



KB증권



더 많은 리포트 보기

스튜디오드래곤 (253450)

실적은 바닥을 통과 중

2019년 11월 8일

인터넷/게임/미디어/레저 Analyst 이동륜
02-6114-2960 drlee@kbf.com

투자 의견 Buy 유지, 목표주가
100,000원으로 16.3% 상향 조정

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 100,000원으로 16.3% 상향조정한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 넷플릭스의 2020E PER을 10% 할인 적용해 산정했다. 목표주가 상향조정은 12개월 fwd. 기간조정과 OTT 산업내 콘텐츠 수요증가를 감안해 적정 배수를 36배에서 41배로 상향 조정한 데 기인한다.

3Q19 실적은 컨센서스를 하회. 호텔델루나
매출인식 지연 감안하면 부담스럽지 않은
수준

3Q19 실적은 매출액 1,312억원 (+6.1% YoY, +2.3% QoQ), 영업이익 109억원 (-49.2% YoY, +1.0% QoQ)을 기록했다. 매출액은 컨센서스를 2.5% 상회한 반면, 영업이익은 8.6% 하회했다. 1) 전년동기 <미스터션샤인> 방영에 따른 실적 기저, 2) <아스달연대기> 방영에 따른 상각비 부담 증가, 3) 호텔델루나 해외지역 판매매출 일부가 4Q로 이연된 점 등을 감안하면 전반적으로 무난한 실적이었다.

2020년 본격적인 수익 레버리지 효과 기대

2020년에는 매출액 5,901억원 (+20.4% YoY), 영업이익 797억원 (+63.8% YoY)을 시현할 전망이다. 실적성장의 근거는 아스달연대기 시즌2의 마진율 상승, 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠 공급확대, 국내외 OTT로의 공급처 확대 가능성에 기인한다. 중국시장은 아직 불확실성이 커 실적 추정에서 제외했으나, 기대감은 여전히 높은 상황이다.

글로벌 OTT 산업환경은 여전히 우호적

전방산업과 bottom-up 상황이 모두 우호적이다. 넷플릭스로 대표되었던 OTT 산업은 디즈니, 애플, HBO, 아마존 등 글로벌 주요 기업들의 지역확장에 힘입어 한국 콘텐츠에 대한 수요가 높아질 전망이다. 라이브러리 판매매출 확대와 더불어 오리지널 콘텐츠 수주 역시 증가할 전망이다. 넷플릭스 오리지널은 지난 8월 <좋아하면 울리는>을 선보인 것을 시작으로 <나홀로 그대>를 비롯해 연간 2~3편의 공급이 예상된다. 주가 역시 4Q 실적 (영업이익 112억원 추정, +2.3% YoY)보다는 뉴스플로우에 더 민감하게 반응할 가능성이 높다고 판단된다.

Buy 유지

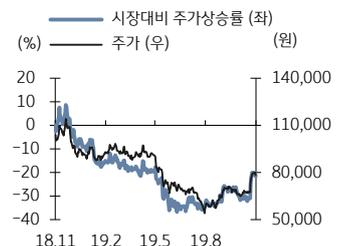
목표주가 (상향, 원)	100,000
Upside / Downside (%)	27.7
현재가 (11/7, 원)	78,300
Consensus Target Price (원)	91,000
시가총액 (조원)	2.2

Trading Data	
Free float (%)	25.3
거래대금 (3M, 십억원)	7.0
외국인 지분율 (%)	2.9
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 5 인 74.3

Share price performance				
추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.0	40.1	-13.8	-19.7
시장대비 상대수익률	12.0	18.7	-2.5	-17.7

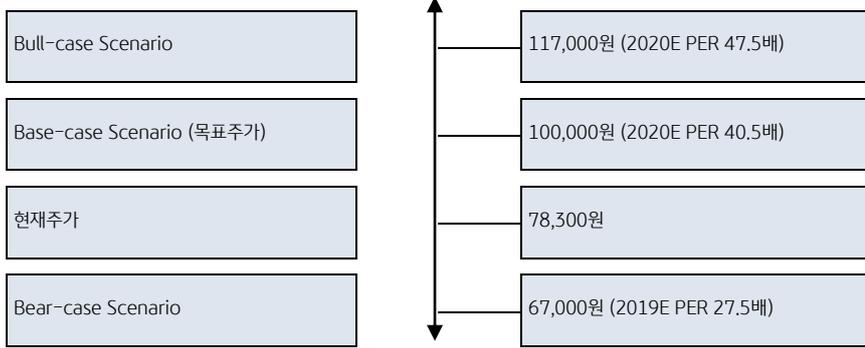
Forecast earnings & valuation

결산기말	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	490	590	694
영업이익 (십억원)	40	44	80	95
지배주주순이익 (십억원)	36	40	69	81
EPS (원)	1,278	1,413	2,469	2,890
증감률 (%)	21.7	10.6	74.7	17.1
PER (X)	72.3	55.4	31.7	27.1
EV/EBITDA (X)	21.2	13.4	13.9	14.7
PBR (X)	6.5	5.0	4.3	3.7
ROE (%)	9.3	9.4	14.6	14.7
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 증가
- 2) 2H20 해외 OTT 고객사 확대

