



더 많은 리포트 보기

스튜디오드래곤 (253450)

아직 숫자로 보여주는 이룬 4분기

2021년 1월 18일

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

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 12만원으로 상향 조정

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 120,000원으로 20% 상향 조정한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS 2,147원에 넷플릭스 12개월 fwd. P/E 51.4배를 10% 할증 적용해 산정했다. 목표주가를 상향 조정의 근거는 1) OTT 산업 내 경쟁 심화에 따른 판매 매출 상승 기대, 2) 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 한 해외 사업기회 확장이다.

4분기 매출은 컨센서스 하회할 전망

4Q20 실적은 매출액 1,205억원 (+13.4% QoQ, +23.7% YoY), 영업이익 109억원 (-31.9% QoQ, 흑자전환 YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 넷플릭스 오리지널 '스위트홈' 방영에도 불구하고, 글로벌 눈높이에 맞는 제작을 위한 높은 제작비 책정으로 마진율이 높지 않을 것으로 판단된다. 또한 전년 대비 1편 감소한 5편의 작품을 제작하면서 편성 매출의 감소가 예상된다.

3분기와 같은 중국향 판매 매출 주목

그러나 3분기에 인식되었던 2편의 중국향 라이브러리 판매와 같은 판매 매출에 대한 기대감은 어느 때보다 높은 상황이다. 해외 OTT 플랫폼의 국내 진출 및 글로벌 OTT 시장의 경쟁이 치열해지면서 스튜디오드래곤의 가격협상력은 더욱 높아질 전망이다. 여전히 중국 현지에서 방영은 쉽지 않지만, 중국 OTT 플랫폼의 아시아 공략에 있어 한국콘텐츠가 중요한 역할을 차지하는 만큼 앞으로도 수요는 높게 유지될 전망이다.

웹툰 기반 IP로 콘텐츠 질적 향상 지속

지난 12월 넷플릭스 오리지널 <스위트홈>의 흥행 사례와 같이 2021년에도 웹툰 IP를 기반으로 한 작품수는 지속적으로 증가할 전망이다. 웹툰 IP를 활용할 시 기존의 소수 스타 크리에이터 중심 의존도를 탈피하여 수준 높은 콘텐츠를 안정적으로 공급할 수 있고, 다양한 소재를 바탕으로 글로벌 접근성 또한 높아질 것으로 기대된다. 비용 측면에서도 웹툰 IP를 사용했을 때 관련 비용은 이익의 일부 RS를 지출하는 구조로 전체 제작비용 내 차지 비중이 높지 않아 수익성 리스크 역시 크지 않다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원) **120,000**

| | |
|----------------------------|---------|
| Dividend yield* (%) | 0.0 |
| Total return (%) | 21.7 |
| 현재가 (1/18, 원) | 98,600 |
| Consensus target price (원) | 111,050 |
| 시가총액 (조원) | 3.0 |

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

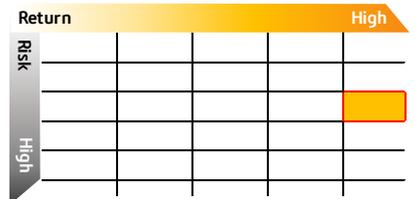
Trading Data

| | |
|----------------|------------------|
| Free float (%) | 43.1 |
| 거래대금 (3m, 십억원) | 26.6 |
| 외국인 지분율 (%) | 11.9 |
| 주요주주 지분율 (%) | CJ ENM 외 4인 56.9 |
| | 네이버 6.3 |

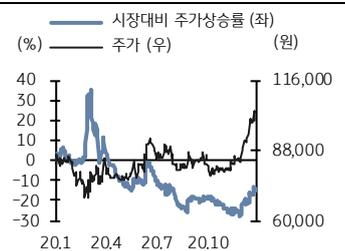
Stock Price Performance

| 주가상승률 (%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 17.4 | 21.1 | 12.7 | 15.4 |
| 시장대비 상대수익률 | 13.4 | 6.1 | -8.7 | -18.7 |

