

2021. 10. 13

플랫폼비즈니스팀

최민하

Analyst

minha22.choi@samsung.com

스튜디오드래곤 (253450)

체력은 확인시켜 줄 것

- 3분기 영업이익은 151억 원으로 컨센서스 밑돌 것
- 금년은 채널 확대 등으로 수익성 제고에 주력, 22년은 외형도 함께 늘어날 것
- 글로벌 레퍼런스에 기반해 현지 콘텐츠 제작 등에도 나설 것. BUY 유지

WHAT'S THE STORY?

약간 눈높이를 낮출 필요가 있는 3분기: 3분기 매출액은 1,196억원(+12.5% YoY), 영업이익 151억 원(-6.0% YoY)으로 컨센서스(164억원)를 밑돌 전망이다. 외부 환경 탓 등으로 다수의 방송사가 드라마 슬롯을 탄력적으로 운영하는 전략을 펼치면서 방영 편수가 줄어든 상반기를 보냈는데, 3분기는 상반기 대비해서는 개선돼 전년동기 대비 소폭 줄어든 수준에 그칠 것이다. 넷플릭스 동시 방영작은 <너는 나의 봄(16부)>, <갯마을 차차차(10부)> 등이 있었고 OTT 오리지널 콘텐츠로는 다른 제작사와 공동으로 참여한 넷플릭스 <킹덤: 아신전>과 티빙 <마녀식당으로 오세요(8부)>가 있었다. 이 외에도 <악마판사> 등은 글로벌 OTT 동시 방영작은 아니었지만 다수의 채널로 나눠서 판권을 판매해 수익성 제고에 기여한 것으로 추정된다.

기대해볼 만한 2022년: 금년은 전방 시장인 방송사의 영업 환경이 우호적이지 않았고, 자체적으로도 채널 확대 등 내실을 다지는 데 주력하면서 전반적으로 에피소드 기준으로는 제작편수는 확대되지 못했다. 또한 예년대비 텐트폴 작품의 제작비 규모 등도 낮았던 것으로 파악되는데, 22년은 제작 환경 개선 등으로 캡티브 및 논캡티브 방송사 제작편수도 늘고, 티빙, 아이치이 등 넷플릭스 외의 다수의 OTT로의 작품 공급도 늘어날 것이다. 연말~내년 방영을 목표로 아이치이 오리지널 <배드 앤 크레이지>, <별뿔별> 등의 작품을 제작 중이고, 22년 텐트폴 작품으로 예상되는 <우리들의 블루스>, <아일랜드>, <환혼> 등도 실적 향상에 기여할 것으로 기대된다.

BUY 유지: 스튜디오드래곤은 높아진 위상에 힘입은 평가 개선으로 튼튼해진 체력을 입증하며 수익성 제고를 보여줬다. 22년에는 방송 영업환경 회복과 다양한 OTT 채널로의 콘텐츠 공급 확대 등으로 Q(제작편수) 측면에서도 성장이 나타나며 외형과 이익의 증대를 동반 시현할 것이다. 글로벌 레퍼런스에 기반해 현지 콘텐츠 제작 등 또 다른 단계로 성장의 발걸음을 내딛을 전망이다. BUY 의견과 목표주가 135,000원(12개월 forward EV/EBITDA 16배)을 유지한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	526	496	614	660
영업이익 (십억원)	49	63	86	100
순이익 (십억원)	30	51	71	83
EPS (adj) (원)	1,044	1,711	2,376	2,752
EPS (adj) growth (%)	10.9	63.8	38.9	15.9
EBITDA margin (%)	31.4	38.9	37.3	38.7
ROE (%)	5.7	8.1	10.2	10.6
P/E (adj) (배)	88.7	51.4	37.0	31.9
P/B (배)	4.6	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA (배)	16.5	12.6	10.6	9.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	135,000원	53.6%
현재주가	87,900원	
시가총액	2.6조원	
Shares (float)	30,014,185주 (44.1%)	
52주 최저/최고	78,100원/109,200원	
60일-평균거래대금	116.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	4.9	-16.3	3.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	15.8	-10.9	-3.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2021E EPS	1,711	1,818	-5.9%
2022E EPS	2,376	2,471	-3.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	18
Target price	126,722
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

