

2022. 2. 11

플랫폼비즈니스팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

스튜디오드래곤 (253450)

올해 기대할 것이 많다

- 4분기 영업이익은 전년동기 대비 38% 늘었지만 '지리산' 수익 인식 지연, 인센티브 반영 등으로 컨센서스 하회
- 22년 제작편수는 32편으로 7편 늘어날 전망. OTT향 편성도 13편 이상으로 기대되며 수익 채널 다변화로 안정적인 성과 확대 나타날 것
- BUY 의견 및 목표주가 135,000원 유지

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	135,000원	69%
현재주가	79,900원	
시가총액	2.4조원	
Shares (float)	30,014,185주 (45.1%)	
52주 최저/최고	73,100원/108,000원	
60일-평균거래대금	124.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-9.2	-12.3	-19.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.6	3.0	-12.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	135,000	135,000	0.0%
2021E EPS	1,301	1,515	-14.1%
2022E EPS	2,171	2,179	-0.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	127,467
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

4Q21 Review- 컨센서스 하회: 4분기 매출액은 1,479억원(+7.4% YoY), 영업이익은 63억원(+37.6% YoY)로 컨센서스를 밑돌았다. 넷플릭스 오리지널 콘텐츠가 부재했고 동시방영작이 상대적으로 적어 판매 매출은 전년동기 대비 7.5% 줄었지만 티빙향 오리지널 2편, 아이치이 오리지널 1편을 방영하며 역성장 폭을 최소화하며 선방했다. 반면 편성매출은 좋았다. 대작 편성과 방영 편수가 성장세로 전환해 편성 매출은 30.7% 늘었다. 매출 증가에도 불구하고 <지리산> 수익 인식이 1분기로 지연, 일시에 비용을 인식하는 작품 편성이 많았던 영향으로 제작원가 부담이 컸던 분기였고 인센티브 등이 반영됐다. 영업외단에서 투자지분 평가손실이 반영돼 세전이익과 순이익은 손실을 기록했다.

보다 강력해질 2022년: 22년 방영 편수는 32편으로 전년대비 7편 늘어날 전망이다. OTT향 오리지널 편성이 13편 이상으로 확대돼 안정적인 성과를 창출할 것으로 기대된다. 작년 대비 제작 스케일이 커진 작품 편성이 늘어나는 점도 수익에 긍정적이다. 이와 함께 21년 각각 -18.1%, -1.5% 역성장했던 편성 매출과 판매 매출도 제작 편수 및 OTT 공급이 늘면서 다시 외형 성장의 기지개를 켤 것이다. 넷플릭스 2편, 티빙 오리지널 6편, 애플TV+ 1편 등 다양한 OTT에 다수의 작품을 공급하며 수익 채널을 다변화할 전망이다. 이외에도 작년 한국에 들어왔거나 진출 예정인 다른 OTT로도 작품을 판매할 가능성도 열려있다. 애플TV+ 오리지널로 스카이댄스와 공동으로 준비 중인 <The Big Door Prize>를 통해 현지 작품 제작까지 밸류체인을 확대할 것이다. 19년 말 넷플릭스와 3년간 콘텐츠 제작/방영권 판매 계약을 맺은 바 있는데 연내 계약 갱신이 예상된다. 그동안의 공급한 콘텐츠의 성과를 감안할 때 보다 우호적인 조건으로 재계약할 가능성이 크다.

BUY 유지: 22년 목표주가 135,000원(12개월 forward EV/EBITDA 16배)을 유지한다. TV 채널과 다수의 OTT로의 콘텐츠 제작 공급으로 매출 성장의 기지개를 켜고, 수익성 향상 기초를 이어갈 것이다.

