



스튜디오드래곤 (253450)

수익성 제고로 높아진 성장 가시성

2021년 5월 13일

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

연구원 최용현
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfq.com

투자 의견 Buy, 목표주가 12.7만원 유지

스튜디오드래곤에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 127,000원을 유지한다. 2021년, 2022년 지배주주순이익 추정치에 큰 변동은 없으며, 기업의 장기 성장성을 반영하기 위해 밸류에이션 방법을 P/E에서 DCF (현금흐름할인) 모형으로 변경했다. 목표주가의 12개월 선행 implied P/E는 61.9배다.

높은 수익성이 돋보인 실적

1Q21년 실적은 매출액 1,171억원 (-2.7% YoY), 영업이익 179억원 (+53.6% YoY)을 기록했다. <빈센조>, <철인왕후> 등 주요작을 포함하여 전반적으로 판매매출이 호조를 보였다. 방영편수 감소로 인해 매출이 감소했음에도 불구하고, 판가 인상효과로 인해 매출원가율이 79.8% (-6.4%p YoY)까지 낮아진 점이 인상적이다. 1Q 영업이익률은 15.3%로 <미스터선샤인> 방영 당시인 3Q18 이후 최고 수준이다.

2021년 주요 키워드는 글로벌과 디지털

2021년은 '글로벌'과 '디지털' 사업이 본격적으로 개화하는 원년이 될 것이다. 현재 10편 이상의 글로벌 프로젝트가 공동 기획 및 개발되는 단계다. 제작비의 확대뿐만 아니라, IP를 활용한 시리즈 제작 가능성도 열려있다. 디지털 오리지널은 2020년 2편에서 2021년 9편 이상으로 대폭 확대되는데, 고객사 기반 역시 넷플릭스 중심에서 넷플릭스, 아이치이, 티빙 (각 3편, 티빙은 +α 가능)으로 다변화되면서 가격협상력과 실적 안정성이 모두 높아질 것으로 기대된다. TV편성에 대한 의존도가 상대적으로 낮아지는 가운데, 글로벌 사업 확대가 매출과 수익성에 모두 긍정적으로 기여할 전망이다.

콘텐츠 경쟁력이 수익성 개선으로 연결될 것

판가 인상, 판매채널 확대, 라이브러리 축적으로 인해 판매매출 중심의 실적성장이 지속되고 있으며, 콘텐츠 경쟁력 제고가 영업이익률 상승으로 이어질 전망이다. 2021년 영업이익은 706억원 (+43.7% YoY)으로 추정되어 상저하의 흐름이 예상된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) 127,000

Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	33.1
현재가 (5/12, 원)	95,400
Consensus target price (원)	129,150
시가총액 (조원)	2.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	526	561	667	708
영업이익 (십억원)	49	71	94	98
지배주주순이익 (십억원)	30	62	82	72
EPS (원)	1,044	2,053	2,735	2,386
증감률 (%)	10.9	96.6	33.2	-12.8
P/E (x)	88.7	46.5	34.9	40.0
EV/EBITDA (x)	16.3	18.7	18.9	20.0
P/B (x)	4.6	4.3	3.8	3.5
ROE (%)	5.7	9.6	11.5	9.1
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0

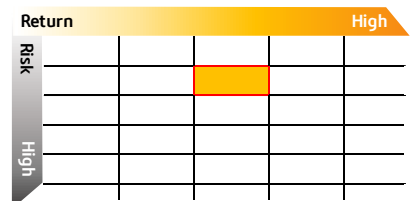
Trading Data

Free float (%)	44.1
거래대금 (3m, 십억원)	21.4
외국인 지분율 (%)	12.2
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 55.9
	네이버 6.3

Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-3.3	18.1	24.1
시장대비 상대수익률	-6.0	-3.6	2.6	-12.2

Risk & Total Return (annualized over three years)

