

2021. 11. 5

플랫폼비즈니스팀

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com

스튜디오드래곤 (253450)

활력이 돌아올 것

- 3분기 영업이익 146억원으로 컨센서스를 소폭 밑돌았으나 제작편수 감소와 전년동기 중국 판권 판매 기저 감안하면 견조한 실적 달성
- TV 채널뿐 아니라 디지털 플랫폼형 제작 콘텐츠도 늘어 본격적인 성과 확대 기대
- BUY 및 목표주가 135,000원 유지

WHAT'S THE STORY?

3Q21 review- 시장 눈높이 소폭 밑도는 수준: 3분기 매출액은 1,161억원(+9.2% YoY), 영업이익 146억원(-9.0% YoY)으로 낮아진 컨센서스(158억원)를 소폭 밑돌았으나 당사 추정치는 무난히 부합했다. TV 채널형 방영 편수가 전년동기 대비 약 1.5편 줄었으나 그동안 쌓아온 양질의 레퍼런스에 힘입은 협상력 상승 등으로 매출은 성장세를 시현했다. 다만 작년 3분기에 기존 보유 라이브러리 2편을 중국 OTT에 판매한 금액이 반영됐던 기저 부담을 이기지 못해 이익은 역성장했다. 분기 방영된 넷플릭스 동시방영작은 <너는 나의 봄(16부)>, <갯마을 차차차(10부)>가 있었고, OTT 오리지널 콘텐츠로는 티빙 <마녀식당으로 오세요(8부)>, <유미의 세포들(4부)>, 공동 제작사로 참여한 넷플릭스 <킹덤: 아신전> 등이 있었다.

4분기 및 22년 전망: 4분기는 방영 콘텐츠의 장르 다각화 및 방영 편수 증가세 전환, 디지털 라인업 강화 등이 기대된다. 티빙 오리지널로 tvN에서 동시 방영된 <유미의 세포들(10부)>, <해피니스(12부)>이, 두 번째 아이치이 오리지널인 <배드 앤 크레이지>도 12월부터 방영된다. 12월 중순부터 tvN에서 방영 예정인 <불가살>은 상당한 제작비가 들어간 대작으로 연말~ 내년 초 성과에 기여할 것이다. 4분기 방영 편수는 전년동기 대비 0.9편 늘어날 전망이다. 3분기 말 기준, 건설 중인 자산은 1,386억원(+47.9% YoY)에 달하는데, 이는 개발 중인 작품이 상당히 많다는 것이다. 이 중 TV 22편, 티빙 6편, 글로벌 OTT 8편은 편성이 확정됐다. 현재 넷플릭스향으로 <스위트홈 시즌2>를 비롯해 총 5개의 작품 공급이 확정됐고, 아이치이향으로 3개 작품을 준비하고 있다. 또한 애플TV+의 시리즈 오더를 받아 스카이댄스와 함께 제작 중인 <더 빅더어 프라이즈>는 22년 초에 크랭크인해 하반기 방영 예정이며, <사랑의 불시착> 리메이크 작품은 넷플릭스와 개발 계약을 진행 중이다. 22년에는 TV 채널뿐 아니라 디지털 플랫폼형 콘텐츠 제작도 늘어나 적극적인 성과 확대가 기대된다.

BUY 유지: 방송 제작 환경의 회복과 다양한 채널로의 콘텐츠 공급 확대로 22년에는 제작편수(Q) 측면에서의 성장과 레퍼런스 강화에 따른 평가 상승이 동시에 나타날 것으로 기대된다. 튼튼해진 수익성에 더해 외형 성장이 본격 재개되면 주가 리레이팅으로 이어질 것이다. 목표주가 135,000원(12개월 forward EV/EBITDA 16배)을 유지한다.

