

스튜디오드래곤 (253450)

3Q24 Review: 상각비 부담에 따른 영업적자 전환

2024년 11월 7일

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

투자의견 Buy,
목표주가 48,000원으로 하향 조정

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 48,000원으로 2% 하향 조정한다. 목표주가 EV/EBITDA 6배를 기준으로 산정했으며, 목표주가 하향은 24/25년 영업이익 추정치를 각각 23%/18% 하향 조정한 데 기인한다. 실적 추정치 하향은 ① 2024년 /2025년 작품 방영 에피소드를 25화/2화 하향 조정하고, ② 넷플릭스 향 리콥을 개선 추정치를 조정했기 때문이다. 국내 시장에서 늘어난 콘텐츠 비용은 제작사뿐만 아니라 OTT에도 부담이 되고 있다. 이러한 상황에서 제작사가 OTT에게 높은 협상력을 가져가긴 쉽지 않다.

3Q24 Review: 상각비 부담

스튜디오드래곤은 매출액 903억원 (-58.5% YoY), 영업이익 -9억원 (적전 YoY)을 기록하면서 영업이익 기준 컨센서스를 하회했다. 전체 방영 에피소드 수가 줄어들면서 매출액은 줄어든 반면 전분기 작품의 상각비 부담이 늘어나면서 수익성이 악화되었다. 3분기 전체 방영 에피소드는 59화 (TV 38화, OTT 21화)로 전년 대비 16화가 감소했다.

4Q24: 3Q보다는 개선 예상하나 쉽지 않아

스튜디오드래곤은 4분기 에피소드 수가 3분기 대비 감소한 43화 (TV 26화, OTT 17화)로 예상된다. 그럼에도 제작 규모 (ex: <정년이>)가 커지고, 선판매 에피소드가 늘면서 (<정년이>, <사랑은 외나무 다리>→디즈니 판매) 3분기 대비 매출액과 영업이익 모두 개선될 수 있을 것으로 판단된다. 다만 4분기부터 반복되고 있는 추가 상각에 대한 불확실성이 존재한다.

장기 투자포인트: 제2의 선재를 찾아

스튜디오드래곤의 장기적인 투자포인트는 OTT 협상력 우위 점유가 아니라 IP를 활용한 신규 비즈니스 확장 여부다. 2025년 하반기부터 계획 중인 기획사와의 협업을 통한 제작비 통제, 팬미팅 등 IP 활용 계획은 흥행이 전제되어야 하지만 흥행 시 상당한 이익 기여가 있을 것이다. 예컨대 '선재업고튀어' 흥행 이후 배우 변우석이 진행한 아시아 팬미팅은 모두 매진되었다. 스튜디오드래곤의 신규 비즈니스 모델에서는 이러한 2차 활동이 수익성 개선으로 이어질 것이다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	48,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	19.0
현재가 (11/7, 원)	40,350
Consensus target price (원)	53,357
시가총액 (조원)	1.2
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	753	555	692	726
영업이익 (십억원)	56	40	53	64
지배주주순이익 (십억원)	30	25	35	44
EPS (원)	1,001	830	1,158	1,461
증감률 (%)	-40.6	-17.1	39.5	26.2
P/E (x)	51.5	48.6	34.8	27.6
EV/EBITDA (x)	6.5	5.3	5.6	5.1
P/B (x)	2.2	1.7	1.6	1.5
ROE (%)	4.4	3.5	4.8	5.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

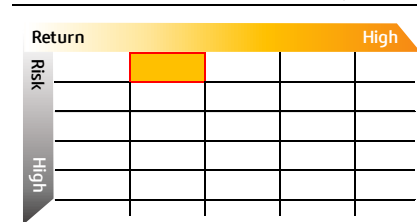
Trading Data

Free float (%)	45.2
거래대금 (3m, 십억원)	2.2
외국인 지분율 (%)	8.6
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

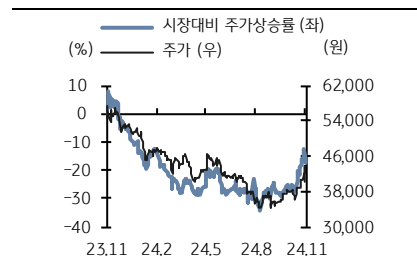
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	14.5	-6.3	-26.2
시장대비 상대수익률	13.5	16.8	11.3	-17.5

Risk & Total Return (annualized over three years)

