

빅벳은 대장한테 온다

매수
(유지)

목표가: 120,000원 ▲
상승여력: 20.4%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

최고의 제작력을 검증

'한드'와 '웹툰' 브랜드화의 장본인

- 회당 제작비 약 30억원의 대작 오리지널 '스위트홈' 외주 제작을 통해 경쟁력을 입증
- 동 작품은 넷플릭스 인기 순위 최고 3위, 현재 15위권을 유지 중
- OTT 주간 Top 50 내 한국은 미국에 이어 세계 2위 드라마 제작 국가로 포지셔닝

웹툰 IP 활용으로 캐파 확대

21F 이후 유통망 확장에 더해 제작 Capa도 증가한다

- 21F 글로벌 OTT(디즈니+, 애플TV)와 로컬 OTT(티빙, 웨이브)의 공격적 투자 예상
- 대작 제작 경험과 히트작 작가 다수 보유한 동사는 최우선 협상 대상이 될 전망
- 유통망 확대: 방송사/넷플릭스 → 중국향 판매(수익성), 국내외 OTT(외형) 비중 확대
- 제작 캐파 확대: 네이버 지분 교환(웹툰 IP 우선권), 티빙-네이버 결합 상품 출시 통해 스포츠/미드폼 콘텐츠 다양화가 예상되며, 기존 캐파 한계(보유 작가)는 빠르게 상향될 것

4Q20 Preview

매출액 1,289억원(+32.4% YoY), 영업이익 106억원(흑전 YoY) 전망

- 드라마 편성 감소에 따라 편성 매출 감소(-29.5%)했지만 대작 오리지널 판매로 흑전
- 3Q20 인식된 중국향 구작 판권 매출(약 60억원)은 4Q20에는 발생하지 않음

투자 전략

'매수' 의견 유지, 목표주가 12만원으로 +12% 상향

- 판권 유통과 제작 캐파 동시 확대 국면, 외형과 수익성 장기 개선 기대감 유효
- 22F P/E 40배 적용해 목표 시가총액 3.6조원 도출
- 네이버웹툰 IP와, 글로벌 OTT의 대작 수주 시 가장 우선 순위에 위치한 프리미엄 주목

Key data



현재주가(21/1/15, 원)	99,700	시가총액(십억원)	2,991
영업이익(20F, 십억원)	55	발행주식수(백만주)	30
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	56	유동주식비율(%)	43.1
EPS 성장률(20F, %)	53.8	외국인 보유비중(%)	11.9
P/E(20F, x)	63.9	베타(12M) 일간수익률	0.37
MKT P/E(20F, x)	21.4	52주 최저가(원)	69,100
KOSDAQ	964.44	52주 최고가(원)	103,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.4	12.7	15.4
상대주가	13.4	-8.7	-18.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	287	380	469	517	601	711
영업이익 (십억원)	33	40	29	55	82	117
영업이익률 (%)	11.5	10.5	6.2	10.6	13.6	16.5
순이익 (십억원)	24	36	26	41	65	91
EPS (원)	1,050	1,278	941	1,448	2,169	3,024
ROE (%)	12.9	9.3	6.4	9.2	13.0	15.7
P/E (배)	61.9	72.3	85.9	63.9	46.0	33.0
P/B (배)	4.9	6.5	5.3	5.9	5.6	4.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

