



KB 증권



더 많은 리포트 보기

스튜디오드래곤 (253450)

OTT 테마 대장주

2020년 3월 30일

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

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 97,000원으로 3.0% 하향조정

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 97,000원으로 기존대비 3.0% 하향 조정한다. 목표주가 하향조정은 해외지역 판매확대가 기존 예상대비 지연됨에 따라 2020년 매출액과 지배주주순이익 추정치를 각각 4.0%, 7.2% 하향조정한 데 기인한다. 코로나 확산에 따른 콘텐츠 소비증가에 힘입어 스튜디오드래곤의 콘텐츠 제작 경쟁력이 지속적으로 부각될 전망이다.

1Q20 실적은 컨센서스 하회할 전망

1Q20 실적은 매출액 1,175억원 (+20.7% QoQ, +5.1% YoY), 영업이익 111억원 (흑자전환 QoQ, +0.5% YoY)을 기록하면서 시장 컨센서스를 각각 3.4%, 3.3% 하회할 전망이다. 1분기 드라마 상영횟수는 전년동기대비 감소했으나, <사랑의 불시착>을 비롯한 주요 콘텐츠의 양호한 시청률과 넷플릭스향 판매매출 확대에 힘입어 양호한 실적을 시현할 전망이다.

2분기부터 대작콘텐츠의 순차적인 방영과 넷플릭스향 판매 확대 기대

2분기부터 대작 콘텐츠의 순차적 방영에 따른 실적개선이 기대된다. 2Q20에는 김은숙 작가의 <더킹: 영원의 군주>의 방영이 예정되어 있다 (SBS, 4월 예정). 김은숙 작가는 <도깨비>, <미스터선샤인> 등 텐트폴 드라마를 다수 집필한 만큼 흥행 기대감이 높으며, 넷플릭스향 판매마진 확대를 감안하면 2Q20부터 실적 개선이 예상된다. 2Q20 영업이익은 191억원 (+72.0% QoQ, +76.6% YoY)으로 전망되며, <도깨비> 방영 당시인 3Q18 영업이익이 215억원이었던 점을 감안하면 충분히 달성 가능한 수준으로 보여진다.

코로나19 확산에 따른 콘텐츠 소비증가 수혜주

코로나19의 글로벌 확산에 따라 콘텐츠 소비가 증가하면서 OTT 밸류체인이 부각되고 있다. 글로벌 1위 OTT 플랫폼이자 스튜디오드래곤의 주요 고객사인 넷플릭스의 주가는 연초대비 +10%의 수익률을 시현하면서 양호한 모습을 보이고 있으며, 스튜디오드래곤 역시 넷플릭스와의 주가 동조화가 지속되면서 콘텐츠 수혜주로서의 메리트는 여전히 유효한 상황으로 판단한다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원) 97,000

Dividend Yield (%)	0.0
Total Return (%)	28.1
현재가 (3/27, 원)	75,700
Consensus Target Price (원)	103,647
시가총액 (조원)	2.1

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	30.3
거래대금 (3M, 십억원)	11.5
외국인 지분율 (%)	8.6
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 5 인 69.3

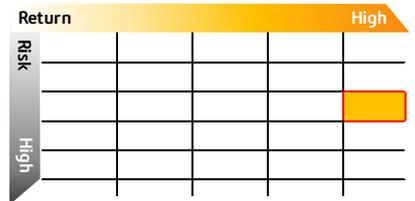
Share price performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-4.1	9.2	-14.2
시장대비 상대수익률	19.4	21.3	31.0	19.6

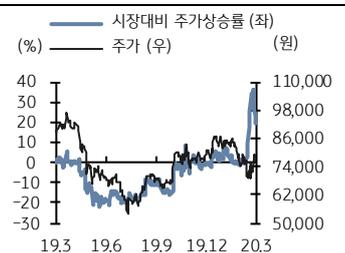
Forecast earnings & valuation

결산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	469	567	669	753
영업이익 (십억원)	29	69	90	101
지배주주순이익 (십억원)	26	64	79	89
EPS (원)	940	2,291	2,824	3,156
증감률 (%)	-26.4	143.7	23.3	11.8
PER (X)	86.0	33.0	26.8	24.0
EV/EBITDA (X)	15.6	14.4	14.7	14.4
PBR (X)	5.3	4.3	3.7	3.2
ROE (%)	6.4	14.0	14.9	14.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)

