Results Comment

스튜디오 드래곤 (253450)

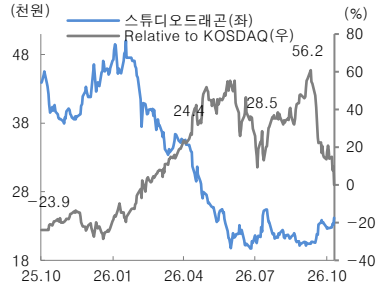
김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	35,000 유지
현재주가 (26.11.05)	24,200
	미디어업종

KOSDAQ	678.41
시가총액	727십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	50,000원 / 19,700원
120일 평균거래대금	17억원
외국인지분율	9.08%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.6	9.0	-30.5	-42.7
상대수익률	56.2	28.5	24.4	-23.9



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	0	0
수익률(%)	0.0	0.0
총주주환원 (십억원)	0	0
수익률(%)	0.0	0.0

주: 대신증권 Research Center 추정, 추정치는 12M FWD 기준

거짓말처럼 개선된 실적

- 3Q26 매출 1.6천억원(+17% yoy), OP 151억원(+44% yoy)
- 제작물량 전성기 수준에 근접. 비용 효율화로 마진 개선
- 초기 OTT 납품 구작의 IP 기한 도래로 이익 개선 가속도 전망

투자의견 매수(Buy), 목표주가 35,000원 유지

목표주가 35천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,208원에 PER 29배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 하단 56배

3Q26 Review: 거짓말처럼 개선된 실적

매출 1.6천억원(+17% yoy), OP 151억원(+44% yoy), OPM 9.5%(+1.8%p yoy)
3Q26 누적 매출 4.6천억원(+19%), OP 370억원(+213%), OPM 8%(+4.9%p)
26E OP 441억원(+45% yoy), 27E OP 561억원(+27% yoy)

3Q26 회차수 60회차(-12회차 yoy). TV 38회차, OTT 및 기타 22 회차
TV. 〈내일도 출근〉 8회, 〈최애의 사원〉 12회, 〈포핸즈〉 10회 등 38회
OTT. 〈천천히 강렬하게〉 22회

4Q26 회차수 48회 이상 전망. TV 38회, OTT 10회
TV. 〈100일의 거짓말〉 16회, 〈포핸즈〉 2회, 〈기프트〉 8회, 〈아수라 발발타〉 12회
OTT. 〈대리수능〉 10회

드래곤이 제작한 tvN 주요 작품의 시청률은 26년 평균 6.7%(+0.4%p yoy)
장기 평균 5.7%를 상회하고 있고, 분기별 성과도 양호
1Q 7.3%, 2Q 5.6%, 3Q 6.0%, 4Q 8.0%

〈포핸즈〉 9.4%로 종영. 4Q에는 〈100일의 거짓말〉이 9.8%로 높은 성과 달성 중,
NFLX 오리지널 〈천천히 강렬하게〉는 글로벌 인지도를 높여줄 것으로 전망

외형 회복, 제작비 효율화, 수익성 개선

20~23년 평균 작품 29편, 381회차, OP 557억원, OPM 9.2%
26년 제작편수는 25편(+5편 yoy), 회차수는 284회차(+42회차 yoy)로 마감 전망

이미 3Q26 건설중인 자산은 1.8천억원으로 20~23년 평균 1.7천억원 상회
건설중인 자산은 시차를 두고 매출로 연결

제작비 효율화에 따라 3Q26 누적 비용 8% 절감
OPM 25년 5.7% 저점 후, 26E 7.3%, 27E 8.8%, 28E 9.4% 전망

〈미스터 션샤인〉 등 넷플릭스의 한국 진출 초기에 공급한 작품들의 IP 기한이 도래하면서 향후 2~3년 이내에 구작 매출 발생하면서 이익 개선 가속도 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2Q26	3Q26					4Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	137	145	136	159	16.5	9.4	156	142	-2.8	-10.8
영업이익	10	15	17	15	44.2	-2.2	15	7	-61.1	-52.3
순이익	9	13	14	4	-49.8	-65.7	14	3	-6.9	-42.1

