일
	3		나빌레라	3.22~4.27	12	이은미	한동화	박인환, 송강, 나문희	월화
	4		마인: MINE	5.8~6.27	16	백미경	이나정	김서형, 이보영	토일
	5		어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	5.10~6.29	16	임메아리	권영일	서인국, 박보영	월화
	6		간 떨어지는 동거*	5.26~7.15	16	백선우, 최보림	남성우	장기용, 이해리	수목
	7		보이스 4	6.18~7.31	14	마진원, 김정현	신용휘, 윤라영	이하나, 송승헌	금토
	8		악마판사	7.3~8.22	16	문유석	최정규	지성, 박진영	토일
	9		너는 나의 봄	7.5~8.24	16	이미나	정지현	김동욱, 서현진	월화
	10		하이클래스	8.30~10.19	16	현정	최병길	조여정, 김지수	월화
	11		지리산	10.23~12.12	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	토일
	12		어사와 조이	10.25~12.14	16	이재운	유종선	김혜윤, 옥택연	월화
	13		환혼	12.18~22.2.6	16	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 박혜은	토일
	14		갯마을 차차차	하반기		신하은	유제원	신민아, 김선호	
	15		유미의 세포들	하반기		송재정, 김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	수목
	16		더 로드: 1의 비극	하반기		윤희정	김노원	지진희, 윤세아, 김혜은	수목
	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		킹덤: 아신전	7.23	1	김은희	김성훈	전지현, 박병은	-
	24		소년심판	TBD		김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	-
	25	TVING	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10 (5)	김병수	은선우	전소니, 기도훈	-
	26		마녀식당으로 오세요	7.16	8 (4)	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	-

참고: 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 동시방영 작품, 회색 음영처리된 작품은 글로벌 아이치이 동시방영 작품, 하늘색 음영처리된 작품은 TVING 오리지널

*간 떨어지는 동거는 아이치이 오리지널

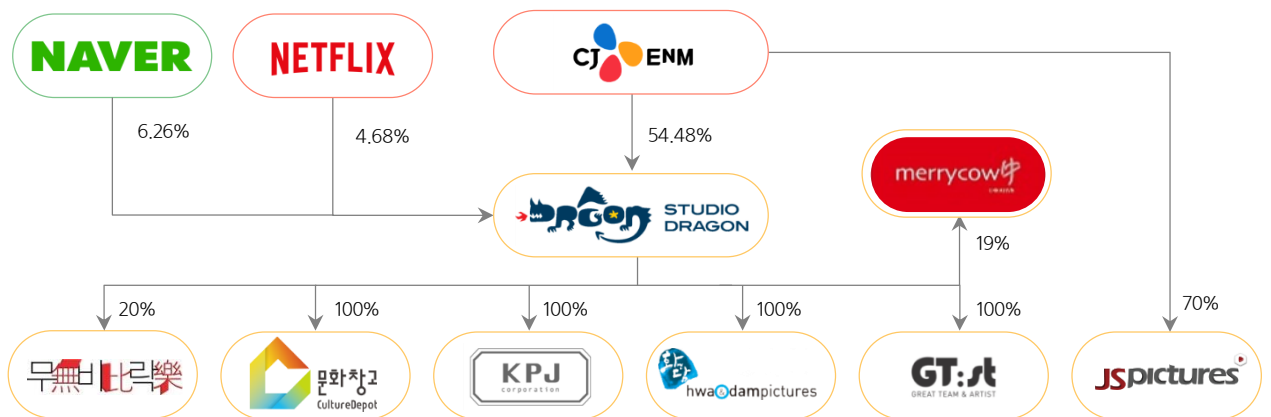
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 디지털 콘텐츠 라인업 가이던스



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 4. 이익 추정치 변경

(십억원)	2021E			2022E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	548.0	524.6	-4.3	640.8	613.7	-4.2
영업이익	70.7	67.3	-4.8	91.1	88.4	-3.0
영업이익률 (%)	12.9	12.8	-0.1	14.2	14.4	0.2
세전이익	80.2	76.6	-4.5	103.3	100.1	-3.1
지배주주순이익	59.3	56.6	-4.6	76.3	74.0	-3.1

