스튜디오드래곤 (253450)

중국시장 재개방 기대감 반영

KB증권

더 많은 리포트 보기

2021년 2월 23일

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

투자의견 Buy 유지, 목표주가 127,000원으로 5.8% 상향조정

스튜디오드래곤에 대한 목표주가를 127,000원으로 5.8% 상향조정한다. 목표주가는 12m fwd. EPS 2,219원에 글로벌 OTT 12개월 fwd. P/E 57.1배를 적용해 산정했다. 목표주가 상향조정의 근거는 1) OTT 경쟁 심화로 라이브러리 ASP 상승세 지속, 2) 제작 편수 증가에 따른 탑라인 성장이다.

2021년 성장세 지속

2021년 실적은 매출액 6,213억원 (+18.2% YoY), 영업이익 77.3억원 (+57.2% YoY)을 기록하며 성장세를 지속할 전망이다. 2020년과 같이 콘텐츠 수요 강세에 따른 판매 매출의 호조세는 지속되고, 편성 매출은 코로나19로 부진했던 광고경기 회복과 제작편수 증가로 인해 성장세에 재진입할 것으로 판단한다.

ASP 인상 트렌드 유지

매년 상승 추이를 보이는 작품당 평균 판매 매출 (19년 +10% YoY, 20년 +8% YoY)은 글로벌 OTT 플랫폼의 글로벌 경쟁이 본격화되면서 2021년 17.4억원 (+12% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 가격 인상에도 불구하고 라이브러리 축적으로 판매 수량 또한 지속적 상승이 예상되어 2021년 판매 매출은 3,441억원 (+23.0% YoY)을 기록할 전망이다. 코로나19로 제작 편수 (-1편 YoY, 총 27편)가 감소하였던 편성 분야는 제작 편수 증가세가 다시 회복되고, 제작 규모 확대로 전년도 역성장 (-5.6% YoY)에서 벗어나 2021년 2,258억원 (+14.6% YoY)을 기록하며 성장세를 다시 이어갈 전망이다.

한한령 해제 시 매출 성장폭 확대

2월 22일 KBS와 CCTV의 제휴가 공식화되면서 중국 문화 콘텐츠 개방 가능성은 한층 더 높아졌다. 동사의 중국 자국 내 방영은 16년 11월 <안투라지> 이후 중단된 상태이나, 한한령 당시에도 중국의 한국 콘텐츠 수요는 중국 OTT향 판권 판매, 오리지널 작품 제작 등 우회적으로 지속되어 왔다. 중국 개방은 풍부한 라이브러리를 기반으로 매출 성장 확대로 이어질 수 있다.

Buy 유지

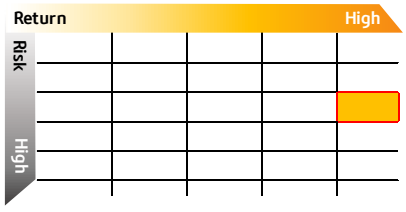
목표주가 (상향, 원)	127,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	32.4
현재가 (2/23, 원)	95,900
Consensus target price (원)	121,850
시가총액 (조원)	2.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

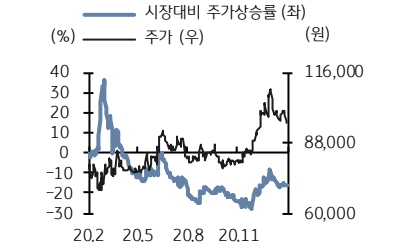
Trading Data	
Free float (%)	44.1
거래대금 (3m, 십억원)	33.1
외국인 지분율 (%)	11.6
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3 인 55.9
	네이버 6.3

Stock Price Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.2	18.7	16.1	18.8
시장대비 상대수익률	-8.1	10.7	-1.3	-15.2