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

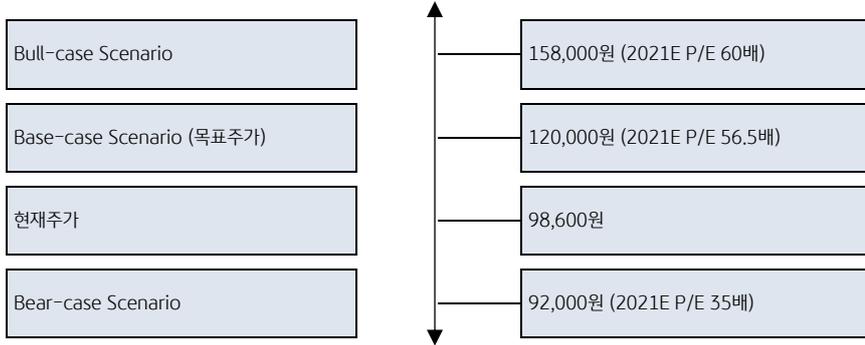


자료: 스튜디오드래곤, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

| 결산기말 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원) | 509 | 601 | 720 | 753 |
| 영업이익 (십억원) | 55 | 79 | 96 | 79 |
| 지배주주순이익 (십억원) | 40 | 64 | 79 | 62 |
| EPS (원) | 1,388 | 2,147 | 2,632 | 2,069 |
| 증감률 (%) | 47.5 | 54.7 | 22.6 | -21.4 |
| P/E (x) | 66.7 | 46.4 | 37.9 | 48.2 |
| EV/EBITDA (x) | 13.9 | 19.7 | 22.1 | 28.7 |
| P/B (x) | 5.9 | 5.6 | 4.9 | 4.4 |
| ROE (%) | 9.0 | 12.9 | 13.8 | 9.7 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 2021년 중국향 판매 재개
- 2) 연내 글로벌 OTT의 국내 진출

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2022년 상반기 중국향 판매 재개
- 2) 2021년 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 진출 ghkre

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 중국향 판매 연기
- 2) 글로벌 OTT의 국내 진출 지연

실적추정 변경

| (십억원, %) | 수정 전 | | 수정 후 | | 변동률 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 522.8 | 581.8 | 508.5 | 600.6 | -2.7 | 3.2 |
| 영업이익 | 61.3 | 69.9 | 55.4 | 78.7 | -9.5 | 12.6 |
| 지배주주순이익 | 44.6 | 57.5 | 40.5 | 64.5 | -9.1 | 12.1 |

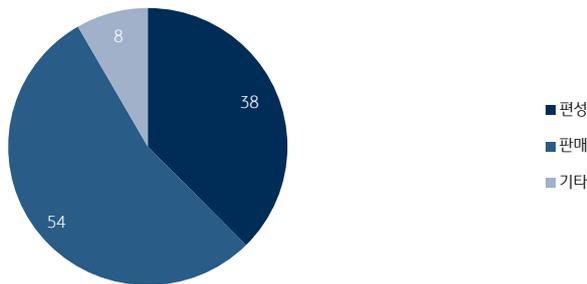
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

| (십억원, %) | KB증권 | | 컨센서스 | | 차이 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 508.5 | 600.6 | 516.3 | 577.5 | -1.5 | 4.0 |
| 영업이익 | 55.4 | 78.7 | 56.2 | 70.1 | -1.4 | 12.2 |
| 지배주주순이익 | 40.5 | 64.5 | 42.3 | 55.8 | -4.2 | 15.6 |

자료: DataGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2021E)



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 |
|---------------|-----------|----------|--------------|-------------|-------------------|-----------------|
| 제이큰텐트리 | 637.4 | 38.7 | 5.1 | 2.1 | 11.7 | 16.1 |
| 저장 화처 필름 & TV | 1,811.2 | 17.9 | N/A | 1.7 | 14.0 | N/A |
| 스튜디오드래곤 | 2958.4 | 47.6 | N/A | 5.4 | 15.8 | N/A |
| 넷플릭스 | 242,865.8 | 51.4 | 115.6 | 14.5 | 36.3 | 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 2,147원 x multiple 56.5배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 158,000원 ~ 92,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2021E P/E 56.5배