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	550	531	601	636	688
영업이익	36	30	44	56	64
세전순이익	28	12	35	49	60
총당기순이익	33	10	27	37	46
지배지분순이익	33	10	27	37	46
EPS	1,114	343	886	1,237	1,519
PER	38.6	124.5	27.3	19.6	15.9
BPS	24,606	26,623	27,509	28,746	30,265
PBR	1.7	1.6	0.9	0.8	0.8
ROE	4.6	1.3	3.3	4.4	5.1

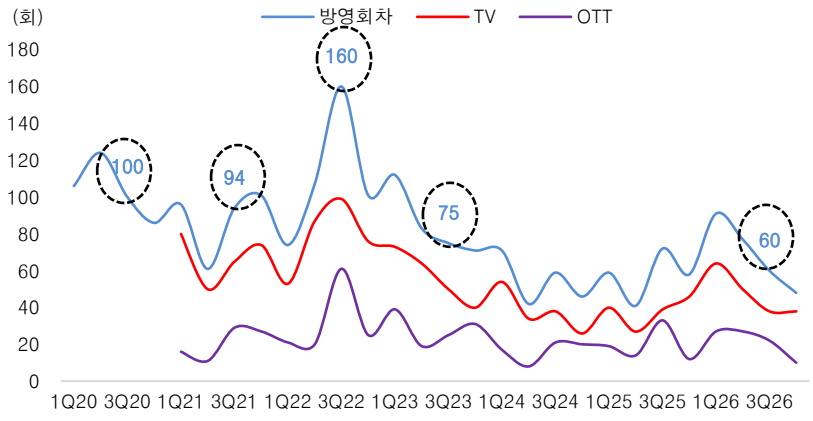
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	583	651	601	636	3.2	-2.2
판매비와 관리비	26	26	26	26	1.2	-1.9
영업이익	48	64	44	56	-7.5	-13.0
영업이익률	8.2	9.9	7.3	8.8	-0.8	-1.1
영업외손익	0	-1	-9	-7	적자유지	적자유지
세전순이익	47	63	35	49	-25.8	-22.4
지배지분순이익	36	48	27	37	-26.9	-22.4
순이익률	6.2	7.4	4.4	5.8	-1.8	-1.5
EPS(지배지분순이익)	1,211	1,594	886	1,237	-26.9	-22.4

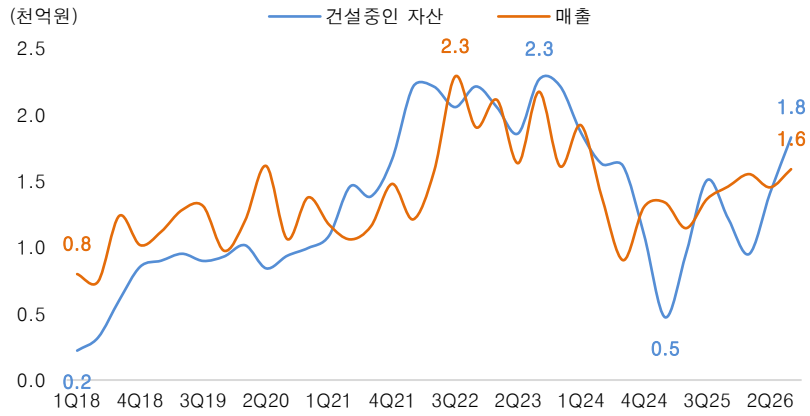
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 3Q26 60 회차. 전성기인 20~23 년 수준에 근접



