

2022. 6. 30

플랫폼비즈니스팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

스튜디오드래곤 (253450)

수익성을 뽐낼 전망

- 2분기 영업이익은 273억원으로 컨센서스 웃돌 전망. 디즈니플러스상 구작 12편 판매 매출이 더해지며 영업이익률은 18.3%로 높아질 것
- 제작 경쟁력을 토대로 공급 채널 다각화. 22년 제작편수 32편은 달성 가능할 전망
- Peer 업체의 주가 하락에 따른 목표 멀티플 하향으로 목표주가를 103,000원으로 15% 하향하나 성장 모멘텀은 견고해 BUY 의견 유지

WHAT'S THE STORY?

2Q22 Preview- 구작 매출 더해지며 수익성 상승: 2분기 매출액은 1,495억원(+41.0% YoY), 영업이익은 273억원(+97.9% YoY)으로 컨센서스(225억원)를 웃돌 전망이다. 2분기 방영 편수는 6.7편(16부작 기준으로 환산)으로 '이브', '링크' 등의 첫 방송이 일부 연기돼 당초 예상보다 신작 방영 편수는 줄어들었지만 디즈니플러스에 구작이 올라오면서 향상된 수익성이 기대된다. 현재 디즈니플러스에 업로드된 스튜디오드래곤이 제작한 구작은 총 12편(검색어를 입력하세요 WWW, 비밀의 숲, 또 오해영, 시그널 등, 그림5)이다. 넷플릭스에 동시 방영된 작품은 '스물다섯 스물하나(2부)', '우리들의 블루스(20개)', '환혼(4부)', 디즈니플러스 동시 방영작은 '링크(8부)', 티빙 오리지널은 '돼지의 왕(8부)', '괴이(6부)', '유미의 세포들 시즌2(6부)'이 있었다. 이번 분기부터 디즈니플러스가 새로운 판매 채널로 더해졌다. 구작의 경우 상각이 이미 완료됐기 때문에 사실상 매출이 곧 이익이라고 볼 수 있다. 마진 향상을 견인해 2분기 영업이익률은 18.3%(+5.3%p YoY)로 전망한다.

채널 다각화 기반 수익성 개선하며 성장 지속 전망: 금년 상반기 미디어·콘텐츠 산업을 둘러싼 외부 환경이 급변하면서 밸류에이션 디레이팅으로 부진한 주가 흐름을 보였다. 그러나 2분기 디즈니플러스로 판매 활로를 열었고 하반기에 쿠팡플레이, 애플TV+ 등 추가 플랫폼으로 판매 채널을 넓히며 이익 개선세를 이어갈 전망이다. 넷플릭스 역시 전반적인 지출 축소 방침에도 불구하고 아시아에 대한 투자는 계속 늘려나갈 계획이라고 밝혔다. 편성 스케줄을 감안할 때 가이드선으로 제시했던 '22년 제작 편수 32편'은 충분히 달성 가능할 전망이다.

BUY 유지: 동종업체의 주가 하락을 반영해 목표 멀티플을 낮춰(14.4배→ 12.2배(동종업체 대비 15% 할인)), 목표주가를 103,000원(12MF EV/EBITDA 12.2배)으로 15% 하향한다. 국내 외 공급 채널 확장에 따른 제작 편수 증가와 레퍼런스에 기반한 신·구작 판가 상승으로 성장 모멘텀은 견고해 투자 의견 BUY를 유지한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	487	617	716	819
영업이익 (십억원)	53	83	103	129
순이익 (십억원)	39	67	82	103
EPS (adj) (원)	1,301	2,227	2,743	3,429
EPS (adj) growth (%)	24.6	71.1	23.2	25.0
EBITDA margin (%)	31.1	32.2	33.6	33.5
ROE (%)	6.0	9.1	9.9	11.2
P/E (adj) (배)	69.9	31.1	25.3	20.2
P/B (배)	4.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (배)	17.7	9.7	7.7	6.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	103,000원	48.6%
현재주가	69,300원	
시가총액	2.1조원	
Shares (float)	30,014,185주 (45.1%)	
52주 최저/최고	63,200원/96,500원	
60일-평균거래대금	101.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	-9.4	-22.7	-27.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	3.9	4.2	-2.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	103,000	121,000	-14.9%
2022E EPS	2,227	2,200	1.2%
2023E EPS	2,743	2,788	-1.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	122,786
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