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

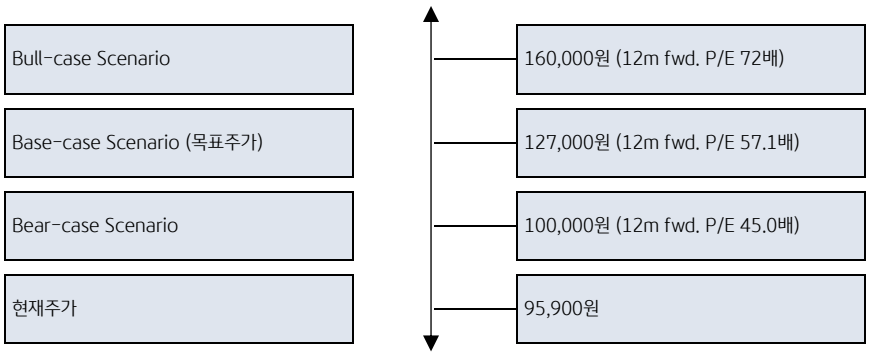


Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	526	621	745	854
영업이익 (십억원)	49	77	94	89
지배주주순이익 (십억원)	30	64	79	70
EPS (원)	1,016	2,143	2,648	2,344
증감률 (%)	8.0	110.9	23.6	-11.5
P/E (x)	91.2	44.8	36.2	40.9
EV/EBITDA (x)	14.4	19.1	21.5	24.5
P/B (x)	6.1	5.5	4.8	4.3
ROE (%)	6.7	13.1	14.1	11.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 2021년 중국향 판매 재개
2) 2021년 판매 매출 ASP +11.8% YoY

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 2022년 상반기 중국향 판매 재개
2) 2021년 판매 매출 ASP +15.0% YoY

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 중국향 판매 연기
2) 2021년 판매 매출 ASP +5.0% YoY

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	600.8	719.5	621.3	744.6	3.4	3.5
영업이익	78.7	95.6	77.3	94.0	-1.8	-1.7
지배주주순이익	64.5	79.1	64.4	79.5	-0.2	0.6

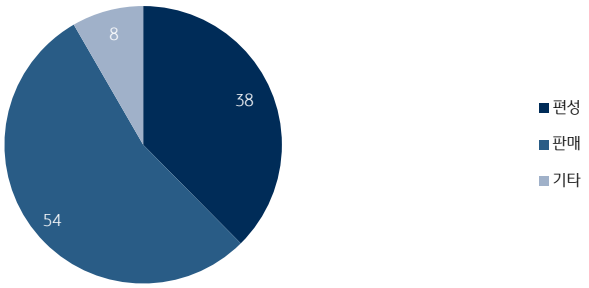
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	621.3	744.6	584.8	661.4	6.2	12.6
영업이익	77.3	94.0	68.5	89.5	12.8	5.0
지배주주순이익	64.4	79.5	53.9	70.0	19.5	13.6

자료: DataGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2021E, %)



자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/E Valuation

2) 목표주가 산정:
12m fwd. EPS 2,219원 x multiple 57.1배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
160,000원 ~100,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12m fwd. P/E 57.1배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
금리 1%p 상승 시	+2.1	+2.1
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	Fwd. P/E	EPS 5yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 5yr CAGR
제이콘텐트리	724.2	43.6	N/A	2.8	9.6	16.1
스튜디오드래곤	2,877.4	46.5	N/A	5.2	14.2	N/A
월트디즈니	386,576.9	64.2	-5.7	3.9	24.1	-8.4
넷플릭스	262,543.6	50.0	95.2	15.0	29.0	68.7

자료: Bloomberg Consensus, KB증권 추정

표 1. 4Q20 실적과 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	4Q20	3Q20	QoQ	4Q19	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	137.7	106.3	29.5	97.4	41.3	120.6	14.2	122.1	12.8
영업이익	4.6	16.0	(71.0)	(4.0)	흑전	10.9	(57.4)	11.2	(58.5)
영업이익률	*3.4*	*15.1*	*(11.7)*	*(4.1)*	*7.5*	*9.1*	*(5.7)*	*9.2*	*(5.8)*
지배주주순이익	(2.9)	10.6	적전	(1.6)	적지	8.0	적전	8.2	적전
지배주주순이익률	*(2.1)*	*10.0*	*(12.1)*	*(1.7)*	*(0.4)*	*6.6*	*(8.7)*	*6.7*	*(8.8)*