분기 실적

(십억원)	4Q21	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	147.9	7.4	27.4	6.4	9.5
영업이익	6.3	37.6	-56.5	-10.7	-34.0
세전이익	-1.6	적지	적전	nm	nm
순이익	-0.8	적지	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	4.3				
세전이익	-1.1				
순이익	-0.5				

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

Valuation summary

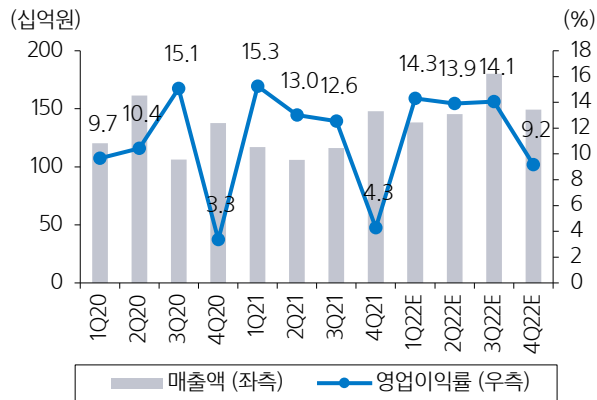
	2020	2021	2022E
Valuation (배)			
P/E	88.7	69.9	36.8
P/B	4.6	4.2	3.3
EV/EBITDA	16.5	13.6	9.5
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	10.9	24.6	66.9
ROE (%)	5.7	6.2	9.5
주당지표 (원)			
EPS	1,044	1,301	2,171
BVPS	20,309	21,696	23,867
DPS	0	0	0

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	138.4	145.4	180.3	149.2	525.7	478.2	613.3	713.4
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	43.0	41.4	56.5	44.8	197.0	152.5	185.7	214.6
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	82.1	90.2	108.4	89.5	279.7	275.8	370.2	436.5
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	13.3	13.8	15.4	14.9	48.9	49.9	57.5	62.3
매출총이익	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	21.0	14.8	26.5	27.1	32.6	22.3	74.8	84.3	108.5	135.5
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	8.4	6.7	6.9	7.2	8.6	25.7	31.0	29.4	31.7
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	19.8	20.2	25.4	13.7	49.1	53.3	79.1	103.9
영업외손익	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	0.3	3.9	-7.9	2.2	1.1	3.0	0.9	-7.6	7.6	7.1	8.4
세전이익	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	14.0	18.5	-1.6	22.0	21.3	28.3	14.6	41.5	60.9	86.2	112.3
지배주주순이익	8.5	13.4	10.6	-2.8	15.6	9.5	14.8	-0.8	16.6	16.1	21.4	11.0	29.7	45.5	65.2	84.9
매출총이익률 (%)	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	19.1	18.7	18.1	14.9	14.2	17.6	17.7	19.0
영업이익률 (%)	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	14.3	13.9	14.1	9.2	9.3	11.1	12.9	14.6
지배주주순이익률 (%)	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.0	11.1	11.9	7.4	5.6	9.5	10.6	11.9
(% YoY)																
매출액	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	7.4	18.1	37.2	55.3	0.9	12.2	-7.3	25.9	16.3
편성	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-56.9	-20.8	30.7	-1.8	47.0	56.0	-15.7	-5.6	-18.1	15.1	15.6
판매	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-10.8	27.7	-7.5	29.9	33.5	66.9	12.1	27.6	-1.5	34.4	17.9
기타	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-49.3	54.0	39.3	30.8	34.2	3.3	0.2	20.4	2.9	14.3	8.4
매출총이익	11.1	41.7	39.2	585.3	42.2	-6.9	-1.3	-1.7	11.8	33.5	55.1	51.2	56.2	6.7	36.0	24.9
판관비	28.4	5.8	21.3	67.6	14.0	33.6	21.0	-19.1	14.8	5.9	12.3	2.4	34.0	5.8	8.2	7.6
영업이익	5.5	56.3	46.8	흑전	53.6	-18.2	-9.0	37.6	10.8	46.5	74.0	115.9	71.1	7.0	50.4	31.4
영업외손익	-79.7	-69.4	적전	적지	642.7	-20.8	흑전	적지	-31.1	333.5	-23.4	흑전	적전	적지	흑전	17.3
세전이익	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-18.2	21.3	적지	4.5	51.8	53.5	흑전	25.4	25.2	65.8	30.2
지배주주순이익	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-29.1	39.6	적지	6.9	70.3	44.6	흑전	12.1	31.8	66.9	30.2
매출총이익률 (%p)	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	5.7	-1.9	-0.9	-1.1	-0.5	-0.0	5.0	4.0	2.2	1.3	1.3
영업이익률 (%p)	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.6	-2.5	0.9	-0.9	0.9	1.5	4.9	3.2	1.5	2.1	1.7
지배주주순이익률 (%p)	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	0.7	2.8	1.6	-1.3	2.2	-0.9	7.9	-0.0	2.4	2.6	1.3