표 1. 2분기 실적 전망과 컨센서스

(십억원)	2Q21	1Q22	2Q22E	QoQ (%)	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	106.0	121.1	149.5	23.4	41.0	151.4	-1.3
영업이익	13.8	18.1	27.3	50.7	97.9	22.5	21.1
영업이익률 (% p)	13.0	15.0	18.3	3.3	5.3	14.9	3.4
세전이익	14.0	20.1	28.1	39.8	100.0	23.3	20.7
지배주주순이익	9.5	15.6	21.2	36.0	124.4	18.4	15.2

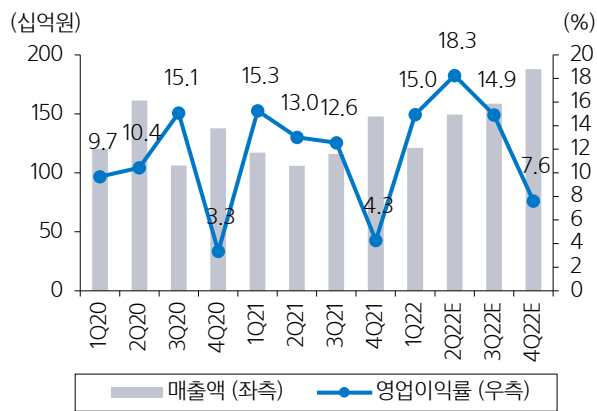
자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 삼성증권