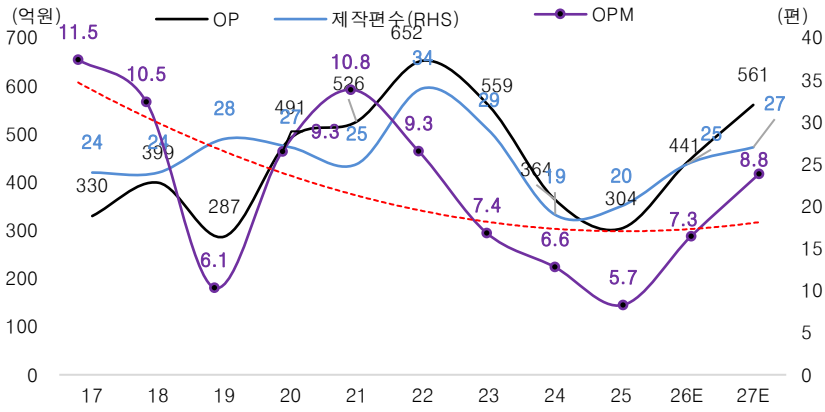
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 건설중인 자산 전성기 수준 상회. 시차를 두고 매출 발생



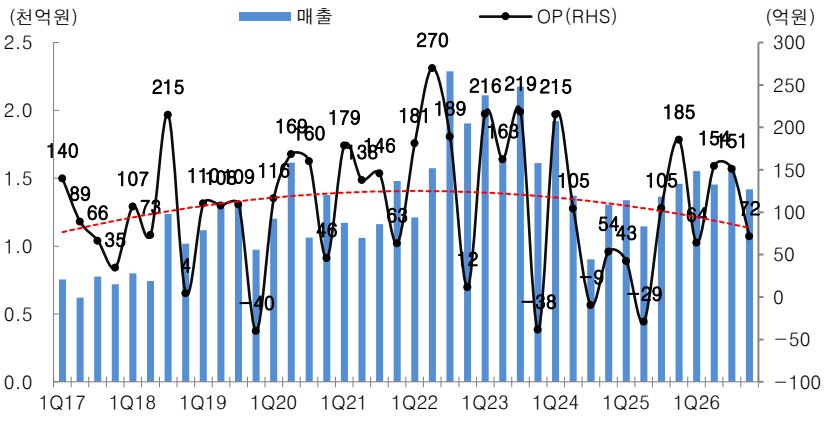
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 제작 물량 회복에 따른 이익 개선 전망. 작품당 이익 증가. OPM 개선 추세



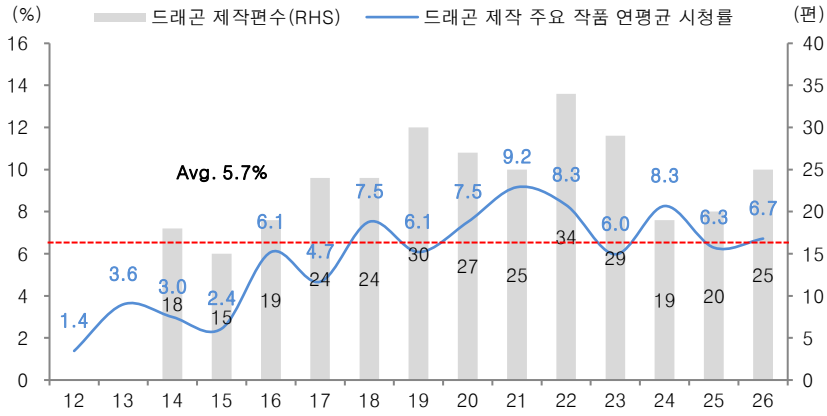
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 3Q26 OP 151 억원(+44% / +46 억원 yoy). OPM 9.5%(+1.8%p yoy)