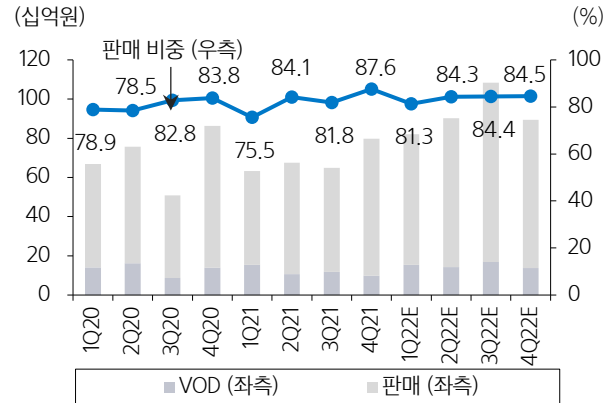
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



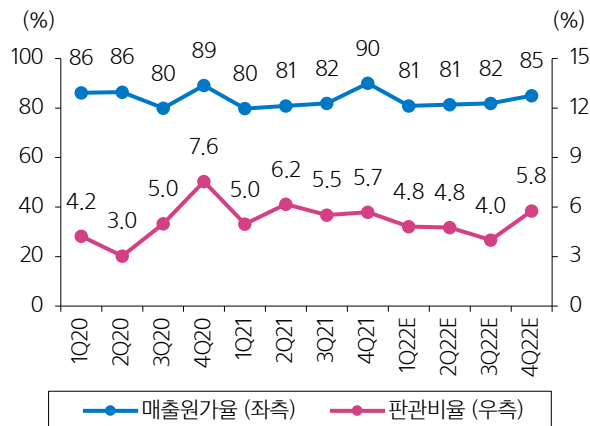
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. VOD와 판매 비중



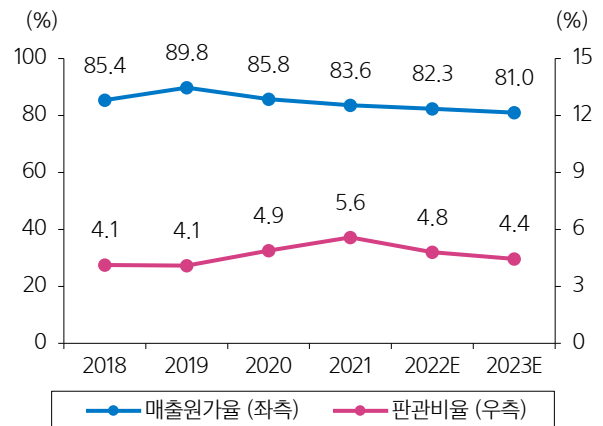
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

