

스튜디오드래곤 (253450)

전방산업 확산으로 콘텐츠 수요 증가 기대

2020년 11월 30일

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

투자의견 Buy 유지, 목표주가 10만원으로
상향 조정

스튜디오드래곤에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 100,000원으로 3.1% 상향 조정한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS 1,916원에 넷플릭스 12개월 Fwd. P/E 52.3배를 적용해 산정했다. 목표주가를 상향한 이유는 1) 중국향 판매 재개 가시화, 2) 글로벌 OTT 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 경쟁력 강화이다.

편성매출은 부진했으나 해외 판매 두각

3Q20 실적은 매출액 1,063억원 (-34.2% QoQ, -19.0% YoY), 영업이익 160억원 (-5.0% QoQ, +46.8% YoY)을 기록했다. TV 방송 수요 감소로 편성 매출 457억원 (-24.9% YoY)을 기록했으나, 해외향 판매 매출은 구작 2편이 중국 OTT향으로 판매되면서 견조한 매출세 (-4.1% YoY)를 보였다. 콘텐츠 제작 지연으로 공급은 미미한 반면 OTT 확대로 수요가 증가하여 ASP가 25% YoY 인상되면서 해외 판매 실적이 개선되었다.

중국향, 국내향 판매 매출 주목

3분기 라이브러리 판매가 넷플릭스 이외의 중국 OTT향으로 이루어졌다는 점에 주목한다. 아직 중국향 콘텐츠 판매 재개가 구체화되지 않았지만, 넷플릭스를 사용하지 않은 중국 시장의 성장성은 높다. 그리고 현재 국내 시장은 기존 OTT인 넷플릭스, Tving, 카카오TV 외에도 디즈니TV, 애플TV 등 신규 OTT 진입이 예상되는 상황에서 콘텐츠의 경쟁력은 강화될 전망이다.

검증된 IP 기반으로 한 Hit ratio 상승 및
비용 효율화

웹툰/웹소설로 검증된 IP를 이용한 콘텐츠 제작으로 안정적 매출과 고객 확장이 예상된다. 스튜디오드래곤은 네이버와 지분 교환으로 검증된 IP를 제공받는데 한층 용이해졌다. 또한 네이버웹툰과 라인웹툰을 이용한 글로벌 고객까지 확보하게 되는 효과도 예상된다. 웹툰을 원작으로 제작된 4분기 최대 기대작 '스위트홈'은 12월 18일 넷플릭스 오리지널을 통해 공개 예정인데, 검증된 IP를 이용한 Hit ratio 상승 지속이 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	100,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	24.5
현재가 (11/30, 원)	80,300
Consensus target price (원)	108,900
시가총액 (조원)	2.4
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	469	523	582	649
영업이익 (십억원)	29	61	70	78
지배주주순이익 (십억원)	26	45	57	65
EPS (원)	941	1,528	1,916	2,170
증감률 (%)	-26.4	62.4	25.4	13.3
P/E (x)	85.9	52.6	41.9	37.0
EV/EBITDA (x)	14.9	11.5	16.5	20.3
P/B (x)	5.3	5.1	4.5	4.0
ROE (%)	6.4	9.9	11.5	11.6
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0

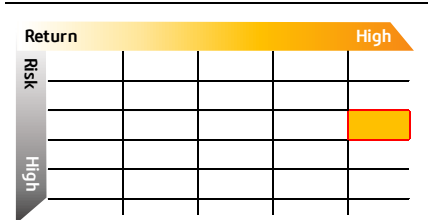
Trading Data

Free float (%)	43.1
거래대금 (3m, 십억원)	16.2
외국인 지분율 (%)	8.8
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 4 인 56.9
	네이버 6.3

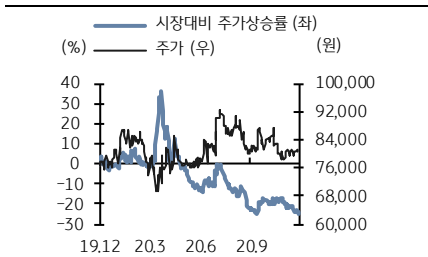
Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	0.0	1.9	5.7
시장대비 상대수익률	-9.6	-5.6	-16.6	-22.8

Risk & Total Return (annualized over three years)

