

스튜디오드래곤 (253450)

대대적인 전략 변화 시사

2024년 8월 22일

미디어 / 광고 Analyst 최용현
yonghyun.choi@kbfg.com

투자 의견 Buy,
목표주가 49,000원으로 하향 조정

논캡티브 중심 성장 기대,
넷플릭스와 계약 변화 필요

수익성 중심의 선별적 작품 제작과
제작 비용 통제 계획

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 49,000원으로 5% 하향한다. 2024년 작품 방영 편수 예산을 약 30편 하향하여 영업이익 추정치를 6% 하향 조정한데 기인한다. 스튜디오드래곤은 이례적으로 외부 인사로 CEO를 교체하며 변화를 시사했다. 드라마 산업은 전방 산업 (OTT/TV)의 투자 감소로 성장이 둔화되고, 배우 출연료 비용 부담이 늘어나는 이중고를 겪고 있다. 스튜디오드래곤은 이를 타개하고자 새로운 비즈니스 모델을 계획하고 있는데, 국내 1위 콘텐츠 사업자로서의 향후 전략이 국내 콘텐츠 산업에 매우 중요하다.

스튜디오드래곤 매출액에서 캡티브 비중은 2019년 43%에서 2024년 반기 기준 23.9%로 감소했다. 캡티브 의존도를 낮추는 방향성에 대해선 긍정적이거나 현재로서는 논캡티브 성장세가 더더 전체 매출에 부정적이다. 향후 논캡티브 성장 확보를 위해 1) 넷플릭스와의 협상력을 높이고, 2) 신규 채널 비중을 늘릴 필요가 있다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스 내 콘텐츠 점유율이 3%인 반면, 넷플릭스의 연간 투자 금액 내 차지하는 비중은 1%에 불과하다. 넷플릭스 계약 기간이 끝나가는 만큼 재계약 조건을 반드시 개선시킬 필요가 있다. 스튜디오드래곤은 Netflix/Disney 외 유닉스트/PCCW 등으로 판매를 다각화하며 논캡티브 성장이 기대된다.

수익성 측면에서 기대하는 점은 1) 제작비 통제, 2) 수익성 중심 선별적 작품 제작이다. 드라마 제작사는 OTT의 등장으로 오히려 비용 통제 어려움이 커졌다. 글로벌 OTT에서 작품이 흥행하게 되면 제작비의 상당 부분을 차지하는 출연료가 급증해, 제작 흥행이 오히려 향후 제작사의 비용 부담으로 이어졌다. 스튜디오드래곤은 신인 배우와 여러 작품으로 계약하는 형태로 비용 통제를 고려하고 있다. 지금과 같이 전반적으로 드라마 공급이 줄어들고 있는 상황에서 드라마 제작사는 유리한 협상력을 가질 수 있을 것이라고 판단된다. 또한 그동안 해외 판매가 어려움에도 관행처럼 촬영되는 작품이 있었으나 향후에는 수익성이 높은 작품만을 진행할 계획이다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	49,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	33.2
현재가 (8/21, 원)	36,800
Consensus target price (원)	54,500
시가총액 (조원)	1.1

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	753	640	725	762
영업이익 (십억원)	56	51	64	77
지배주주순이익 (십억원)	30	35	43	53
EPS (원)	1,001	1,171	1,425	1,766
증감률 (%)	-40.6	17.0	21.7	23.9
P/E (x)	51.5	31.4	25.8	20.8
EV/EBITDA (x)	6.5	4.2	4.2	3.9
P/B (x)	2.2	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	4.4	4.9	5.7	6.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

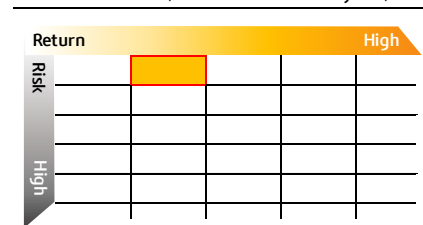
Trading Data

Free float (%)	45.2
거래대금 (3m, 십억원)	2.2
외국인 지분율 (%)	8.2
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

