

스튜디오
드래곤
(253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

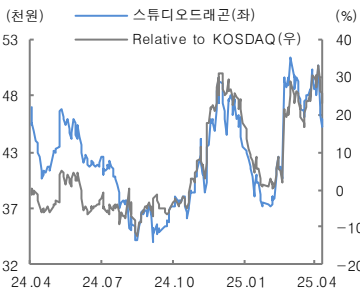
45,500

(25.04.10)

미디어업종

KOSDAQ	681.79
시가총액	1,368십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	51,400원 / 34,100원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	11.43%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	13.2	19.6	5.0
상대수익률	-1.3	19.2	36.0	32.3



상반기는 몸풀기

- 1Q25 매출 1.2천억원(-39% yoy), OP 80억원(-63% yoy) 전망
- 방영회차 감소와 시청률 부진으로 1Q 실적 감소, 2Q 유지, 하반기 회복
- 25년 제작 편수/텐트폴 확대, 분기별 꾸준한 선판매로 실적 안정성 확보

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,413원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균 47배

1Q25 Preview: 상반기는 몸풀기

매출 1.2천억원(-39% yoy, -11% qoq), OP 80억원(-63% yoy, +50% qoq) 전망
1Q 방영회차는 59회(TV 40회, OTT 19회)로 -12회 yoy, +13회 qoq
TV: <원경> 12회, <별들에게 물어봐> 16회, <그 높은 흑염룡> 12회
OTT: <탄금> 7회, <스터디그룹> 10회, <원경 스페셜> 2회

방영회차도 전년 동기 대비 적지만, 제작비가 약 500억원이 투입된 것으로 알려진 <별들에게 물어봐>의 시청률이 평균 2%대에 불과해서 방영권료 수익 부진에 따른 프로젝트 손실 발생 추정으로 전년 동기 대비 이익 부진 전망

<별들에게 물어봐>는 매출이 1Q에 모두 인식되지만, 방영권료를 제외한 동시방영 판권은 2Q까지 상각이 진행되기 때문에, 2Q에도 비용 부담

하지만, 2Q 예정 방영회차는 56회차(TV 27회, OTT 29회)로 전년 동기대비 +17회가 증가하고 해외 작품의 실적 반영 가능성도 있기 때문에, 2Q OP는 전년 동기 와 유사한 111억원(+6% yoy) 전망

25년 편성 확대, 다수의 대작 편성. 약 60~70%는 하반기에 편성

25년 제작 편수는 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가하지만, 19~23년 평균 29편에는 아직 못 미치는 수준이고, 작품당 회차도 12회 수준으로 19~23년 평균 14회 대비 낮기 때문에, 성장 여력은 충분

텐트폴을 연간 7개 이상, 분기 1~2개 수준으로 공급하고, 매분기 글로벌 OTT향 동시방영 판매를 통해 실적의 안정성도 확보하면서 비용효율화도 추진

다만, 올해의 경우 수목 드라마가 하반기에 재개되면서 하반기 공급 비중이 높고, 비용효율화는 작년말 제작에 착수한 작품부터 해당되기 때문에 비용효율화 효과도 하반기에 본격적으로 나타날 것으로 전망

25E 상반기 OP 191억원(-40% yoy), 하반기 OP 308억원(+600% yoy)
25E OP 500억원(+37% / +136억원 yoy)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	192	131	120	116	-39.4	-10.8	140	110	-20.1	-5.8
영업이익	22	5	12	8	-62.7	50.2	11	11	6.2	38.1
순이익	20	11	8	9	-57.1	-23.1	11	11	34.8	26.8

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	641	667	720
영업이익	56	36	50	64	80
세전순이익	37	28	50	67	89
총당기순이익	30	33	38	51	68
자배지분순이익	30	33	38	51	68
EPS	1,001	1,114	1,268	1,703	2,253
PER	51.5	38.6	35.9	26.7	20.2
BPS	23,546	24,606	25,874	27,577	29,481
PBR	2.2	1.7	1.8	1.6	1.5
ROE	4.4	4.6	5.0	6.4	7.9