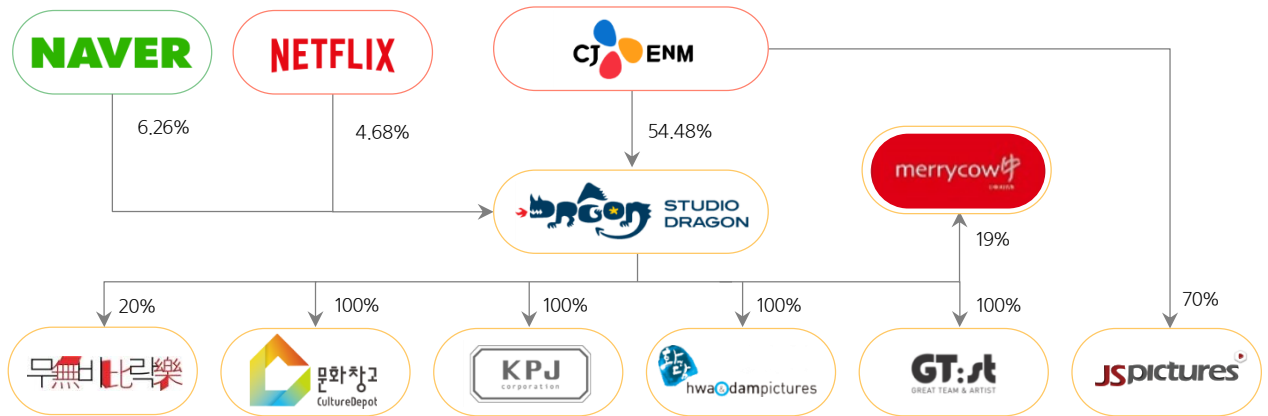
표 2. 2021년 하반기~2022년 드라마 제작 라인업

연도	No.	편성	타이틀	방송일	에피소드	작가	연출	주연	요일
2021	1	tvn	악마판사	7.3~8.22	16	문유석	최정규	지성, 박진영	토일
	2		너는 나의 봄	7.5~8.24	16	이미나	정지현	김동욱, 서현진	월화
	3		더 로드: 1의 비극	8.4~9.9	12	윤희정	김노원	지진희, 윤세아, 김혜은	수목
	4		갯마을 차차차	8.28~10.17	16	신하은	유제원	산민아, 김선호	토일
	5		하이클래스	9.6~10.26	16	현정	최병길	조여정, 김지수	월화
	6		유미의 세포들 (TVING 오리지널)	9.17~10.30	14	송재정, 김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현	금토
	7		홀타운	9.22~10.28	12	주진	박현석	엄태구, 유재명	수목
	8		지리산	10.23~12.12	16	김은희	이응복	전지현, 주지훈	토일
	9		멜랑꼴리아	11.10~12.30	16	김지운	김상협	임수정, 이도현	수목
	10		해피니스 (TVING 오리지널)	11.5~12.11	12	한상운	안길호	한효주, 박형식	금토
	11		아시와 조이	11.8~12.28	16	이재운	유종선	김혜윤, 옥택연	월화
	12		배드 앤 크레이지	12.17~'22.1.29	12	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은	금토
	13	OCN	타임즈	2.20~3.28	12	이새봄	윤종호	이서진, 이주영	토일
	14	Netflix	좋아하면 울리는 시즌2	3.12	6	유보라, 차연수	김진우	김소현, 송강	-
	15		킹덤: 아신전	7.23	1	김은희	김성훈	전지현, 박병은	-
	16	TVING	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3.26	10 (5)	김병수	은선우	전소니, 기도훈	-
	17		마녀식당으로 오세요	7.16	8 (4)	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	-
2022	1	tvN	불가살	12.18~'22.2.6	16	권소라, 서재원	장영우	이진욱, 권나라, 이준	토일
	2		고스트닥터	1.3~2.22	16	김선수	부성철	정지훈, 김범, 유이	월화
	3		스물다섯 스물하나	2.12~4.3	16	권도은	정지현	김태리, 남주혁	토일
	4		군검사 도베르만	2.28~4.19	16	윤현호	진창규	안보현, 조보아	월화
	5		살인자의 쇼핑목록	3.30~4.21	8	한지완	이연희	이광수, 설현	수목
	6		우리들의 블루스	4.9~6.12	20	노희경	김규태	이병헌, 산민아	토일
	7		링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	4.25~6.14	16	권기영	홍종찬	여진구, 문가영	월화
	8		이브	4.27~6.16	16	윤영미	박봉섭	서예지, 박병은, 이상엽	수목
	9		환혼	6.18~8.7	16	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 황민현	토일
	10		별동별 (아이치이)	6.20~7.26	12	최영우	이수현	이성경, 김영대	금토
	11		작은 아씨들	2022	12	정서경	김희원	김고은, 남지현	-
	12	OCN	우월한 하루	2022년 3월	8	이지현	조남형	진구, 하도권	토일
	13		아일랜드 (TVING 오리지널)	2022년 중순	20	장윤미	박배종	김남길, 이다희	
	14	Netflix	소년심판	2022년 2월	10	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열	
	15		셀러브리티	2022년 하반기	12	김이영	김철규	이청아, 박규영, 전효성	
	16	TVING	돼지의 왕	2022	20	탁재영	김대진	김동욱, 채정안	
	17		괴이	2022	6	연상호, 류용재	장건재	구교환, 신현빈	
	18		방과후 전쟁활동	2022	10	이남규	성용일	신현수	
	19		유미의 세포들 시즌2	2022		김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 진영, 신예은	
	20		개미가 타고 있어요	2022		임연수	최지영	홍종현, 한지은	
	21		연예인 매니저로 살아남기	2022		박소영, 이찬	백승룡	이서진, 곽선영	
	22	애플TV+	The Big Door Prize	2022	10	-	-	-	
2023	1	Netflix	스위트홈 시즌2	TBD				박규영, 이시영	
	2		더 글로리 (시즌1, 2- 각 8부작)	TBD	16	김은숙	안길호	송혜교, 이도현	