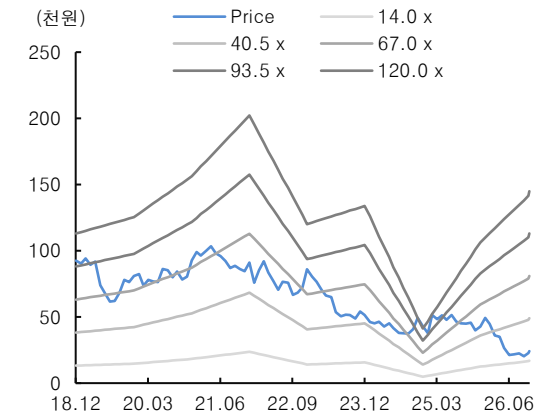
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 연평균 시청률. 25 년초 2%대로 하락 후, 다시 장기 평균인 5.7% 상회



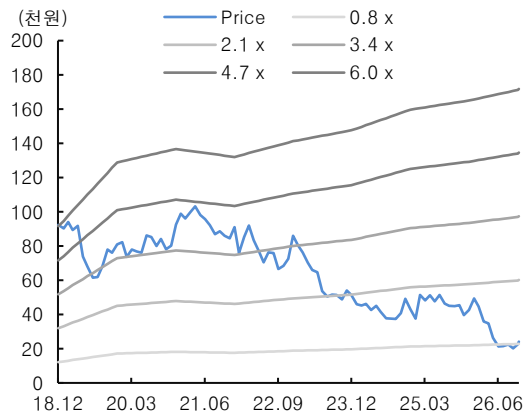
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 6. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

R I M(잔여이익모델) (단위: 십억원 원 %)

		2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
I	순이익(지배지분)(주2)	27	37	46	53	57	63	69	76	84	92
II	자기자본(지배지분)(주2)	827	864	910	963	1,009	1,060	1,116	1,179	1,240	1,307
	추정ROE	3.3	4.4	5.1	5.5	5.7	6.0	6.2	6.5	6.8	7.1
III	필요수익률(주3)	5.5									
	무위험이자율(주4)	3.5									
	시장위험프리미엄(주5)	4.0									
	베타	0.49									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-2.2	-1.1	-0.3	0.0	0.2	0.5	0.7	1.0	1.3	1.6
V	필요수익	44	45	47	50	53	55	58	61	65	68
VI	잔여이익(I - V)	-17	-8	-2	3	5	8	11	15	19	25
	현가계수	0.99	0.94	0.89	0.85	0.80	0.76	0.72	0.69	0.65	0.62
	잔여이익의 현가	-17	-8	-2	3	4	6	8	10	13	15
VII	잔여이익의 합계	33									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	276									
	영구성장률(g)(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	800									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,109									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	**적정주당가치(원)**	36,878									
	현재가치(원)	24,200									
	Potential (%)	52.4%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

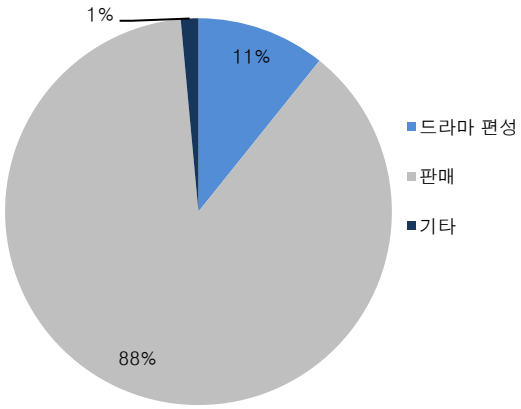
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 25년 매출 5,307억원, 영업이익 364억원, 당기순이익 103억원
- 3Q26 기준 사업부문별 매출 비중: 드라마 편성 11%, 판매 88%, 기타 1%
- 3Q26 기준 주요 주주는 CJ ENM 외 3인 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

- 23년부터 TV 광고 위축되면서 제작 물량 감소. 25년 하반기부터 제작 물량 회복. K-컨텐츠 영향력 상승에 따라 글로벌 OTT 향 리쿱율 상승
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 감소

