



스튜디오드래곤 (253450)

판매처 다각화와 해외판매 확대로 위기 극복

2020년 5월 8일

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

투자 의견 Buy, 목표주가 97,000원 유지

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 97,000원을 유지한다. 1Q20 실적이 시장 기대치를 충족한 가운데, 2분기부터 점진적 개선이 예상된다. 방송광고 경기 부진으로 캡티브형 매출 감소 우려가 존재하나, 판매처 다각화와 해외판매 확대에 안정적인 실적 시현이 예상된다.

1Q20 실적은 컨센서스 상회

1Q20 실적은 매출액 1,203억원 (+23.5% QoQ, +7.6% YoY), 영업이익 116억원 (흑자 전환 QoQ, +5.2% YoY)을 기록하면서 시장 컨센서스를 각각 2.0%, 5.6% 상회했다. 편성매출은 +2.5% YoY에 그친 반면, 판매매출은 해외판매 비중 확대와 넷플릭스형 판매가격 개선에 힘입어 +19.1% YoY의 양호한 성장을 시현했다. 영업이익은 원가율 개선을 비롯한 효율적인 비용집행을 통해 +5.2% YoY 성장했다.

2분기부터 대작콘텐츠의 순차적인 방영과 넷플릭스형 판매 확대 기대

코로나19 확산에 따른 방송광고 수요 감소에도 불구하고 채널 다각화, 판매매출 확대에 힘입어 이익 증가세를 지속할 전망이다. 지상파에 방영 중인 텐트폴 드라마 <더킹: 영원의 군주>와 <한 번 다녀왔습니다>는 각각 10% 내외, 20%대의 시청률을 시현 중이다. 2Q20 실적은 매출액 1,486억원 (+23.6% QoQ, +16.0% YoY), 영업이익 156억원 (+34.4% QoQ, +44.8% YoY)을 시현할 전망이다. 텐트폴 드라마 부재 시 기초체력인 90억원 내외의 영업이익에 <더킹>의 매출기여로 인해 영업이익 성장이 예상된다.

하반기로 갈수록 K콘텐츠의 글로벌 수요는 증가할 것

국내 방송광고 경기 부진에 따른 제작비 및 제작편수 축소에 대한 우려가 존재하나, 해외판매 확대에 상당 부분 상쇄 가능한 상황으로 판단한다. 글로벌 OTT인 넷플릭스는 코로나19 확산으로 제작을 중단했으나, 한국을 포함한 일부 국가를 시작으로 제작을 재개했다. 스튜디오드래곤의 제작일정 지연 리스크는 제한적인 가운데, 글로벌 시장에서 K콘텐츠의 수요는 더욱 높아질 전망이다. 연내 중국형 콘텐츠 판매 재개에 대한 기대감 역시 높아지는 상황이다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) **97,000**

Dividend Yield (%)	0.0
Total Return (%)	24.4
현재가 (5/7, 원)	78,000
Consensus Target Price (원)	102,250
시가총액 (조원)	2.2

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Forecast earnings & valuation

결산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	469	557	649	724
영업이익 (십억원)	29	64	87	97
지배주주순이익 (십억원)	26	52	71	79
EPS (원)	941	1,847	2,528	2,811
증감률 (%)	-26.4	96.3	36.9	11.2
PER (X)	85.9	42.2	30.9	27.7
EV/EBITDA (X)	14.9	13.9	14.3	14.5
PBR (X)	5.3	4.6	4.0	3.5
ROE (%)	6.4	11.4	13.8	13.4
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0

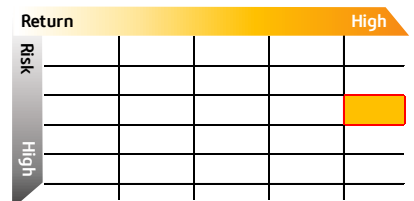
Trading Data

Free float (%)	38.3
거래대금 (3M, 십억원)	26.6
외국인 지분율 (%)	8.4
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 5 인 61.3

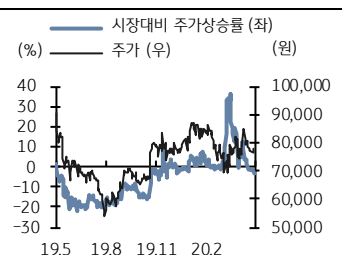
Share price performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	-6.6	-0.4	-14.1
시장대비 상대수익률	-6.0	-6.0	-0.7	-3.1

Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)