실적민감도 분석

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

표 4. 4Q20 실적 예상치와 시장 컨센서스 비교

| (십억원, %, %p) | 4Q20 | 3Q20 | QoQ | 4Q19 | YoY | 이전 추정치 | 차이 | 컨센서스 | 차이 |
|--------------|-------|-------|--------|-------|------|--------|--------|-------|--------|
| 매출액 | 120.5 | 106.3 | 13.4 | 97.4 | 23.7 | 134.8 | (10.6) | 130.2 | (7.4) |
| 영업이익 | 10.9 | 16.0 | (31.9) | (4.0) | 흑전 | 16.8 | (34.9) | 13.4 | (18.7) |
| 영업이익률 | 9.1 | 15.1 | (6.0) | (4.1) | 13.2 | 12.4 | (3.4) | 10.3 | (1.2) |
| 지배주주순이익 | 8.0 | 10.6 | (24.8) | (1.6) | 흑전 | 12.1 | (33.8) | 10.7 | (25.1) |
| 지배주주순이익률 | 6.6 | 10.0 | (3.4) | (1.6) | 8.3 | 8.9 | (2.3) | 8.2 | (1.6) |

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 5. 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 | 120.5 | 468.7 | 508.5 | 600.6 | 719.6 |
| (QoQ %) | 9.9 | 14.7 | 2.3 | (25.7) | 23.5 | 34.2 | (34.2) | 13.4 | - | - | - | - |
| (YoY %) | 40.0 | 72.6 | 6.0 | (4.2) | 7.6 | 25.9 | (19.0) | 23.7 | 23.5 | 8.5 | 18.1 | 19.8 |
| 편성매출 | 44.1 | 58.1 | 60.8 | 45.7 | 45.2 | 65.4 | 45.7 | 40.5 | 208.7 | 196.8 | 225.7 | 267.5 |
| 판매매출 | 56.2 | 60.3 | 60.0 | 42.8 | 66.9 | 75.7 | 50.9 | 70.6 | 219.3 | 264.1 | 324.8 | 399.5 |
| 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 | 109.6 | 440.0 | 453.1 | 522.0 | 624.0 |
| (QoQ %) | (0.5) | 16.5 | 2.4 | (15.6) | 7.1 | 33.1 | (37.6) | 21.5 | - | - | - | - |
| (YoY %) | 45.6 | 75.4 | 17.6 | 0.2 | 7.8 | 23.1 | (24.9) | 8.0 | 29.5 | 3.0 | 15.2 | 19.6 |
| 영업이익 | 11.0 | 10.8 | 10.9 | (4.0) | 11.6 | 16.9 | 16.0 | 10.9 | 28.7 | 55.4 | 78.7 | 95.6 |
| (QoQ %) | 2,405.9 | (2.2) | 1.2 | 적전 | 흑전 | 44.9 | (5.0) | (31.9) | - | - | - | - |
| (YoY %) | 3.5 | 47.3 | (49.2) | 적전 | 5.5 | 56.3 | 46.8 | 흑전 | (28.1) | 93.1 | 42.0 | 21.6 |
| 영업이익률 (%) | 9.9 | 8.4 | 8.3 | (4.1) | 9.7 | 10.4 | 15.1 | 9.1 | 6.1 | 10.9 | 13.1 | 13.3 |
| 지배주주순이익 | 9.2 | 7.3 | 11.5 | (1.6) | 8.5 | 13.4 | 10.6 | 8.0 | 26.4 | 40.5 | 64.5 | 79.1 |
| (QoQ %) | 427.9 | (20.4) | 57.1 | 적전 | 흑전 | 56.5 | (20.6) | (24.8) | - | - | - | - |
| (YoY %) | 17.2 | (17.4) | (33.5) | 적전 | (7.3) | 82.1 | (8.0) | 흑전 | (26.3) | 53.2 | 59.2 | 22.6 |
| 순이익률 (%) | 8.2 | 5.7 | 8.8 | (1.7) | 7.1 | 8.3 | 10.0 | 6.6 | 5.6 | 8.0 | 10.7 | 11.0 |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 6. 실적 추정치 변경 전후 비교

| (십억원, %, %p) | 2020E | | | | | 2021E | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| | 변경 후 | 변경 전 | 차이 | 컨센서스 | 차이 | 변경 후 | 변경 전 | 차이 | 컨센서스 | 차이 |
| 매출액 | 508.5 | 522.8 | (2.7) | 516.3 | (1.5) | 600.6 | 581.8 | 3.2 | 577.5 | 4.0 |
| 영업이익 | 55.4 | 61.3 | (9.5) | 56.2 | (1.4) | 78.7 | 69.9 | 12.6 | 70.1 | 12.2 |
| 영업이익률 | 10.9 | 11.7 | (0.8) | 10.9 | 0.0 | 13.1 | 12.0 | 1.1 | 12.1 | 1.0 |
| 지배주주순이익 | 40.5 | 44.6 | (9.1) | 42.3 | (4.2) | 64.5 | 57.5 | 12.1 | 55.8 | 15.6 |
| 지배주주순이익률 | 8.0 | 8.5 | (0.6) | 8.2 | (0.2) | 10.7 | 9.9 | 0.8 | 9.7 | 1.1 |