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

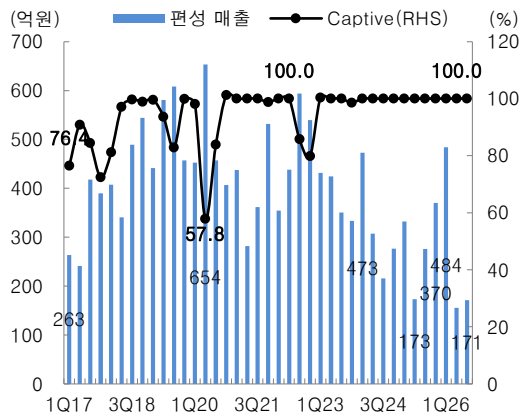
사업부문별 매출 비중(3Q26)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

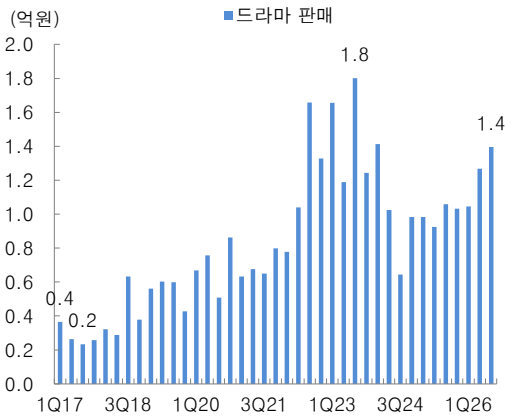
2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q26)



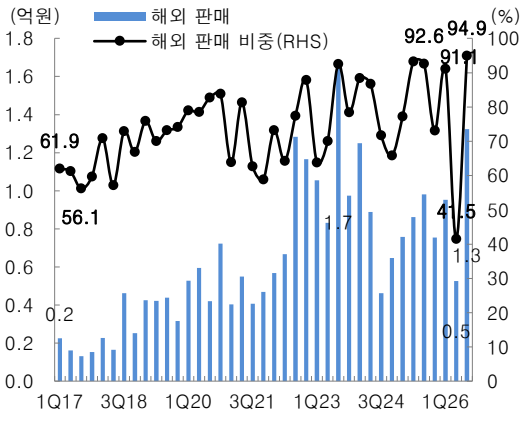
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(3Q26)



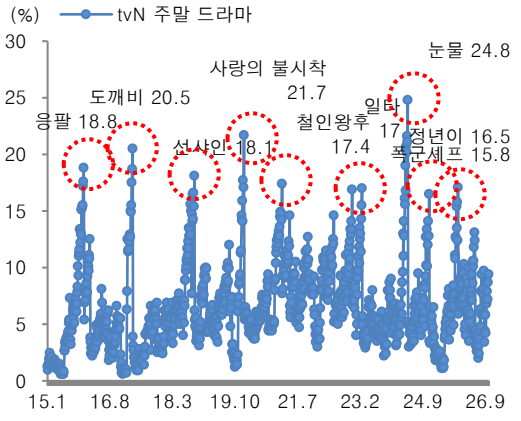
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(3Q26)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	550	531	601	636	688
매출원가	482	474	531	555	597
매출총이익	68	57	70	82	91
판매비와관리비	32	27	26	26	26
영업이익	36	30	44	56	64
영업이익률	6.6	5.7	7.3	8.8	9.4
EBITDA	183	165	205	203	199
영업외손익	-8	-19	-9	-7	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	20	7	7	7	7
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-6	-7	-6	-6
외환관련손실	2	3	2	2	2
기타	-20	-19	-10	-8	-5
법인세비용차감전순손익	28	12	35	49	60
법인세비용	5	-1	-8	-12	-14
계속사업순손익	33	10	27	37	46
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	33	10	27	37	46
당기순이익률	6.1	1.9	4.4	5.8	6.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	33	10	27	37	46
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	49	49	49	49
포괄순이익	32	60	76	86	95
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	32	60	76	86	95