표 1. 3분기 실적 전망과 컨센서스

(십억원)	3Q20	2Q21	3Q21E	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	106.3	106.0	119.6	12.8	12.5	133.5	-10.4
영업이익	16.0	13.8	15.1	9.1	-6.0	16.4	-8.2
영업이익률 (% , %p)	15.1	13.0	12.6	-0.4	-2.5	12.3	0.3
세전이익	15.2	14.0	17.4	23.9	14.4	17.6	-0.9
지배주주순이익	10.6	9.5	12.5	32.3	18.1	12.9	-3.1

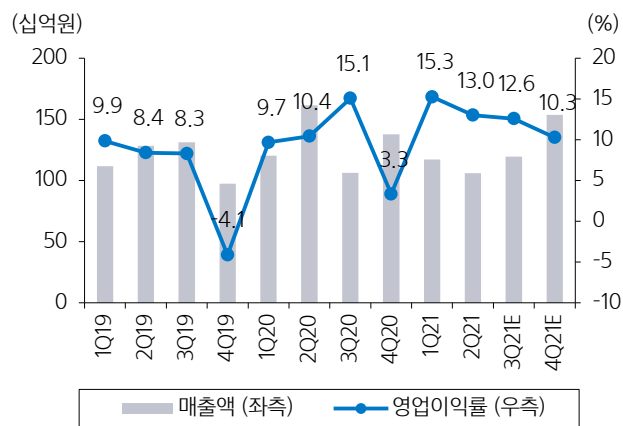
자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 삼성증권

표 2. 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	119.6	153.6	468.7	525.7	496.3	614.1
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	37.4	45.4	208.7	197.0	154.7	182.1
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	69.9	95.3	219.3	279.7	296.0	383.9
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	21.2	27.6	47.9	74.8	92.8	118.6
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	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	15.1	15.8	28.7	49.1	62.5	86.2
영업외손익	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	0.3	2.4	3.4	4.3	-7.6	9.2	12.9
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	14.0	17.4	19.2	33.1	41.5	71.7	99.1
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	12.5	13.8	26.4	29.7	51.3	71.3
매출총이익률 (%)	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	17.8	18.0	10.2	14.2	18.7	19.3
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	12.6	10.3	6.1	9.3	12.6	14.0
지배주주순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	10.5	9.0	5.6	5.6	10.3	11.6
(% YoY)																
매출액	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	12.5	11.5	23.5	12.2	-5.6	23.7
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-56.9	-18.0	11.4	17.2	-5.6	-21.4	17.7
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-10.8	37.4	10.5	35.3	27.6	5.8	29.7
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	-0.2	83.7	-13.8	56.2	24.1	27.8
판관비	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	5.8	21.3	67.6	14.0	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	-6.0	242.6	-28.1	71.1	27.3	37.9
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	40.6
세전이익	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-18.2	14.4	흑전	-27.5	25.4	72.5	38.3
지배주주순이익	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-29.1	18.1	흑전	-26.3	12.3	73.1	38.9
매출총이익률 (%p)	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	5.7	-2.3	7.1	-4.4	4.0	4.5	0.6
영업이익률 (%p)	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.6	-2.5	6.9	-4.4	3.2	3.3	1.4
지배주주순이익률 (%p)	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	0.7	0.5	11.0	-3.8	0.0	4.7	1.3

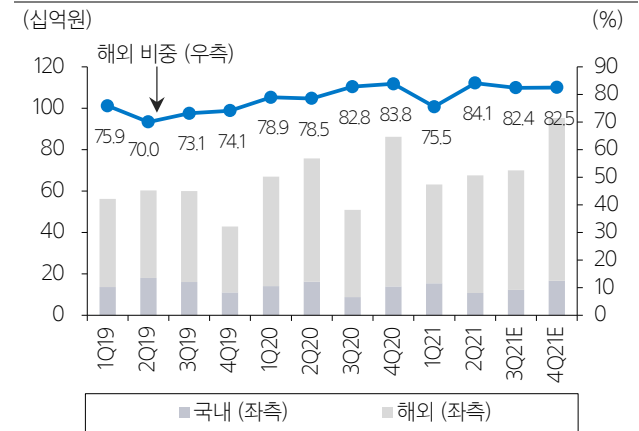
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