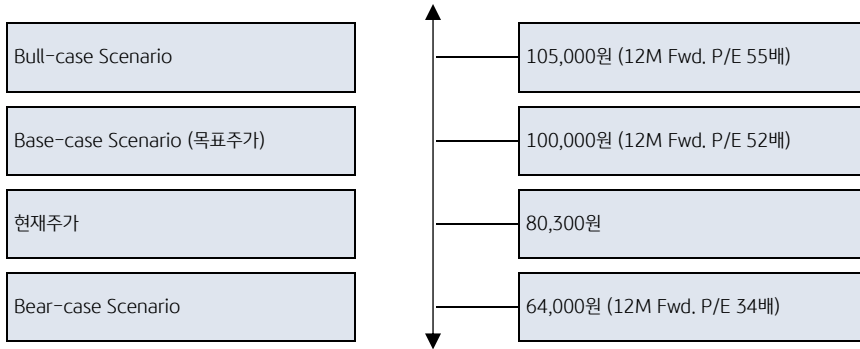


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2021년 중국향 판매 재개
- 2) 연내 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 확장

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2020년 하반기 중국향 판매 재개
- 2) 2021년 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 확장

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

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

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	557.3	648.9	522.8	581.8	-6.2	-10.3
영업이익	63.5	86.8	61.3	69.9	-3.6	-19.5
지배주주순이익	51.9	71.1	44.6	57.5	-14.1	-19.1

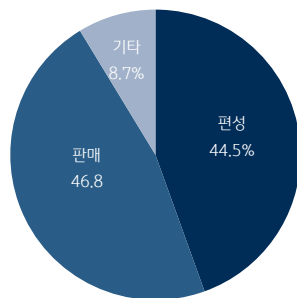
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	522.8	581.8	539.1	597.1	-3.0	-2.6
영업이익	61.3	69.9	55.9	69.3	9.5	0.9
지배주주순이익	44.6	57.5	44.6	55.6	-0.1	3.5

자료: DataGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2020E)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	Fwd. P/E	EPS 5yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 5yr CAGR
제이콘텐트리	484.2	45.9	5.1	1.6	10.4	16.1
저장 화처 필름 & TV	2,124.5	20.8	N/A	2.0	16.1	N/A
스튜디오드래곤	2,421.4	39.6	N/A	4.4	11.9	N/A
넷플릭스	239,919.4	52.3	115.6	15.0	35.8	45.0

자료: Bloomberg Consensus, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

P/E Valuation

2) 목표주가 산정:

2021년 예상 EPS 1,916원 x multiple 52.3배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

105,000원 ~ 64,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12M Fwd. 52.3배

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. 3Q20 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	3Q20	2Q20	QoQ	3Q19	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	106.3	161.4	(34.2)	131.2	(19.0)	145.8	(27.1)	142.4	(25.4)
영업이익	16.0	16.9	(5.0)	10.9	46.8	18.2	(12.1)	16.1	(0.7)
영업이익률	15.1	10.4	4.6	8.3	6.8	12.5	2.6	11.3	3.7
지배주주순이익	10.6	13.4	(20.6)	11.5	(8.0)	15.1	(29.8)	13.1	(19.2)
지배주주순이익률	10.0	8.3	1.7	8.8	1.2	10.4	(0.4)	9.2	0.8

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	134.8	468.7	522.8	581.8	648.8
(QoQ %)	9.9	14.7	2.3	(25.7)	23.5	34.2	(34.2)	26.9	-	-	-	-
(YoY %)	40.0	72.6	6.0	(4.2)	7.6	25.9	(19.0)	38.4	23.5	11.6	11.3	11.5
편성매출	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	52.7	208.7	208.9	238.8	274.1
판매매출	56.2	60.3	60.0	42.8	66.9	75.7	50.9	72.7	219.3	266.2	292.8	322.1
기타	11.5	9.9	10.4	9.0	8.2	20.4	9.7	9.4	40.7	47.7	50.1	52.6
영업비용	100.8	117.5	120.2	101.5	108.7	144.6	90.3	118.1	440.0	461.6	511.9	570.8
(QoQ %)	(0.5)	16.5	2.4	(15.6)	7.1	33.1	(37.6)	30.8	-	-	-	-
(YoY %)	45.6	75.4	17.6	0.2	7.8	23.1	(24.9)	16.4	29.5	4.9	10.9	11.5
영업이익	11.0	10.8	10.9	(4.0)	11.6	16.9	16.0	16.8	28.7	61.3	69.9	78.0
(QoQ %)	2,405.9	(2.2)	1.2	적전	흑전	44.9	(5.0)	4.6	-	-	-	-
(YoY %)	3.5	47.3	(49.2)	적전	5.5	56.3	46.8	흑전	(28.1)	113.5	14.1	11.7
영업이익률 (%)	9.9	8.4	8.3	(4.1)	9.7	10.4	15.1	12.4	6.1	11.7	12.0	12.0
지배주주순이익	9.2	7.3	11.5	(1.6)	8.5	13.4	10.6	12.1	26.4	44.6	57.5	65.2
(QoQ %)	427.9	(20.4)	57.1	적전	흑전	56.5	(20.6)	13.7	-	-	-	-
(YoY %)	17.2	(17.4)	(33.5)	적전	(7.3)	82.1	(8.0)	흑전	(26.3)	68.7	29.1	13.2
순이익률 (%)	8.2	5.7	8.8	(1.7)	7.1	8.3	10.0	8.9	5.6	8.5	9.9	10.0