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. 지배구조



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

(십억원)	2022E			2023E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	613.0	613.3	0.1	692.1	713.4	3.1
영업이익	79.1	79.1	-0.0	103.8	103.9	0.1
영업이익률 (%)	12.9	12.9	-0.0	15.0	14.6	-0.4
세전이익	86.5	86.2	-0.4	112.8	112.3	-0.4
지배주주순이익	65.4	65.2	-0.4	85.2	84.9	-0.4

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	469	526	487	613	713
매출원가	421	451	407	505	578
매출총이익	48	75	80	108	136
(매출총이익률, %)	10.2	14.2	16.4	17.7	19.0
판매 및 일반관리비	19	26	27	29	32
영업이익	29	49	53	79	104
(영업이익률, %)	6.1	9.3	10.8	12.9	14.6
영업외손익	4	-8	-1	7	8
금융수익	10	10	14	15	16
금융비용	6	14	10	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-5	-4	-4
세전이익	33	42	52	86	112
법인세	7	12	13	21	27
(법인세율, %)	20.1	28.7	24.9	24.4	24.4
계속사업이익	26	30	39	65	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	26	30	39	65	85
(순이익률, %)	5.6	5.6	8.0	10.6	11.9
지배주주순이익	26	30	39	65	85
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	146	165	183	221	259
(EBITDA 이익률, %)	31.1	31.4	37.5	36.1	36.2
EPS (지배주주)	941	1,044	1,301	2,171	2,828
EPS (연결기준)	941	1,044	1,301	2,171	2,828
수정 EPS (원)*	941	1,044	1,301	2,171	2,828

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	-12	5	169	203	238
당기순이익	26	30	39	65	85
현금유출입이없는 비용 및 수익	124	135	139	157	175
유형자산 감가상각비	2	3	2	1	1
무형자산 상각비	115	113	128	141	154
기타	7	19	9	15	20
영업활동 자산부채 변동	-143	-144	4	2	6
투자활동에서의 현금흐름	-81	-16	-140	-158	-169
유형자산 증감	-0	-7	0	0	0
장단기금융자산의 증감	-42	31	-10	5	-4
기타	-39	-41	-130	-163	-165
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	187	42	69
기초현금	153	60	49	236	278
기말현금	60	49	236	278	346
Gross cash flow	150	165	178	222	260
Free cash flow	-13	-2	169	203	238