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

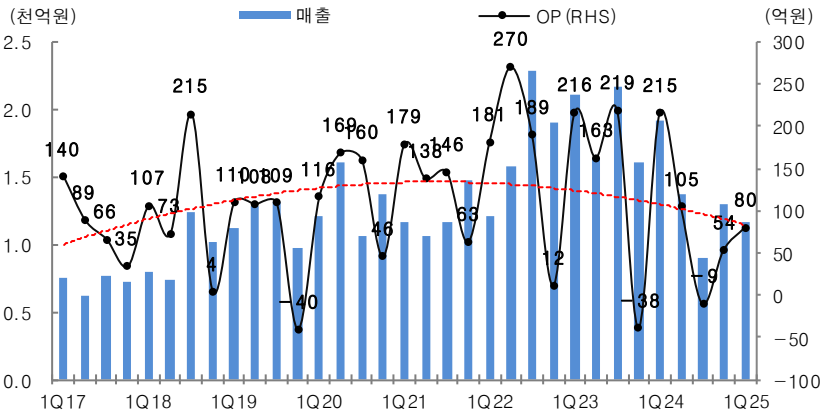
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	632	681	641	667	1.4	-2.1
판매비와 관리비	38	34	38	34	0.2	0.1
영업이익	52	68	50	64	-3.9	-6.5
영업이익률	8.2	10.0	7.8	9.6	-0.4	-0.5
영업외손익	-5	-5	0	3	흑자조정	흑자조정
세전순이익	47	64	50	67	7.2	6.1
자배지분순이익	36	48	38	51	7.2	6.1
순이익률	5.6	7.1	5.9	7.7	0.3	0.6
EPS(자배지분순이익)	1,183	1,606	1,268	1,703	7.2	6.1

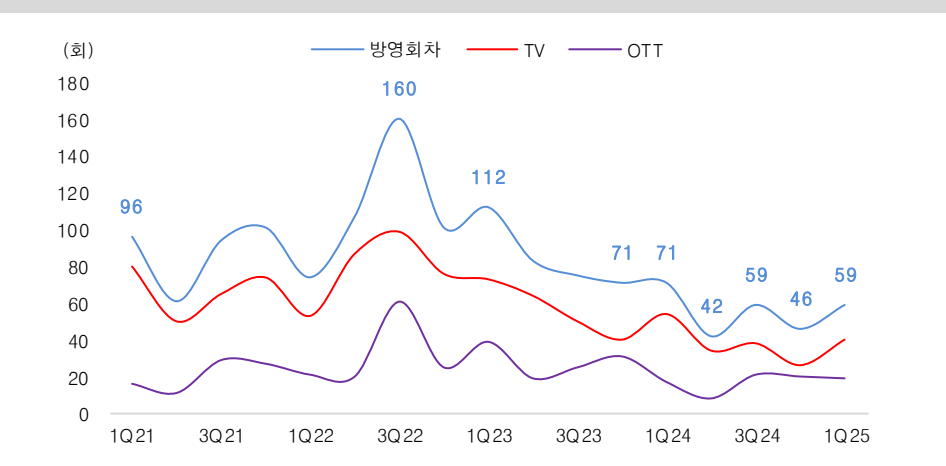
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 1Q25 OP 80 억원(-63% yoy, +50% qoq), 25E OP 500 억원(+37% yoy)



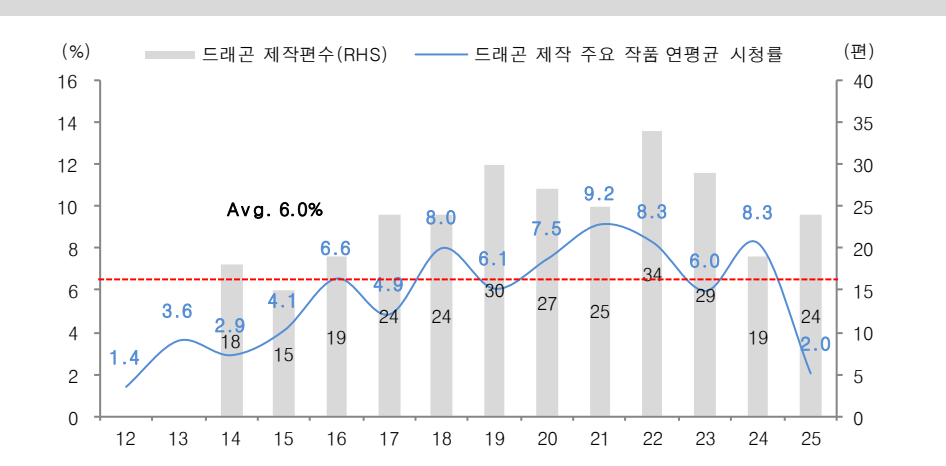
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 1Q25 방영회차는 59 회(-12 회 yoy, -13 회 qoq)