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	522.8	557.3	(6.2)	539.1	(3.0)	581.8	648.9	(10.3)	597.1	(2.6)
영업이익	61.3	63.5	(3.6)	55.9	9.5	69.9	86.8	(19.5)	69.3	0.9
영업이익률	11.7	11.4	0.3	10.4	1.3	12.0	13.4	(1.4)	11.6	0.4
지배주주순이익	44.6	51.9	(14.1)	44.6	(0.1)	57.5	71.1	(19.1)	55.6	3.5
지배주주순이익률	8.5	9.3	(0.8)	8.3	0.2	9.9	11.0	(1.1)	9.3	0.6

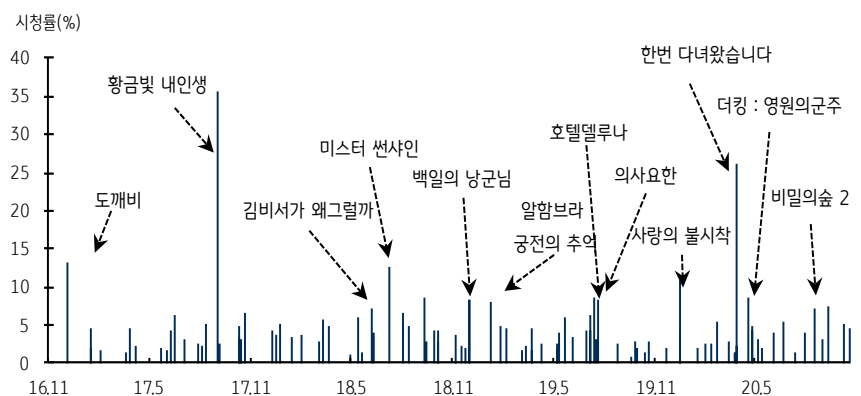
자료: FnGuide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤의 P/E 밸류에이션

구분	금액	비고
12mf 지배주주순이익	57.5	
Target P/E	52.3	Netflix의 12개월 fwd. P/E
적정 시가총액	3,010	
총 주식수	30,004	NAVER 유상증자 반영
목표주가	100,000	
현재주가	80,300	11/30 종가 기준
Upside (%)	24.5%	

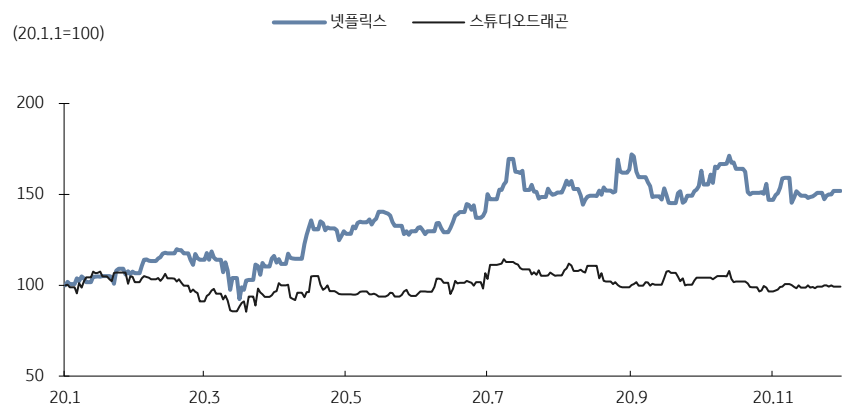
자료: KB증권 추정

그림 1. 스튜디오드래곤 제작 콘텐츠 평균 시청률 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

그림 2. 스튜디오드래곤과 넷플릭스의 주가 추이



자료: Bloomberg, KB증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
매출액	380	469	523	582	649
매출원가	324	421	440	489	545
매출총이익	56	48	83	93	104
판매비와관리비	16	19	21	23	26
영업이익	40	29	61	70	78
EBITDA	115	146	194	128	100
영업외손익	6	4	0	3	4
이자수익	4	3	3	7	8
이자비용	0	0	2	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	1	0	0	0
세전이익	46	33	62	73	82
법인세비용	10	7	17	15	17
당기순이익	36	26	45	58	65
지배주주순이익	36	26	45	57	65
수정순이익	36	26	45	57	65