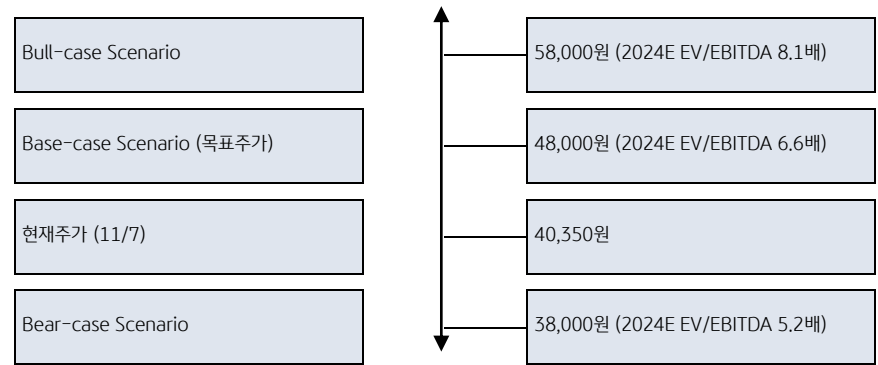


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 넷플릭스와의 재계약으로 리콥율 2% 상향
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 261화

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 넷플릭스와의 재계약으로 리콥율 5% 상향
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 300화 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

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

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	640.3	725.3	555.0	691.5	-13.3	-4.7
영업이익	51.2	64.3	39.5	52.9	-22.8	-17.8
지배주주순이익	35.2	42.8	24.9	34.8	-29.2	-18.7

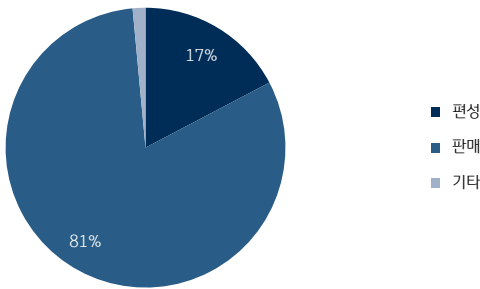
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	555.0	691.5	596.8	683.6	-7.0	1.2
영업이익	39.5	52.9	47.9	65.0	-17.4	-18.7
지배주주순이익	24.9	34.8	38.3	50.7	-34.9	-31.4

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	1.2	29.7	24.2	1.65	1.55	5.3	5.3	5.4	6.6	0.0	0.0
파라마운트 글로벌	11.2	7.3	7.7	0.45	0.43	6.8	6.9	4.8	5.1	1.8	1.8
워너브라더스 디스커버리	28.6	-	-	0.59	0.59	6.6	6.3	-20.2	1.8	0.0	0.0
컴캐스트	240.9	10.8	10.3	2.02	1.86	7.0	6.9	19.2	18.8	2.7	2.9

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

EV/EBITDA Valuation

2) 목표주가 산정

EV/EBITDA 6.6배 * EBITDA 2,106억원

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

58,000원 ~ 38,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

2025E EV/EBITDA 6.6배

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)	3Q24	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	90.3	137.1	(34.1)	217.4	(58.5)	148.9	(39.3)	129.3	(30.2)
영업이익	(0.9)	10.4	적전	21.9	적전	9.1	(110.3)	6.0	(115.6)
OP/GP	(1.0)	7.6	(8.6)	10.1	(11.1)	6.1	(7.1)	4.6	(5.7)
지배주주순이익	(6.1)	8.1	적전	18.2	적전	7.6	(180.6)	5.8	(206.0)
NP/GP	(6.8)	5.9	(12.7)	22.0	(28.8)	5.1	(11.9)	4.5	(11.3)

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	555.0	640.3	(13.3)	596.8	(7.0)	691.5	725.3	(4.7)	683.6	1.2
영업이익	39.5	51.2	(22.8)	47.9	(17.4)	52.9	64.3	(17.8)	65.0	(18.7)
OP/GP	7.1	8.0	(0.9)	8.0	(0.9)	7.6	8.9	(1.2)	9.5	(1.9)
지배주주순이익	24.9	35.2	(29.2)	38.3	(34.9)	34.8	42.8	(18.7)	50.7	(31.4)
NP/GP	4.5	5.5	(1.0)	6.4	(1.9)	5.0	5.9	(0.9)	7.4	(2.4)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

변경전: 8월 22일

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
TV 에피소드	73	64	50	40	54	34	38	26	315	227	152	190
OTT 에피소드	39	19	25	31	17	8	21	17	127	114	63	71
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	135.5	697.9	753.1	555.0	691.5
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	23.5	192.5	154.1	123.0	132.0
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	107.2	480.2	588.9	415.4	539.9
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.8	25.2	10.1	16.5	19.7
YoY %	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-15.9	43.3	7.9	-26.3	24.6
편성	21.9	-3.1	-41.0	-38.1	9.5	-27.7	-38.4	-29.7	19.4	-20.0	-20.1	7.3
판매	113.1	14.4	8.6	-6.4	-14.7	-13.8	-64.2	-13.8	74.3	22.6	-29.5	30.0
기타	-71.0	-78.4	-38.3	-7.8	50.7	84.5	85.8	41.2	-49.9	-59.7	62.6	19.1
QoQ %	10.8	-22.6	33.0	-25.9	19.2	-28.6	-34.1	50.0				
편성	-20.0	-1.7	-17.5	-4.8	41.7	-35.1	-29.7	8.8				
판매	24.7	-28.2	51.4	-30.9	13.7	-27.5	-37.1	66.4				
기타	-37.2	-8.5	10.0	45.9	2.6	12.1	10.8	10.8				
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.4	-0.9	8.5	65.2	55.9	39.5	52.9
(YoY %)	19.3	-39.8	15.4	적전	-0.4	-35.8	적전	흑전	24.0	-14.3	-29.2	33.7
(QoQ %)	1732.1	-24.8	34.4	적전	흑전	-51.5	적전	흑전				
영업이익률 (%)	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	6.3	9.3	7.4	7.1	7.6
지배주주순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.1	-6.1	2.7	50.6	30.1	24.9	34.8
(YoY %)	17.8	-60.1	1.9	적지	9.8	-20.2	적전	흑전	29.5	-40.5	-17.2	39.7
(QoQ %)	흑전	-44.6	78.3	적전	흑전	-59.7	적전	흑전				
순이익률 (%)	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	-6.8	2.0	7.2	4.0	4.5	5.0

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	2.1x	1.7x
매출액	380	469	526	487	698	753	555	692
YoY %	32.4	23.5	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(26.3)	24.6
EV / EBITDA	21.1x	14.9x	16.2x	17.6x	12.1x	6.5x	5.3x	5.6x
EBITDA	115	146	165	152	219	242	221	211
YoY %	55.1	26.4	13.6	(8.3)	44.1	10.7	(8.6)	(4.7)
EV / FCF	-	-	-	-	-	37.2x	18.1x	-
FCF	(29)	(13)	(3)	(11)	(69)	42	64	(17)
YoY %	294.0	(55.7)	(75.9)	249.7	531.6	(160.7)	53.1	(126.0)
P/E	72.3x	85.9x	88.7x	69.9x	51.1x	51.5x	48.6x	34.8x
EPS	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001	830	1,158
YoY %	21.7	(26.3)	10.9	24.6	29.4	(40.6)	(17.1)	39.6
P/B	6.46x	5.31x	4.56x	3.99x	3.91x	2.19x	1.70x	1.62x
BVPS	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546	23,758	24,916
YoY %	8.9	6.5	33.2	12.2	(3.5)	7.1	0.9	4.9
기준주가	92,400	80,900	92,600	91,000	86,000	51,500	40,350	40,350
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	1,213	1,213

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 5. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	수치	Note
25E EBITDA	210.6	
Multiple (X)	6.6	글로벌 Peer 평균 (파라마운트/워너브라더스/컴캐스트)
Enterprise Value	1,390.2	
(+)비연결 관계기업투자	12.3	
(-)순차입금	(28.3)	
Equity Value	1,430.8	
(÷) 주식수	30,058	
목표주가	48,000	
현재주가	40,350	기준일: 11월 7일
Upside	19.0	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	698	753	555	692	726
매출원가	598	665	470	510	528
매출총이익	100	88	85	181	198
판매비와관리비	35	32	45	129	134
영업이익	65	56	40	53	64
EBITDA	219	242	221	211	215
영업외손익	-7	-19	0	3	6
이자수익	2	5	3	7	9
이자비용	5	9	4	8	8
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-15	1	4	5
세전이익	59	37	40	55	70
법인세비용	8	7	15	21	26
당기순이익	51	30	25	35	44
지배주주순이익	51	30	25	35	44
수정순이익	51	30	25	35	44