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	525	614	665
매출원가	421	451	429	495	530
매출총이익	48	75	96	119	135
(매출총이익률, %)	10.2	14.2	18.3	19.3	20.3
판매 및 일반관리비	19	26	28	30	33
영업이익	29	49	68	88	103
(영업이익률, %)	6.1	9.3	12.9	14.4	15.4
영업외손익	4	-8	9	12	13
금융수익	10	10	15	17	18
금융비용	6	14	5	4	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-1	-1	-1
세전이익	33	42	77	100	116
법인세	7	12	20	26	30
(법인세율, %)	20.1	28.7	26.1	26.1	26.1
계속사업이익	26	30	57	74	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	26	30	57	74	86
(순이익률, %)	5.6	5.6	10.8	12.1	12.9
지배주주순이익	26	30	57	74	86
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	198	231	258
(EBITDA 이익률, %)	31.1	31.4	37.8	37.7	38.8
EPS (지배주주)	941	1,044	1,895	2,465	2,856
EPS (연결기준)	941	1,044	1,895	2,465	2,856
수정 EPS (원)*	941	1,044	1,895	2,465	2,856

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	-12	5	122	192	227
당기순이익	26	30	57	74	86
현금유출입이없는 비용 및 수익	124	135	147	164	180
유형자산 감가상각비	2	3	2	2	2
무형자산 상각비	115	113	128	141	154
기타	7	19	17	21	24
영업활동 자산부채 변동	-143	-144	-62	-20	-9
투자활동에서의 현금흐름	-81	-16	-144	-164	-176
유형자산 증감	-0	-7	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	-42	31	-12	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	136	25	50
기초현금	153	60	49	186	210
기말현금	60	49	186	210	261
Gross cash flow	150	165	204	238	265
Free cash flow	-13	-2	121	191	226

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	362	416	494
현금 및 현금등가물	60	49	186	210	261
매출채권	84	107	81	113	125
재고자산	0	0	0	0	0
기타	101	73	95	92	108
비유동자산	337	529	369	403	421
투자자산	13	180	15	21	22
유형자산	1	8	6	5	5
무형자산	233	230	243	260	277
기타	89	111	104	116	118
자산총계	582	757	731	819	915
유동부채	145	132	51	63	73
매입채무	18	6	11	10	14
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	127	126	40	53	60
비유동부채	8	16	11	13	13
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	8	16	11	13	13
부채총계	153	148	62	76	87
지배주주지분	428	609	669	743	829
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	180	254	339
기타	-1	1	4	4	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	669	743	829
순부채	-91	-45	-203	-224	-282

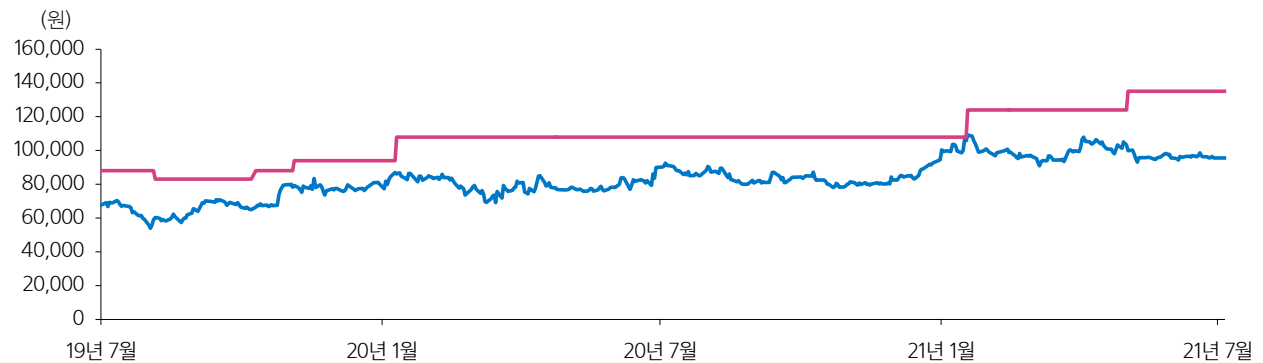
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	23.5	12.2	-0.2	17.0	8.4
영업이익	-28.1	71.1	37.7	30.7	16.1
순이익	-26.3	12.1	91.9	30.1	15.9
수정 EPS**	-26.3	10.9	81.5	30.1	15.9
주당지표					
EPS (지배주주)	941	1,044	1,895	2,465	2,856
EPS (연결기준)	941	1,044	1,895	2,465	2,856
수정 EPS**	941	1,044	1,895	2,465	2,856
BPS	15,242	20,309	22,296	24,761	27,618
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	85.9	88.7	50.4	38.7	33.4
P/B***	5.3	4.6	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	15.0	16.5	13.4	11.4	10.0
비율					
ROE (%)	6.4	5.7	8.9	10.5	10.9
ROA (%)	4.8	4.4	7.6	9.5	9.9
ROIC (%)	8.7	11.2	13.7	15.4	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 (%)	-21.2	-7.5	-30.3	-30.1	-34.0
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	162.9	382.0	443.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 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 6월 30일 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