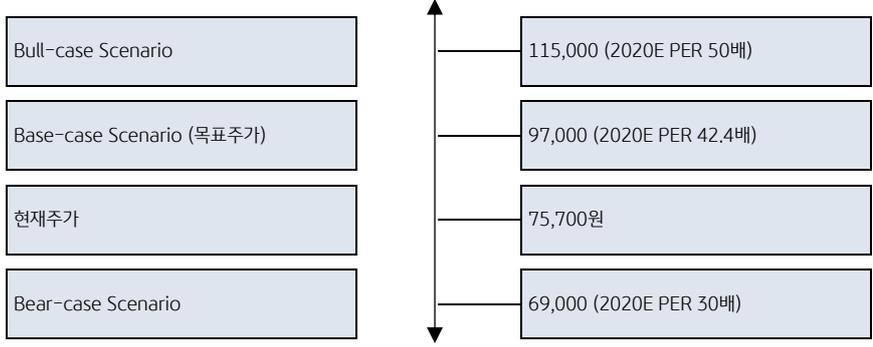


Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 연내 중국향 판매 재개
- 2) 연내 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 확장

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 상반기 중 중국향 판매 재개
- 2) 상반기 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 확장

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 중국향 판매 지연
- 2) 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 확장 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	590.1	693.6	566.5	668.5	-4.0	-3.6
영업이익	79.7	94.5	69.0	89.7	-13.4	-5.1
지배주주순이익	69.4	81.2	64.4	79.4	-7.2	-2.2

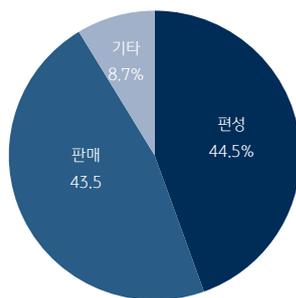
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	566.5	668.5	570.3	664.9	-0.7	0.5
영업이익	69.0	89.7	61.2	80.6	12.8	11.3
지배주주순이익	64.4	79.4	50.6	65.7	27.2	20.8

자료: Dataguide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2019)



자료: ??

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
제이콘텐트리	411	14.3	10.9	1.0	0.9	9.1	8.1	7.3	8.9	0.0	4.8
Netflix	2,184	22.9	19.0	1.9	1.7	20.3	17.0	7.5	8.5	0.4	0.5
Zhejiang Huace Film&TV	192,866	53.7	38.6	15.4	11.3	37.5	27.7	29.1	29.0	0.0	0.0
Walt Disney	230,327	24.0	18.2	2.1	2.0	15.4	12.9	7.6	10.6	1.8	1.9

자료: Bloomberg Consensus, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

PER Valuation

2) 목표주가 산정:

12개월 선행 EPS 2,296원 x multiple 42.4배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

115,000원 ~ 69,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2020E PER 42.4배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2020E	2021E
금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 1Q20 실적 추정치와 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	1Q20E	4Q19	QoQ	1Q19	YoY	이전 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	117.5	97.4	20.7	111.8	5.1	129.4	(9.2)	121.6	(3.4)
영업이익	11.1	(4.1)	흑전	11.0	0.5	17.8	(37.6)	11.5	(3.3)
영업이익률	9.4	(4.2)	13.6	9.9	(0.4)	13.7	(4.3)	9.4	0.0
지배주주순이익	11.4	(1.7)	흑전	9.1	24.9	15.6	(27.1)	9.8	16.5
지배주주순이익률	9.7	(1.7)	11.4	8.2	1.5	12.1	(2.4)	8.1	1.7