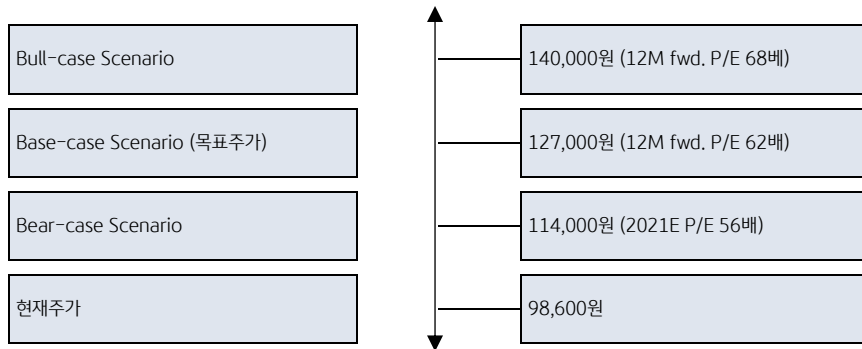


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2021년 판매 매출 성장률 +19.3%
- 2) 연내 글로벌 OTT의 국내 진출

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2021년 판매 매출 성장률 +25%
- 2) 2021년 글로벌 OTT의 국내 및 아시아 진출

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2021년 판매 매출 성장률 +15%
- 2) 글로벌 OTT의 국내 진출 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	621.3	744.6	561.3	666.9	-9.7	-10.4
영업이익	77.2	94.0	70.6	94.0	-8.6	0.0
지배주주순이익	64.4	79.5	61.7	82.1	-4.3	3.3

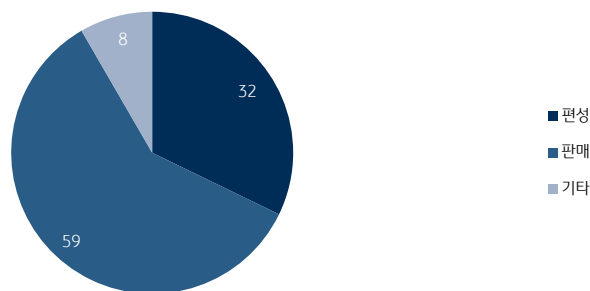
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	561.3	666.9	569.1	659.6	-1.4	1.1
영업이익	70.6	94.0	68.2	87.3	3.5	7.8
지배주주순이익	61.7	82.1	53.8	69.1	14.5	18.9

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
스튜디오드래곤	2,862.4	45.2	N/A	4.4	14.8	#N/A N/A
제이콘텐트리	750.4	41.7	N/A	3.5	9.8	-0.8
윌트디즈니	365,689.4	48.3	(5.7)	3.5	23.0	(8.4)
넷플릭스	243,579.6	41.9	95.2	13.3	26.9	68.7

자료: Bloomberg Consensus, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

목표시가총액 3,8조원

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

140,000 ~ 114,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2021E P/E 61.9배

실적민감도 분석

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

표 1. 1Q21 실적과 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	1Q21P	4Q20	QoQ	1Q20	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	117.1	137.7	(15.0)	120.3	(2.7)	131.6	(11.0)	126.6	(7.5)
영업이익	17.9	4.6	287.6	11.6	53.6	16.2	10.3	14.4	23.8
영업이익률	15.3	3.3	11.9	9.7	5.6	12.3	2.9	11.4	3.9
지배주주순이익	15.6	(2.9)	흑전	8.5	82.2	13.8	12.8	11.4	36.0
지배주주순이익률	13.3	(2.1)	15.4	7.1	6.2	10.5	2.8	9.0	4.2