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	403	449	524
현금 및 현금등가물	60	49	236	278	346
매출채권	84	107	76	89	87
재고자산	0	0	0	0	0
기타	101	73	91	82	90
비유동자산	337	529	368	400	417
투자자산	13	180	15	19	19
유형자산	1	8	6	4	3
무형자산	233	230	243	260	277
기타	89	111	104	116	118
자산총계	582	757	771	849	941
유동부채	145	132	109	120	126
매입채무	18	6	10	10	15
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	127	126	99	110	111
비유동부채	8	16	11	13	14
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	8	16	11	13	14
부채총계	153	148	120	132	139
지배주주지분	428	609	651	716	801
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
이익잉여금	94	123	162	227	312
기타	-1	1	4	4	4
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	428	609	651	716	801
순부채	-91	-45	-252	-287	-361

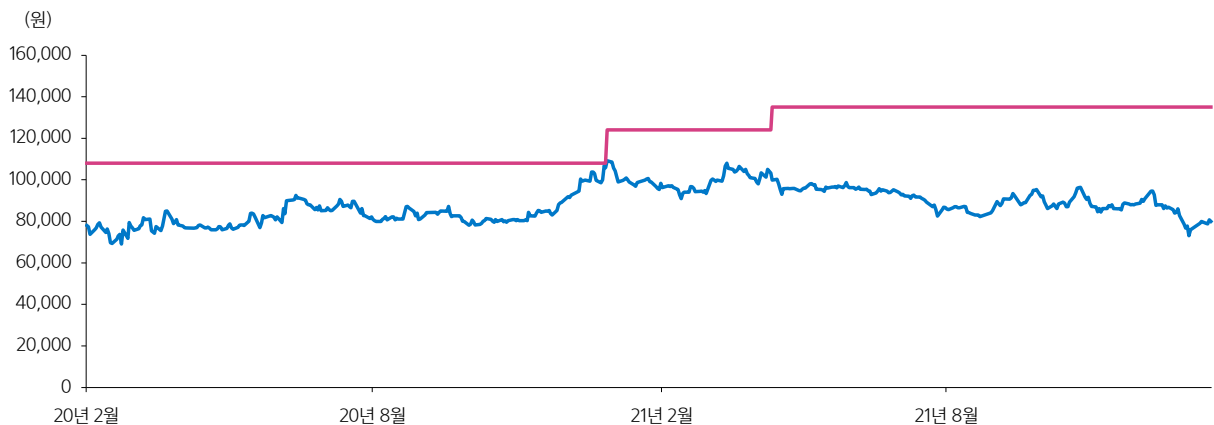
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
영업수익	23.5	12.2	-7.3	25.9	16.3
영업이익	-28.1	71.1	7.0	50.4	31.4
순이익	-26.3	12.1	31.8	66.9	30.2
수정 EPS**	-26.3	10.9	24.6	66.9	30.2
주당지표					
EPS (지배주주)	941	1,044	1,301	2,171	2,828
EPS (연결기준)	941	1,044	1,301	2,171	2,828
수정 EPS**	941	1,044	1,301	2,171	2,828
BPS	15,242	20,309	21,696	23,867	26,695
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	85.9	88.7	69.9	36.8	28.3
P/B***	5.3	4.6	4.2	3.3	3.0
EV/EBITDA	15.0	16.5	13.6	9.5	7.9
비율					
ROE (%)	6.4	5.7	6.2	9.5	11.2
ROA (%)	4.8	4.4	5.1	8.0	9.5
ROIC (%)	8.7	11.2	11.9	17.3	21.5
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	-38.7	-40.1	-45.0
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	126.6	341.8	449.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 2월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 2월 10일 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	2020/1/14	2021/1/14	2021/1/22	5/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	108,000	108,000	124,000	135,000
과리율 (평균)	-23.70	-5.37	-19.74	
과리율 (최대/최소)	-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 2021.12.31

매수(89.3%) 중립(10.7%) 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