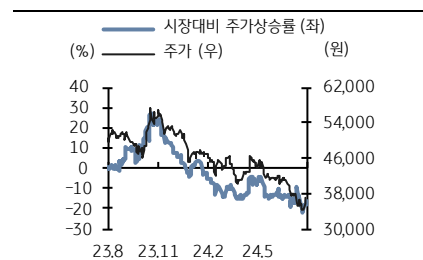
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.2	-16.7	-21.6	-27.1
시장대비 상대수익률	-2.5	-9.6	-13.2	-17.4

Risk & Total Return (annualized over three years)

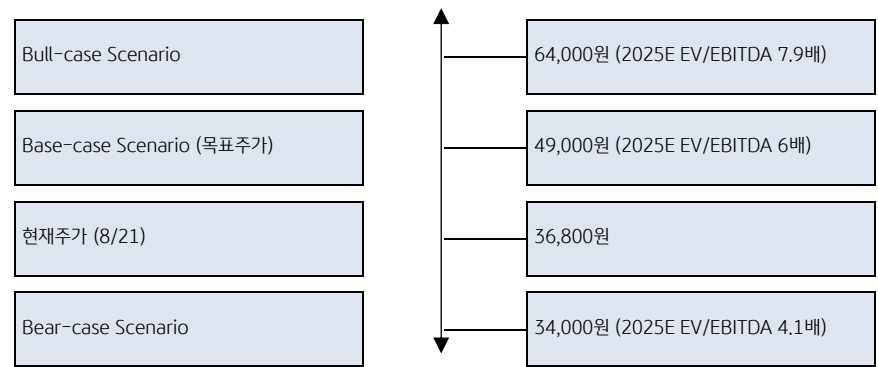


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 넷플릭스와의 재계약으로 리콥을 5% 상향
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 259화

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 넷플릭스와의 재계약으로 리콥을 10% 상향
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 300화 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 넷플릭스와의 재계약으로 리콥을 변화 없음
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 200화 미만

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	723.9	816.7	640.3	725.3	-11.6	-11.2
영업이익	54.8	70.5	51.2	64.3	-6.6	-8.8
지배주주순이익	38.3	53.3	35.2	42.8	-8.1	-19.6

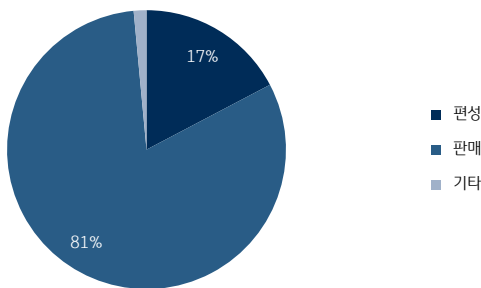
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	640.3	725.3	654.6	728.3	-2.2	-0.4
영업이익	51.2	64.3	55.9	67.6	-8.4	-4.9
지배주주순이익	35.2	42.8	43.1	52.5	-18.4	-18.3

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2024E, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
스튜디오드래곤	1.1	23.3	19.4	1.50	1.40	4.3	4.1	6.6	7.4	0.0	0.0
파라마운트 글로벌	10.5	7.3	7.2	0.41	0.40	6.8	6.7	4.5	4.4	1.8	1.8
워너브라더스 디스커버리	25.2	-	960.0	0.54	0.54	6.3	6.0	-22.8	1.1	0.0	0.0
컴캐스트	206.7	9.6	9.3	1.81	1.66	6.6	6.4	19.0	19.0	3.0	3.2

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

EV/EBITDA Valuation

2) 목표주가 산정

EV/EBITDA 6.0배 * EBITDA 2,380억원

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

64,000원 ~ 34,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2025E EV/EBITDA 6.0배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	+1.1	+1.1
금리 1%p 상승 시	+0.5	4.9

