

# 스튜디오드래곤(253450)

매수 목표주가 120,000원

오테완  
taewan.oh@koreainvestment.com

## ‘스위트홈’, 멀티플은 높였지만 실적은 낮쳤다

#VFX 비용 #성과급 지급

### 영업이익 컨센서스 59% 하회

- 4분기 매출액은 1,377억원(+41.3% YoY), 영업이익은 46억원(흑자전환) 기록하며 컨센서스(112억원)를 하회. 원인은 넷플릭스 오리지널 ‘스위트홈’ 추가 비용 발생과 인건비 증가. 영업외단에서는 달러 약세에 따른 외환 평가 손실 70억원과, 자회사 문화창고 영업권 손상 33억원이 반영
- ‘스위트홈’은 당초 20%의 매출총이익률이 기대되는 작품이었으나 후반 작업에서 추가 비용이 발생하며 10% 초반을 기록한 것으로 추정(추가 비용 30억원). 글로벌 VFX 팀과의 최초 협업이라 예산 수립이 정확하지 않았던 것으로 추정됨. 더불어 성과급 지급으로 인건비도 증가(추가 비용 30억원)
- 편성매출은 tvN 라인업 축소로 전년동기대비 9.7% 감소한 반면 판매매출은 콘텐츠 해외판매가 사상 최대치를 다시 한번 경신하며 전년동기대비 101.6% 증가(스위트홈 제외시 23.8% 증가)
- 가이던스로는 제작 편수 30편(+3편 YoY) 내외를 제시. 더불어 넷플릭스 오리지널 3편, 아이치이 오리지널 3편, 티빙 오리지널 3편 등 디지털향 오리지널 콘텐츠 제작이 본격화될 것이라고 언급

### 하나씩 까보면 나쁘지 않은 실적

- ‘스위트홈’ 제작을 통해 글로벌향 대작 드라마 제작 역량과 노하우를 확보. 회사의 드라마가 세계적으로 흥행하고 있어 향후 제작하는 넷플릭스 오리지널에서는 다시 20%의 매출총이익률을 기록할 수 있을 것
- 투자이전 ‘매수’, 목표주가 120,000원(12MF PER 65배) 유지. 올해부터 본격화되는 글로벌 OTT의 한국 진출, 네이버 웹툰을 통한 인기 IP 확보(툽 작가 의존도 하락), 오리지널 콘텐츠 제작 증가가 기대됨. 2021년 영업이익은 663억원(+35.0% YoY) 전망

### 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

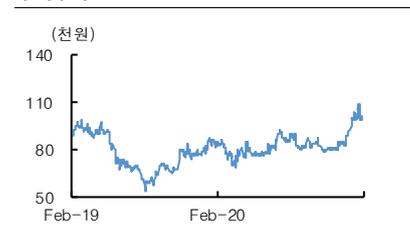
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	97.4	120.3	161.4	106.3	137.7	29.5	41.4	122.1
영업이익	(4.0)	11.6	16.9	16.0	4.6	(71.3)	NM	11.2
영업이익률(%)	(4.1)	9.6	10.5	15.1	3.3			9.2
세전이익	(5.2)	12.0	17.2	15.2	(2.9)	NM	(44.2)	9.6
순이익	(1.6)	8.5	13.4	10.6	(2.9)	NM	81.3	8.2

	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액 (십억원)	380	469	526	558	622
영업이익 (십억원)	40	29	49	66	85
순이익 (십억원)	36	26	30	53	68
증가율(%)	50.3	(26.3)	12.1	78.8	28.2
EBITDA (십억원)	115	146	150	161	182
PER(x)	72.3	86.0	95.9	56.7	44.2
EV/EBITDA(x)	21.1	14.9	18.9	17.5	15.4
PBR(x)	6.5	5.3	4.9	4.5	4.1
DY(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

### Stock Data

KOSPI(2/4)	3,088
주가(2/4)	100,100
시가총액(십억원)	3,003
52주 최고/최저(원)	109,200/69,100
유동주식비율/외국인지분율(%)	37.8/12.4
주요주주(%)	CJ ENM 외 3인 55.9
	네이버 6.3