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 급증
- 2) 1H20 해외 OTT 고객사 확대

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 넷플릭스 오리지널 드라마 제작편수 정체
- 2) 해외 고객사 확대 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	485	574	490	590	1.2	2.9
영업이익	53	86	44	80	-17.1	-7.6
지배주주순이익	46	73	40	69	-13.0	-4.4

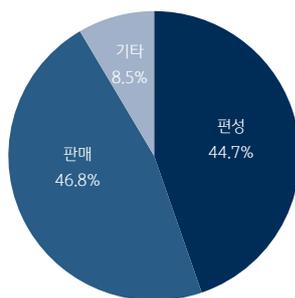
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	490	590	492	588	-0.4	0.3
영업이익	44	80	47	75	-6.5	5.8
지배주주순이익	40	69	39	62	2.9	11.7

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2019E)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
제이콘텐트리	537	19.4	16.6	1.5	1.4	8.4	7.7	8.1	8.7	0.0	0.3
Netflix	146,615	73.9	46.2	17.8	12.8	43.2	30.1	23.2	27.3	0.0	0.0
Zhejiang Huace Film&TV	1,805	29.0	19.2	1.5	1.5	24.2	17.4	4.3	6.4	0.3	0.5
Beijing HualuBaina Film&TV	740	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: Bloomberg consensus, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation

2) 목표주가 산정:
2020E EPS x multiple 41.4배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
117,000원 ~ 67,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2020E PER 40.5배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2019E	2020E
금리 1%p 상승 시	+2.0	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.4

표 1. 3Q19 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	3Q19P	2Q19	QoQ	3Q18	YoY	이전 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	131.2	128.2	2.3	123.7	6.1	134.2	(2.2)	127.9	2.5
영업이익	10.9	10.8	1.0	21.5	(49.2)	16.8	(35.0)	11.9	(8.6)
영업이익률	8.3	8.4	(0.1)	17.4	(9.1)	12.5	(4.2)	9.3	(1.0)
지배주주순이익	11.5	7.3	58.0	17.3	(33.2)	15.6	(26.1)	9.4	22.3
지배주주순이익률	8.8	5.7	3.1	14.0	(5.2)	11.6	(2.8)	7.4	1.4

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	119.1	286.8	379.5	490.3	590.1
(QoQ %)	11.1	(7.0)	66.5	(17.7)	9.9	14.6	2.3	(9.2)	-	-	-	-
(YoY %)	6.0	19.6	59.6	41.5	40.0	72.6	6.1	17.1	46.7	32.3	29.2	20.4
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	56.2	131.2	178.1	219.2	282.7
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	52.9	111.8	162.1	229.3	263.6
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	10.0	43.7	39.4	41.7	43.8
영업비용	69.2	67.0	102.2	101.3	100.8	117.4	120.2	107.9	253.8	339.6	446.4	510.4
(QoQ %)	1.2	(3.3)	52.6	(0.9)	(0.5)	16.5	2.4	(10.2)	-	-	-	-
(YoY %)	12.8	25.9	44.2	48.1	45.6	75.3	17.7	6.6	45.6	33.8	31.4	14.3
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	11.2	33.0	39.9	43.9	79.7
(QoQ %)	207.1	(31.3)	193.5	(97.9)	2,400.7	(2.1)	1.0	2.3	-	-	-	-
(YoY %)	(23.7)	(17.7)	223.0	(87.3)	3.5	47.5	(49.2)	2,431.7	55.6	21.0	10.0	81.6
영업이익률 (%)	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	8.4	8.3	9.4	11.5	10.5	9.0	13.5
지배주주순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.1	7.3	11.5	11.6	23.8	35.7	39.6	69.4
(QoQ %)	293.5	13.0	94.2	(89.9)	422.6	(20.1)	58.0	0.8	-	-	-	-
(YoY %)	(41.3)	217.2	204.6	(12.5)	16.2	(17.9)	(33.2)	565.1	-	49.9	10.7	75.3
순이익률 (%)	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	5.7	8.8	9.8	8.3	9.4	8.1	11.8

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2019E					2020E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	490.3	484.6	1.2	492.2	(0.4)	590.1	573.7	2.9	588.2	0.3
영업이익	43.9	52.9	(17.1)	46.9	(6.5)	79.7	86.3	(7.6)	75.4	5.8
영업이익률	9.0	10.9	(2.0)	9.5	(0.6)	13.5	15.0	(1.5)	12.8	0.7
지배주주순이익	39.6	45.6	(13.1)	38.6	2.6	69.4	72.5	(4.4)	62.1	11.7
지배주주순이익률	8.1	9.4	(1.3)	7.8	0.2	11.8	12.6	(0.9)	10.6	1.2

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤 PER 밸류에이션

(십억원, X, 천주, 원)	비고
12mf 지배주주순이익	69.4
Target PER	41.4
적정 시가총액	2,872
총 주식수	28,037
목표주가	100,000