표 1. 3Q24 실적 추정 및 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	3Q24E	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	148.9	137.1	8.6	217.4	(31.5)	168.5	(11.7)	146.2	1.9
영업이익	9.1	10.4	(13.2)	21.9	(58.6)	14.6	(38.1)	13.3	(31.7)
OP/GP	6.1	7.6	(1.5)	10.1	(4.0)	8.7	(2.6)	9.1	(3.0)
지배주주순이익	7.6	8.1	(6.2)	18.2	(58.0)	13.3	(42.6)	11.7	(34.9)
NP/GP	5.1	5.9	(0.8)	22.0	(16.9)	7.9	(2.8)	8.0	(2.9)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2024E					2025E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출총이익	640.3	723.9	(11.6)	654.6	(2.2)	725.3	816.7	(11.2)	728.3	(0.4)
영업이익	51.2	54.8	(6.6)	55.9	(8.4)	64.3	70.5	(8.8)	67.6	(4.9)
OP/GP	8.0	7.6	0.4	8.5	(0.5)	8.9	8.6	0.2	9.3	(0.4)
지배주주순이익	35.2	38.3	(8.1)	43.1	(18.4)	42.8	53.3	(19.6)	52.5	(18.3)
NP/GP	5.5	5.3	0.2	6.6	(1.1)	5.9	6.5	(0.6)	7.2	(1.3)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

변경전: 5월 29일

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
TV 에피소드	73	64	50	40	54	34	38	38	315	227	164	180
OTT 에피소드	39	19	25	31	17	8	27	19	127	114	71	79
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	148.9	162.2	697.9	753.1	640.3	725.3
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	31.5	34.6	192.5	154.1	144.1	158.3
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	113.5	123.7	480.2	588.9	481.0	551.0
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	3.9	3.9	25.2	10.1	15.2	16.0
YoY %	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-31.5	0.7	43.3	7.9	-15.0	13.3
편성	21.9	-3.1	-41.0	-38.1	9.5	-27.7	-10.2	3.8	19.4	-20.0	-6.5	9.9
판매	113.1	14.4	8.6	-6.4	-14.7	-13.8	-37.0	-0.5	74.3	22.6	-18.3	14.6
기타	-71.0	-78.4	-38.3	-7.8	50.7	84.5	67.6	14.9	-49.9	-59.7	49.6	5.4
QoQ %	10.8	-22.6	33.0	-25.9	19.2	-28.6	8.6	9.0				
편성	-20.0	-1.7	-17.5	-4.8	41.7	-35.1	2.5	10.0				
판매	24.7	-28.2	51.4	-30.9	13.7	-27.5	10.7	9.0				
기타	-37.2	-8.5	10.0	45.9	2.6	12.1	0.0	0.0				
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.4	9.1	10.2	65.2	55.9	51.2	64.3
(YoY %)	19.3	-39.8	15.4	적전	-0.4	-35.8	-58.6	흑전	24.0	-14.3	-8.3	25.6
(QoQ %)	1732.1	-24.8	34.4	적전	흑전	-51.5	-13.2	12.8				
영업이익률 (%)	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	6.1	6.3	9.3	7.4	8.0	8.9
지배주주순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.1	7.6	-0.8	50.6	30.1	35.2	42.8
(YoY %)	17.8	-60.1	1.9	적지	9.8	-20.2	-58.0	적지	29.5	-40.5	17.0	21.7
(QoQ %)	흑전	-44.6	78.3	적전	흑전	-59.7	-6.2	적전				
순이익률 (%)	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	5.1	-0.5	7.2	4.0	5.5	5.9

