

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

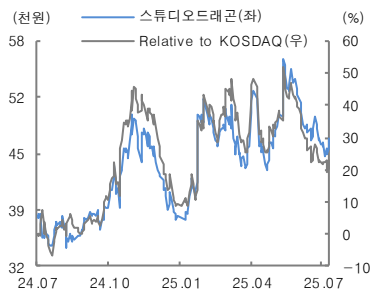
46,650

(25.08.07)

미디어업종

KOSDAQ	805.81
시가총액	1,402십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 34,100원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	11.68%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.7	-9.1	22.0	32.3
상대수익률	-6.0	-18.4	12.4	22.9



부담 끝. 하반기는 가볍게

- 2Q25 매출 1.2천억원(-17% yoy), OP -29억원(적전 yoy)
- 41회차의 역대 최저 회차와 <별들에게 물어봐> 상각비 부담으로 이익 부진
- 하반기는 제작 물량 증가, 동시방영 확대, 마진 개선 및 글로벌 성과까지

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,167원에 PER 55배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 59배

2Q25 Review: 역대 최저 편성 및 상각비 부담. 하반기는 가볍게

매출 1.2천억원(-17% yoy, -14% qoq), OP -29억원(적전 yoy, 적전 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

1Q에 종영된 <별들에게 물어봐>의 상각이 2Q까지 반영되면서 부진한 이익 달성

하반기는 물량 증가와 동시방영 확대 및 글로벌 성과까지 기대

1) 25년 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가. 19~23년 평균은 29편
25년 작품당 회차 12회 수준. 19~23년 평균 14회. 성장 여력 충분

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

2) 동시방영 8편(+2편 yoy). 상반기 2편, 하반기 6편. 전체 작품 수도 상반기 9편, 하반기 16편으로 하반기 비중이 높고, 제작 효율화도 하반기에 성과 나타날 전망

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 341억원 전망. 제작은 +6편 증가하나, <별들에게 물어봐>의 성과 부진으로 연초 460억원 추정 대비 하향

26년은 제작이 27편까지 확대되면서 26E OP 522억원(+53% yoy) 전망

3) 일본 현지 제작 작품인 <내 남편과 결혼해줘>는 일본 아마존 프라임에서 1위
하반기 TBS <하츠코이 도그즈>, NFLX <소울메이트> 공개 예정
미국에서도 진행 중인 20여개 프로젝트 중 2개 정도의 Series Order 전망

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2025					3Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	137	134	89	115	-16.5	-14.4	111	219	141.9	90.8
영업이익	10	4	2	-3	적전	적전	1	15	흑전	흑전
순이익	8	2	5	-4	적전	적전	3	14	흑전	흑전

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	683	684	738
영업이익	56	36	34	52	81
세전순이익	37	28	26	56	89
총당기순이익	30	33	21	42	68
지배지분순이익	30	33	21	42	68
EPS	1,001	1,114	687	1,406	2,262
PER	51.5	38.6	67.9	33.2	20.6
BPS	23,546	24,606	25,294	26,700	28,612
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
ROE	4.4	4.6	2.8	5.4	8.2

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

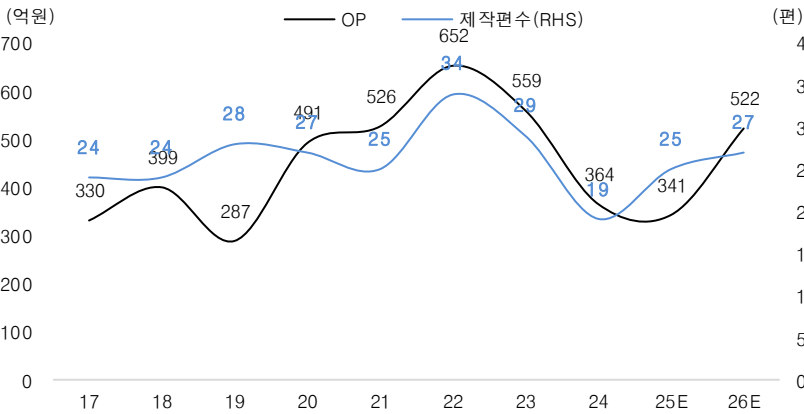
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	658	697	683	684	3.9	-1.9
판매비와 관리비	37	34	34	33	-6.8	-2.4
영업이익	39	62	34	52	-13.2	-15.5
영업이익률	6.0	8.9	5.0	7.6	-1.0	-1.2
영업외손익	-1	3	-8	3	적자유지	0.0
세전순이익	38	65	26	56	-31.4	-14.7
지배지분순이익	27	50	21	42	-23.7	-14.7
순이익률	4.1	7.1	3.0	6.2	-1.1	-0.9
EPS(지배지분순이익)	901	1,649	687	1,406	-23.7	-14.7