자료: Quantilise, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	136.7	144.0	163.5	468.7	525.7	561.3	666.9
(QoQ %)	23.5	34.2	(34.2)	29.6	(15.0)	16.7	5.3	13.6	-	-	-	-
(YoY %)	7.6	25.9	(19.0)	41.3	(2.7)	(15.3)	35.5	18.8	23.5	12.2	6.8	18.8
편성매출	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	46.5	45.4	45.1	208.7	197.0	180.7	207.1
판매매출	66.9	75.7	50.9	86.3	63.2	78.0	86.5	106.1	219.3	279.7	333.8	410.5
기타	8.2	20.4	9.7	10.8	10.1	12.2	12.1	12.4	40.7	49.0	46.9	49.2
영업비용	108.7	144.6	90.3	133.1	99.2	122.1	125.5	144.0	440.0	476.6	490.8	572.9
(QoQ %)	7.1	33.1	(37.6)	47.5	(25.4)	23.0	2.8	14.7	-	-	-	-
(YoY %)	7.8	23.1	(24.9)	31.2	(8.7)	(15.6)	39.0	8.2	29.5	8.3	3.0	16.7
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	14.6	18.5	19.6	28.7	49.1	70.6	94.0
(QoQ %)	흑전	44.9	(5.0)	(71.2)	287.6	(18.0)	26.3	5.7	-	-	-	-
(YoY %)	5.5	56.3	46.8	흑전	53.6	(13.1)	15.5	324.3	(28.1)	71.1	43.7	33.2
영업이익률 (%)	9.7	10.4	15.1	3.3	15.3	10.7	12.8	12.0	6.1	9.3	12.6	14.1
지배주주순이익	8.5	13.4	10.6	(2.9)	15.6	13.2	16.1	16.8	26.4	29.6	61.7	82.1
(QoQ %)	흑전	56.5	(20.6)	적전	흑전	(15.2)	21.6	5.0	-	-	-	-
(YoY %)	(7.3)	82.1	(8.0)	적지	82.2	(1.2)	51.3	흑전	(26.3)	12.1	108.2	33.2
순이익률 (%)	7.1	8.3	10.0	(2.1)	13.3	9.7	11.1	10.3	5.6	5.6	11.0	12.3

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	561.3	621.3	(9.7)	569.1	(1.4)	666.9	744.6	(10.4)	659.6	1.1
영업이익	70.6	77.2	(8.6)	68.2	3.5	94.0	94.0	0.0	87.3	7.8
영업이익률	12.6	12.4	0.1	12.0	0.6	14.1	12.6	1.5	13.2	0.9
지배주주순이익	61.7	64.4	(4.3)	53.8	14.5	82.1	79.5	3.3	69.1	18.9
지배주주순이익률	11.0	10.4	0.6	9.5	1.5	12.3	10.7	1.6	10.5	1.8

자료: Quantilise, KB증권 추정

표 4. DCF Valuation

(십억원, %, 천주, 원)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
현금흐름추정											
Adjusted Free Cashflow		110.3	100.8	113.6	113.5	131.7	155.5	178.4	202.5	222.4	241.3
잉여현금흐름 (FCFF)	115.8	100.8	113.6	113.5	131.7	155.5	178.4	202.5	222.4	241.3	256.8
NOPLAT	51.3	68.1	71.7	79.8	91.7	107.3	122.3	138.1	149.3	158.4	164.9
(+) 감가상각비	72.1	42.7	34.1	44.4	51.0	59.7	68.1	76.9	86.3	96.6	106.3
(-/+) 운전자본	-5.2	-7.6	10.4	-7.7	-7.9	-8.0	-8.1	-8.3	-8.4	-8.5	-8.7
(-) 설비투자	-1.2	-1.2	-1.3	-1.5	-1.6	-1.8	-2.0	-2.2	-2.4	-2.6	-2.9
기타	-1.2	-1.2	-1.3	-1.5	-1.6	-1.8	-1.9	-2.1	-2.3	-2.6	-2.8
현금흐름의 현재가치											
WACC	7.29										
할인계수		1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.66	0.61	0.57	0.53
현금흐름의 현재가치		110.3	93.9	98.6	91.9	99.3	109.3	117.0	123.7	126.7	128.1
영구성장률	2.1	30 년물 국고채 평균									
영구가치	4,743.7	2031년 FCFF / (WACC - 영구성장률)									
영구가치의 현재가치	2,517.3	WACC 7.29% (무위험수익률 0.67%, 시장위험 프리미엄 7.37%)									
Valuation											
EV	3,616.2										
(-)순부채	(197.0)	순현금 상태									
유통주식의 적정가치	3,813										
유통주식수	30,004										
목표주가	127,000										
현재주가	95,400	21/5/12 종가기준									
Upside	33.1										

