

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

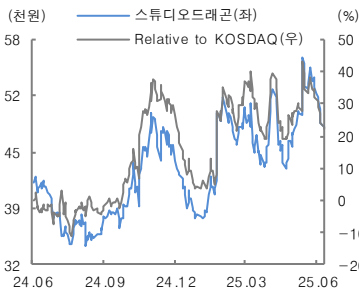
48,000

(25.07.08)

미디어업종

KOSDAQ	784.24
시가총액	1,443십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 34,100원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	12.80%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	4.3	17.4	17.1
상대수익률	-6.3	-12.4	7.7	28.3



작품당 이익 증가 전망

- 25년의 메인은 하반기. 제작 물량 상반기 8편, 하반기 17편
- 17~21년 연평균 26편, OP 410억원. 25E 25편, OP 394억원
- 26E 27편, OP 618억원. 동시방영 증가, 비용효율화로 작품당 이익 증가

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,337원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균 47배

2Q25 Preview: 역대 최저 편성, 편성 일부 3Q로 변경

매출 890억원(-35% yoy, -34% qoq), OP 24억원(-78% yoy, -46% qoq)

2Q 방영회차는 41회(TV 27회, OTT 14회)로 역대 최저. -3회 yoy, -18회 qoq

TV: <금주를 부탁해> 12회, <미지의 서울> 12회, <견우와 선녀> 3회

OTT: <다 이루어질지니> 8회, <내 남편과 결혼해줘(일본판)> 6회

예정됐던 <친애하는 X>는 3Q로 변경. 편성 축소 대비 1Q에 종영된 <별들에게 물어봐>의 상각은 2Q까지 반영되면서 부진한 이익 전망. 하반기는 편성 증가와 상각 부담 완화 및 비용절감 효과까지 발생하면서 호실적 전망

동시방영 증가와 비용효율화로 작품당 이익 증가 전망

25년 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가, 19~23년 평균은 29편

25년 작품당 회차 12회 수준. 19~23년 평균 14회. 성장 여력 충분

동시방영 8편(+2편 yoy). 상반기 2편, 하반기 6편. 전체 작품 수도 상반기 8편, 하반기 17편으로 하반기 비중이 높고, 제작 효율화로 하반기에 성과 나타날 전망

3Q 방영회차는 84회 수준. <첫, 사랑을 위하여> NFLX 동시 12회, <폭군의 셰프> NFLX 동시 12회, <신사장 프로젝트> 12회, <친애하는 X> 12회, <조각 도시> D+ 오리지널 12회 등. 4Q도 70회 이상으로 추정

드래곤의 제작은 17~21년 동안 연평균 26편 유지 후, 22년 34편, 23년 29편
OP 17~21년 300~500억원대로 우상향, 평균 410억원 형성

22년과 23년 OP는 제작 증가에 따라 각각 652억원, 559억원 달성

24년 제작편수가 19편으로 급감하면서 OP 364억원으로 부진

25년 25편 전망, OP 394억원 전망. 제작은 +6편 증가하나, <별들에게 물어봐>의 성과 부진으로 연초 460억원 추정 대비 하향

26년은 제작이 27편까지 확대되면서 OP도 17~21년 수준인 500억원대는 무난히 달성할 것으로 전망. 비용 절감 효과까지 가미되면서 26E OP 618억원

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25(F)					3Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	137	134	110	89	-35.1	-33.5	126	219	141.9	145.5
영업이익	10	4	9	2	-78.0	-46.2	5	15	흑전	547.8
순이익	8	2	9	5	-44.0	93.0	6	14	흑전	211.2

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	658	697	752
영업이익	56	36	39	62	80
세전순이익	37	28	38	65	89
총당기순이익	30	33	27	50	68
자배지분순이익	30	33	27	50	68
EPS	1,001	1,114	901	1,649	2,255
PER	51.5	38.6	53.3	29.1	21.3
BPS	23,546	24,606	25,507	27,156	29,061
PBR	2.2	1.7	1.9	1.8	1.7
ROE	4.4	4.6	3.6	6.3	8.0