표 2. 실적 추이와 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	149.5	158.7	187.9	525.7	487.1	617.1	716.1
편성	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	49.2	59.0	64.5	197.0	161.3	208.2	233.2
판매	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	67.5	64.9	79.8	77.7	87.8	86.1	110.6	279.7	275.5	362.2	430.4
기타	8.2	20.3	9.7	10.7	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	12.4	13.6	12.7	48.9	50.3	46.8	52.6
매출총이익	16.7	21.8	21.3	15.0	23.7	20.3	21.0	14.8	25.5	35.1	31.6	23.0	74.8	79.8	115.2	137.3
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	7.8	7.9	8.7	25.7	27.2	31.8	34.4
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	27.3	23.6	14.3	49.1	52.6	83.3	102.9
영업외손익	0.4	0.3	-0.8	-7.5	3.2	0.3	3.9	-7.9	2.0	0.8	1.3	0.4	-7.6	-0.6	4.5	6.0
세전이익	12.0	17.2	15.2	-2.9	21.1	14.0	18.5	-1.6	20.1	28.1	25.0	14.7	41.5	52.0	87.8	108.9
지배주주순이익	8.5	13.4	10.6	-2.9	15.6	9.5	14.8	-0.8	15.6	21.2	18.9	11.1	29.6	39.0	66.8	82.3
매출총이익률 (%)	13.8	13.5	20.0	10.9	20.2	19.2	18.1	10.0	21.1	23.5	19.9	12.2	14.2	16.4	18.7	19.2
영업이익률 (%)	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	13.0	12.6	4.3	15.0	18.3	14.9	7.6	9.3	10.8	13.5	14.4
지배주주순이익률 (%)	7.1	8.3	10.0	-2.1	13.3	8.9	12.8	-0.5	12.9	14.2	11.9	5.9	5.6	8.0	10.8	11.5
(% YoY)																
매출액	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	41.0	36.7	27.0	12.2	-7.3	26.7	16.0
편성	2.5	12.6	-24.9	-10.9	-3.2	-56.9	-20.8	30.7	-19.1	74.8	63.0	21.3	-5.6	-18.1	29.1	12.0
판매	19.1	25.5	-15.2	101.6	-5.5	-10.8	27.7	-7.5	23.0	29.9	32.5	38.6	27.6	-1.5	31.4	18.8
기타	-29.2	107.1	-6.4	20.2	24.0	-49.3	54.0	39.3	-21.5	20.9	-8.8	-14.6	20.4	2.9	-7.0	12.4
매출총이익	11.1	41.7	39.2	585.3	42.2	-6.9	-1.3	-1.7	7.8	72.4	50.5	55.8	56.2	6.7	44.4	19.2
판관비	28.4	5.8	21.3	67.6	14.0	33.6	21.0	-19.1	27.7	18.9	23.6	3.4	34.0	5.8	17.1	7.9
영업이익	5.5	56.3	46.8	흑전	53.6	-18.2	-9.0	37.6	1.4	97.9	62.3	125.3	71.1	7.0	58.5	23.5
영업외손익	-79.7	-69.4	적전	적지	642.7	-20.8	흑전	적지	-37.8	213.5	-66.2	흑전	적전	적지	흑전	33.0
세전이익	-9.2	44.5	16.2	적지	75.3	-18.2	21.3	적지	-4.6	100.0	35.3	흑전	25.4	25.2	68.9	24.0
지배주주순이익	-7.3	82.1	-8.0	적지	82.2	-29.1	39.6	적지	0.4	124.4	27.4	흑전	12.1	31.8	71.1	23.2
매출총이익률 (%p)	0.4	1.5	8.4	8.7	6.4	5.7	-1.9	-0.9	0.9	4.3	1.8	2.3	4.0	2.2	2.3	0.5
영업이익률 (%p)	-0.2	2.0	6.8	7.5	5.6	2.6	-2.5	0.9	-0.3	5.3	2.4	3.3	3.2	1.5	2.7	0.9
지배주주순이익률 (%p)	-1.1	2.6	1.2	-0.4	6.2	0.7	2.8	1.6	-0.4	5.3	-0.9	6.4	-0.0	2.4	2.8	0.7

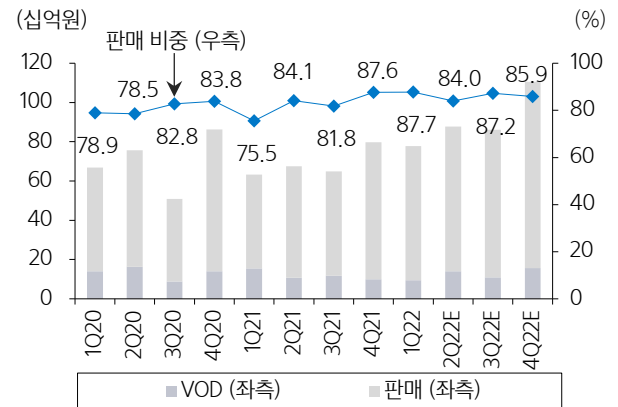
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



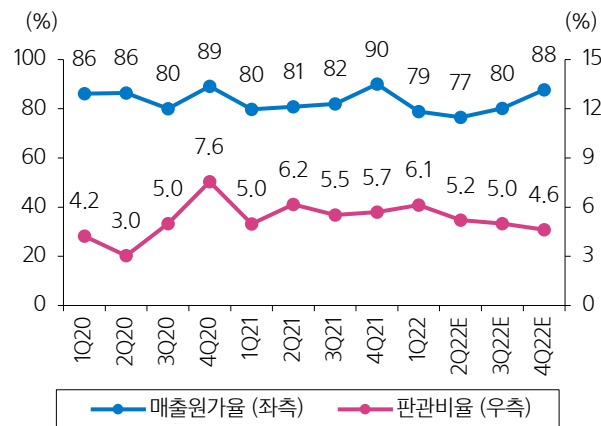
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. VOD와 판매 비중