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	131.6	178.8	133.2	177.7	468.7	525.7	621.3	744.6
(QoQ %)	23.5	34.2	(34.2)	29.5	(4.4)	35.9	(25.5)	33.4	-	-	-	-
(YoY %)	7.6	25.9	(19.0)	41.3	9.4	10.8	25.3	29.1	23.5	12.2	18.2	19.8
편성매출	45.2	65.4	45.7	40.7	40.7	64.3	60.4	60.4	208.7	197.0	225.8	267.4
판매매출	66.9	75.7	50.9	86.3	82.3	93.1	62.6	106.1	219.3	279.7	344.1	423.2
기타	8.2	20.4	9.7	10.7	8.6	21.4	10.2	11.2	40.7	49.0	51.4	54.0
영업비용	108.7	144.6	90.3	133.0	115.3	155.7	117.1	155.9	440.0	476.5	544.0	650.6
(QoQ %)	7.1	33.1	(37.6)	47.4	(13.3)	35.0	(24.8)	33.1	-	-	-	-
(YoY %)	7.8	23.1	(24.9)	31.1	6.1	7.7	29.8	17.2	29.5	8.3	14.2	19.6
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	16.2	23.1	16.1	21.8	28.7	49.2	77.3	94.0
(QoQ %)	흑전	44.9	(5.0)	(71.0)	249.8	42.3	(30.5)	35.9	-	-	-	-
(YoY %)	5.5	56.3	46.8	흑전	0.4	0.4	0.0	3.7	(28.1)	71.3	57.2	21.6
영업이익률 (%)	*9.7*	*10.4*	*15.1*	*3.4*	*12.3*	*12.9*	*12.1*	*12.3*	*6.1*	*9.4*	*12.4*	*12.6*
지배주주순이익	8.5	13.4	10.6	(2.9)	13.8	19.2	13.5	17.9	26.4	29.6	64.4	79.5
(QoQ %)	흑전	56.5	(20.6)	적전	흑전	39.2	(29.5)	32.9	-	-	-	-
(YoY %)	(7.3)	82.1	(8.0)	적지	61.1	43.3	27.3	흑전	(26.3)	12.1	117.2	23.6
순이익률 (%)	*7.1*	*8.3*	*10.0*	*(2.1)*	*10.5*	*10.7*	*10.1*	*10.1*	*5.6*	*5.6*	*10.4*	*10.7*

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2021E					2022E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	621.3	600.8	3.4	584.8	6.2	744.6	719.5	3.5	661.4	12.6
영업이익	77.3	78.7	(1.8)	68.5	12.8	94.0	95.6	(1.7)	89.5	5.0
영업이익률	*12.4*	*13.1*	*(0.7)*	*11.7*	*0.7*	*12.6*	*13.3*	*(0.7)*	*13.5*	*(0.9)*
지배주주순이익	64.4	64.5	(0.2)	53.9	19.5	79.5	79.1	0.6	70.0	13.6
지배주주순이익률	*10.4*	*10.7*	*(0.4)*	*9.2*	*1.2*	*10.7*	*11.0*	*(0.3)*	*10.6*	*0.1*

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤의 P/E 밸류에이션

(십억원, %, 천주, 원)	금액	비고
12mf 지배주주순이익	66.6	
Target P/E	57.1	Global OTT 12개월 fwd. P/E 평균
적정 시가총액	**3,803**	
총 주식수	30,004	NAVER 유상증자 반영
목표주가	**127,000**	
현재주가	95,900	2/23 종가 기준
Upside (%)	32.4%	