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

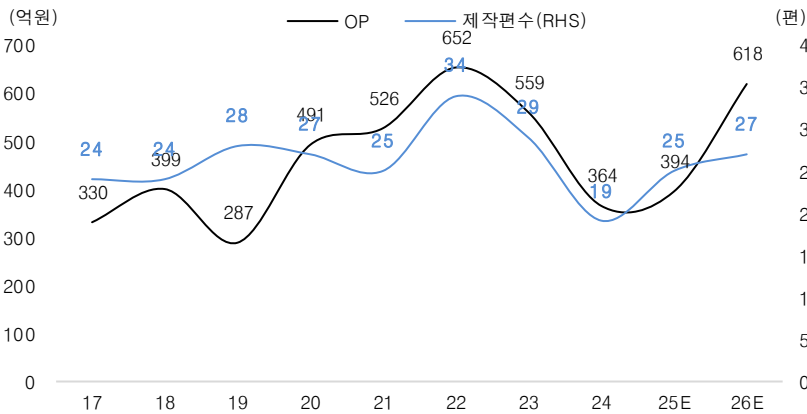
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	659	667	658	697	-0.2	4.5
판매비와 관리비	36	34	37	34	0.9	0.0
영업이익	46	64	39	62	-14.4	-3.7
영업이익률	7.0	9.6	6.0	8.9	-1.0	-0.8
영업외손익	-1	3	-1	3	적자유지	0.0
세전순이익	45	68	38	65	-14.9	-3.5
자배지분순이익	32	51	27	50	-14.3	-3.5
순이익률	4.8	7.7	4.1	7.1	-0.7	-0.6
EPS(자배지분순이익)	1,051	1,710	901	1,649	-14.3	-3.5

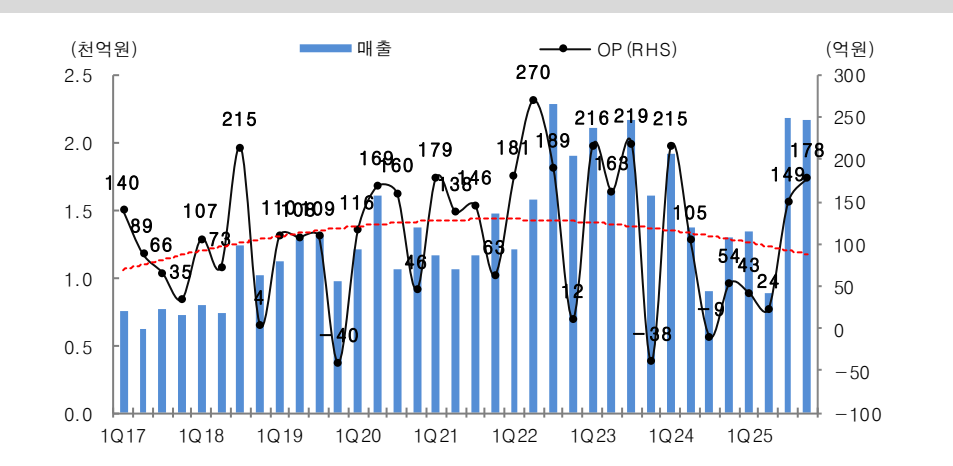
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 25~26년 제작 정상화 복귀하면서 이익도 개선 전망. 작품당 이익 증가



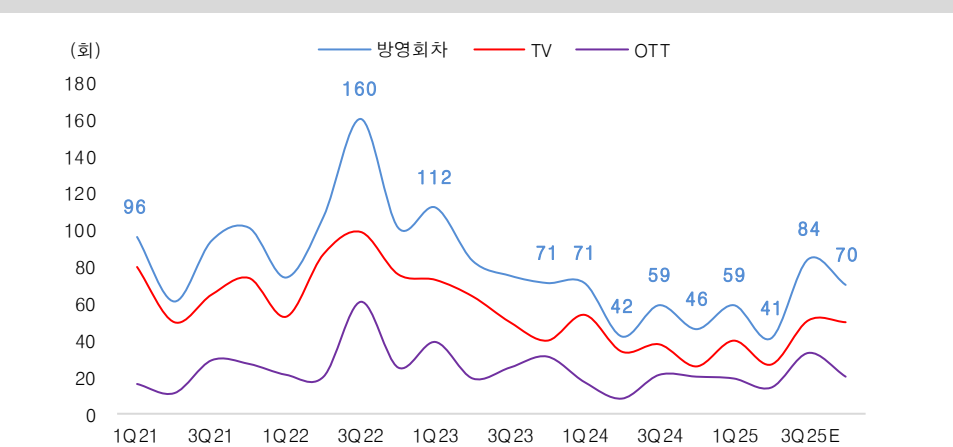
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q25 OP 24 억원(-78% yoy, -46% qoq), 25E OP 394 억원(+8% yoy)