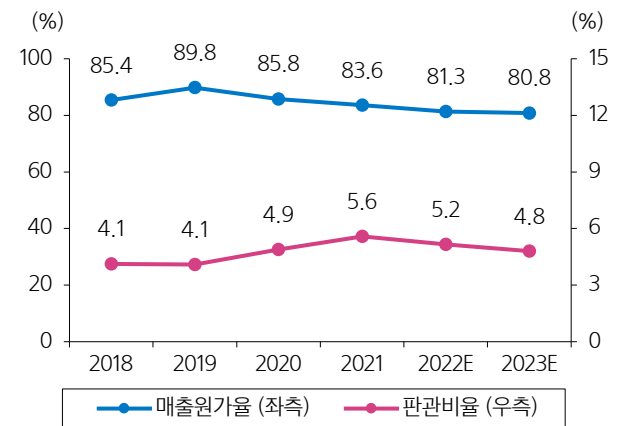
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 매출원가율 및 판관비율



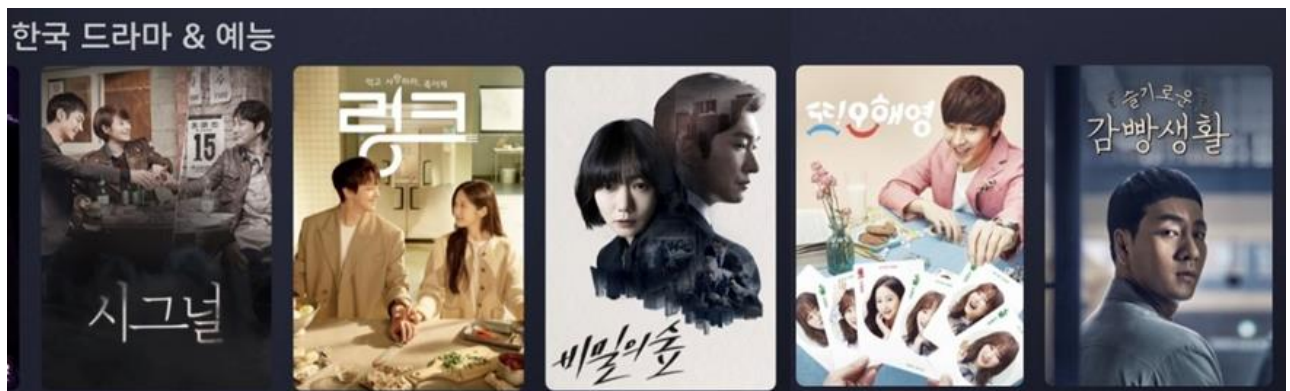
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 연간 매출원가율 및 판관비율



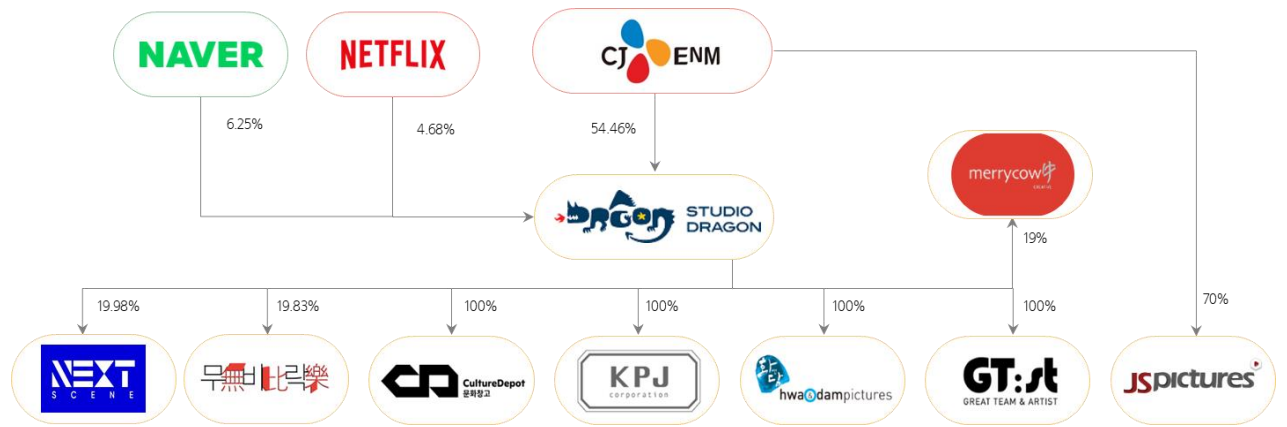
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 디즈니플러스에 업데이트된 스튜디오드래곤 제작 작품 (신작 & 구작)