자료: KB증권 추정

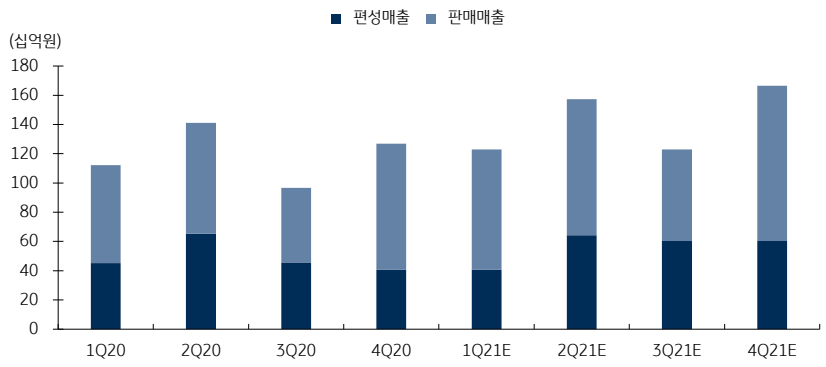
주: Global OTT는 Netflix와 Disney

그림 1. CCTV & KBS MOU 체결

2월 22일 CCTV TV에서 공식 협약 보도

자료: CCTV, KB증권

그림 2. 스튜디오드래곤 매출 추이



자료: KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	469	526	621	745	854
매출원가	421	451	522	625	738
매출총이익	48	75	99	119	115
판매비와관리비	19	26	22	25	26
영업이익	29	49	77	94	89
EBITDA	146	182	135	116	98
영업외손익	4	-8	4	7	0
이자수익	3	4	14	16	0
이자비용	0	8	4	4	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-4	-5	-6	0
세전이익	33	42	81	101	89
법인세비용	7	12	17	21	19
당기순이익	26	30	64	80	70
지배주주순이익	26	30	64	79	70
수정순이익	26	30	64	79	70

성장성 및 수익성 비율

(%)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	23.5	12.2	18.2	19.8	14.7
영업이익 성장률	-28.1	71.3	57.2	21.6	-5.2
EBITDA 성장률	26.4	25.0	-25.5	-14.4	-15.2
지배기업순이익 성장률	-26.3	12.2	117.0	23.6	-11.5
매출총이익률	10.2	14.2	16.0	16.0	13.5
영업이익률	6.1	9.4	12.4	12.6	10.4
EBITDA이익률	31.1	34.6	21.8	15.6	11.5
세전이익률	7.1	7.9	13.1	13.5	10.4
지배기업순이익률	5.6	5.6	10.4	10.7	8.2

현금흐름표

(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-12	82	139	120	80
당기순이익	26	30	64	80	70
유무형자산상각비	117	133	58	22	9
기타비현금손익 조정	7	12	17	21	19
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	-12	-17	-21	-19
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	89	125	105	80
기말현금	60	149	273	378	458
잉여현금흐름 (FCF)	-13	78	137	119	80
순현금흐름	-51	54	123	103	80
순현금 (순차입금)	106	160	283	386	466

재무상태표

(십억원)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	582	654	743	851	921
유동자산	245	343	474	586	666
현금 및 현금성자산	60	149	273	378	458
단기금융자산	57	24	24	24	24
매출채권	84	118	122	127	127
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	45	52	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	458	523	602	673
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	123	187	267	337
지배지분 계	428	458	522	602	672
비지배지분	0	0	0	0	0

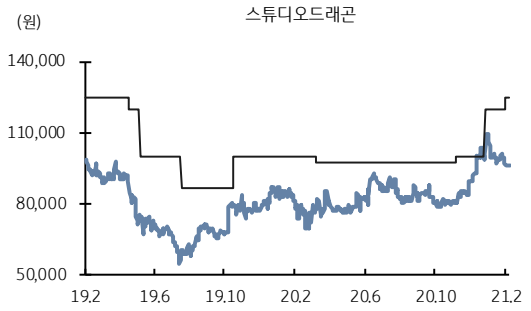
주요투자지표

(X, %, 원)	2019A	2020P	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	85.9	91.2	44.8	36.2	40.9
P/B	5.3	6.1	5.5	4.8	4.3
P/S	4.8	5.1	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	14.9	14.4	19.1	21.5	24.5
EV/EBIT	75.5	53.3	33.6	26.5	27.1
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	941	1,016	2,143	2,648	2,344
BVPS	15,242	15,271	17,414	20,062	22,407
SPS (주당매출액)	16,698	18,022	20,707	24,815	28,452
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.4	6.7	13.1	14.1	11.0
ROA	4.8	4.8	9.2	10.0	8.0
ROIC	8.8	13.1	27.9	42.1	44.0
안정성지표					
부채비율	35.8	42.8	42.3	41.3	37.0
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.7	1.8	2.3	2.5	2.8
이자보상배율 (배)	58.1	6.1	19.3	23.5	0.0
활동성지표					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	6.2	5.2	5.2	6.0	6.7
매입채무회전율	24.7	27.6	29.8	31.7	34.4
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
19-02-15	Buy	125,000	-25.98	
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	-9.63	3.70
21-01-18	Buy	120,000	-15.59	-9.00
21-02-23	Buy	127,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 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 (2020. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
77.9	22.1	-

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.