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

원	Terminal Growth (%)									
	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9	
WACC (%)	6.69	128,493	131,912	135,605	139,606	143,955	148,701	153,899	159,617	165,939
	6.89	123,782	126,910	130,278	133,916	137,858	142,142	146,817	151,938	157,572
	7.09	119,403	122,271	125,352	128,670	132,255	136,138	140,359	144,964	150,009
	7.29	115,321	117,958	120,784	123,820	127,089	130,620	134,445	138,604	143,141
	7.49	111,508	113,939	116,537	119,321	122,312	125,532	129,011	132,780	136,877
	7.69	107,939	110,184	112,578	115,138	117,881	120,828	124,001	127,428	131,142
	7.89	104,591	106,669	108,880	111,240	113,762	116,464	119,367	122,494	125,871

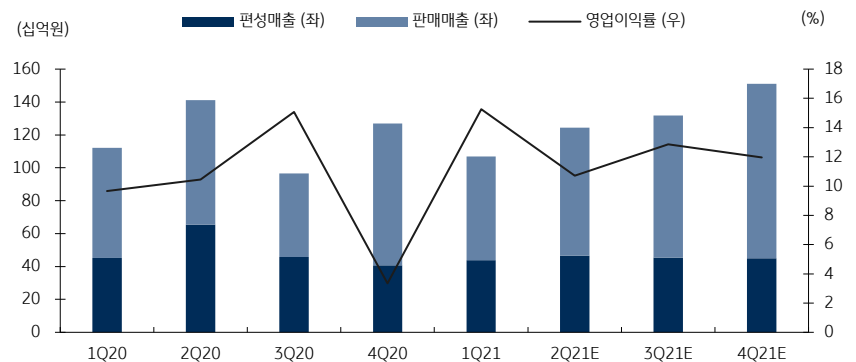
자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 6. WACC 산출내역

(십억원, %)	변경전 (2/23/2021)	변경후 (5/13/2021)	비고
COE (A) = a + b x c	7.29	7.29	
Risk free rate (a)	0.67	0.67	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.90	0.90	Adj. Beta
Risk premium (c = d - e)	7.36	7.36	
Market (d)	10.97	10.97	2001년~2020년 WMI500 연평균 total return
Risk free rate (e)	3.61	3.61	2001년~2020년 통안채 1년물 연평균 total return
COD (B)		1.45	발행 원화 사채의 YTM
적정주주가치		3,813	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금		-197.0	순차입금
주식가치 가중치 (f)	100.00	100.00	2021년 자본 비중
차입금 가중치 (g)	0.00	0.00	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	7.29	7.29	

자료: KB증권 추정

그림 1. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
매출액	469	526	561	667	708
매출원가	421	451	461	539	572
매출총이익	48	75	101	128	136
판매비와관리비	19	26	30	34	38
영업이익	29	49	71	94	98
EBITDA	146	165	143	137	124
영업외손익	4	-8	14	19	0
이자수익	3	2	22	27	0
이자비용	0	1	5	4	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-9	-4	-4	0
세전이익	33	42	84	113	98
법인세비용	7	12	23	30	27
당기순이익	26	30	62	82	72
지배주주순이익	26	30	62	82	72
수정순이익	26	30	62	82	72

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	23.5	12.2	6.8	18.8	6.1
영업이익 성장률	-28.1	71.2	43.7	33.2	4.4
EBITDA 성장률	26.4	13.6	-13.7	-4.2	-9.3
지배기업순이익 성장률	-26.3	12.1	108.0	33.2	-12.8
매출총이익률	10.2	14.2	17.9	19.2	19.2
영업이익률	6.1	9.3	12.6	14.1	13.9
EBITDA이익률	31.1	31.5	25.4	20.5	17.5
세전이익률	7.1	7.9	15.0	16.9	13.9
지배기업순이익률	5.6	5.6	11.0	12.3	10.1