분기 실적

(십억원)	3Q21	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	116.1	9.2	9.5	(2.9)	(8.9)
영업이익	14.6	(9.0)	5.6	(3.2)	(7.6)
세전이익	18.5	21.3	31.4	6.0	14.1
순이익	14.8	39.6	56.4	18.2	34.0
이익률 (%)					
영업이익	12.6				
세전이익	15.9				
순이익	12.8				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2020	2021E	2022E
Valuation (배)			
P/E	88.7	50.7	39.1
P/B	4.6	3.9	3.5
EV/EBITDA	16.5	12.5	10.7
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	10.9	62.7	29.5
ROE (%)	5.7	8.0	9.5
주당지표 (원)			
EPS	1,044	1,699	2,200
BVPS	20,309	22,093	24,293
DPS	0	0	0

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	135,000원	56.8%
현재주가	86,100원	
시가총액	2,6조원	
Shares (float)	30,014,185주 (44.1%)	
52주 최저/최고	79,500원/109,200원	
60일-평균거래대금	153.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-5.2	-18.0	7.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-6.9	-20.8	-11.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2021E EPS	1,699	1,711	-0.7%
2022E EPS	2,200	2,376	-7.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

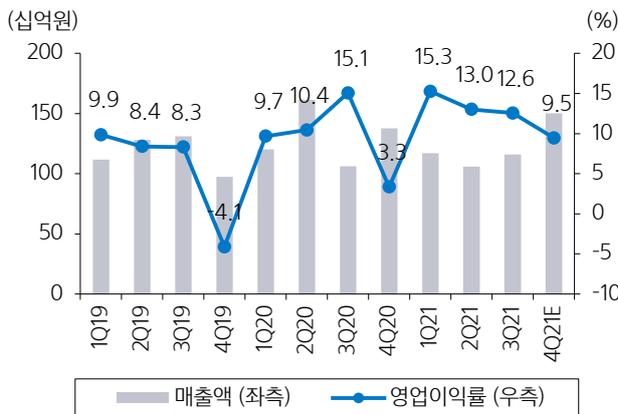
No of estimates	17
Target price	126,471
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	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	116.1	150.2	468.7	525.7	489.4	615.0
편성	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	44.0	208.7	197.0	152.1	182.1
판매	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	91.7	219.3	279.7	287.4	379.3
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.5	40.6	48.9	49.9	53.7
매출총이익	15.0	15.4	15.3	2.2	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	21.0	26.3	47.9	74.8	91.3	113.0
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	12.1	19.2	25.7	30.9	33.1
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	14.2	28.7	49.1	60.4	79.9
영업외손익	2.1	1.1	2.2	-1.1	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	0.3	3.9	0.3	4.3	-7.6	7.6	7.5
세전이익	13.2	11.9	13.1	-5.1	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	14.0	18.5	14.5	33.1	41.5	68.1	87.3
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	-1.6	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	14.8	11.1	26.4	29.7	51.0	66.0
매출총이익률 (%)	13.4	12.0	11.7	2.2	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	17.5	10.2	14.2	18.7	18.4
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	12.6	9.5	6.1	9.3	12.4	13.0
지배주주순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	7.4	5.6	5.6	10.4	10.7
(% YoY)																
매출액	40.0	72.6	6.0	-4.2	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	9.1	23.5	12.2	-6.9	25.7
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-56.9	-20.8	8.2	17.2	-5.6	-22.8	19.7
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-10.8	27.7	6.3	35.3	27.6	2.7	32.0
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-49.3	54.0	35.7	3.0	20.4	2.1	7.5
매출총이익	9.9	45.1	-38.4	-66.2	11.1	41.7	39.2	585.3	42.2	-6.9	-1.3	75.4	-13.8	56.2	22.2	23.7
판관비	33.1	40.2	31.0	2.7	28.4	5.8	21.3	67.6	14.0	33.6	21.0	16.5	22.4	34.0	20.2	7.2
영업이익	3.5	47.3	-49.2	적전	5.5	56.3	46.8	흑전	53.6	-18.2	-9.0	208.3	-28.1	71.1	23.1	32.1
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	-2.0
세전이익	22.2	7.6	-40.8	적전	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-18.2	21.3	흑전	-27.5	25.4	63.9	28.3
지배주주순이익	17.2	-17.4	-33.5	적전	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-29.1	39.6	흑전	-26.3	12.3	71.8	29.5
매출총이익률 (%p)	-3.7	-2.3	-8.4	-4.1	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	5.7	-1.9	6.6	-4.4	4.0	4.4	-0.3
영업이익률 (%p)	-3.5	-1.4	-9.0	-4.6	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.6	-2.5	6.1	-4.4	3.2	3.0	0.6
지배주주순이익률 (%p)	-1.6	-6.2	-5.2	-3.4	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	0.7	2.8	9.5	-3.8	0.0	4.8	0.3