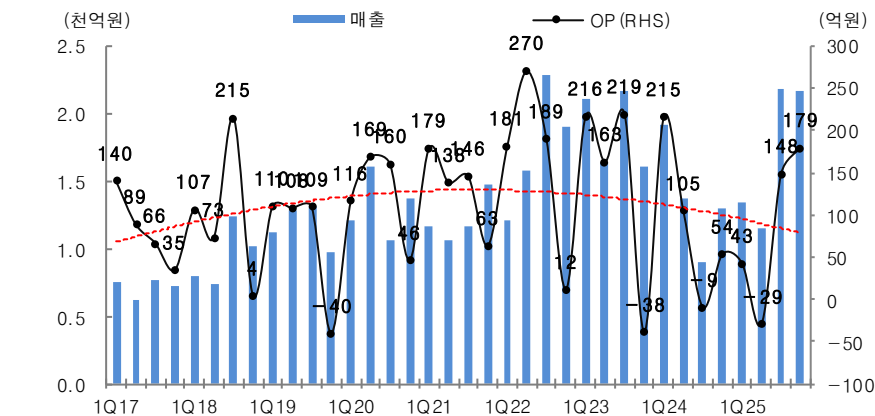
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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



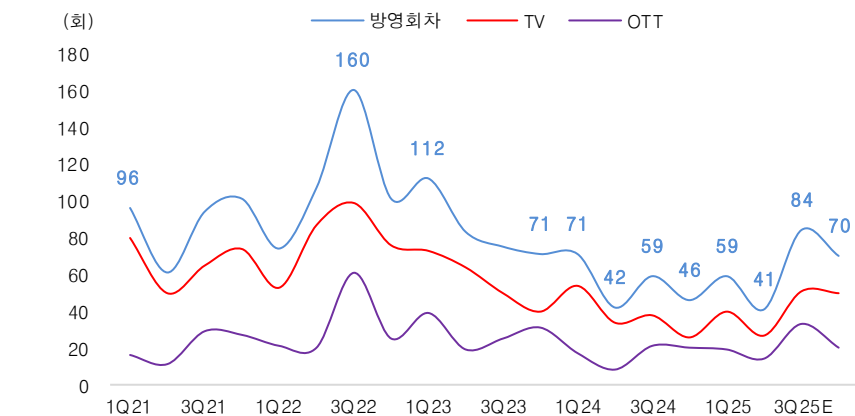
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 2Q25 OP -29 억원(적전 yoy, 적전 qoq), 25E OP 341 억원(-6% yoy)



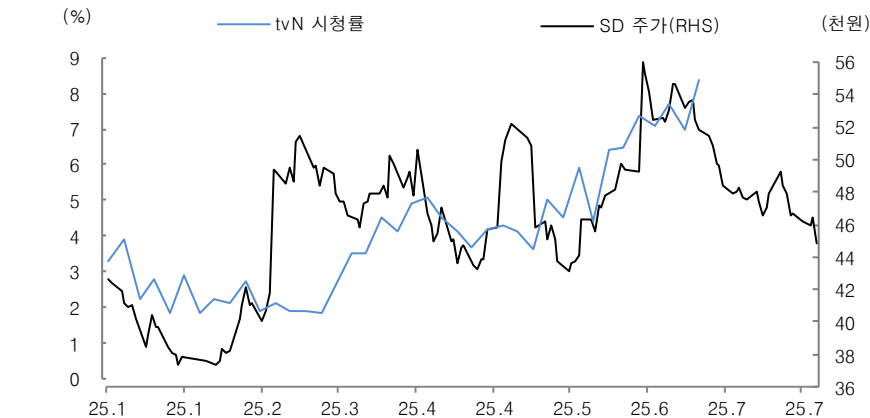
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