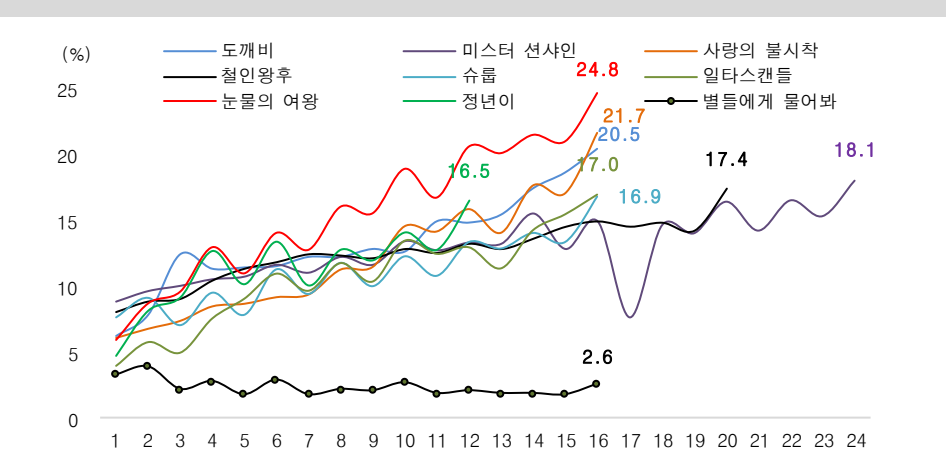
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드래곤 제작 주요 작품 연평균 시청률



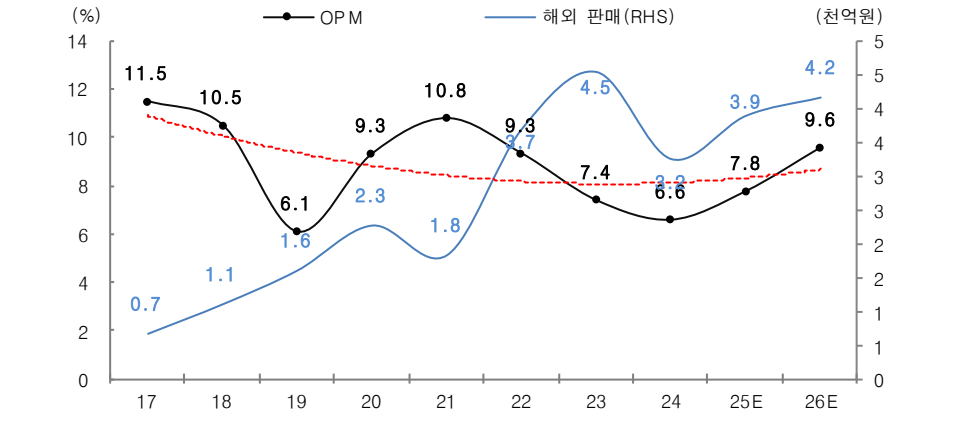
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 드래곤 제작 주요 작품 연평균 시청률



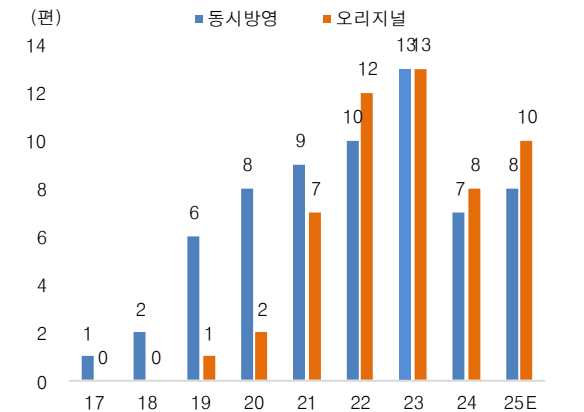
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 26년 OPM 10% 수준 회복 전망