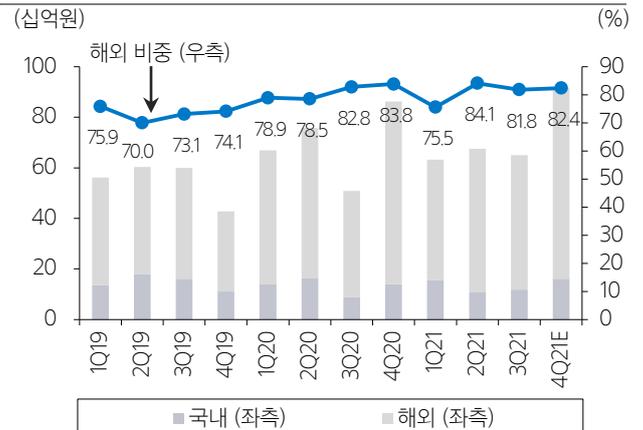
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



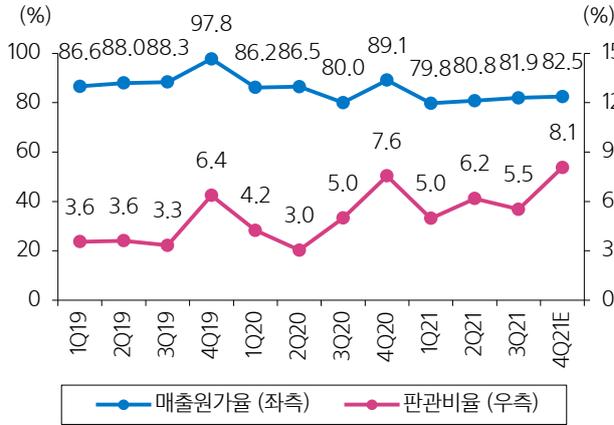
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 국내/해외 판매 매출과 해외 비중



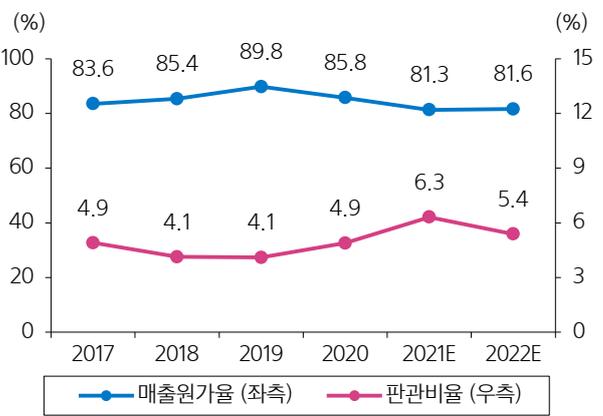
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

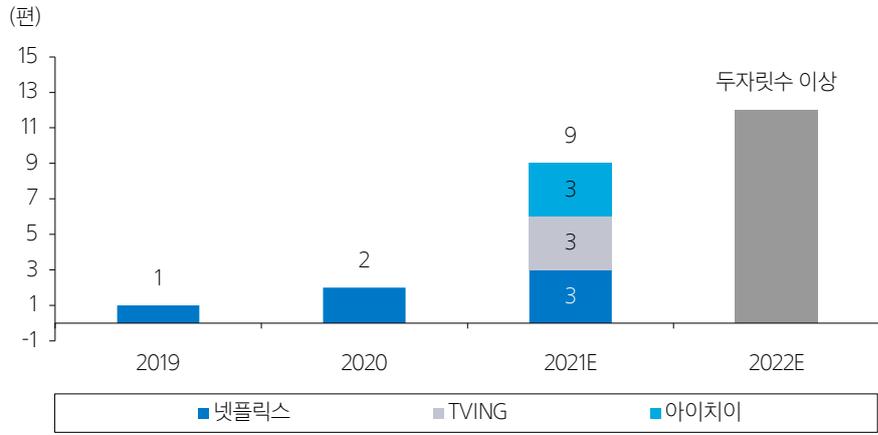
표 2. 2021년~2022년 드라마 제작 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2021	1		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	tvN	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	11.10~12.30	16	김지운	김상협	임수정, 이도현	수목
	17		해피니스 (TVING 동시방영)	11.5~12.11	12	한상운	안길호	한효주, 박형식	금토
	18		어사와 조이	11.8~12.28	16	이재운	유종선	김혜윤, 옥택연	월화
	19		배드 앤 크레이지	12.17~22.1.29	12	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은	금토
	20		불가살	12.18~22.2.6	16	권소라, 서재원	장영우	이진욱, 권나라, 이준	토일
	21	OCN	타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	토일
	22	Netflix	좋아하면 울리는 시즌2	3.12	6	유보라, 차연수	김진우	김소현, 송강	-
	23		킹덤: 아신전	7.23	1	김은희	김성훈	전지현, 박병은	-
	24	TVING	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10 (5)	김병수	은선우	전소니, 기도훈	-
	25		마녀식당으로 오세요	7.16	8 (4)	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	-
2022	1		환혼	TBD	16	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 정소민	-
	2	tvN	별뿔별	TBD	-	최형우	이수현	이성경, 김영대	-
	3		아일랜드	TBD	20	장윤미	박배종	김남길, 이다희	-
	4	Netflix	소년심판	22년 1월	-	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	-

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

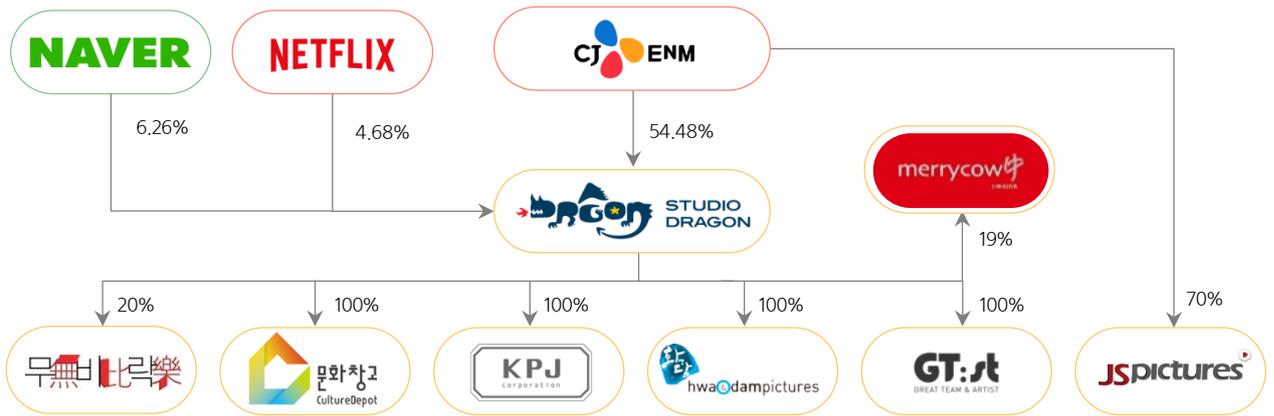
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 디지털 콘텐츠 라인업 가이드선스



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

(십억원)	2021E			2022E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	496.3	489.4	-1.4	614.1	615.0	0.1
영업이익	62.5	60.4	-3.3	86.2	79.9	-7.4
영업이익률 (%)	12.6	12.4	-0.2	14.0	13.0	-1.1
세전이익	71.7	68.1	-5.0	99.1	87.3	-11.9
지배주주순이익	51.3	51.0	-0.7	71.3	66.0	-7.4