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 7. 스튜디오드래곤의 P/E 밸류에이션

| 구분 | 금액 | 비고 |
|----------------|----------------|-------------------------------|
| 12mf 지배주주순이익 | 64.5 | |
| Target P/E | 56.5 | Netflix의 12개월 fwd. P/E 10% 할인 |
| 적정 시가총액 | 3,646 | |
| 총 주식수 | 30,004 | NAVER 유상증자 반영 |
| 목표주가 | 120,000 | |
| 현재주가 | 98,600 | 1/18 종가 기준 |
| Upside (%) | 21.7 | |

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서

| (십억원) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (적용기준) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) |
| 매출액 | 469 | 509 | 601 | 720 | 753 |
| 매출원가 | 421 | 432 | 499 | 597 | 652 |
| 매출총이익 | 48 | 77 | 102 | 122 | 102 |
| 판매비와관리비 | 19 | 21 | 23 | 27 | 23 |
| 영업이익 | 29 | 55 | 79 | 96 | 79 |
| EBITDA | 146 | 188 | 137 | 118 | 88 |
| 영업외손익 | 4 | 0 | 3 | 4 | 0 |
| 이자수익 | 3 | 3 | 7 | 8 | 0 |
| 이자비용 | 0 | 2 | 4 | 4 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전이익 | 33 | 56 | 82 | 100 | 79 |
| 법인세비용 | 7 | 15 | 17 | 21 | 17 |
| 당기순이익 | 26 | 40 | 64 | 79 | 62 |
| 지배주주순이익 | 26 | 40 | 64 | 79 | 62 |
| 수정순이익 | 26 | 40 | 64 | 79 | 62 |

성장성 및 수익성 비율

| (%) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 성장률 | 23.5 | 8.5 | 18.1 | 19.8 | 4.7 |
| 영업이익 성장률 | -28.1 | 93.1 | 41.9 | 21.6 | -17.7 |
| EBITDA 성장률 | 26.4 | 29.3 | -27.3 | -14.1 | -25.3 |
| 지배기업순이익 성장률 | -26.3 | 53.3 | 59.1 | 22.6 | -21.4 |
| 매출총이익률 | 10.2 | 15.1 | 17.0 | 17.0 | 13.5 |
| 영업이익률 | 6.1 | 10.9 | 13.1 | 13.3 | 10.4 |
| EBITDA이익률 | 31.1 | 37.0 | 22.8 | 16.3 | 11.7 |
| 세전이익률 | 7.1 | 11.0 | 13.6 | 13.9 | 10.4 |
| 지배기업순이익률 | 5.6 | 8.0 | 10.7 | 11.0 | 8.2 |

현금흐름표

| (십억원) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | -12 | 93 | 139 | 120 | 71 |
| 당기순이익 | 26 | 40 | 64 | 79 | 62 |
| 유무형자산상각비 | 117 | 133 | 58 | 22 | 9 |
| 기타비현금손익 조정 | 7 | 16 | 17 | 21 | 17 |
| 운전자본증감 | -143 | -81 | 16 | 19 | 0 |
| 매출채권감소 (증가) | -22 | -39 | -5 | -5 | 0 |
| 재고자산감소 (증가) | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무증가 (감소) | 9 | 4 | 2 | 3 | 0 |
| 기타운전자본증감 | -130 | -47 | 18 | 21 | 0 |
| 기타영업현금흐름 | -19 | -15 | -17 | -21 | -17 |
| 투자활동 현금흐름 | -81 | 6 | -16 | -17 | 0 |
| 유형자산투자감소 (증가) | 0 | -4 | -1 | -1 | 0 |
| 무형자산투자감소 (증가) | 0 | -1 | -1 | -1 | 0 |
| 투자자산감소 (증가) | -57 | -24 | -1 | -1 | 0 |
| 기타투자현금흐름 | -23 | 35 | -12 | -14 | 0 |
| 재무활동 현금흐름 | 0 | 0 | 2 | 2 | 0 |
| 금융부채 증감 | 0 | 0 | 2 | 2 | 0 |
| 자본의 증감 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 당기지급액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타재무현금흐름 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 (감소) | -93 | 100 | 125 | 105 | 71 |
| 기말현금 | 60 | 160 | 284 | 389 | 460 |
| 잉여현금흐름 (FCF) | -13 | 89 | 138 | 119 | 71 |
| 순현금흐름 | -51 | 65 | 123 | 102 | 71 |
| 순현금 (순차입금) | 106 | 171 | 294 | 396 | 468 |

