

2021. 8. 6

플랫폼비즈니스팀

최민하

Analyst

minha22.choi@samsung.com

곽호인

Research Associate

hoin.kwak@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	135,000원	45.8%
현재주가	92,600원	
시가총액	2.8조원	
Shares (float)	30,004,345주 (44.1%)	
52주 최저/최고	78,100원/109,200원	
60일-평균거래대금	112.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-2.9	-6.4	2.3
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-4.1	-14.5	-18.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2021E EPS	1,818	1,895	-4.1%
2022E EPS	2,471	2,465	0.2%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	129,105
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

스튜디오드래곤 (253450)

해외에서 이어지는 러브콜

- 2분기 영업이익 138억원(-18.2% YoY)로 컨센서스 하회. 전년동기 대비 제작 편수가 적었고 텐트폴 기저 부담에도 불구하고 안정적인 이익 시현한 점은 긍정적
- 3분기 방영 편수 정상화가 기대. 디지털 오리지널 콘텐츠 방영 등의 증가 예상
- 글로벌 레퍼런스 기반으로 해외 시장에서 입지 키워갈 것. BUY 유지

WHAT'S THE STORY?

2Q21 review- 컨센서스 부합: 2분기 매출액은 1,060억원(-34.3% YoY), 영업이익 138억원(-18.2% YoY)으로 컨센서스(151억원)를 8.5% 밑돌았다. 전년동기 대비 제작 편수가 적었는데, OTT향 오리지널 콘텐츠와 지상파 등 Non-captive 채널 작품이 부재했고, <더킹: 영원의 군주> 기저 효과 감안 시 감익은 예견되었던 바다. 그럼에도 콘텐츠 영향력 확대로 높아진 협상력에 힘입어 판가가 개선되며 안정적인 이익을 시현했다. 2분기 매출원가율은 80.8%로 5.7%p 하락한 반면 영업이익률은 13.0%로 2.6% 높아졌다. 콘텐츠 제작/판매 관련해 스튜디오드래곤의 높아진 협상력을 수익성 개선으로 또 한 번 입증했다. 분기 방영작 중에서 넷플릭스에 동시 방영된 작품은 <빈센조(8부)>, <나빌레라(8부)>, <마인(16부)> 등이 있고 아이치이 첫번째 한국 오리지널 작품으로 제작된 <간 떨어지는 동거(11부)>의 경우 새로운 수익 모델로 더해지며 판매 채널 확대와 마진 향상에 기여했다.

방영편수 정상화가 기대되는 3분기: 금년 상반기는 전년동기 대비 상대적으로 방영 편수가 적었음에도 양질의 콘텐츠에 기반한 이익 성장을 보였다면 3분기에는 디지털 오리지널 콘텐츠 방영 등이 늘어 제작 편수 정상화가 예상된다. 3분기에는 티빙 오리지널 작품으로 <마녀식당으로 오세요(8부)>와 tvN 및 티빙 동시방영으로 <유미의 세포들>이 공개되고, 넷플릭스 오리지널로는 바람픽쳐스 등과 공동 제작한 <킹덤: 아신전>, 동시 방영작으로는 <너는 나의 봄>과 <갯마을 차차차> 등이 반영돼 제작 편수 정상화가 기대된다.

BUY 유지: 콘텐츠 시장 내에서 확고한 스튜디오드래곤의 위상은 해외에서 쏟아지는 러브콜로 확인된다. 해외 판매는 지속 늘고 있는데 과거에 방영된 작품의 판매 비중도 꾸준히 유지되고 있어 신작과 함께 구작 해외 매출도 동반 성장하는 그림을 이어가고 있다. 3년 장기 계약을 맺고 있는 넷플릭스 뿐 아니라 여타 글로벌 OTT와 협업도 논의 중이다. 현재 8편의 작품이 협의 중인데 이중 2편은 프로덕션 진행 단계로 금년 말~내년 초 방영이 가능할 전망이다. 또 다른 2편은 프리 프로덕션 단계에 있고 시즌제 작품도 논의 중이다. 차곡차곡 쌓은 제작 역량과 글로벌 레퍼런스에 기반해 현지 콘텐츠 제작으로 영역 확장도 기대된다. BUY 의견과 목표주가 135,000원(12개월 forward EV/EBITDA 16배)을 유지한다.