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	489	615	673
매출원가	421	451	398	502	537
매출총이익	48	75	91	113	136
(매출총이익률, %)	10.2	14.2	18.7	18.4	20.2
판매 및 일반관리비	19	26	31	33	36
영업이익	29	49	60	80	101
(영업이익률, %)	6.1	9.3	12.4	13.0	14.9
영업외손익	4	-8	8	7	9
금융수익	10	10	13	13	13
금융비용	6	14	4	4	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-1	-2	-2
세전이익	33	42	68	87	109
법인세	7	12	17	21	27
(법인세율, %)	20.1	28.7	25.1	24.4	24.4
계속사업이익	26	30	51	66	83
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	26	30	51	66	83
(순이익률, %)	5.6	5.6	10.4	10.7	12.3
지배주주순이익	26	30	51	66	83
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	191	223	256
(EBITDA 이익률, %)	31.1	31.4	39.0	36.2	38.0
EPS (지배주주)	941	1,044	1,699	2,200	2,753
EPS (연결기준)	941	1,044	1,699	2,200	2,753
수정 EPS (원)*	941	1,044	1,699	2,200	2,753

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	-12	5	120	181	223
당기순이익	26	30	51	66	83
현금유출입이없는 비용 및 수익	124	135	144	159	176
유형자산 감가상각비	2	3	2	2	2
무형자산 상각비	115	113	128	141	154
기타	7	19	14	16	21
영업활동 자산부채 변동	-143	-144	-58	-23	-9
투자활동에서의 현금흐름	-81	-16	-142	-166	-177
유형자산 증감	-0	-7	-1	-1	-1
장단기금융자산의 증감	-42	31	-10	-0	-9
기타	-39	-41	-131	-165	-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	11	46
기초현금	153	60	49	185	196
기말현금	60	49	185	196	242
Gross cash flow	150	165	195	225	259
Free cash flow	-13	-2	119	180	222

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	353	402	478
현금 및 현금등가물	60	49	185	196	242
매출채권	84	107	76	114	127
재고자산	0	0	0	0	0
기타	101	73	92	92	109
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	721	805	900
유동부채	145	132	48	63	74
매입채무	18	6	10	10	14
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	127	126	37	53	61
비유동부채	8	16	11	13	13
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	8	16	11	13	13
부채총계	153	148	58	76	88
지배주주지분	428	609	663	729	812
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	174	240	323
기타	-1	1	4	4	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	663	729	812
순부채	-91	-45	-201	-210	-264

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	23.5	12.2	-6.9	25.7	9.4
영업이익	-28.1	71.1	23.1	32.1	25.9
순이익	-26.3	12.1	72.1	29.5	25.1
수정 EPS**	-26.3	10.9	62.7	29.5	25.1
주당지표					
EPS (지배주주)	941	1,044	1,699	2,200	2,753
EPS (연결기준)	941	1,044	1,699	2,200	2,753
수정 EPS**	941	1,044	1,699	2,200	2,753
BPS	15,242	20,309	22,093	24,293	27,046
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	85.9	88.7	50.7	39.1	31.3
P/B***	5.3	4.6	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	15.0	16.5	12.5	10.7	9.1
비율					
ROE (%)	6.4	5.7	8.0	9.5	10.7
ROA (%)	4.8	4.4	6.9	8.7	9.7
ROIC (%)	8.7	11.2	12.4	14.3	16.5
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	-28.7	-32.5
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	145.6	345.2	434.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 4일 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	2019/10/14	11/8	2020/1/14	2021/1/14	1/22	5/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	88,000	94,000	108,000	108,000	124,000	135,000
과리율 (평균)	-17.92	-16.65	-23.70	-5.37	-19.74	
과리율 (최대/최소)	-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 (±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 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
Dow Jones
Sustainability Indices
In Collaboration with RobecoSAM