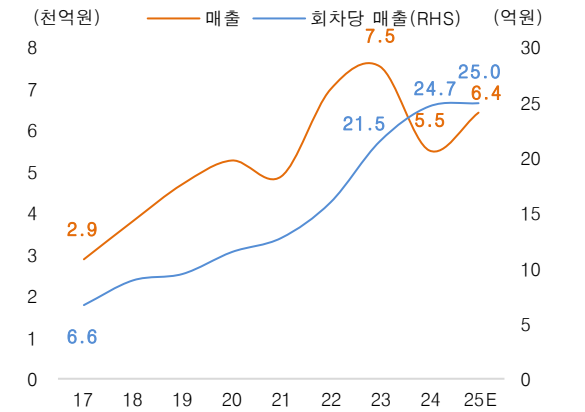
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 24년 제작 감소 후 25년 회복



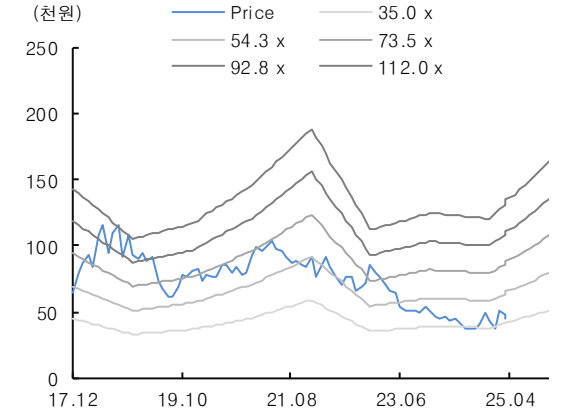
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 작품(회차)당 매출은 꾸준히 증가



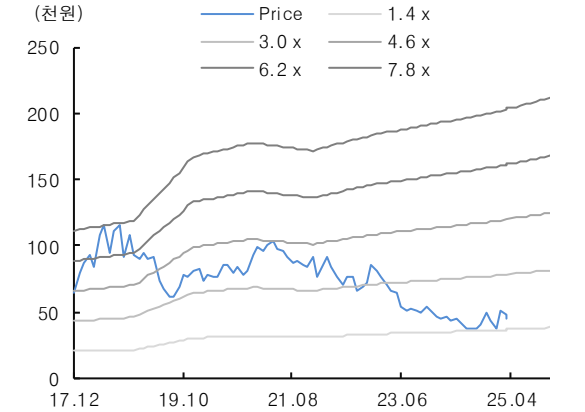
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 9. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	38	51	68	83	95	104	115	126	139	153
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	778	829	886	956	1,034	1,119	1,203	1,295	1,396	1,507
	추정ROE	5.0	6.4	7.9	8.7	9.2	9.3	9.5	9.7	9.9	10.1
III	필요수익률 ^(주3)	5.4									
	무위험이자율 ^(주4)	3.0									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	2.4									
	베타	0.6									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-0.4	0.9	2.5	3.2	3.7	3.9	4.1	4.3	4.5	4.7
V	필요수익	40	42	45	48	52	56	61	65	70	76
VI	잔여이익(I - V)	-2	9	23	35	43	48	54	61	68	77
	현가계수	0.96	0.91	0.87	0.82	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60
	잔여이익의 현가	-2	8	20	29	33	36	38	40	43	46
VII	잔여이익의 합계	291									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	845									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	740									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,875									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	62,381									
	현재가치(원)	45,500									
	Potential (%)	37.1%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 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 지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 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 낮은 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
- 24년 매출 5,501억원 영업이익 364억원 당기순이익 335억원
- 4Q24 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 21%, 판매 75%, 기타 4%
- 5Q24 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

사업부문별 매출 비중(4Q24)

사업부문	비중
드라마 편성	21%
판매	75%
기타	4%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q24)

기간	편성 매출 (억 원)	Captive (RHS) (%)
1Q17	263	76.4
2Q18	400	85
3Q19	500	95
4Q20	654	57.8
1Q22	550	95
2Q23	450	100.0
3Q24	216	99.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(4Q24)

기간	드라마 판매 매출 (억 원)
1Q17	0.4
2Q18	0.2
3Q19	0.6
4Q20	0.9
1Q22	1.6
2Q23	1.8
3Q24	1.0

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(4Q24)

기간	해외 판매 (억 원)	해외 판매 비중 (RHS) (%)
1Q17	0.2	61.9
2Q18	0.2	56.1
3Q19	0.4	75
4Q20	0.7	85
1Q22	1.2	95
2Q23	1.7	92.5
3Q24	0.9	86.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률

드라마	시청률 (%)
응팔	18.8
도깨비	20.5
선샤인	18.1
사랑의 불시착	21.7
철인왕후	17.4
일타	17
정년이	16.5
눈물	24.8