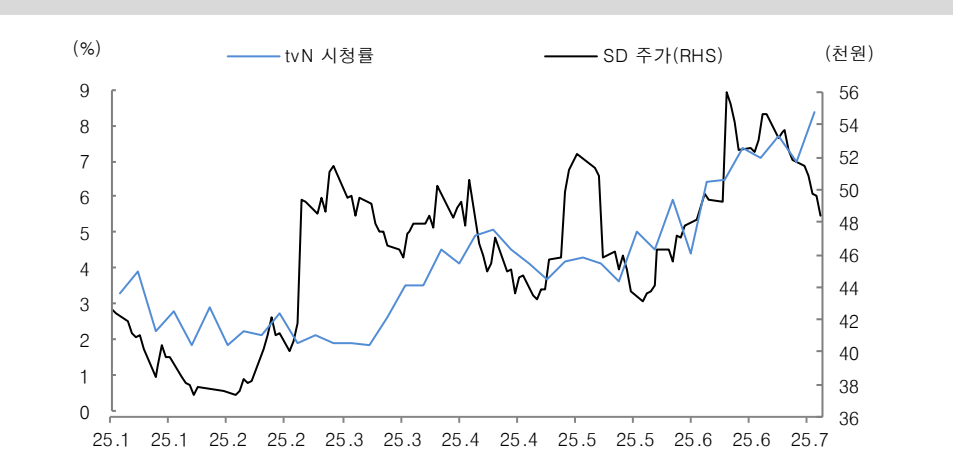
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 방영회차 2Q25 41 회(-1 회 yoy, -18 회 qoq), 3Q25 84 회(+35 회 yoy, +43 회 qoq)



자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 25년. 연초 시청률 부진을 딛고 시청률 상승하는 과정에서 주가도 반등



자료: AGB Nielsen, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 23~24년 TV 광고 부진기를 제외하면, 대체로 시청률과 주가는 같은 방향