분기 실적

(십억원)	2Q21	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	106.0	-34.3	-9.5	7.7	-9.7
영업이익	13.8	-18.2	-22.8	6.6	-8.5
세전이익	14.0	-18.2	-33.3	1.1	-14.9
순이익	9.5	-29.1	-39.2	-7.9	-20.9
이익률 (%)					
영업이익	13.0				
세전이익	13.3				
순이익	8.9				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

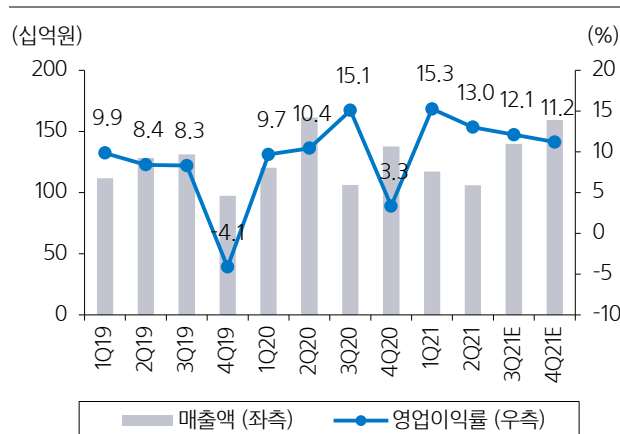
	2020	2021E	2022E
Valuation (배)			
P/E	88.7	50.8	37.4
P/B	4.6	4.2	3.7
EV/EBITDA	16.5	13.1	11.0
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	10.9	74.1	36.0
ROE (%)	5.7	8.5	10.5
주당지표 (원)			
EPS	1,044	1,818	2,471
BVPS	20,309	22,219	24,690
DPS	0	0	0

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	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	106.0	139.8	159.4	468.7	525.7	522.4	620.1
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	43.4	47.0	208.7	197.0	162.3	182.6
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	84.2	99.6	219.3	279.7	314.5	389.6
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	12.3	12.9	40.6	48.9	45.6	48.0
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	23.1	29.6	47.9	74.8	96.8	122.4
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	10.4	5.5	6.5	6.2	11.8	19.2	25.7	30.3	32.4
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	16.9	17.9	28.7	49.1	66.4	90.0
영업외손익	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	0.3	2.8	3.5	4.3	-7.6	9.7	13.0
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	14.0	19.7	21.4	33.1	41.5	76.1	103.1
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	14.1	15.4	26.4	29.7	54.5	74.1
매출총이익률 (%)	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	16.5	18.6	10.2	14.2	18.5	19.7
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	12.1	11.2	6.1	9.3	12.7	14.5
지배주주순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	10.1	9.6	5.6	5.6	10.4	12.0
(% YoY)																
매출액	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	31.6	15.8	23.5	12.2	-0.6	18.7
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-56.9	-4.9	15.4	17.2	-5.6	-17.6	12.5
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-10.8	65.4	15.4	35.3	27.6	12.4	23.9
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-49.3	26.2	20.6	3.0	20.4	-6.7	5.4
매출총이익	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	41.7	39.2	585.3	42.2	-6.9	8.6	97.5	-13.8	56.2	29.4	26.5
판관비	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	5.8	21.3	67.6	7.5	33.6	16.6	13.3	22.4	34.0	18.0	6.9
영업이익	3.5	47.3	-49.2	적전	5.5	56.3	46.8	흑전	53.6	-18.2	5.6	287.4	-28.1	71.1	35.3	35.5
영업외손익	1,160.7	-71.7	290.9	적전	-79.7	-69.4	적전	적지	642.7	-20.7	흑전	흑전	-24.3	적전	흑전	34.5
세전이익	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-18.2	29.2	흑전	-27.5	25.4	83.3	35.4
지배주주순이익	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-29.1	33.4	흑전	-26.3	12.3	83.9	35.9
매출총이익률 (%p)	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	5.7	-3.5	7.7	-4.4	4.0	4.3	1.2
영업이익률 (%p)	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.6	-3.0	7.9	-4.4	3.2	3.4	1.8
지배주주순이익률 (%p)	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	0.7	0.1	11.7	-3.8	0.0	4.8	1.5