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-12	5	129	117	108
당기순이익	26	30	62	82	72
유무형자산상각비	117	116	72	43	26
기타비현금손익 조정	7	19	23	30	27
운전자본증감	-143	-144	-5	-8	10
매출채권감소 (증가)	-22	-31	-24	-26	11
재고자산감소 (증가)	1	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	9	-11	4	2	-1
기타운전자본증감	-130	-101	15	17	0
기타영업현금흐름	-19	-15	-23	-30	-27
투자활동 현금흐름	-81	-16	-25	-26	-4
유형자산투자감소 (증가)	0	-7	-4	-4	-4
무형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	0
투자자산감소 (증가)	-57	-9	-7	-8	0
기타투자현금흐름	-23	1	-12	-14	0
재무활동 현금흐름	0	0	2	2	0
금융부채 증감	-1	-1	2	2	0
자본의 증감	1	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)	-93	-11	106	93	104
기말현금	60	49	155	248	352
잉여현금흐름 (FCF)	-13	-2	125	113	104
순현금흐름	-51	-16	104	91	104
순현금 (순차입금)	107	90	195	286	390

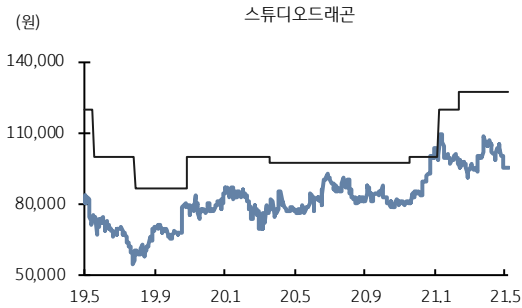
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
자산총계	582	757	841	944	1,015
유동자산	245	228	359	479	572
현금 및 현금성자산	60	49	155	248	352
단기금융자산	57	52	52	52	52
매출채권	84	107	131	157	146
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	44	21	21	22	22
비유동자산	337	529	481	465	443
투자자산	13	180	187	195	195
유형자산	1	8	8	8	9
무형자산	233	230	163	125	103
기타비유동자산	89	111	123	137	137
부채총계	153	148	170	191	190
유동부채	145	132	152	172	171
매입채무	18	6	10	12	11
단기금융부채	2	2	3	3	3
기타유동부채	125	124	139	157	157
비유동부채	8	16	17	19	19
장기금융부채	8	8	10	11	11
기타비유동부채	0	8	8	8	8
자본총계	428	609	671	753	825
자본금	14	15	15	15	15
자본잉여금	322	470	470	470	470
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-1	2	2	2	2
이익잉여금	94	123	185	267	338
지배자본 계	428	609	671	753	825
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	85.9	88.7	46.5	34.9	40.0
P/B	5.3	4.6	4.3	3.8	3.5
P/S	4.8	5.0	5.1	4.3	4.0
EV/EBITDA	14.9	16.3	18.7	18.9	20.0
EV/EBIT	75.5	54.7	37.8	27.4	25.2
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
EPS	941	1,044	2,053	2,735	2,386
BVPS	15,242	20,309	22,362	25,097	27,482
SPS (주당매출액)	16,698	18,532	18,708	22,227	23,585
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	6.4	5.7	9.6	11.5	9.1
ROA	4.8	4.4	7.7	9.2	7.3
ROIC	8.8	11.4	17.1	25.6	29.6
안정성지표					
부채비율	35.8	24.3	25.3	25.4	23.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.7	1.7	2.4	2.8	3.3
이자보상배율 (배)	58.1	84.8	14.9	23.5	0.0
활동성지표					
총자산회전율	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7
매출채권회전율	6.2	5.5	4.7	4.6	4.7
매입채무회전율	24.7	43.2	70.4	60.4	60.9
재고자산회전율	0.0	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
19-05-09	Buy	120,000	-34.46	
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		

투자등급 비율 (2021. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
79.9	20.1	-

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.