표 13. 스튜디오드래곤 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

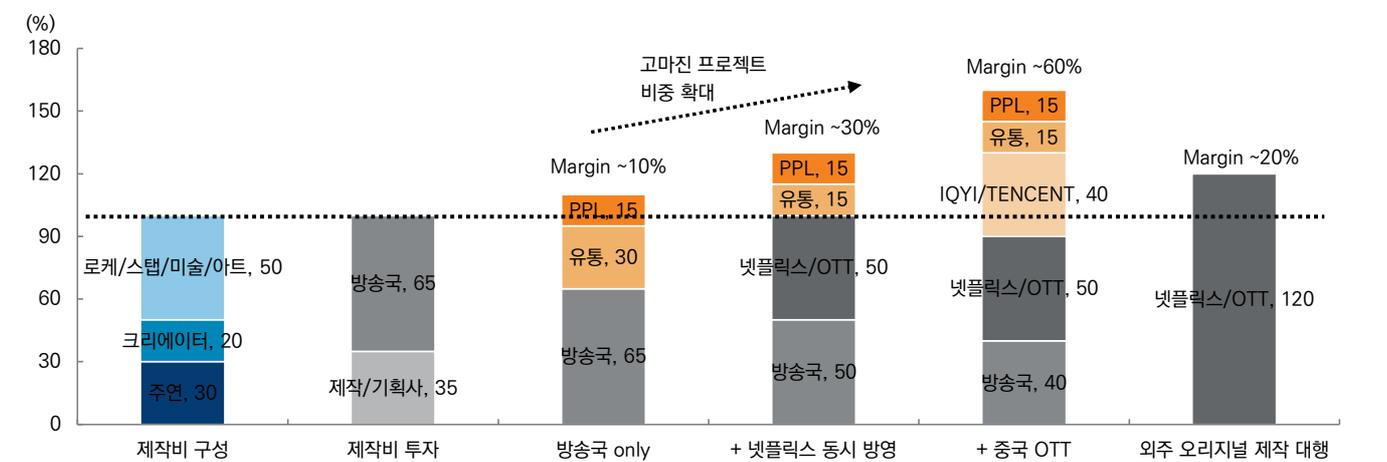
(십억원, %, 편)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F	2021F	2022F
매출액	112	128	131	97	120	161	106	129	517	601	711
편성	44	58	61	46	45	65	46	36	192	190	178
판매	56	60	60	43	67	76	51	82	275	353	467
기타	12	10	10	9	8	20	10	11	49	57	66
원가	97	113	116	95	104	140	85	112	440	495	568
제작비(오리지널 포함)	49	65	71	49	62	75	47	69	253	297	325
지급수수료	15	10	10	11	11	14	11	14	50	66	86
유무형자산상각	27	32	28	28	26	45	19	21	111	98	114
기타	6	6	6	7	4	5	8	8	25	35	43
판관비	4	5	4	6	5	5	5	7	22	23	26
EBITDA	38	43	40	24	38	63	35	32	168	180	231
영업이익	11	11	11	-4	11	17	16	11	55	82	117
영업이익률	9.9	8.4	8.3	-4.2	9.5	10.5	15.1	8.2	10.6	13.7	16.4
세전이익	13	12	13	-5	12	17	15	11	56	86	119
당기순이익	9	7	12	-2	8	13	11	9	41	65	91
순이익률	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.0	8.3	10.0	6.6	7.9	10.8	12.8
YoY											
매출액	40.0	72.5	6.0	-4.3	7.6	25.9	-19.0	32.4	10.3	16.3	18.2
편성	8.4	70.5	24.4	-16.1	2.5	12.6	-24.9	-21.7	-8.0	-1.0	-6.4
판매	75.1	109.2	-5.4	13.3	19.1	25.5	-15.2	91.6	25.6	28.3	32.0
기타	63.1	-14.1	-9.0	-6.7	-29.2	107.1	-6.4	25.0	21.4	16.5	15.0
EBITDA	34.7	182.5	-11.5	-8.5	0.0	44.3	-10.8	32.0	15.6	7.3	28.2
영업이익	3.5	48.8	-49.3	적전	4.1	56.8	46.7	흑전	92.0	49.6	41.7
당기순이익	16.1	-17.8	-33.1	적전	-7.6	84.0	-8.5	흑전	55.7	58.5	39.4
주요 가정											
편성 편수	6.5	7.5	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	5.5	25.0	26.0	24.0
넷플릭스(라이선스) 판매 편수	1.5	2.5	1.5	0.4	1.5	2.0	2.5	1.0	7.0	8.0	10.0