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	117.5	152.2	146.5	150.4	468.5	566.5	668.5	753.1
(QoQ %)	9.9	14.6	2.3	(25.8)	20.7	29.5	(3.8)	2.7	-	-	-	-
(YoY %)	40.0	72.6	6.1	(4.3)	5.1	18.7	11.7	54.5	23.4	20.9	18.0	12.6
편성매출	44.1	58.1	60.8	45.7	46.3	69.5	69.6	68.3	208.7	253.7	326.5	378.9
판매매출	56.2	60.3	60.0	42.8	61.8	72.4	66.0	72.7	219.3	272.9	300.2	330.2
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	9.4	10.3	10.9	9.3	40.6	39.9	41.9	44.0
영업비용	100.8	117.4	120.2	101.5	106.4	133.1	126.8	131.2	439.9	497.5	578.8	651.7
(QoQ %)	(0.5)	16.5	2.4	(15.6)	4.9	25.1	(4.8)	3.5	-	-	-	-
(YoY %)	45.6	75.3	17.7	0.2	5.6	13.4	5.4	29.3	29.5	13.1	16.3	12.6
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.1)	11.1	19.1	19.7	19.2	28.6	69.0	89.7	101.4
(QoQ %)	2,400.7	(2.1)	1.1	적전	흑전	72.0	3.3	(2.6)	-	-	-	-
(YoY %)	3.5	47.5	(49.2)	적전	0.5	76.6	80.4	흑전	(28.2)	141.0	29.9	13.1
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	(4.2)	9.4	12.5	13.4	12.8	6.1	12.2	13.4	13.5
지배주주순이익	9.1	7.3	11.6	(1.7)	11.4	17.4	17.9	17.6	26.4	64.4	79.4	88.8

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2020E					2021E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	566.5	590.1	(4.0)	570.3	(0.7)	668.5	693.6	(3.6)	664.9	0.5
영업이익	69.0	79.7	(13.4)	61.2	12.8	89.7	94.5	(5.1)	80.6	11.3
영업이익률	12.2	13.5	(1.3)	10.7	1.5	13.4	13.6	(0.2)	12.1	1.3
지배주주순이익	64.4	69.4	(7.2)	50.6	27.2	79.4	81.2	(2.2)	65.7	20.8
지배주주순이익률	11.4	11.8	(0.4)	8.9	2.5	11.9	11.7	0.2	9.9	2.0

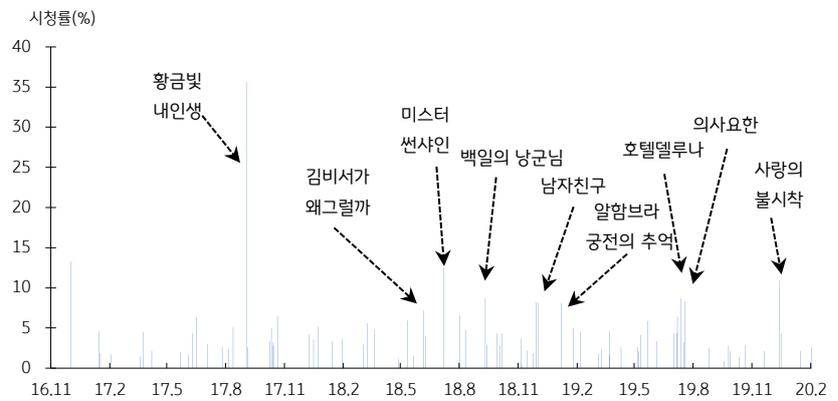
자료: Fnguide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤의 PER 밸류에이션

구분	금액	비고
12개월 fwd. 순이익 (십억원)	64.4	
발행주식수 ('000)	28,037	완전희석 기준
EPS (KRW)	2,295	
Target PER (X)	42.4	Netflix의 2020E PER 20% 할인 적용
목표주가 (KRW)	97,000	
현재주가 (KRW)	75,700	3/27 기준
Upside (%)	28.1%	

자료: KB증권 추정

그림 1. 스튜디오드래곤 제작 콘텐츠 시청률 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 2. 스튜디오드래곤과 넷플릭스의 주가 추이



자료: Bloomberg, KB증권

포괄손익계산서					
(십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	380	469	567	669	753
매출원가	324	421	476	555	625
매출총이익	56	48	90	114	128
판매비와관리비	16	19	21	24	27
영업이익	40	29	69	90	101
EBITDA	115	142	135	125	121
영업외손익	6	4	17	18	19
이자수익	4	2	19	20	21
이자비용	0	0	4	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	1	1	1
세전이익	46	33	86	107	120
법인세비용	10	7	21	28	31
당기순이익	36	26	64	79	89
지배주주순이익	36	26	64	79	89
수정순이익	36	26	64	79	89