성장성 및 수익성 비율 (%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액 성장률	32.4	23.5	11.6	11.3	11.5
영업이익 성장률	21.0	-28.1	113.5	14.1	11.7
EBITDA 성장률	55.1	26.4	33.3	-34.0	-21.9
지배기업순이익 성장률	50.2	-26.3	68.7	29.0	13.2
매출총이익률	14.6	10.2	15.8	16.0	16.0
영업이익률	10.5	6.1	11.7	12.0	12.0
EBITDA이익률	30.3	31.1	37.1	22.0	15.4
세전이익률	12.0	7.1	11.8	12.5	12.7
지배기업순이익률	9.4	5.6	8.5	9.9	10.0

현금흐름표 (십억원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-29	-12	97	132	106
당기순이익	36	26	45	58	65
유무형자산상각비	75	117	133	58	22
기타비현금손익 조정	9	7	17	15	17
운전자본증감	-139	-143	-81	16	19
매출채권감소 (증가)	-27	-22	-39	-5	-5
재고자산감소 (증가)	0	1	0	0	0
매입채무증가 (감소)	26	9	4	2	3
기타운전자본증감	-138	-130	-47	18	21
기타영업현금흐름	-10	-19	-17	-15	-17
투자활동 현금흐름	141	-81	6	-16	-17
유형자산투자감소 (증가)	0	0	-4	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	138	-57	-24	-1	-1
기타투자현금흐름	3	-23	35	-12	-14
재무활동 현금흐름	-10	0	0	2	2
금융부채 증감	-10	0	0	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	1	0	0
현금의 증가 (감소)	102	-93	104	118	91
기말현금	153	60	164	282	372
잉여현금흐름 (FCF)	-29	-13	93	131	105
순현금흐름	-25	-51	69	116	88
순현금 (순차입금)	157	106	175	291	380

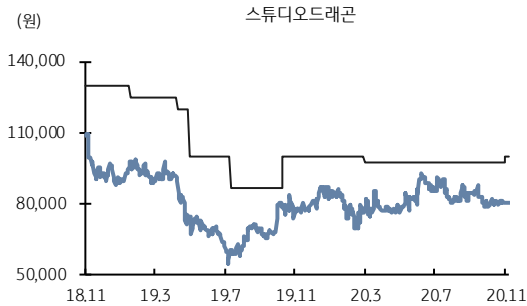
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2018A (IFRS-C)	2019A (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)
자산총계	512	582	669	752	845
유동자산	247	245	357	482	580
현금 및 현금성자산	153	60	164	282	372
단기금융자산	6	57	24	24	24
매출채권	69	84	118	122	127
재고자산	1	0	0	0	0
기타유동자산	18	45	52	55	57
비유동자산	265	337	312	269	265
투자자산	4	13	31	32	33
유형자산	1	1	4	3	2
무형자산	199	233	161	107	88
기타비유동자산	62	89	116	128	141
부채총계	111	153	196	221	249
유동부채	108	145	188	211	238
매입채무	20	18	20	22	25
단기금융부채	0	2	4	5	6
기타유동부채	89	125	164	184	207
비유동부채	3	8	8	10	11
장기금융부채	2	8	8	9	11
기타비유동부채	1	0	0	0	0
자본총계	401	428	473	531	596
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	138	196	261
지배자본 계	401	428	473	531	596
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Multiples					
P/E	72.3	85.9	52.6	41.9	37.0
P/B	6.5	5.3	5.1	4.5	4.0
P/S	6.8	4.8	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	21.1	14.9	11.5	16.5	20.3
EV/EBIT	61.0	75.5	36.5	30.3	26.0
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
EPS	1,278	941	1,528	1,916	2,170
BVPS	14,305	15,242	15,769	17,685	19,855
SPS (주당매출액)	13,539	16,698	17,925	19,390	21,623
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	9.3	6.4	9.9	11.5	11.6
ROA	7.4	4.8	7.1	8.1	8.2
ROIC	15.2	8.8	16.3	25.2	34.9
안정성지표					
부채비율	27.7	35.8	41.4	41.6	41.8
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.3	1.7	1.9	2.3	2.4
이자보상배율 (배)	343.0	58.1	30.3	17.5	19.5
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.1	6.2	5.2	4.9	5.2
매입채무회전율	29.6	24.7	27.5	27.9	27.7
재고자산회전율	405.4	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



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.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-11-19	Buy	130,000	-26.33	
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	-15.46	-4.64
20-11-30	Buy	100,000		

투자등급 비율 (2020. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
76.7	23.3	-

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.

수정본

2020년 11월 30일 18:16에 발간된 자료의 본문 내 誤記를 바로잡은 최종본입니다.