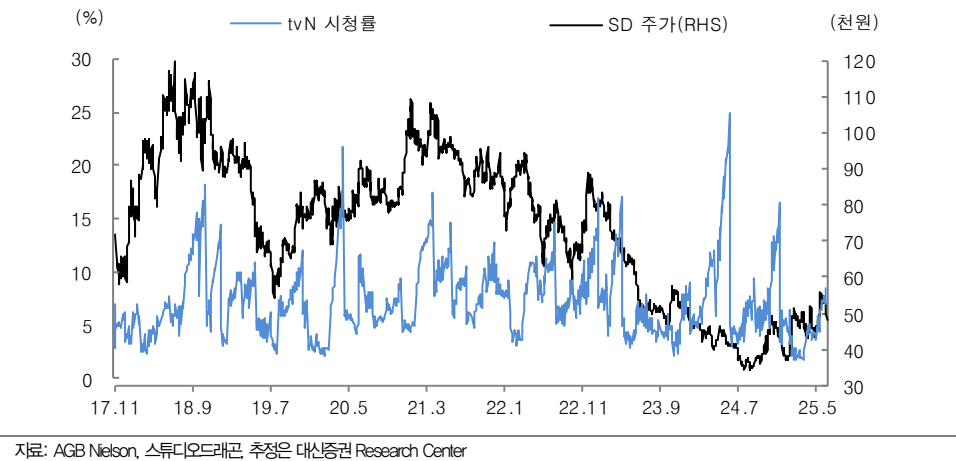


그림 6. 25년 시청률은 상승 중이나, 아직 역대 최저 수준

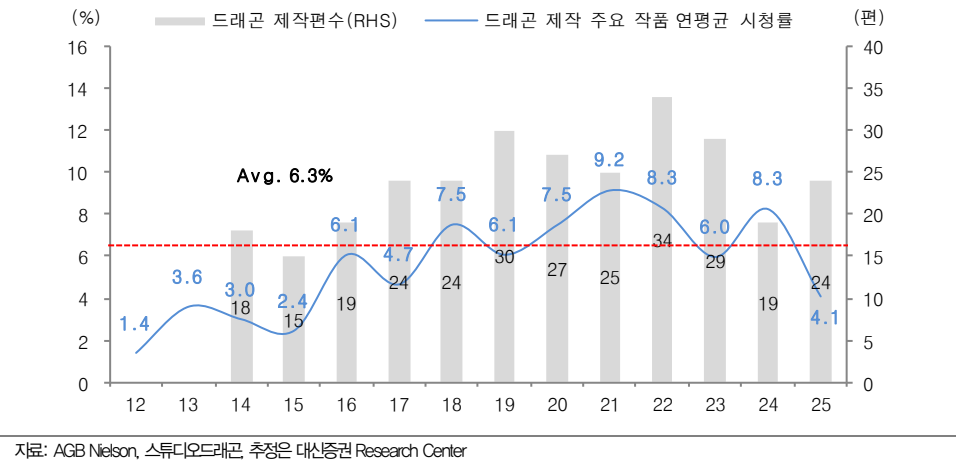


그림 7. 12M FWD PER Band

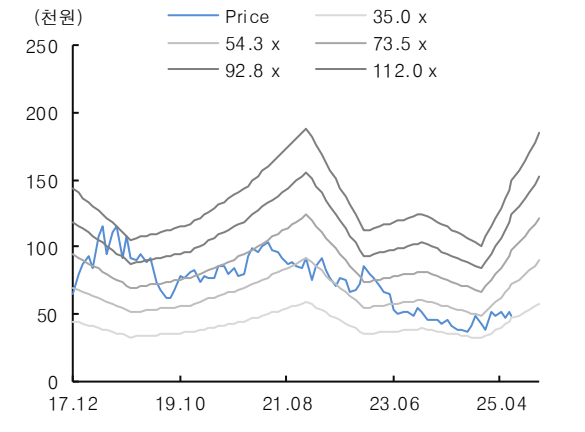
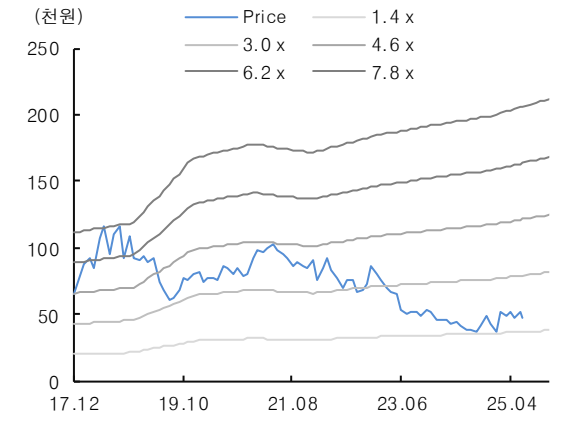


그림 8. 12M FWD PBR Band



주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	27	50	68	78	93	103	113	124	137	150
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	767	816	874	938	1,015	1,099	1,181	1,271	1,371	1,480
	추정ROE	3.6	6.3	8.0	8.3	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0	10.2
III	필요수익률 ^(주3)	5.3									
	무위험이자율 ^(주4)	2.9									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	2.4									
	베타	0.6									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-1.7	1.0	2.7	3.0	3.9	4.1	4.3	4.5	4.7	4.9
V	필요수익	39	41	43	46	50	54	58	62	67	72
VI	잔여이익(I - V)	-12	9	25	32	44	49	55	62	70	78
	현가계수	0.98	0.93	0.88	0.84	0.80	0.76	0.72	0.68	0.65	0.62
	잔여이익의 현가	-12	8	22	27	35	37	40	42	45	48
VII	잔여이익의 합계	292									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	910									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	740									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,942									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	64,593									
	현재가치(원)	48,000									
	Potential (%)	34.6%									

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 기대수를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

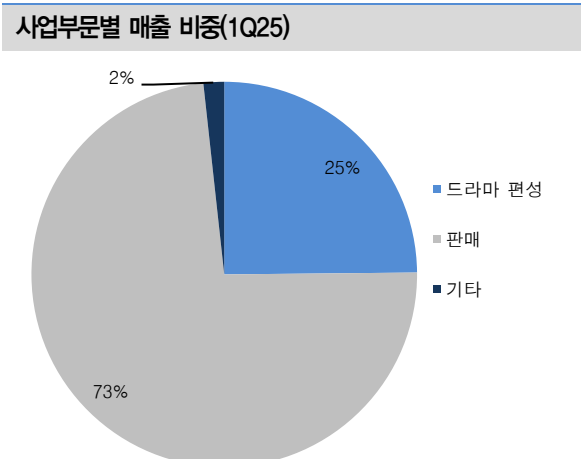
주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

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
 - 1Q25 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 25%, 판매 73%, 기타 2%
 - 1Q25 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