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 성장률	32.4	23.4	20.9	18.0	12.7
영업이익 성장률	21.0	-28.3	141.2	30.0	13.1
EBITDA 성장률	55.1	23.0	-4.7	-7.7	-3.2
지배기업순이익 성장률	50.2	-26.3	143.6	23.3	11.7
매출총이익률	14.6	10.2	15.9	17.0	17.0
영업이익률	10.5	6.1	12.2	13.4	13.5
EBITDA이익률	30.3	30.2	23.9	18.7	16.0
세전이익률	12.0	7.1	15.2	16.1	15.9
당기순이익률	9.4	5.6	11.4	11.9	11.8

현금흐름표					
(십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-29	9	136	121	116
당기순이익	36	26	64	79	89
유무형자산상각비	75	113	66	35	19
기타비현금손익 조정	-1	6	21	28	31
운전자본증감	-139	-122	5	6	8
매출채권감소 (증가)	-27	-35	-4	-4	-4
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	26	16	2	3	3
기타영업현금흐름	36	-15	-21	-28	-31
투자활동 현금흐름	141	-102	-15	-16	-17
유형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	138	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	3	-38	-9	-10	-12
재무활동 현금흐름	-10	9	10	11	13
금융부채 증감	-10	8	10	11	13
자본의 증감	0	1	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	102	-84	131	116	111
기말현금	153	69	199	315	426
잉여현금흐름 (FCF)	-29	8	134	119	114
순현금흐름	-29	-93	123	107	101
순현금 (순차입금)	153	60	184	291	392

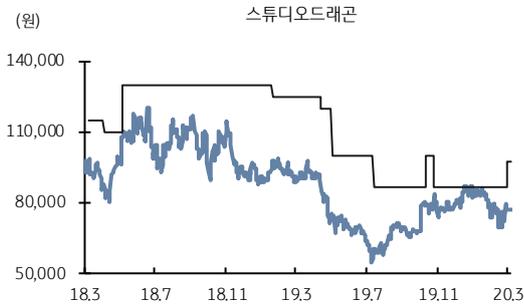
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	512	595	681	784	900
유동자산	247	290	430	555	676
현금 및 현금성자산	153	69	199	315	426
단기금융자산	2	66	69	71	74
매출채권	69	95	98	102	107
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	22	61	63	66	68
비유동자산	265	305	251	229	224
투자자산	4	10	10	11	11
유형자산	1	1	0	-1	-1
무형자산	199	206	144	112	96
기타비유동자산	53	74	83	94	105
부채총계	111	166	188	212	239
유동부채	108	151	170	191	215
매입채무	20	18	20	23	26
단기금융부채	0	60	68	76	86
기타유동부채	89	73	82	92	104
비유동부채	3	16	18	21	24
장기금융부채	2	14	16	19	23
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	401	429	493	573	661
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	68	94	158	238	326
지배지분 계	401	429	493	573	661
비지배지분	0	0	0	0	0

주요투자지표					
(X, %, 원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Multiples					
PER	72.3	86.0	33.5	27.2	24.3
PBR	6.5	5.3	4.4	3.8	3.3
PSR	6.8	4.9	3.8	3.2	2.9
EV/EBITDA	21.2	15.6	14.6	15.0	14.6
EV/EBIT	61.1	77.3	28.6	20.8	17.4
배당수익률	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,278	940	2,291	2,824	3,156
BPS	14,305	15,266	17,557	20,381	23,536
SPS (주당매출액)	13,539	16,678	20,164	23,794	26,803
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.3	6.4	14.0	14.9	14.4
ROA	7.4	4.8	10.1	10.8	10.5
ROIC	15.1	7.9	16.3	24.2	29.6
안정성지표					
부채비율	27.7	38.8	38.0	37.0	36.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.3	1.9	2.5	2.9	3.2
이자보상배율 (배)	343.0	73.3	17.3	22.4	25.4
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.1	5.7	5.9	6.7	7.2
재고자산회전율	405.4	815.6	992.7	1,171.4	1,319.5

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	-21.13	-7.85
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	-21.77	-16.60
20-03-30	Buy	97,000		

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. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.9	24.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 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. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 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. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 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.