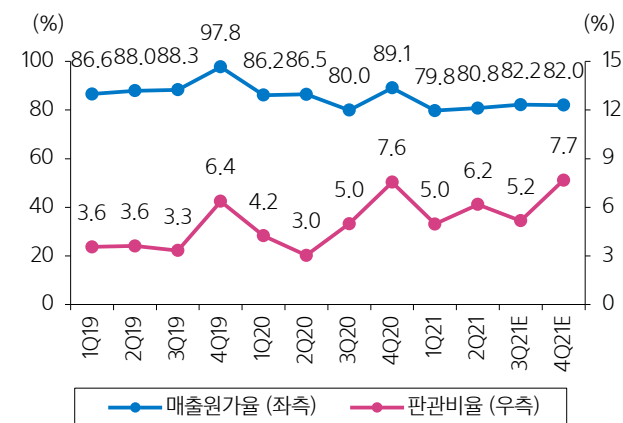
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



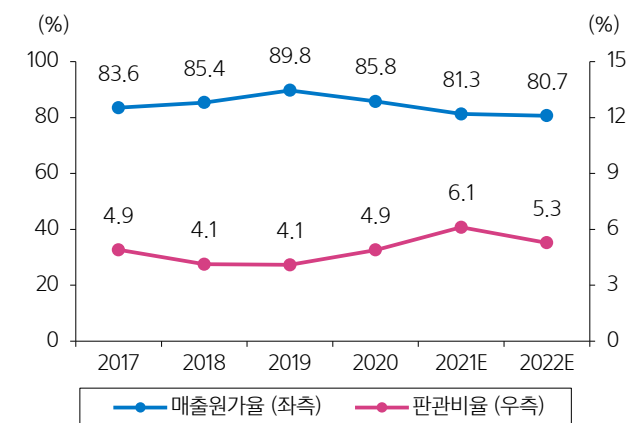
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 2021년 드라마 제작 라인업

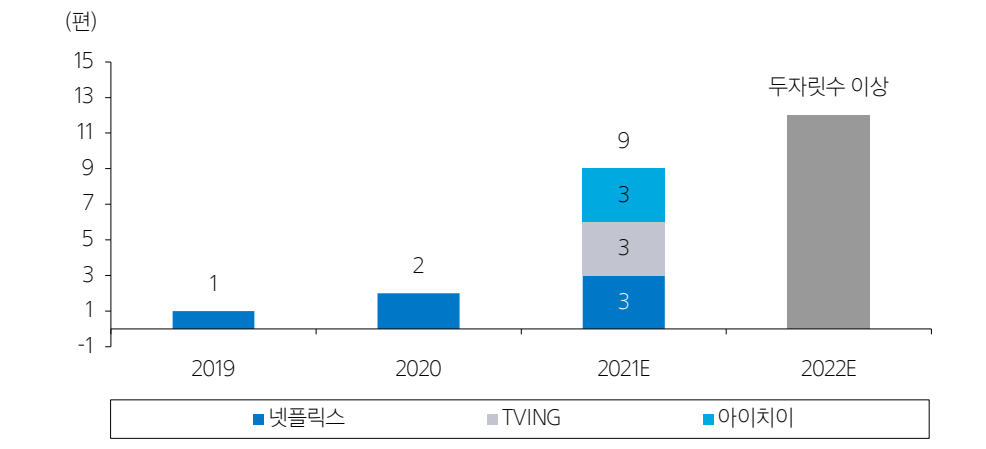
연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2021	1	tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.9	12	천성일	김홍선	김래원, 이다희	월화
	2		빈센조	2.20~5.2	20	박재범	김희원	송중기, 전여빈	토일
	3		나빌레라	3.22~4.27	12	이은미	한동화	박인환, 송강, 나문희	월화
	4		마인: MINE	5.8~6.27	16	백미경	이나정	김서형, 이보영	토일
	5		어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	5.10~6.29	16	임메아리	권영일	서인국, 박보영	월화
	6		간 떨어지는 동거*	5.26~7.15	16	백선우, 최보림	남성우	장기용, 이해리	수목
	7		보이스 4	6.18~7.31	14	마진원, 김정현	신용희, 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 (TVING 동시방영)	9.17~10.30	14	송재정, 김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	금토
	14		홀타운	9.22~10.28	12	주진	박현석	엄태구, 유재명	수목
	15		지리산	10.23~12.12	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	토일
	16		멜랑꼴리아	11.3~12.23	16	김지운	김상협	임수정, 이도현	수목
	17		해피니스	11.5~12.11	12	한상운	안길호	한효주, 박형식	금토
	18		여사와 조이	11.8~12.28	16	이재윤	유종선	김혜윤, 옥택연	월화
	19		배드 앤 크레이지	12월	-	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은	-
2021	20	OCN	아일랜드	TBD	20	장윤미	박배종	김남길, 이다희	-
	21		타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	토일
	23		소유	TBD	16		방은진	-	-
	24		제5열	TBD	16	남상욱, 황인호, 이승영	이승영	-	-
	25		좋아하면 울리는 시즌2	3.12	6	유보라, 차연수	김진우	김소현, 송강	-
	26		킹덤: 아신전	7.23	1	김은희	김성훈	전지현, 박병은	-
	27		소년심판	22년 1월	-	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	-
	28		당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10 (5)	김병수	은선우	전소니, 기도훈	-
	29		마녀식당으로 오세요	7.16	8 (4)	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	-
2022		북미	The Big Door Prize	TBD	10	-	-	-	-