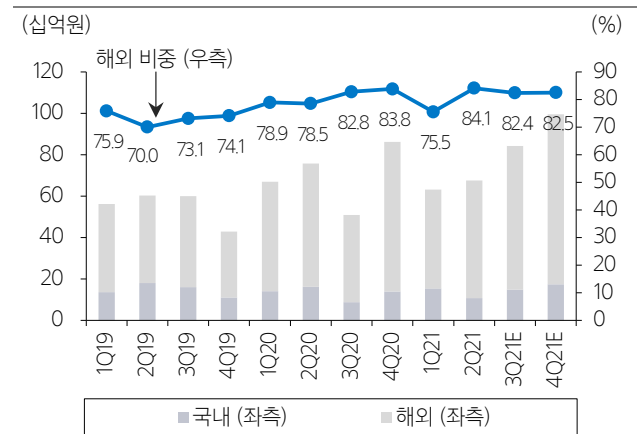
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



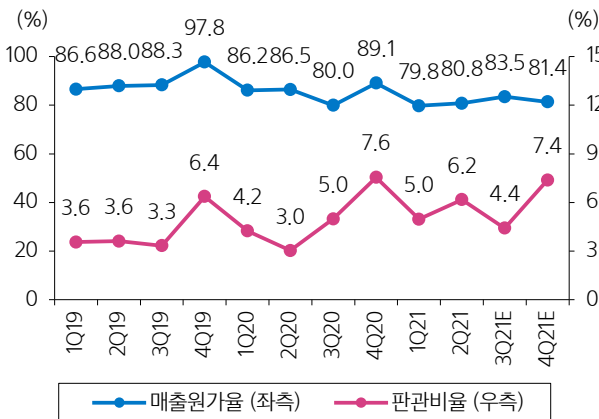
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



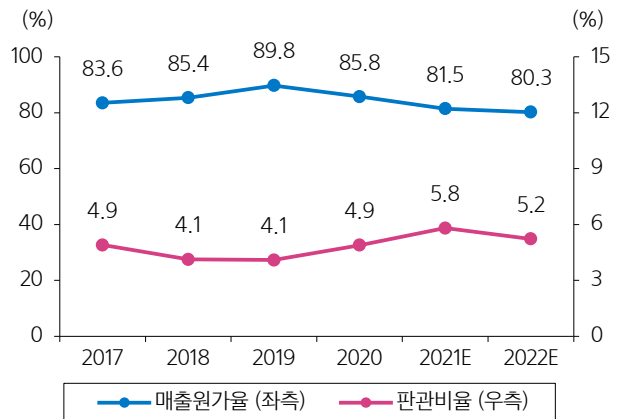
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 2. 2021년 드라마 제작 라인업

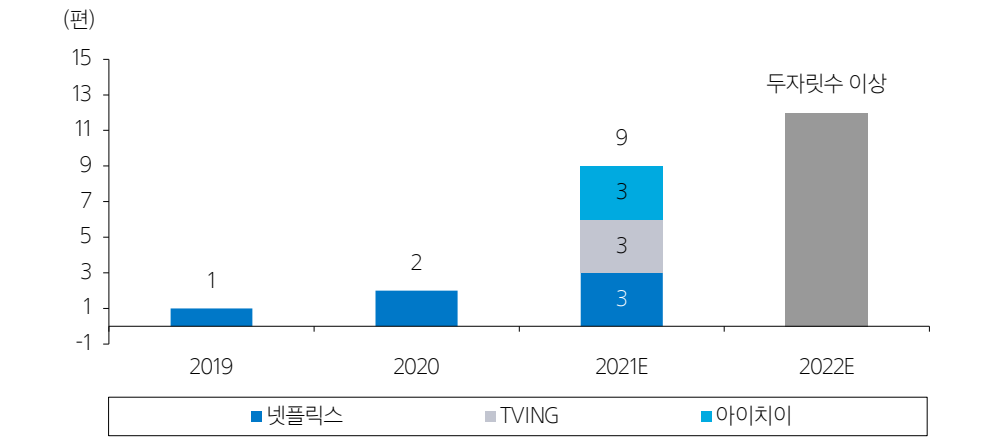
연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2021	1	tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	월화
	2		빈센조	2.20~5.2	20	박재범	김희원	송중기, 전여빈	토일
	3		나빌레라	3.22~4.27	12	이은미	한동화	박인환, 송강, 나문희	월화
	4		마인: MINE	5.8~6.27	16	백미경	이나정	김서형, 이보영	토일
	5		어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	5.10~6.29	16	임메아리	권영일	서인국, 박보영	월화
	6		간 떨어지는 동거*	5.26~7.15	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		더 로드: 1의 비극	8.4~9.9	12	윤희정	김노원	지진희, 윤세아, 김혜은	수목
	11		갯마을 차차차	8.28~10.17	16	신하은	유제원	신민아, 김선호	토일
	12		하이클래스	9.6~10.26	16	현정	최병길	조여정, 김지수	월화
	13		유미의 세포들	9.17~10.30	14	송재정, 김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	수목
	14		홈타운	9월	6	주진	박현석	엄태구, 유재명	-
	15		지리산	10.23~12.12	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	토일
	16		어사와 조이	10.25~12.14	16	이재운	유종선	김혜윤, 옥택연	월화
	17	OCN	타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	토일
	18		해피니스	하반기	12	한상운	안길호	한효주, 박형식	토일
	19	Netflix	좋아하면 울리는 시즌2	3.12	6	유보라, 차연수	김진우	김소현, 송강	-
	20		킹덤: 아신전	7.23	1	김은희	김성훈	전지현, 박병은	-
	21		소년심판	TBD		김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	-
	22	TVING	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10 (5)	김병수	은선우	전소니, 기도훈	-
	23		마녀식당으로 오세요	7.16~8.6	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