자료: 디즈니플러스, 삼성증권

그림 6. 지배구조



참고: 1Q22 분기 보고서 기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

(십억원)	2022E			2023E		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	638.3	617.1	-3.3	739.4	716.1	-3.2
영업이익	82.2	83.3	1.4	104.5	102.9	-1.5
영업이익률 (%)	12.9	13.5	0.6	14.1	14.4	0.2
세전이익	86.8	87.8	1.2	110.7	108.9	-1.6
지배주주순이익	66.0	66.8	1.2	83.7	82.3	-1.6

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	526	487	617	716	819
매출원가	451	407	502	579	653
매출총이익	75	80	115	137	166
(매출총이익률, %)	14.2	16.4	18.7	19.2	20.2
판매 및 일반관리비	26	27	32	34	37
영업이익	49	53	83	103	129
(영업이익률, %)	9.3	10.8	13.5	14.4	15.7
영업외손익	-8	-1	4	6	8
금융수익	10	14	13	14	15
금융비용	14	10	6	5	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-5	-3	-3	-4
세전이익	42	52	88	109	136
법인세	12	13	21	27	33
(법인세율, %)	28.7	24.9	23.9	24.4	24.4
계속사업이익	30	39	67	82	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	30	39	67	82	103
(순이익률, %)	5.6	8.0	10.8	11.5	12.6
지배주주순이익	30	39	67	82	103
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	165	152	199	241	274
(EBITDA 이익률, %)	31.4	31.1	32.2	33.6	33.5
EPS (지배주주)	1,044	1,301	2,227	2,743	3,429
EPS (연결기준)	1,044	1,301	2,227	2,743	3,429
수정 EPS (원)*	1,044	1,301	2,227	2,743	3,429

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	5	-8	162	234	236
당기순이익	30	39	67	82	103
현금유출입이없는 비용 및 수익	135	119	135	161	175
유형자산 감가상각비	3	4	2	1	1
무형자산 상각비	113	95	113	136	145
기타	19	20	20	24	29
영업활동 자산부채 변동	-144	-155	-19	17	-9
투자활동에서의 현금흐름	-16	27	-128	-142	-161
유형자산 증감	-7	-2	0	0	0
장단기금융자산의 증감	47	0	0	0	0
기타	-56	28	-128	-142	-161
재무활동에서의 현금흐름	0	-3	-5	-1	-1
차입금의 증가(감소)	1	0	-4	0	0
자본금의 증가(감소)	149	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-150	-4	-1	-1	-1
현금증감	-11	16	89	83	66
기초현금	60	49	65	153	236
기말현금	49	65	153	236	302
Gross cash flow	165	158	202	244	278
Free cash flow	-2	-11	162	234	236