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	394	283	323	369	379
현금및현금성자산	178	63	94	135	137
매출채권 및 기타채권	101	75	85	90	97
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	115	145	145	145	145
비유동자산	532	752	722	726	762
유형자산	12	11	9	8	7
관계기업투자금	4	0	0	0	0
기타비유동자산	516	741	713	718	755
자산총계	926	1,034	1,045	1,095	1,140
유동부채	169	210	200	211	210
매입채무 및 기타채무	46	48	49	49	50
차입금	2	23	23	33	28
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	122	139	129	130	132
비유동부채	16	25	18	20	21
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	25	18	20	21
부채총계	186	234	218	231	231
지배지분	740	800	827	864	910
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	275	285	311	349	394
기타자본변동	-24	27	27	27	27
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	740	800	827	864	910
순차입금	-173	-39	-70	-101	-108

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,114	343	886	1,237	1,519
PER	38.6	124.5	27.3	19.6	15.9
BPS	24,606	26,623	27,509	28,746	30,265
PBR	1.7	1.6	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	6,089	5,495	6,813	6,743	6,635
EV/EBITDA	6.1	7.5	3.2	3.1	3.1
SPS	18,300	17,655	20,006	21,169	22,882
PSR	2.4	2.4	1.2	1.1	1.1
CFPS	6,394	5,520	7,184	7,197	7,172
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	180	-10	56	127	122
당기순이익	33	10	27	37	46
비현금항목의 가감	159	156	189	179	170
감가상각비	147	135	161	147	135
외환손익	-4	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	16	21	28	32	34
자산부채의 증감	4	-173	-155	-81	-83
기타현금흐름	-16	-3	-5	-9	-11
투자활동 현금흐름	10	-123	-137	-157	-177
투자자산	7	-118	0	0	0
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	3	-4	-136	-156	-176
재무활동 현금흐름	-175	19	-3	7	-8
단기차입금	-169	21	0	10	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-6	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	20	-115	31	41	2
기초 현금	158	178	63	94	135
기말 현금	178	63	94	135	137
NOPLAT	43	27	34	43	49
FCF	188	163	63	38	13

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-27.0	-3.5	13.3	5.8	8.1
영업이익 증가율	-34.9	-16.6	45.5	26.8	15.0
순이익 증가율	11.3	-69.2	158.1	39.6	22.8
수익성					
ROIC	11.1	8.8	11.1	14.1	15.1
ROA	3.6	3.1	4.2	5.2	5.8
ROE	4.6	1.3	3.3	4.4	5.1
안정성					
부채비율	25.1	29.3	26.4	26.8	25.4
순차입금비율	-23.3	-4.9	-8.5	-11.7	-11.9
이자보상배율	7.8	25.3	38.7	34.1	46.3

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

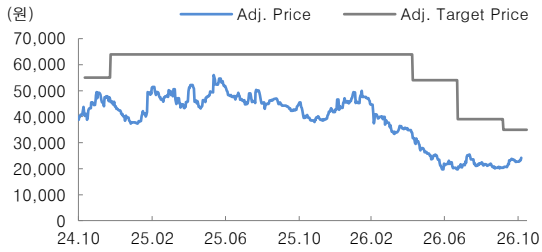
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김회재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.11.06	26.10.06	26.07.22	26.05.08	25.12.20	25.06.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과
목표주가	35,000	35,000	39,000	54,000	64,000	64,000
괴리율(평균,%)		(35.42)	(44.22)	(55.08)	(35.88)	(30.22)
괴리율(최대/최소,%)		(30.86)	(34.87)	(41.39)	(21.88)	(16.09)
제시일자	24.12.20	24.11.07				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	64,000	55,000				
괴리율(평균,%)	(28.63)	(16.81)				
괴리율(최대/최소,%)	(12.50)	(10.18)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상