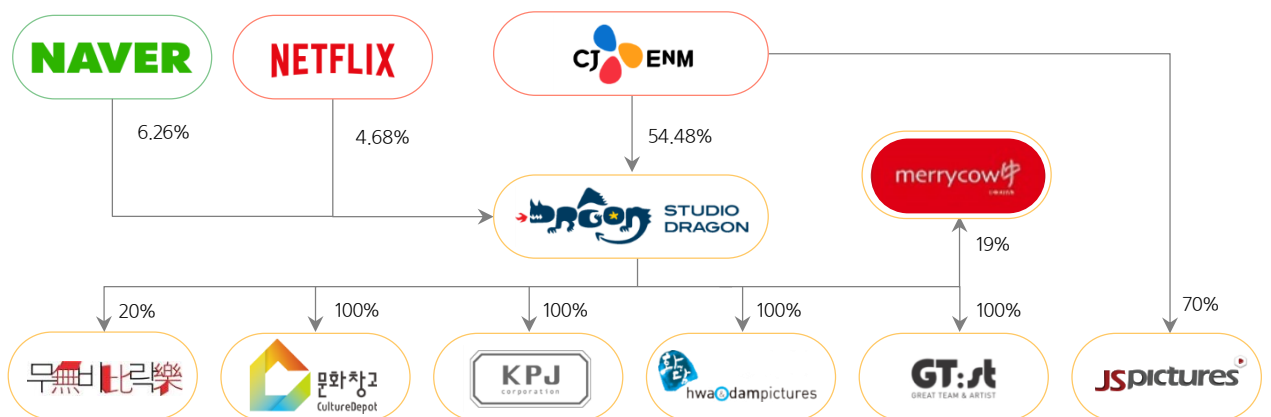
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 디지털 콘텐츠 라인업 가이던스



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

(십억원)	2021E			2022E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	524.6	522.4	-0.4	613.7	620.1	1.1
영업이익	67.3	66.4	-1.3	88.4	90.0	1.9
영업이익률 (%)	12.8	12.7	-0.1	14.4	14.5	0.1
세전이익	76.6	76.1	-0.6	100.1	103.1	3.0
지배주주순이익	56.8	54.5	-4.1	74.0	74.1	0.2