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	6.4x	4.6x	5.1x	5.5x	3.8x	2.1x	1.6x	1.4x
매출액	380	469	526	487	698	753	640	725
YoY %	32.4	23.5	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(15.0)	13.3
EV / EBITDA	21.1x	14.9x	16.2x	17.6x	12.1x	6.5x	4.2x	4.2x
EBITDA	115	146	165	152	219	242	253	238
YoY %	55.1	26.4	13.6	(8.3)	44.1	10.7	4.4	(5.8)
EV / FCF	-	-	-	-	-	37.2x	14.4x	19.1x
FCF	(29)	(13)	(3)	(11)	(69)	42	73	53
YoY %	294.0	(55.7)	(75.9)	249.7	531.6	(160.7)	74.3	(28.0)
P/E	72.3x	85.9x	88.7x	69.9x	51.1x	51.5x	31.4x	25.8x
EPS	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001	1,171	1,425
YoY %	21.7	(26.3)	10.9	24.6	29.4	(40.6)	17.0	21.7
P/B	6.46x	5.31x	4.56x	3.99x	3.91x	2.19x	1.51x	1.43x
BPS	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546	24,313	25,738
YoY %	8.9	6.5	33.2	12.2	(3.5)	7.1	3.3	5.9
기준주가	92,400	80,900	92,600	91,000	86,000	51,500	36,800	36,800
기준주식수	28,038	28,068	28,369	30,008	30,020	30,058	30,058	30,058
기준시가총액	2,592	2,273	2,778	2,731	2,585	1,548	1,106	1,106

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 5. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	수치	Note
25E EBITDA	238.0	
Multiple (X)	6.0	글로벌 Peer 평균 (파라마운트/워너브라더스/컴캐스트)
Enterprise Value	1,427.7	
(+)비연결 관계기업투자	(49.8)	
(-)순차입금	0.0	
Equity Value	1,477.5	
(÷) 주식수	30,058	
목표주가	49,000	
현재주가	36,800	기준일: 8월 21일
Upside	33.2	

자료: KB증권 추정

표 6. 넷플릭스 콘텐츠 타이틀 수 및 시청 시간 (2023년 하반기 기준)

	전체 콘텐츠	한국 콘텐츠	한국 콘텐츠 비중 (%)	스튜디오드래곤 콘텐츠	전체 콘텐츠 대비 비중 (%)
타이틀 수	15,994	928	5.8%	108	0.7%
시청 시간	90,023,100,000	8,000,800,000	8.9%	2,741,600,000	3.0%

자료: 넷플릭스, KB증권

포괄손익계산서 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	698	753	640	725	762
매출원가	598	665	525	546	566
매출총이익	100	88	115	179	196
판매비와관리비	35	32	64	115	119
영업이익	65	56	51	64	77
EBITDA	219	242	253	238	240
영업외손익	-7	-19	0	4	8
이자수익	2	5	4	6	8
이자비용	5	9	7	9	9
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-15	3	7	9
세전이익	59	37	51	68	84
법인세비용	8	7	16	25	31
당기순이익	51	30	35	43	53
지배주주순이익	51	30	35	43	53
수정순이익	51	30	35	43	53

성장성 및 수익성 비율 (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	43.3	7.9	-15.0	13.3	5.0
영업이익 성장률	24.0	-14.3	-8.3	25.6	19.2
EBITDA 성장률	44.1	10.7	4.4	-5.8	1.0
지배기업순이익 성장률	29.5	-40.5	17.0	21.7	23.9
매출총이익률	14.3	11.7	17.9	24.7	25.7
영업이익률	9.3	7.4	8.0	8.9	10.1
EBITDA이익률	31.3	32.1	39.5	32.8	31.6
세전이익률	8.4	4.9	8.0	9.4	11.1
지배기업순이익률	7.3	4.0	5.5	5.9	7.0