### 주가추이



자료: FnGuide

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.  
 ■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.  
 ■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.  
 ■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
유동자산	247	244	336	349	383
현금성자산	153	60	105	112	124
매출채권및기타채권	69	84	94	97	102
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	404	436	486
투자자산	4	13	15	16	18
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	199	233	289	307	342
자산총계	512	582	740	785	869
유동부채	108	145	124	116	132
매입채무및기타채무	60	66	74	77	85
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	8	8	8	8
부채총계	111	153	132	124	140
자배주주지분	401	428	608	661	729
자본금	14	14	15	15	15
자본잉여금	320	322	471	471	471
기타자본	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	68	94	123	176	244
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	608	661	729

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
영업활동현금흐름	(29)	(12)	76	131	164
당기순이익	36	26	30	53	68
유형자산감가상각비	0	2	2	2	2
무형자산상각비	75	115	99	93	96
자산부채변동	(139)	(143)	(55)	(16)	(2)
기타	(1)	(12)	0	(1)	0
투자활동현금흐름	141	(81)	(181)	(125)	(151)
유형자산투자	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	138	(57)	(2)	(1)	(2)
무형자산순증	(0)	(0)	(155)	(111)	(131)
기타	3	(23)	(22)	(11)	(16)
재무활동현금흐름	(10)	(0)	150	0	0
자본의증가	0	1	150	0	0
차입금의순증	(10)	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	102	(93)	45	6	13

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

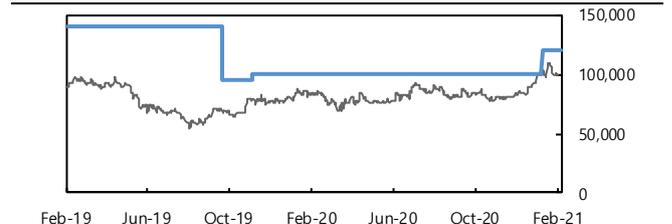
	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액	380	469	526	558	622
매출원가	324	421	451	467	508
매출총이익	56	48	75	91	114
판매관리비	16	19	26	24	29
영업이익	40	29	49	66	85
금융수익	7	10	10	2	2
이자수익	4	3	8	(1)	(1)
금융비용	1	6	14	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	(4)	(0)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	33	41	67	85
법인세비용	10	7	12	14	18
연결당기순이익	36	26	30	53	68
지배주주지분순이익	36	26	30	53	68
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	35	26	30	53	68
지배주주지분포괄이익	35	26	30	53	68
EBITDA	115	146	150	161	182

주요투자지표

	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,044	1,765	2,263
BPS	14,305	15,242	20,259	22,024	24,287
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	32.4	23.5	12.2	6.1	11.5
영업이익증가율	21.0	(28.1)	71.0	35.2	27.4
순이익증가율	50.3	(26.3)	12.1	78.8	28.2
EPS증가율	21.4	(26.4)	10.9	69.0	28.2
EBITDA증가율	55.1	26.4	3.3	7.3	13.2
수익성(%)					
영업이익률	10.5	6.1	9.3	11.9	13.6
순이익률	9.4	5.6	5.6	9.5	10.9
EBITDA Margin	30.3	31.1	28.6	28.9	29.3
ROA	7.4	4.8	4.5	6.9	8.2
ROE	9.3	6.4	5.7	8.3	9.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(157)	(106)	(169)	(176)	(196)
차입금/자본총계비율(%)	0.5	2.3	1.6	1.5	1.4
Valuation(X)					
PER	72.3	86.0	95.9	56.7	44.2
PBR	6.5	5.3	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	21.1	14.9	18.9	17.5	15.4

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-42.1	-22.1
	2019.09.23	매수	95,000원	-26.1	-15.7
	2019.11.08	매수	100,000원	-19.0	-7.5
	2020.11.08	1년경과		-14.1	3.7
	2021.01.13	매수	120,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2021년 2월 5일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2020. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
85.5%	14.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 낮게 가져갈 것을 권함