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	522	620	667
매출원가	421	451	426	498	529
매출총이익	48	75	97	122	138
(매출총이익률, %)	10.2	14.2	18.5	19.7	20.7
판매 및 일반관리비	19	26	30	32	35
영업이익	29	49	66	90	103
(영업이익률, %)	6.1	9.3	12.7	14.5	15.4
영업외손익	4	-8	10	13	15
금융수익	10	10	15	19	19
금융비용	6	14	4	4	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-1	-1	-2
세전이익	33	42	76	103	118
법인세	7	12	22	29	33
(법인세율, %)	20.1	28.7	28.4	28.1	28.1
계속사업이익	26	30	55	74	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	26	30	55	74	85
(순이익률, %)	5.6	5.6	10.4	12.0	12.7
지배주주순이익	26	30	55	74	85
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	197	233	258
(EBITDA 이익률, %)	31.1	31.4	37.7	37.6	38.7
EPS (지배주주)	941	1,044	1,818	2,471	2,827
EPS (연결기준)	941	1,044	1,818	2,471	2,827
수정 EPS (원)*	941	1,044	1,818	2,471	2,827

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	-12	5	120	191	226
당기순이익	26	30	55	74	85
현금유출입이없는 비용 및 수익	124	135	149	167	183
유형자산 감가상각비	2	3	2	2	2
무형자산 상각비	115	113	128	141	154
기타	7	19	18	24	27
영업활동 자산부채 변동	-143	-144	-62	-21	-8
투자활동에서의 현금흐름	-81	-16	-144	-164	-176
유형자산 증감	-0	-7	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	-42	31	-12	1	-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	134	24	50
기초현금	153	60	49	184	207
기말현금	60	49	184	207	257
Gross cash flow	150	165	203	241	267
Free cash flow	-13	-2	119	190	225

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	359	414	491
현금 및 현금등가물	60	49	184	207	257
매출채권	84	107	81	115	126
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	729	817	913
유동부채	145	132	51	64	74
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	667	741	826
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	177	252	336
기타	-1	1	4	4	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	667	741	826
순부채	-91	-45	-201	-221	-279

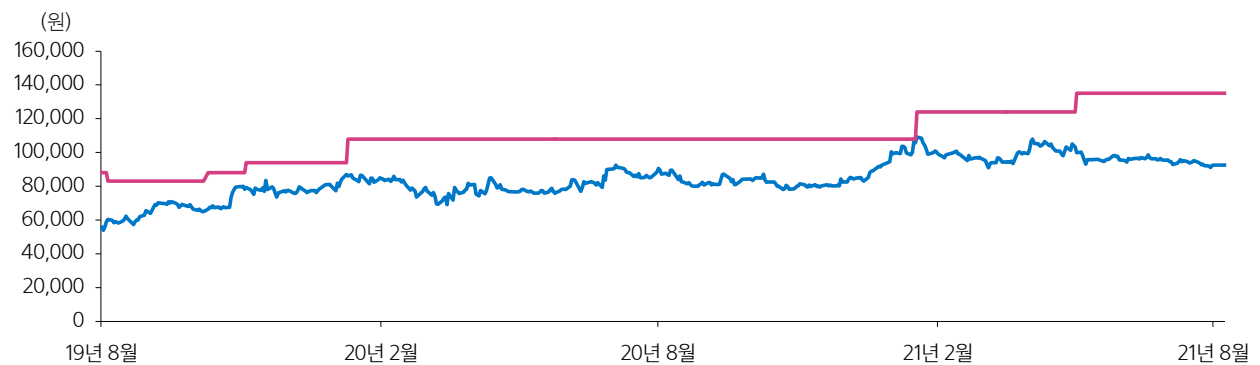
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	23.5	12.2	-0.6	18.7	7.6
영업이익	-28.1	71.1	35.3	35.5	14.4
순이익	-26.3	12.1	84.1	36.0	14.4
수정 EPS**	-26.3	10.9	74.1	36.0	14.4
주당지표					
EPS (지배주주)	941	1,044	1,818	2,471	2,827
EPS (연결기준)	941	1,044	1,818	2,471	2,827
수정 EPS**	941	1,044	1,818	2,471	2,827
BPS	15,242	20,309	22,219	24,690	27,517
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	85.9	88.7	50.8	37.4	32.7
P/B***	5.3	4.6	4.2	3.7	3.4
EV/EBITDA	15.0	16.5	13.1	11.0	9.7
비율					
ROE (%)	6.4	5.7	8.5	10.5	10.8
ROA (%)	4.8	4.4	7.3	9.6	9.8
ROIC (%)	8.7	11.2	13.0	15.3	16.1
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	-30.1	-29.8	-33.8
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	160.0	389.1	445.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 5일 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