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

*간 떨어지는 동거와 배드 앤 크레이지는 아이치이 오리지널

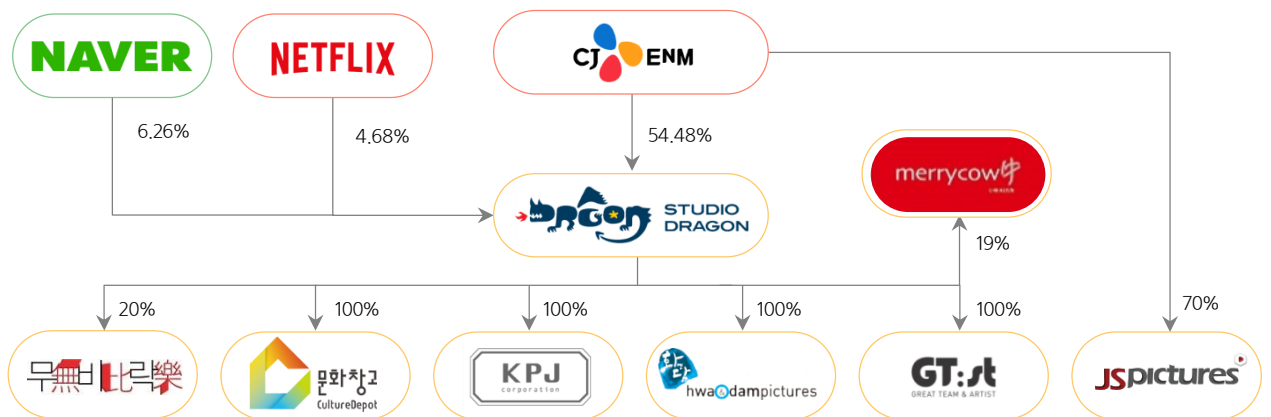
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

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	522.4	496.3	-5.0	620.1	614.1	-1.0
영업이익	66.4	62.5	-5.9	90.0	86.2	-4.2
영업이익률 (%)	12.7	12.6	-0.1	14.5	14.0	-0.5
세전이익	76.1	71.7	-5.9	103.1	99.1	-3.8
지배주주순이익	54.5	51.3	-5.9	74.1	71.3	-3.8

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	496	614	660
매출원가	421	451	403	495	525
매출총이익	48	75	93	119	135
(매출총이익률, %)	10.2	14.2	18.7	19.3	20.5
판매 및 일반관리비	19	26	30	32	35
영업이익	29	49	63	86	100
(영업이익률, %)	6.1	9.3	12.6	14.0	15.2
영업외손익	4	-8	9	13	15
금융수익	10	10	15	18	19
금융비용	6	14	4	4	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-1	-1	-2
세전이익	33	42	72	99	115
법인세	7	12	20	28	32
(법인세율, %)	20.1	28.7	28.4	28.1	28.1
계속사업이익	26	30	51	71	83
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	26	30	51	71	83
(순이익률, %)	5.6	5.6	10.3	11.6	12.5
지배주주순이익	26	30	51	71	83
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	193	229	255
(EBITDA 이익률, %)	31.1	31.4	38.9	37.3	38.7
EPS (지배주주)	941	1,044	1,711	2,376	2,752
EPS (연결기준)	941	1,044	1,711	2,376	2,752
수정 EPS (원)*	941	1,044	1,711	2,376	2,752