자료: 스튜디오투레콘, KB증권 추정

재무상태표

| (십억원) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (적용기준) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) |
| 자산총계 | 582 | 665 | 754 | 861 | 924 |
| 유동자산 | 245 | 353 | 485 | 597 | 668 |
| 현금 및 현금성자산 | 60 | 160 | 284 | 389 | 460 |
| 단기금융자산 | 57 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 매출채권 | 84 | 118 | 122 | 127 | 127 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | 45 | 53 | 55 | 57 | 57 |
| 비유동자산 | 337 | 312 | 269 | 265 | 255 |
| 투자자산 | 13 | 31 | 32 | 33 | 33 |
| 유형자산 | 1 | 4 | 3 | 2 | -1 |
| 무형자산 | 233 | 161 | 107 | 88 | 81 |
| 기타비유동자산 | 89 | 116 | 128 | 141 | 141 |
| 부채총계 | 153 | 196 | 221 | 249 | 249 |
| 유동부채 | 145 | 188 | 211 | 238 | 238 |
| 매입채무 | 18 | 20 | 22 | 25 | 25 |
| 단기금융부채 | 2 | 4 | 5 | 6 | 6 |
| 기타유동부채 | 125 | 164 | 184 | 207 | 207 |
| 비유동부채 | 8 | 8 | 10 | 11 | 11 |
| 장기금융부채 | 8 | 8 | 9 | 11 | 11 |
| 기타비유동부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 428 | 469 | 534 | 613 | 675 |
| 자본금 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 322 | 322 | 322 | 322 | 322 |
| 기타자본항목 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄손익누계액 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 이익잉여금 | 94 | 134 | 198 | 277 | 340 |
| 지배자본 계 | 428 | 469 | 533 | 612 | 675 |
| 비지배자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주요투자지표

| (X, %, 원) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Multiples | | | | | |
| P/E | 85.9 | 66.7 | 46.4 | 37.9 | 48.2 |
| P/B | 5.3 | 5.9 | 5.6 | 4.9 | 4.4 |
| P/S | 4.8 | 5.3 | 5.0 | 4.2 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 14.9 | 13.9 | 19.7 | 22.1 | 28.7 |
| EV/EBIT | 75.5 | 47.0 | 34.3 | 27.1 | 32.1 |
| 배당수익률 | N/A | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EPS | 941 | 1,388 | 2,147 | 2,632 | 2,069 |
| BVPS | 15,242 | 15,633 | 17,780 | 20,412 | 22,482 |
| SPS (주당매출액) | 16,698 | 17,435 | 20,018 | 23,985 | 25,112 |
| DPS (주당배당금) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 수익성지표 | | | | | |
| ROE | 6.4 | 9.0 | 12.9 | 13.8 | 9.7 |
| ROA | 4.8 | 6.5 | 9.1 | 9.8 | 7.0 |
| ROIC | 8.8 | 14.8 | 28.4 | 42.8 | 38.8 |
| 안정성지표 | | | | | |
| 부채비율 | 35.8 | 41.8 | 41.4 | 40.6 | 36.9 |
| 순차입비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 유동비율 | 1.7 | 1.9 | 2.3 | 2.5 | 2.8 |
| 이자보상배율 (배) | 58.1 | 27.4 | 19.7 | 23.9 | 0.0 |
| 활동성지표 | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| 매출채권회전율 | 6.2 | 5.1 | 5.0 | 5.8 | 5.9 |
| 매입채무회전율 | 24.7 | 26.7 | 28.8 | 30.7 | 30.3 |
| 재고자산회전율 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |