

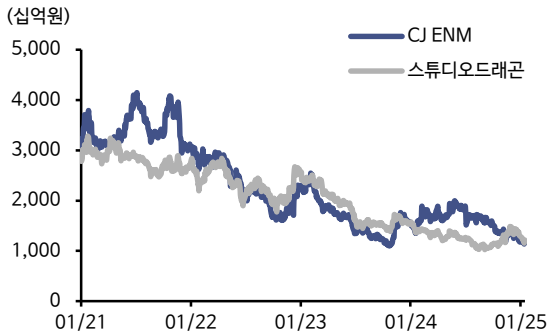
스튜디오드래곤: 연쇄적 피해

스튜디오드래곤도 피해다. 이번 달이 '베스트 시나리오'에 가깝다면 모든 제작사들이 수혜겠지만, 그렇지 않을 시, ① 터빙 기업가치 훼손으로 CJ ENM의 시가총액이 하락한다면, 자회사인 스튜디오드래곤은 시가총액 압박을 받는다. CJ ENM의 자회사인 스튜디오드래곤이 CJ ENM의 시가총액을 한참을 추월하기란 쉽지 않은 일이기 때문이다.

② 리쿠피율 개선이 제한적이다. 필자가 피력한 스튜디오드래곤의 투자포인트는 제작비(C) 하락, 제작편수(Q) 확대, '리쿠피율(P) 개선'이었다. 리쿠피율(P)은 국내 편성, 해외 판권의 믹스다. 그간 높아지는 제작비 대비 광고수익으로 돈을 벌기 어려워진 방송사들이 국내 편성 리쿠피율을 줄이기만 해왔고, 그나마 해외 판권 리쿠피율로 버텼던 것인데, 앞으로는 국내 편성 리쿠피율이 더 이상 추락하지 않는다는 가정이었다. 방송사들이 다시 제작편성을 늘리기 시작해서다. 현재 지급하고 있는 리쿠피율을 태워 콘텐츠를 수급했을 때, 벌어들이는 광고수익으로 충분히 실익이 남겨지는 것을 확인했기 때문일 것이다. 국내 편성이 더 이상 깨지지 않고 유지되는 가운데, 해외 리쿠피가 개선된다면 순수 리쿠피율이 좋아지는 방향(24/10/10 산업자료 참고)이라 믿었다.

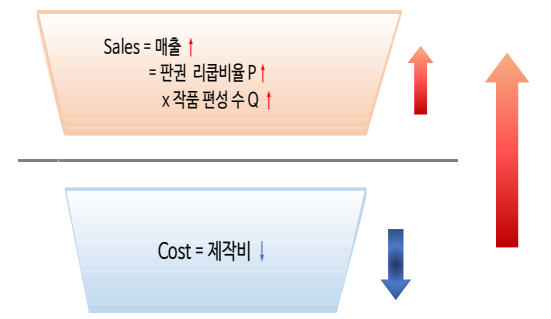
그러나, 이 가정이 깨졌다. 편성 리쿠피율을 주는 CJ ENM이 이번 판도의 변화로 영업환경이 더 어려워진다면, 추가적인 국내 편성 리쿠피율 하락 가능성이 존재해서다. 다시 말해, 자회사에게 또 다시 희생을 강요할 지 모른다는 얘기다.

CJ ENM vs. 스튜디오드래곤 시가총액 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

향후 드라마 수익률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

그렇기에, 스튜디오드래곤은 제작비 통제에 모든 노력을 쏟고 있다. 매출은 업계 판도의 변화, 혹은 시장 상황에 따라 움직이는 만큼, 제작사가 홀로 최선을 다할 수 있는 분야는 비용단이 유일하기 때문이다. 투자포인트 중 하나였던 이 기조는 시장 예상 보다 더 강도 높게 진행되고 있는 분위기다.

또한, 제작비를 낮춰야만 넷플릭스의 의존도를 낮출 수 있다는 전략이다. 스튜디오드래곤이 가장 지향하는 방식은 '비딩'을 통한 판매다. 그런데 지금까지는 제작비가 너무 높아졌기에 의미 있게 사가주는 바이어가 넷플릭스 뿐이라 넷플릭스의 의존도가 높았었다면, 제작비가 낮아질 시, 더 많은 바이어가 참여할 수 있어 저 최대한의 수익성을 끌어올릴 수 있기 때문이다.

스튜디오드래곤의 4Q24 매출액은 1,001억(-37.8% YoY), 영업이익은 65억원(흑자전환)으로 최근 급격히 낮아진 컨센서스 보다는 선방할 것으로 추정된다. 탑라인 감소는 2024년 연내 지속된 방영회사 축소 때문이다. ① <정년이>, <사랑은 외나무다리에서> 등 총 42회(TV 26회, OTT 16회)가 반영됐는데, 이는 전분기대비 17회나 감소한 수치다. 그러나, 방영한 대부분의 작품들이 ② 글로벌 동시방영 선판매를 이뤄낸데다 ③ 상각비가 줄어 흑자전환에는 무리가 없다.

동사에 대한 제작비(C) 감소, 편성(Q) 확대의 투자포인트는 여전히 유효하다. 제작비는 회사의 적극적인 크리에이터 효율화, 실비정산 도입, 과거 부정적인 관행을 없애는 방향이고, 편성은 CJ ENM의 수목드라마 재개, 해외 현지 드라마 방영에 기인한다. 다만, 리콥비율(P) 개선의 포인트는 일부 희석된다. 멈출 것이라 가정했던 국내 편성 리콥비율의 추락이 이번 판도의 변화에 따라 더 길어질 수 있어 보여서다. 이에 따른 실적 추정치 조정으로 목표주가는 5만원으로 소폭 하향하나, 그래도 C, Q의 유의미한 구조 개선, 배우 매니지먼트 관련 신사업을 통한 부가수익이 수반될 수 있다는 점에서 매수 의견을 유지한다.

스튜디오드래곤 4Q24F Preview

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	161.1	192.1	137.1	90.3	100.1	10.9	(37.8)	107.7	(7.0)
영업손익	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	6.5	흑전	흑전	3.8	73.3
순이익	(16.7)	20.2	8.2	(6.1)	5.1	흑전	흑전	0.4	1,199.4
OPM	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	6.5			3.5	3.0
NPM	(10.4)	10.5	5.9	(6.8)	5.1			0.4	4.7

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
매출액	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	100.1
(%YoY)	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(16.1)	(58.5)	(37.8)
편성	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	21.9
(%YoY)	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)	9.5	(27.7)	(38.4)	(34.4)
(%sales)	28.3	20.4	26.0	16.1	20.7	24.6	22.4	23.9	21.9
판매	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	75.5
(%YoY)	66.4	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(13.8)	(64.2)	(39.3)
(%sales)	69.7	78.5	72.7	82.8	77.2	73.6	74.7	71.3	75.4
기타	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	2.7
(%YoY)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)	50.7	86.6	85.8	(19.1)
(%sales)	1.9	1.1	1.3	1.1	2.1	1.8	2.9	4.8	2.7
매출원가	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	85.8
(%YoY)	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)	(9.4)	(14.7)	(55.2)	(45.3)
(%sales)	93.9	85.4	85.4	86.8	97.3	85.1	86.8	93.5	85.7
매출총이익	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	14.3
(%YoY)	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)	(7.0)	(24.2)	(79.5)	231.9
(%GPM)	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	14.3
영업손익	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	6.5
(%YoY)	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	적전	(0.4)	(35.6)	적전	흑전
(%OPM)	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	6.5
순손익	(8.5)	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	8.2	(6.1)	5.1
(%YoY)	적지	17.8	(60.2)	1.9	흑전	9.8	(19.9)	적전	흑전
(%NPM)	(4.4)	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	5.9	(6.8)	5.1

자료: QuantilWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	519.7	718.2	786.6
(%YoY)	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(31.0)	38.2	9.5
편성	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	121.5	159.0	173.3
(%YoY)	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(21.2)	30.9	9.0
(%sales)	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	23.4	22.1	22.0
판매	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	383.7	538.0	589.9
(%YoY)	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(34.8)	40.2	9.7
(%sales)	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	73.8	74.9	75.0
기타	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	14.5	21.2	23.3
(%YoY)	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	42.8	46.5	10.1
(%sales)	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	2.8	3.0	3.0
영업이익	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	37.6	60.3	82.7
(%YoY)	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	(32.8)	60.4	37.3
(%OPM)	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	7.2	8.4	10.5
순이익	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	27.3	49.0	66.3
(%YoY)	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	(9.3)	79.3	35.4
(%NPM)	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	5.3	6.8	8.4

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 실적 추정치 변경

I/S (십억원, %)	변경 전		변경 후		과리	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F
매출액	553.4	689.2	519.7	718.2	(6.1)	4.2
영업이익	44.8	70.2	37.6	60.3	(16.1)	(14.1)
순이익	34	56.1	27.3	49.0	(19.7)	(12.7)
OPM	8.1	10.2	7.2	8.4	(0.9)	(1.8)
NPM	6.1	8.1	5.3	6.8	(0.8)	(1.3)

자료: 신한투자증권