주: K-IFRS 연결 기준

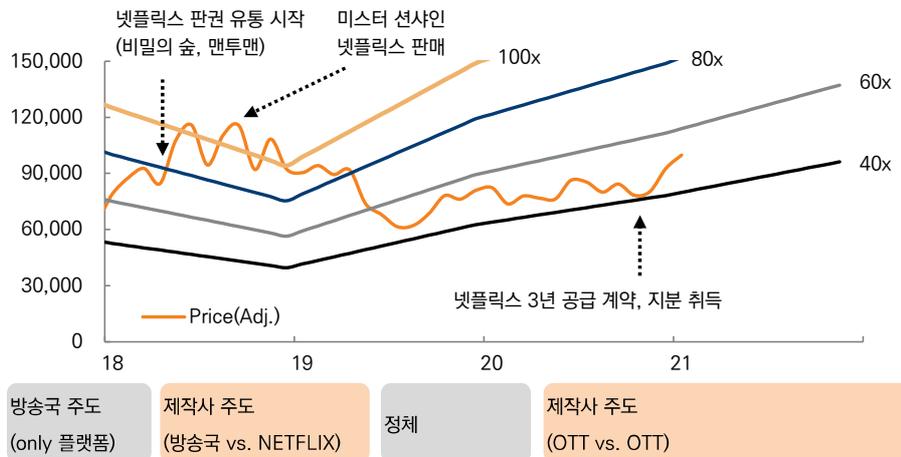
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 동사는 중국 OTT 고객 추가로 수익성 개선, 외주 오리지널 제작으로 외형 개선이 가능



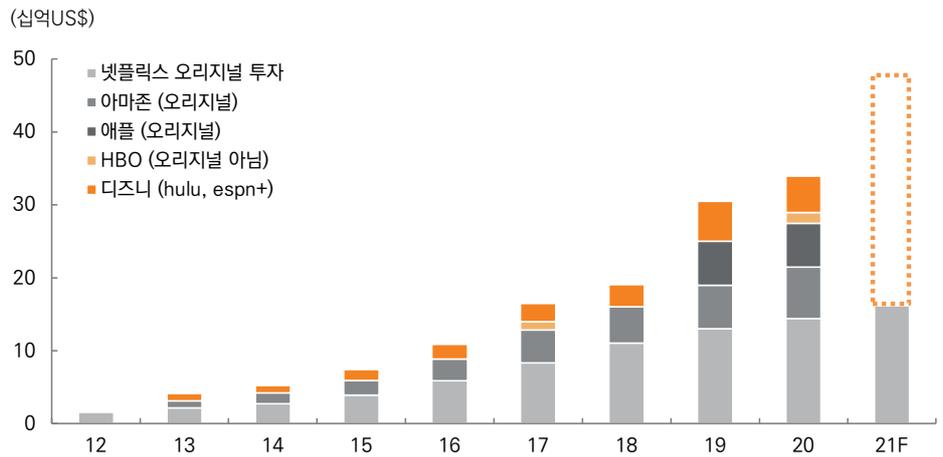
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 21년 제작사의 협상력 우위 → 멀티플 확장이 기대된다



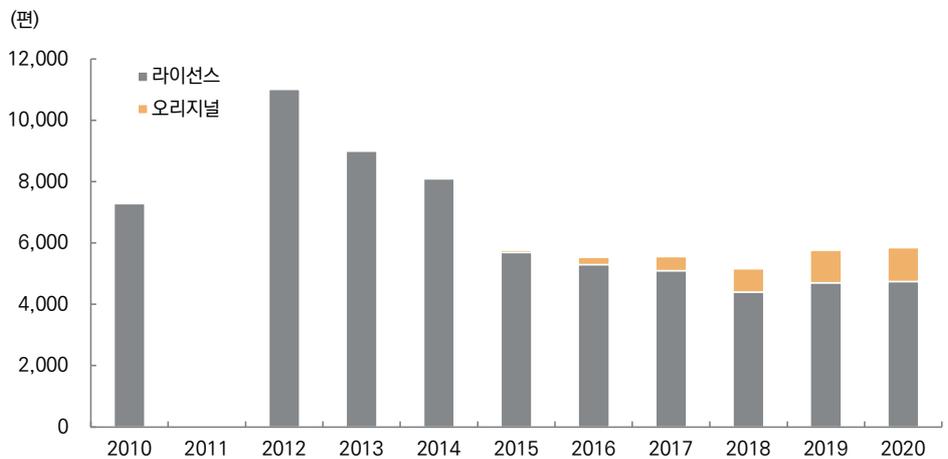
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 프리미엄의 이유: OTT 확장에 따른 전체 콘텐츠 예산 증가는 당연할 것인데