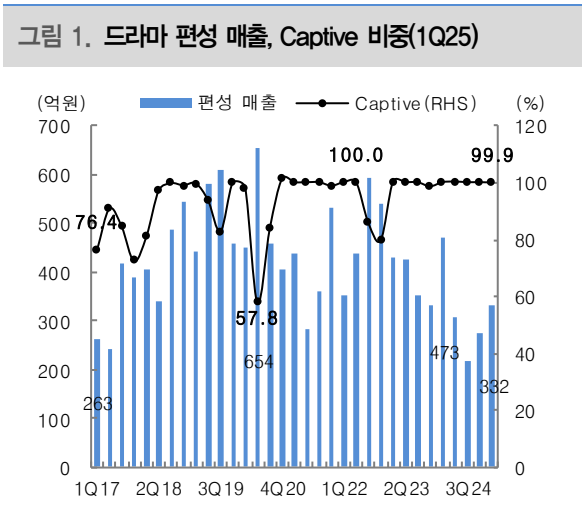
- 주가 코멘트
- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
 - 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

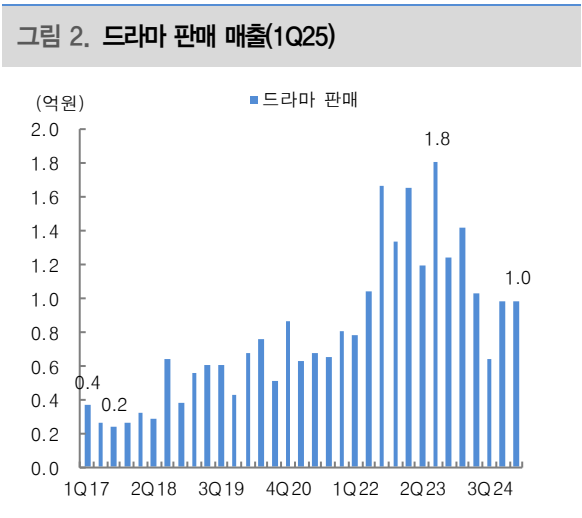


자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

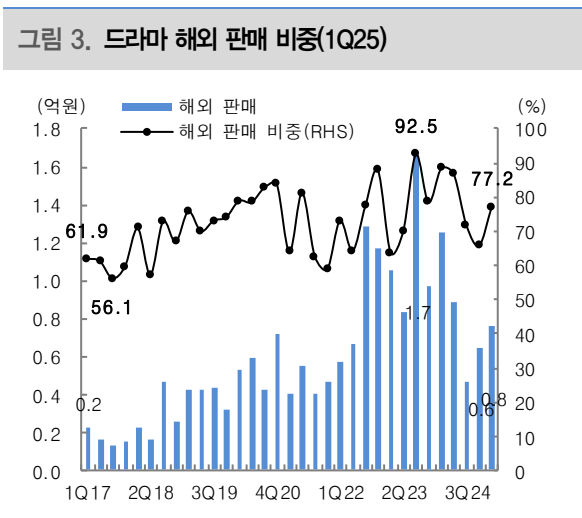
2. Earnings Driver



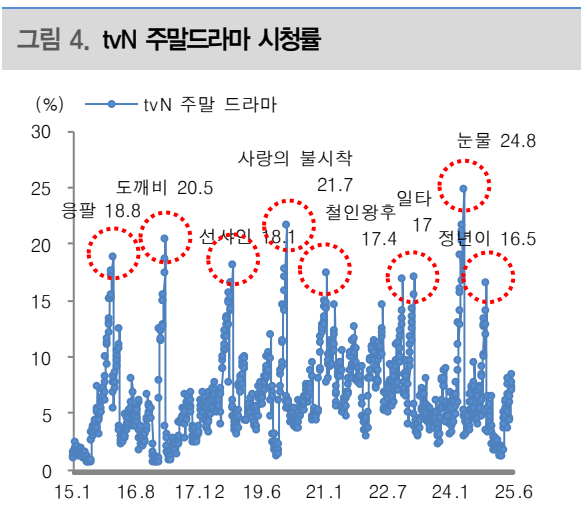
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	668	697	752
매출원가	665	482	582	601	637
매출총이익	88	68	76	96	115
판매비와관리비	32	32	37	34	35
영업이익	56	36	39	62	80
영업외수익	7.4	6.6	6.0	8.9	10.7
EBITDA	242	183	177	198	216
영업외손익	-19	-8	-1	3	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	19	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-7	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-13	-10	-5
법인세비용차감전순이익	37	28	38	65	89
법인세비용	-7	5	-11	-16	-21
계속사업순이익	30	33	27	50	68
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	27	50	68
당기순이익률	4.0	6.1	4.1	7.1	9.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	27	50	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	25	48	66
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	25	48	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	901	1,649	2,255
PBR	51.5	38.6	53.3	29.1	21.3
BPS	23,546	24,606	25,507	27,156	29,061
PBR	2.2	1.7	1.9	1.8	1.7
EBITDAPS	8,050	6,089	5,878	6,575	7,188
EV/EBITDA	6.5	6.1	7.1	6.1	5.4
SPS	25,056	18,300	21,884	23,181	25,028
PSR	2.1	2.4	2.2	2.1	1.9
CFPS	8,185	6,394	6,317	7,174	7,959
DPS	0	0	0	350	450