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228	233	317	415	482
현금 및 현금등가물	49	65	153	236	302
매출채권	107	124	132	139	145
재고자산	0	0	0	0	0
기타	73	44	32	39	36
비유동자산	529	652	647	663	692
투자자산	180	241	221	230	239
유형자산	8	8	5	4	3
무형자산	230	298	310	316	332
기타	111	105	110	113	118
자산총계	757	884	964	1,078	1,174
유동부채	132	184	158	188	179
매입채무	6	17	15	23	25
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	126	167	143	165	154
비유동부채	16	17	18	20	22
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	16	17	18	20	22
부채총계	148	200	176	208	201
지배주주지분	609	684	788	870	973
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	470	470	470	470	470
이익잉여금	123	162	229	311	414
기타	1	37	74	74	74
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	609	684	788	870	973
순부채	-38	-54	-146	-229	-295

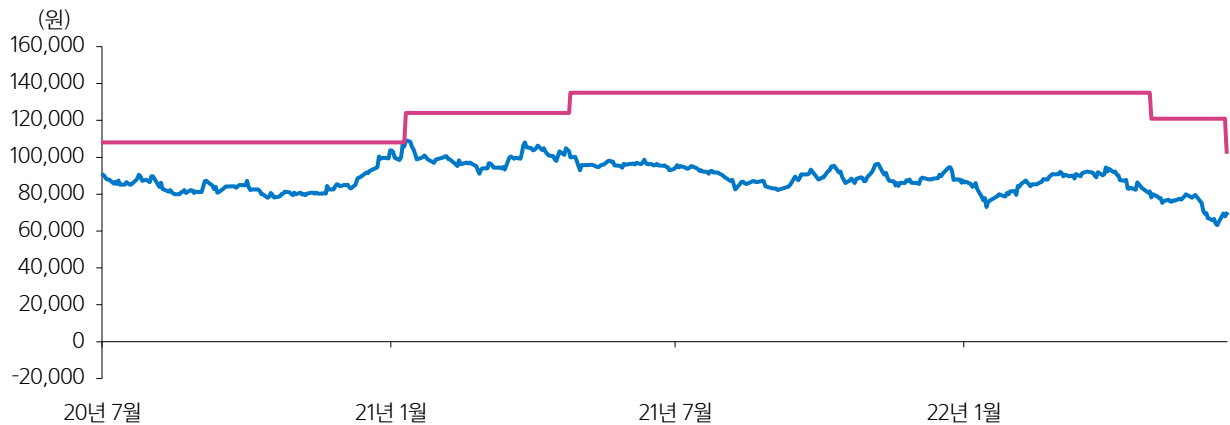
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	12.2	-7.3	26.7	16.0	14.3
영업이익	71.1	7.0	58.5	23.5	24.9
순이익	12.1	31.8	71.1	23.2	25.0
수정 EPS**	10.9	24.6	71.1	23.2	25.0
주당지표					
EPS (지배주주)	1,044	1,301	2,227	2,743	3,429
EPS (연결기준)	1,044	1,301	2,227	2,743	3,429
수정 EPS**	1,044	1,301	2,227	2,743	3,429
BPS	20,309	22,785	26,241	28,984	32,413
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	88.7	69.9	31.1	25.3	20.2
P/B***	4.6	4.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.6	17.7	9.7	7.7	6.5
비율					
ROE (%)	5.7	6.0	9.1	9.9	11.2
ROA (%)	4.4	4.8	7.2	8.1	9.1
ROIC (%)	11.2	10.9	15.6	18.7	22.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-6.3	-7.8	-18.6	-26.3	-30.3
이자보상배율 (배)	84.8	67.6	127.8	201.6	251.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 6월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 6월 29일 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	2022/5/12	6/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	108000	108000	124000	135000	121000	103000
과리율 (평균)	-23.70	-5.37	-19.74	-33.60	-39.04	
과리율 (최대/최소)	-3.98	-1.02	-12.50	-25.78	-33.88	

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 2022.03.31

매수(85.4%) 중립(14.6%) 매도(0%)

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
Powered by the S&P Global CSA