Netflix의 2020E PER 10% 할인 적용
완전희석 기준

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	287	380	490	590	694
매출원가	240	324	428	490	576
매출총이익	47	56	62	100	118
판매비와관리비	14	16	18	21	23
영업이익	33	40	44	80	95
EBITDA	74	115	154	139	124
영업외손익	-3	6	8	12	12
이자수익	1	4	10	15	16
이자비용	2	0	4	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	30	46	51	91	107
법인세비용	6	10	12	22	26
당기순이익	24	36	40	69	81
지배주주순이익	24	36	40	69	81
수정순이익	24	36	40	69	81

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	85.7	32.4	29.2	20.4	17.5
영업이익 성장률	98.3	21.0	10.0	81.7	18.6
EBITDA 성장률	91.4	55.1	33.4	-9.4	-10.7
지배기업순이익 성장률	193.0	50.2	10.8	74.8	17.0
매출총이익률	16.4	14.6	12.7	17.0	17.0
영업이익률	11.5	10.5	9.0	13.5	13.6
EBITDA이익률	25.9	30.3	31.3	23.6	17.9
세전이익률	10.6	12.0	10.5	15.5	15.4
당기순이익률	8.3	9.4	8.1	11.8	11.7

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	-29	64	137	120
당기순이익	24	36	40	69	81
유무형자산상각비	41	75	110	59	30
기타비현금손익 조정	5	-1	11	22	26
운전자본증감	-73	-139	-82	8	9
매출채권감소 (증가)	-14	-27	-33	-4	-4
재고자산감소 (증가)	-2	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	9	26	12	3	3
기타영업현금흐름	20	36	-15	-22	-26
투자활동 현금흐름	-141	141	-71	-14	-15
유형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	-141	138	0	0	0
기타투자현금흐름	0	3	-25	-9	-10
재무활동 현금흐름	188	-10	18	10	11
금융부채 증감	-18	-10	18	10	11
자본의 증감	208	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-2	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	40	102	10	133	116
기말현금	51	153	163	296	412
잉여현금흐름 (FCF)	-7	-29	63	136	119
순현금흐름	199	-29	-12	125	108
순현금 (순차입금)	183	153	141	266	374

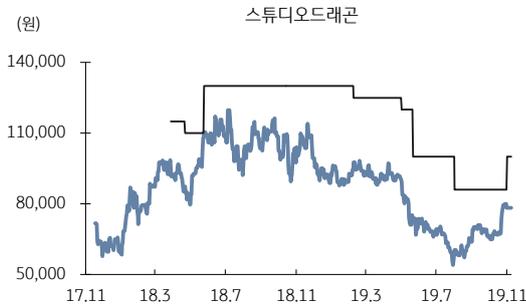
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	459	512	615	707	814
유동자산	290	247	339	479	603
현금 및 현금성자산	51	153	163	296	412
단기금융자산	141	2	47	49	51
매출채권	55	69	98	102	107
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	41	22	30	31	32
비유동자산	170	265	276	228	211
투자자산	4	4	4	5	5
유형자산	1	1	1	0	0
무형자산	128	199	187	130	104
기타비유동자산	36	53	72	81	91
부채총계	91	111	174	197	222
유동부채	91	108	153	172	193
매입채무	6	20	23	25	29
단기금융부채	10	0	49	55	62
기타유동부채	75	89	81	91	103
비유동부채	0	3	21	25	29
장기금융부채	0	2	20	24	28
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	441	510	592
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본항목	3	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	32	68	107	177	258
지배자본 계	368	401	441	510	592
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Multiples					
PER	61.9	72.3	55.4	31.7	27.1
PBR	4.9	6.5	5.0	4.3	3.7
PSR	5.1	6.8	4.5	3.7	3.2
EV/EBITDA	22.1	21.2	13.4	13.9	14.7
EV/EBIT	49.7	61.1	46.9	24.3	19.3
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	1,050	1,278	1,413	2,469	2,890
BPS	13,141	14,305	15,696	18,165	21,055
SPS (주당매출액)	12,628	13,539	17,452	21,004	24,688
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.5	9.3	9.4	14.6	14.7
ROA	6.8	7.4	7.0	10.5	10.7
ROIC	15.6	15.1	13.1	23.6	33.3
안정성지표					
부채비율	24.7	27.7	39.5	38.5	37.6
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.2	2.3	2.2	2.8	3.1
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	11.6	19.9	23.6
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.2	6.1	5.9	5.9	6.6
재고자산회전율	0.0	405.4	851.7	1,029.7	1,210.3

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-04-03	Buy	115,000	-20.05	-15.74
18-04-29	Buy	110,000	-15.81	-2.00
18-06-01	Buy	130,000	-18.37	-7.85
18-12-01	6개월 경과 이후	130,000	-28.13	-16.08
19-02-15	Buy	125,000	-25.98	-21.36
19-05-09	Buy	120,000	-34.46	-30.08
19-05-29	Buy	100,000	-32.68	-26.20
19-08-09	Buy	86,000	-21.88	-6.86
19-11-08	Buy	100,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2019. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
76.0	24.0	-

투자의견 분류 및 기준

중목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.