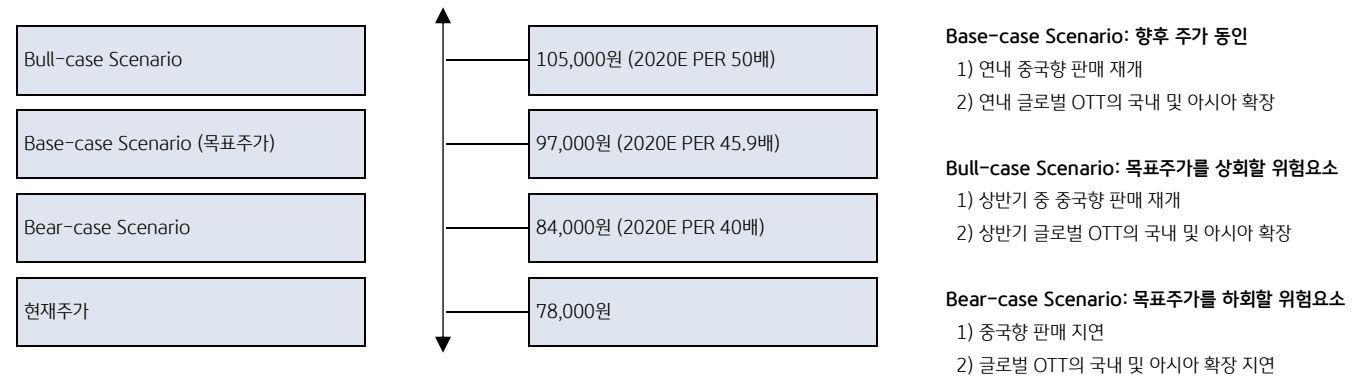


Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	566.5	668.5	557.3	648.9	-1.6	-2.9
영업이익	69.0	89.7	63.6	86.8	-7.9	-3.2
지배주주순이익	64.4	79.4	51.9	71.1	-19.4	-10.5

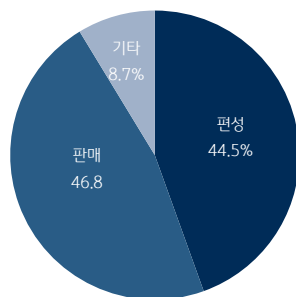
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	557.3	648.9	555.0	641.0	0.4	1.2
영업이익	63.6	86.8	59.0	75.9	7.6	14.3
지배주주순이익	51.9	71.1	49.1	62.5	5.6	13.8

자료: Dataguide, KB증권 추정

매출액 구성 (2020E)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
제이콘텐트리	569	26.0	16.0	1.6	1.4	10.4	8.6	6.3	9.4	0.0	3.5
Zhejiang Huace Film&TV	2,337	26.5	21.1	2.2	2.0	20.1	16.7	8.7	9.9	0.4	0.6
Netflix	233,782	62.6	45.8	17.8	12.9	43.9	33.0	29.5	28.2	0.0	0.0
Walt Disney	223,044	55.9	26.7	2.1	2.0	22.6	16.4	2.9	7.3	1.4	1.7

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation
- 2) 목표주가 산정:
12개월 선행 EPS 2,108원 x multiple 45.9배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
105,000원 ~ 84,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2020E PER 45.9배

실적민감도 분석

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

자료: Bloomberg Consensus, KB증권 추정

표 1. 1Q20 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	1Q20	4Q19	QoQ	1Q19	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	120.3	97.4	23.5	111.8	7.6	117.5	2.4	117.9	2.0
영업이익	11.6	(4.1)	흑전	11.0	5.2	11.1	4.6	11.0	5.6
영업이익률	9.6	(4.2)	13.9	9.9	(0.2)	9.4	0.2	9.3	0.3
지배주주순이익	8.5	(1.7)	흑전	9.1	(6.5)	11.4	(25.1)	9.4	(9.5)
지배주주순이익률	7.1	(1.7)	8.8	8.2	(1.1)	9.7	(2.6)	8.0	(0.9)

자료: Fnguide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	148.6	145.8	142.6	468.5	557.3	648.9	723.6
(QoQ %)	9.9	14.6	2.3	(25.8)	23.6	23.6	(1.9)	(2.2)	-	-	-	-
(YoY %)	40.0	72.6	6.1	(4.3)	7.6	16.0	11.1	46.4	23.4	18.9	16.4	11.5
편성매출	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	63.9	67.0	60.5	208.7	236.6	298.0	339.5
판매매출	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.4	69.0	72.7	219.3	284.0	312.4	343.6
기타	11.5	9.8	10.4	8.9	8.2	9.3	9.9	9.3	40.6	36.7	38.5	40.4
영업비용	100.8	117.4	120.2	101.5	108.7	133.0	127.6	124.5	439.9	493.7	562.1	626.6
(QoQ %)	(0.5)	16.5	2.4	(15.6)	7.1	22.4	(4.1)	(2.4)	-	-	-	-
(YoY %)	45.6	75.3	17.7	0.2	7.8	13.3	6.1	22.7	29.5	12.2	13.9	11.5
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.1)	11.6	15.6	18.2	18.1	28.6	63.6	86.8	97.0
(QoQ %)	2,400.7	(2.1)	1.1	적전	흑전	34.4	16.5	(0.8)	-	-	-	-
(YoY %)	3.5	47.5	(49.2)	적전	5.5	44.8	66.8	흑전	(28.2)	121.9	36.5	11.8
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	(4.2)	9.7	10.5	12.5	12.7	6.1	11.4	13.4	13.4
지배주주순이익	9.1	7.3	11.6	(1.7)	8.5	13.2	15.1	15.0	26.4	51.9	71.1	79.1