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	19.6	5.9	8.0
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	7.9	57.4	30.1
순이익 증/감률	-40.5	11.3	-19.1	83.1	36.7
수익성					
ROIC	9.3	11.1	8.8	14.1	17.7
ROA	5.1	3.6	4.2	6.3	7.8
ROE	4.4	4.6	3.6	6.3	8.0
안정성					
부채비율	54.3	25.1	24.9	23.5	22.0
순차입금비율	2.9	-23.3	-25.1	-29.4	-31.1
이자보상비율	6.4	7.8	8.4	13.7	18.5

자료: 스튜디오투모과, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	433	488	530
현금및현금성자산	158	178	198	245	277
매출채권및기타채권	149	101	121	128	138
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	525	520	535
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자지급	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	510	506	522
자산총계	1,092	926	958	1,008	1,066
유동부채	368	169	135	135	136
매입채무및기타채무	71	46	47	48	48
차입금	170	2	2	2	2
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	127	122	86	86	86
비유동부채	16	16	56	56	56
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	56	56	56
부채총계	384	186	191	192	192
자본부분	708	740	767	816	874
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	302	351	409
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	708	740	767	816	874
순차입금	20	-173	-192	-240	-272

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	163	206	291
당기순이익	30	33	27	50	68
비현금항목의가감	216	159	163	166	171
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-8	-8	-8
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	34	38	44
자산부채의증감	-179	4	-16	6	73
기타현금흐름	-22	-16	-11	-15	-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	20	47	32
기초 현금	124	158	178	198	245
기말 현금	158	178	198	245	277
NOPLAT	45	43	28	47	61
FCF	229	188	54	52	46

[Compliance Notice]

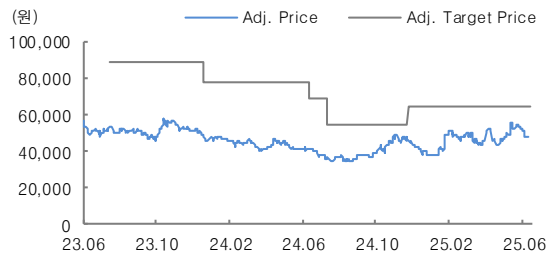
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.07.09	25.06.20	25.06.16	25.05.08	25.04.28	25.04.11
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	64,000	64,000	64,000
과다율(평균%)		(20.47)	(28.63)	(29.17)	(30.22)	(30.73)
과다율(최대/최소%)		(16.09)	(12.50)	(12.50)	(18.44)	(19.69)
제시일자	25.02.20	25.02.12	24.12.20	24.11.18	24.11.16	24.11.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	55,000	55,000	55,000
과다율(평균%)	(30.78)	(36.82)	(37.04)	(26.98)	(31.54)	(31.54)
과다율(최대/최소%)	(19.69)	(28.28)	(28.28)	(10.18)	(20.36)	(20.36)
제시일자	24.10.22	24.10.15	24.08.08	24.07.09	24.05.13	24.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	55,000	69,000	78,000	78,000
과다율(평균%)	(32.33)	(33.77)	(33.95)	(43.96)	(43.51)	(42.66)
과다율(최대/최소%)	(20.36)	(30.18)	(30.18)	(39.64)	(38.72)	(38.72)
제시일자	24.03.07	24.01.15	23.12.02	23.11.09	23.10.15	23.08.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	78,000	78,000	89,000	89,000	89,000	89,000
과다율(평균%)	(41.64)	(40.57)	(41.98)	(42.04)	(43.32)	(42.91)
과다율(최대/최소%)	(38.72)	(38.72)	(35.62)	(35.62)	(35.62)	(39.44)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250706)

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