현금흐름표 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-63	45	221	200	219
당기순이익	51	30	35	43	53
유무형자산상각비	153	186	201	174	164
기타비현금손익 조정	23	30	15	25	31
운전자본증감	-280	-179	-18	-16	2
매출채권감소 (증가)	-35	15	24	-17	2
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	12	-18	-1	1	0
기타운전자본증감	-256	-175	-41	0	0
기타영업현금흐름	-10	-22	-12	-25	-31
투자활동 현금흐름	-43	-1	-151	-153	-149
유형자산투자감소 (증가)	-4	-3	-3	-3	-3
무형자산투자감소 (증가)	-3	0	-145	-145	-146
투자자산감소 (증가)	-12	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-25	2	-3	-5	0
재무활동 현금흐름	165	-9	-1	0	0
금융부채 증감	168	-1	1	0	0
자본의 증감	3	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-5	-8	-2	0	0
기타현금흐름	0	0	2	0	0
현금의 증가 (감소)	59	35	71	48	70
기말현금	124	158	230	278	347
잉여현금흐름 (FCF)	-69	42	73	53	70
순현금흐름	-114	32	68	48	70
순현금 (순차입금)	-51	-18	50	97	167

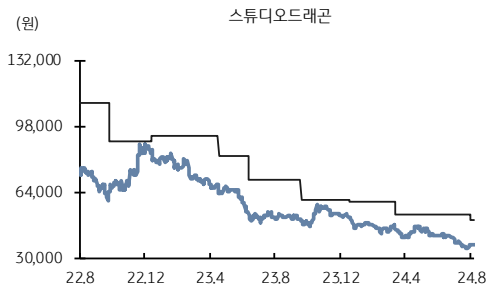
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,091	1,092	1,081	1,125	1,178
유동자산	400	405	427	492	559
현금 및 현금성자산	124	158	230	278	347
단기금융자산	5	3	3	3	3
매출채권	142	149	125	142	140
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	130	94	69	69	69
비유동자산	691	688	654	633	619
투자자산	150	175	157	157	157
유형자산	11	12	12	12	11
무형자산	378	359	317	291	277
기타비유동자산	152	141	169	174	174
부채총계	430	384	350	352	351
유동부채	416	368	334	335	335
매입채무	16	11	8	9	9
단기금융부채	170	170	174	174	174
기타유동부채	230	187	152	152	152
비유동부채	14	16	17	17	17
장기금융부채	9	10	10	10	10
기타비유동부채	4	7	7	7	7
자본총계	661	708	731	774	827
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-40	-22	-35	-35	-35
이익잉여금	213	242	277	320	373
지배자본 계	661	708	731	774	827
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	51.1	51.5	31.4	25.8	20.8
P/B	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
P/S	3.7	2.1	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.1	6.5	4.2	4.2	3.9
EV/EBIT	40.4	28.0	20.6	15.7	12.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,684	1,001	1,171	1,425	1,766
BVPS	21,982	23,546	24,313	25,738	27,504
SPS (주당매출액)	23,250	25,056	21,300	24,129	25,336
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	7.5	4.4	4.9	5.7	6.6
ROA	5.1	2.8	3.2	3.9	4.6
ROIC	7.3	4.5	4.7	5.6	6.3
안정성지표					
부채비율	65.1	54.3	48.0	45.4	42.5
순차입비율	7.7	2.6	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	1.1	1.3	1.5	1.7
이자보상배율 (배)	13.2	6.4	7.4	7.0	8.4
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.3	5.2	4.7	5.4	5.4
매입채무회전율	42.1	55.2	67.1	85.1	84.5
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 조사분석담당자와 그 배우자는 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	애널리스트	목표주가 (원)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
22-08-11	Buy	최용현	110,000	-35.57	
22-10-17	Buy	최용현	90,000	-17.07	-1.22
23-01-04	Buy	최용현	93,000	-19.32	-10.32
23-05-08	Buy	최용현	82,000	-23.81	-18.78
23-07-03	Buy	최용현	70,000	-27.11	-23.00
23-10-10	Buy	최용현	60,000	-13.15	-4.50
24-01-10	Buy	최용현	59,000	-22.16	-14.92
24-04-04	Buy	최용현	52,000	-21.14	-10.67
24-08-22	Buy	최용현	49,000		

투자등급 비율 (2024. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

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.