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	557.3	566.5	(1.6)	555.0	0.4	648.9	668.5	(2.9)	641.0	1.2
영업이익	63.6	69.0	(7.9)	59.0	7.6	86.8	89.7	(3.2)	75.9	14.3
영업이익률	11.4	12.2	(0.8)	10.6	0.8	13.4	13.4	(0.0)	11.8	1.5
지배주주순이익	51.9	64.4	(19.4)	49.1	5.6	71.1	79.4	(10.5)	62.5	13.8
지배주주순이익률	9.3	11.4	(2.1)	8.9	0.5	11.0	11.9	(0.9)	9.8	1.2

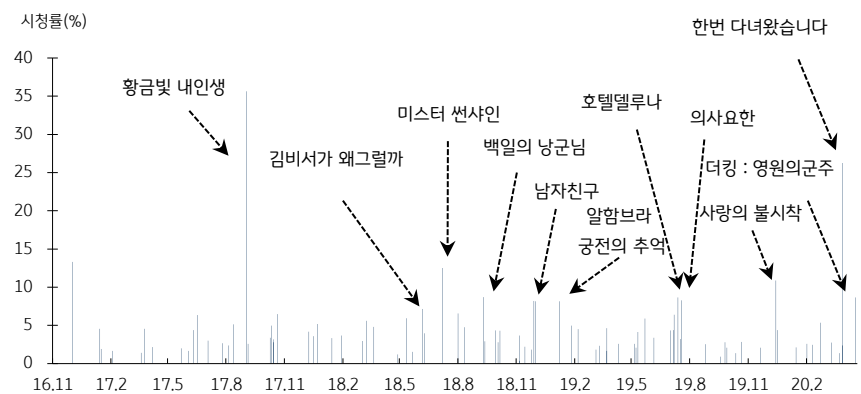
자료: Fnguide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤의 PER 밸류에이션

구분	금액	비고
12개월 fwd. 순이익 (십억원)	59.1	
발행주식수 ('000)	28,037	완전희석 기준
Target PER (X)	45.9	Netflix 의 2020E PER 20% 할인 적용
목표주가 (KRW)	97,000	
현재주가 (KRW)	78,000	5월 7일 기준
Upside (%)	24.4%	

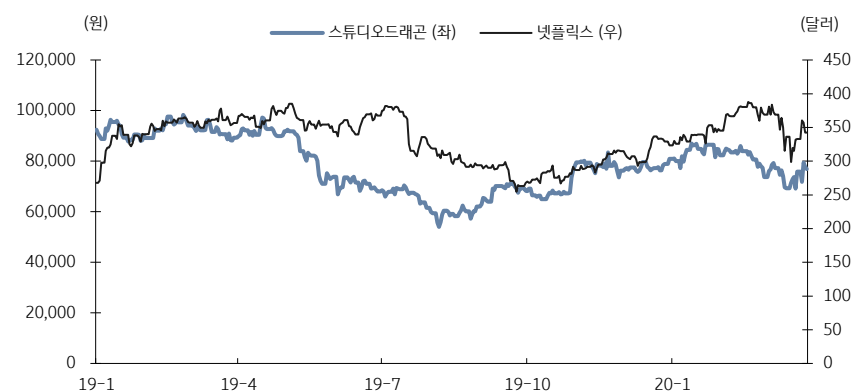
자료: KB증권 추정

그림 1. 스튜디오드래곤 제작 콘텐츠 평균 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	557	649	724
매출원가	324	421	472	539	601
매출총이익	56	48	85	110	123
판매비와관리비	16	19	21	24	26
영업이익	40	29	64	87	97
EBITDA	115	146	141	128	120
영업외손익	6	4	7	9	10
이자수익	4	3	16	13	13
이자비용	0	0	10	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	1	0	1	1
세전이익	46	33	71	96	107
법인세비용	10	7	19	25	28
당기순이익	36	26	52	71	79
지배주주순이익	36	26	52	71	79
수정순이익	36	26	52	71	79