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	641	667	720
매출원가	665	482	553	569	604
매출총이익	88	68	88	98	115
판매비와관리비	32	32	38	34	35
영업이익	56	36	50	64	80
영업외수익	7.4	6.6	7.8	9.6	11.2
EBITDA	242	183	187	200	216
영업외손익	-19	-8	0	3	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	22	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-9	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-13	-10	-5
법인세비용차감전순이익	37	28	50	67	89
법인세비용	-7	5	-12	-16	-21
계속사업순이익	30	33	38	51	68
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	38	51	68
당기순이익률	4.0	6.1	5.9	7.7	9.4
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	38	51	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	36	49	66
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	36	49	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	1,268	1,703	2,253
PBR	51.5	38.6	35.9	26.7	20.2
BPS	23,546	24,606	25,874	27,577	29,481
PBR	2.2	1.7	1.8	1.6	1.5
EBITDAPS	8,050	6,089	6,234	6,647	7,186
EV/EBITDA	6.5	6.1	6.8	6.1	5.5
SPS	25,056	18,300	21,340	22,182	23,941
PSR	2.1	2.4	2.1	2.1	1.9
CFPS	8,185	6,394	6,723	7,245	7,958
DPS	0	0	0	350	450

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	16.6	3.9	7.9
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	37.3	27.9	25.6
순이익 증/감률	-40.5	11.3	13.8	34.4	32.3
수익성					
ROIC	9.3	11.1	10.6	11.8	14.4
ROA	5.1	3.6	5.6	7.3	8.7
ROE	4.4	4.6	5.0	6.4	7.9
안정성					
부채비율	54.3	25.1	8.6	8.1	7.6
순차입금비율	2.9	-23.3	-13.0	-18.4	-20.9
이자보상비율	6.4	7.8	10.7	14.2	18.5

자료: 스튜디오투모리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	339	395	438
현금및현금성자산	158	178	107	158	191
매출채권및기타채권	149	101	118	123	132
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	505	501	516
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자지급	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	491	487	503
자산총계	1,092	926	845	896	954
유동부채	368	169	50	51	51
매입채무및기타채무	71	46	47	47	48
차입금	170	2	2	2	2
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	127	122	2	2	2
비유동부채	16	16	16	16	16
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	16	16	16
부채총계	384	186	67	67	68
자본부분	708	740	778	829	886
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	313	364	421
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	708	740	778	829	886
순차입금	20	-173	-101	-153	-185

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	177	210	292
당기순이익	30	33	38	51	68
비현금항목의가감	216	159	164	167	171
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-8	-8	-8
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	35	39	44
자산부채의증감	-179	4	-13	8	74
기타현금흐름	-22	-16	-12	-16	-21
투자활동 현금흐름	-1	10	-107	-127	-147
투자자산	-1	7	0	0	0
유형자산	-3	-1	-1	-1	-1
기타	3	3	-105	-125	-145
재무활동 현금흐름	-9	-175	-6	-6	-17
단기차입금	0	-169	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-11
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의증감	35	20	-71	51	32
기초 현금	124	158	178	107	158
기말 현금	158	178	107	158	191
NOPLAT	45	43	38	49	61
FCF	229	188	64	53	46

[Compliance Notice]

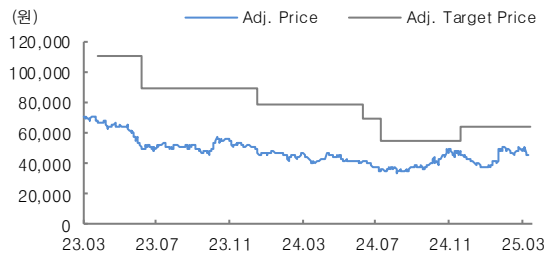
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

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	25.04.11	24.12.20	24.08.08	24.07.09	24.01.15	24.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	64,000	64,000	55,000	69,000	78,000	89,000
과다율(평균%)		(30.78)	(26.98)	(43.96)	(43.51)	(44.00)
과다율(최대/최소%)		(19.69)	(10.18)	(39.64)	(38.72)	(42.47)
제시일자	23.07.07	23.04.24				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	89,000	110,000				
과다율(평균%)	(42.05)	(43.39)				
과다율(최대/최소%)	(35.62)	(38.18)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250408)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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