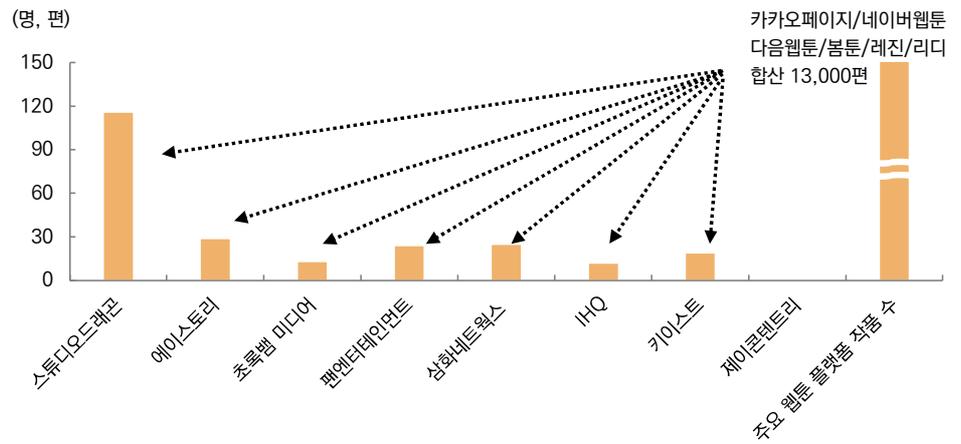
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 프리미엄의 이유: 증가한 예산은 상위권 대작 오리지널 제작에 집중적으로 쓰일 것



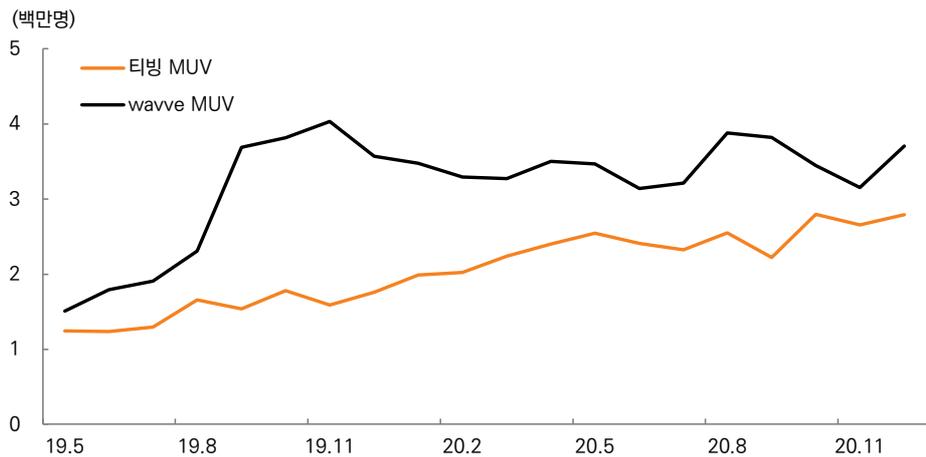
자료: Reelsgood, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 앞으로도 웹툰 IP가 드라마 작가 역할을 한다



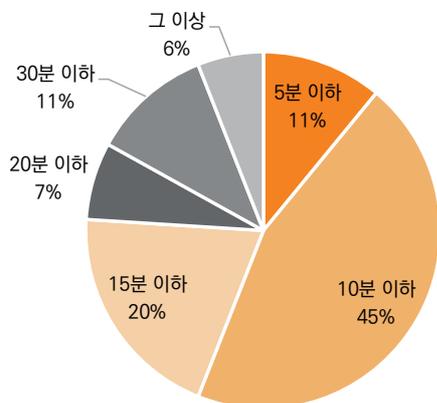
주: 일부 플랫폼에 웹소설 작품 수가 포함됨
 자료: 웹툰인사이드, 언론 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 티빙과 웨이브도 이용자가 증가하는 중