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 성장률	32.4	23.5	18.9	16.4	11.5
영업이익 성장률	21.0	-28.1	121.5	36.5	11.8
EBITDA 성장률	55.1	26.4	-3.3	-8.8	-6.4
지배기업순이익 성장률	50.2	-26.3	96.4	36.9	11.2
매출총이익률	14.6	10.2	15.3	17.0	17.0
영업이익률	10.5	6.1	11.4	13.4	13.4
EBITDA이익률	30.3	31.1	25.3	19.8	16.6
세전이익률	12.0	7.1	12.7	14.8	14.8
지배기업순이익률	9.4	5.6	9.3	11.0	10.9

현금흐름표					
(십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-29	-12	142	128	119
당기순이익	36	26	52	71	79
유무형자산상각비	75	117	77	42	23
기타비현금손익 조정	9	7	19	25	28
운전자본증감	-139	-143	13	15	17
매출채권감소 (증가)	-27	-22	-3	-4	-4
재고자산감소 (증가)	0	1	0	0	0
매입채무증가 (감소)	26	9	2	3	3
기타운전자본증감	-138	-130	14	16	18
기타영업현금흐름	-10	-19	-19	-25	-28
투자활동 현금흐름	141	-81	-12	-13	-15
유형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	138	-57	-1	-1	-1
기타투자현금흐름	3	-23	-9	-11	-12
재무활동 현금흐름	-10	0	2	2	2
금융부채 증감	-10	0	2	2	2
자본의 증감	0	1	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	0	-1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	102	-93	131	116	107
기말현금	153	60	191	307	414
잉여현금흐름 (FCF)	-29	-13	141	126	118
순현금흐름	-25	-51	130	114	105
순현금 (순차입금)	157	106	236	350	455

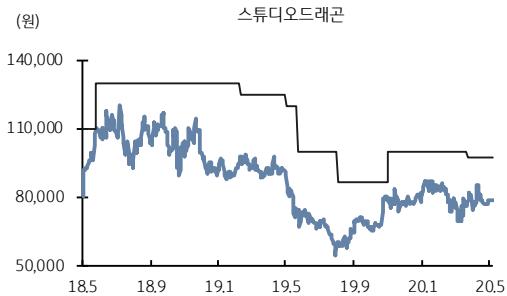
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	512	582	653	746	850
유동자산	247	245	381	502	615
현금 및 현금성자산	153	60	191	307	414
단기금융자산	6	57	57	57	57
매출채권	69	84	87	91	94
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	18	45	46	48	50
비유동자산	265	337	272	244	236
투자자산	4	13	14	15	15
유형자산	1	1	0	-1	-1
무형자산	199	233	159	121	101
기타비유동자산	62	89	99	109	121
부채총계	111	153	173	195	220
유동부채	108	145	163	184	207
매입채무	20	18	21	23	26
단기금융부채	0	2	2	3	3
기타유동부채	89	125	140	158	178
비유동부채	3	8	10	11	13
장기금융부채	2	8	9	11	13
기타비유동부채	1	0	0	0	0
자본총계	401	428	480	551	630
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	145	216	295
지배자본 계	401	428	480	551	630
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표					
(X, %, 원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Multiples					
PER	72.3	85.9	42.2	30.9	27.7
PBR	6.5	5.3	4.6	4.0	3.5
PSR	6.8	4.8	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	21.1	14.9	13.9	14.3	14.5
EV/EBIT	61.0	75.5	30.8	21.2	17.9
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	1,278	941	1,847	2,528	2,811
BPS	14,305	15,242	17,089	19,617	22,428
SPS (주당매출액)	13,539	16,698	19,834	23,095	25,754
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.3	6.4	11.4	13.8	13.4
ROA	7.4	4.8	8.4	10.2	9.9
ROIC	15.2	8.8	18.3	33.1	45.1
안정성지표					
부채비율	27.7	35.8	36.0	35.4	34.9
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.3	1.7	2.3	2.7	3.0
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	6.6	21.7	24.3
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.1	6.2	6.5	7.3	7.8
매입채무회전율	29.6	24.7	28.5	29.5	29.2
재고자산회전율	405.4	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항

투자 의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 등 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.

투자 의견 분류 및 기준

종목 투자 의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

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

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자 의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자 의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자 의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

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

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자 의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자 의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

수정본

2020년 5월 8일 07:49에 발간된 자료의 본문 내 誤記를 바로잡은 최종본입니다.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	-20.81	-13.00
20-03-30	Buy	97,000		

투자등급 비율 (2020. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.6	25.4	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공한 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 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 저작권은 KB증권에 있으며 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 얻으셔야 합니다.