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	43.3	7.9	-26.3	24.6	5.0
영업이익 성장률	24.0	-14.3	-29.2	33.6	21.5
EBITDA 성장률	44.1	10.7	-8.6	-4.7	2.2
지배기업순이익 성장률	29.5	-40.5	-17.1	39.6	26.1
매출총이익률	14.3	11.7	15.3	26.2	27.2
영업이익률	9.3	7.4	7.1	7.6	8.8
EBITDA이익률	31.3	32.1	39.8	30.5	29.7
세전이익률	8.4	4.9	7.1	8.0	9.6
지배기업순이익률	7.3	4.0	4.5	5.0	6.1

현금흐름표					
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-63	45	187	121	222
당기순이익	51	30	25	35	44
유무형자산상각비	153	186	182	158	151
기타비현금손익 조정	23	30	13	21	26
운전자본증감	-280	-179	-20	-71	27
매출채권감소 (증가)	-35	15	23	-76	29
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	12	-18	-2	4	-2
기타운전자본증감	-256	-175	-41	0	0
기타영업현금흐름	-10	-22	-12	-21	-26
투자활동 현금흐름	-43	-1	-120	-138	-139
유형자산투자감소 (증가)	-4	-3	-3	-3	-3
무형자산투자감소 (증가)	-3	0	-120	-135	-136
투자자산감소 (증가)	-12	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-25	2	3	0	0
재무활동 현금흐름	165	-9	-53	0	0
금융부채 증감	168	-1	-49	0	0
자본의 증감	3	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-5	-8	-4	0	0
기타현금흐름	0	0	3	0	0
현금의 증가 (감소)	59	35	17	-17	83
기말현금	124	158	176	159	242
잉여현금흐름 (FCF)	-69	42	64	-17	83
순현금흐름	-114	32	63	-17	83
순현금 (순차입금)	-51	-18	45	28	111

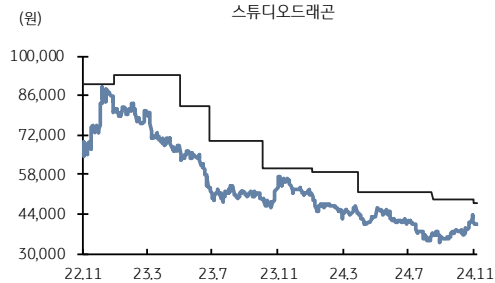
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,091	1,092	1,018	1,057	1,100
유동자산	400	405	398	457	511
현금 및 현금성자산	124	158	176	159	242
단기금융자산	5	3	2	2	2
매출채권	142	149	136	212	183
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	130	94	85	85	85
비유동자산	691	688	620	600	589
투자자산	150	175	147	147	147
유형자산	11	12	13	12	12
무형자산	378	359	316	296	285
기타비유동자산	152	141	144	144	144
부채총계	430	384	304	308	307
유동부채	416	368	288	293	291
매입채무	16	11	8	12	11
단기금융부채	170	170	124	124	124
기타유동부채	230	187	156	156	156
비유동부채	14	16	16	16	16
장기금융부채	9	10	8	8	8
기타비유동부채	4	7	8	8	8
자본총계	661	708	714	749	793
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-40	-22	-41	-41	-41
이익잉여금	213	242	267	302	346
지배자본 계	661	708	714	749	793
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표					
(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	51.1	51.5	48.6	34.8	27.6
P/B	3.9	2.2	1.7	1.6	1.5
P/S	3.7	2.1	2.2	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.3	5.6	5.1
EV/EBIT	40.4	28.0	29.5	22.4	17.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,684	1,001	830	1,158	1,461
BVPS	21,982	23,546	23,758	24,916	26,377
SPS (주당매출액)	23,250	25,056	18,464	23,007	24,157
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	7.5	4.4	3.5	4.8	5.7
ROA	5.1	2.8	2.4	3.4	4.1
ROIC	7.3	4.5	3.3	5.0	5.7
안정성지표					
부채비율	65.1	54.3	42.6	41.2	38.7
순차입비율	7.7	2.6	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.0	1.1	1.4	1.6	1.8
이자보상배율 (배)	13.2	6.4	9.9	6.7	8.1
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.5	0.7	0.7
매출채권회전율	5.3	5.2	3.9	4.0	3.7
매입채무회전율	42.1	55.2	58.0	67.4	62.4
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	에널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
				평균	최고/최저
22-11-02	Buy	최용현	90,000	-15.02	
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	-23.42	-10.61
24-11-07	Buy	최용현	48,000		

투자등급 비율 (2024. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
90.8	9.2	-

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.