주: 안드로이드, iOS 모바일앱 합산
 자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 10대의 취향: 동영상 1회 시청 시 선호 길이



자료: 메조미디어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 숏폼/미드폼이 기호: 플레이리스트(네이버)의 15분 웹드라마



자료: 플레이리스트, 미래에셋대우 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	469	517	601	711
매출원가	421	440	495	568
매출총이익	48	77	106	143
판매비와관리비	19	22	23	26
조정영업이익	29	55	82	117
영업이익	29	55	82	117
비영업손익	4	1	4	2
금융손익	3	2	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	33	56	86	119
계속사업법인세비용	7	15	21	29
계속사업이익	26	41	65	91
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	26	41	65	91
지배주주	26	41	65	91
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	26	41	65	91
지배주주	26	41	65	91
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	146	168	125	159
FCF	-13	50	109	134
EBITDA 마진율 (%)	31.1	32.5	20.8	22.4
영업이익률 (%)	6.2	10.6	13.6	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	7.9	10.8	12.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	-12	57	109	134
당기순이익	26	41	65	91
비현금수익비용가감	124	128	61	67
유형자산감가상각비	2	3	2	1
무형자산상각비	115	111	41	41
기타	7	14	18	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-143	-96	3	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-29	-18	-23
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	11	4	5
법인세납부	-19	-16	-21	-29
투자활동으로 인한 현금흐름	-81	19	-28	-47
유형자산처분(취득)	0	-7	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-30	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-42	39	-1	-2
기타투자활동	-39	-13	3	5
재무활동으로 인한 현금흐름	0	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	0	0	1
자본의 증가(감소)	2	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-2	0	-1
현금의 증가	-93	75	81	86
기초현금	153	60	135	216
기말현금	60	135	216	302

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	244	319	427	549
현금 및 현금성자산	60	135	216	302
매출채권 및 기타채권	84	111	129	152
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	100	73	82	95
비유동자산	337	350	338	348
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	7	5	4
무형자산	233	205	194	203
자산총계	582	669	765	897
유동부채	145	192	223	264
매입채무 및 기타채무	64	85	99	117
단기금융부채	2	3	3	4
기타유동부채	79	104	121	143
비유동부채	8	8	8	8
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	153	200	231	272
지배주주지분	428	469	534	625
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	322	323	323	323
이익잉여금	94	135	200	290
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	428	469	534	625

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	85.9	63.9	46.0	33.0
P/CF (x)	15.1	15.5	23.7	18.9
P/B (x)	5.3	5.9	5.6	4.8
EV/EBITDA (x)	15.0	15.7	22.1	16.9
EPS (원)	941	1,448	2,169	3,024
CFPS (원)	5,346	5,961	4,205	5,265
BPS (원)	15,242	15,637	17,805	20,829
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	23.4	10.2	16.2	18.3
EBITDA증가율 (%)	27.0	15.1	-25.6	27.2
조정영업이익증가율 (%)	-27.5	89.7	49.1	42.7
EPS증가율 (%)	-26.4	53.9	49.8	39.4
매출채권 회전을 (회)	6.2	5.3	5.0	5.1
재고자산 회전을 (회)	1,620.7	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	22.1	20.6	18.8	18.4
ROA (%)	4.8	6.6	9.1	10.9
ROE (%)	6.4	9.2	13.0	15.7
ROIC (%)	8.7	13.5	22.6	32.9
부채비율 (%)	35.8	42.6	43.3	43.5
유동비율 (%)	168.4	166.1	191.3	208.1
순차입금/자기자본 (%)	-21.2	-29.6	-41.0	-48.8
조정영업이익/금융비용 (x)	58.1	97.3	140.0	189.5