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	-12	5	120	187	224
당기순이익	26	30	51	71	83
현금유출입이없는 비용 및 수익	124	135	148	166	182
유형자산 감가상각비	2	3	2	2	2
무형자산 상각비	115	113	128	141	154
기타	7	19	17	23	27
영업활동 자산부채 변동	-143	-144	-59	-23	-8
투자활동에서의 현금흐름	-81	-16	-142	-165	-176
유형자산 증감	-0	-7	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	-42	31	-11	0	-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	18	48
기초현금	153	60	49	184	202
기말현금	60	49	184	202	250
Gross cash flow	150	165	199	237	264
Free cash flow	-13	-2	119	186	223

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	354	408	482
현금 및 현금등가물	60	49	184	202	250
매출채권	84	107	77	114	124
재고자산	0	0	0	0	0
기타	101	73	92	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	722	810	904
유동부채	145	132	48	63	73
매입채무	18	6	10	10	14
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	127	126	38	53	59
비유동부채	8	16	11	13	13
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	8	16	11	13	13
부채총계	153	148	59	76	86
지배주주지분	428	609	663	735	817
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	174	246	328
기타	-1	1	4	4	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	663	735	817
순부채	-91	-45	-201	-215	-271

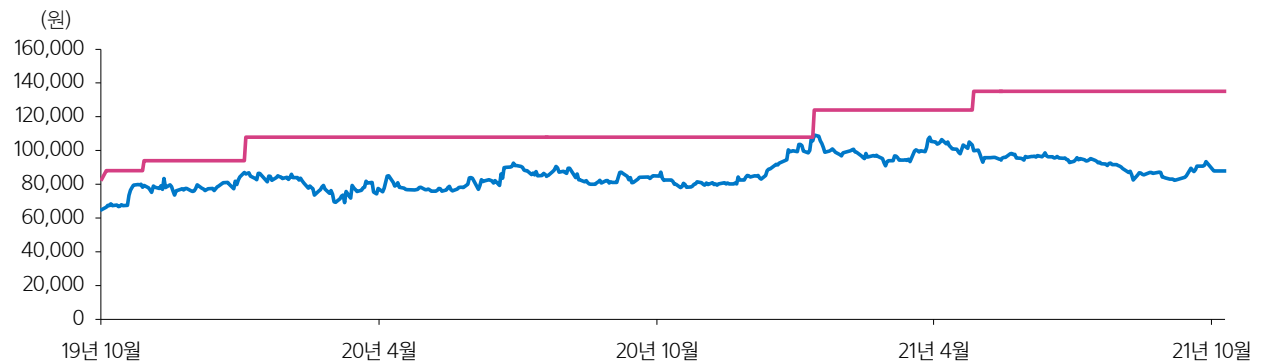
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	23.5	12.2	-5.6	23.7	7.5
영업이익	-28.1	71.1	27.3	37.9	16.1
순이익	-26.3	12.1	73.3	38.9	15.9
수정 EPS**	-26.3	10.9	63.8	38.9	15.9
주당지표					
EPS (지배주주)	941	1,044	1,711	2,376	2,752
EPS (연결기준)	941	1,044	1,711	2,376	2,752
수정 EPS**	941	1,044	1,711	2,376	2,752
BPS	15,242	20,309	22,105	24,481	27,233
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	85.9	88.7	51.4	37.0	31.9
P/B***	5.3	4.6	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	15.0	16.5	12.6	10.6	9.3
비율					
ROE (%)	6.4	5.7	8.1	10.2	10.6
ROA (%)	4.8	4.4	6.9	9.3	9.6
ROIC (%)	8.7	11.2	12.3	14.7	15.6
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	-29.3	-33.2
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	150.5	372.7	432.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 12일 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 당사에 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	2019/8/9	10/14	11/8	2020/1/14	2021/1/14	1/22	5/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	83,000	88,000	94,000	108,000	108,000	124,000	135,000
과리율 (평균)	-21.77	-17.92	-16.65	-23.70	-5.37	-19.74	
과리율 (최대or최소)	-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 9월 30일 기준

매수 (87.1%) | 중립 (12.9%) | 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