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



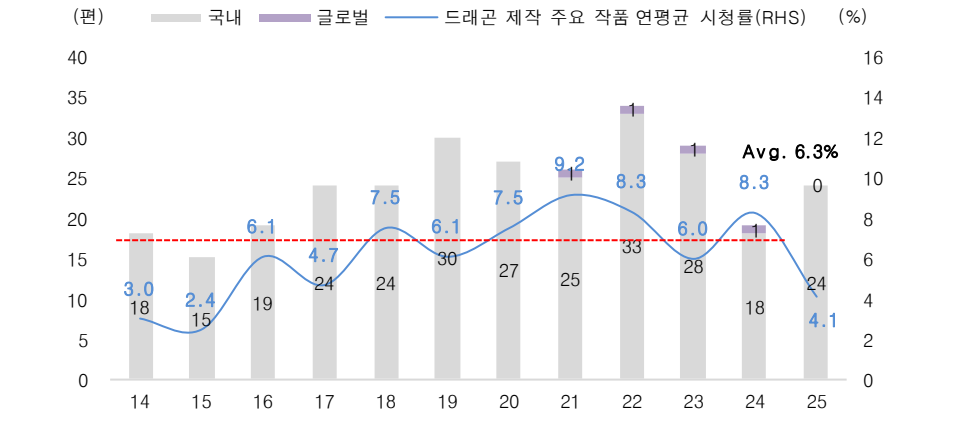
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

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



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

그림 5. 25년 시청률은 상승 중이나, 아직 역대 최저 수준



자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 일본판 <내 남편과 결혼해줘> 아마존 상위권



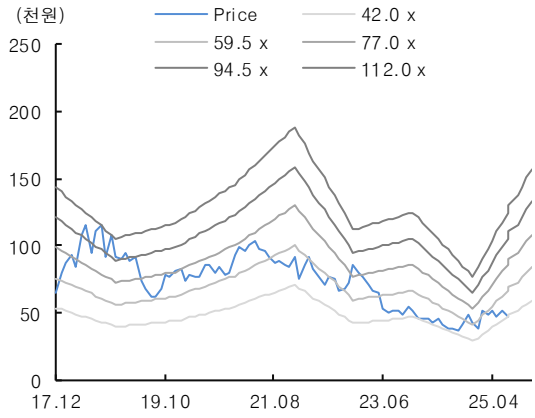
자료: FlixPatrol, 대신증권 Research Center

그림 7. 일본판 <내 남편과 결혼해줘> 아마존 상위권



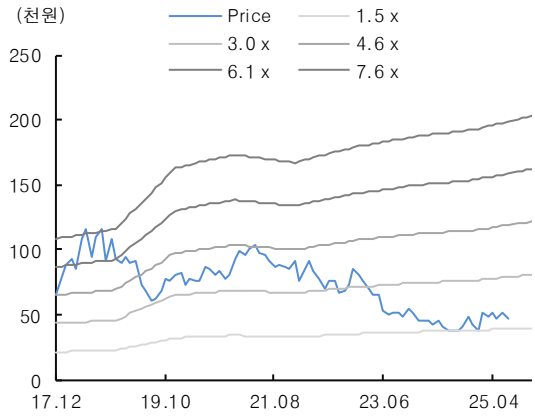
자료: FlixPatrol, 대신증권 Research Center

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)	21	42	68	78	95	104	115	126	139	153
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	760	803	860	925	1,003	1,089	1,172	1,264	1,365	1,476
	추정ROE	2.8	5.4	8.2	8.5	9.5	9.6	9.8	10.0	10.2	10.3
III	필요수익률 ^(주3)	5.2									
	무위험이자율 ^(주4)	2.8									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	2.4									
	베타	0.6									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-2.5	0.2	3.0	3.2	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0	5.1
V	필요수익	39	40	42	45	48	52	57	61	66	71
VI	잔여이익(I - V)	-18	3	26	33	47	52	58	65	73	82
	현가계수	0.98	0.93	0.89	0.84	0.80	0.76	0.72	0.69	0.65	0.62
	잔여이익의 현가	-18	3	23	28	37	40	42	45	48	51
VII	잔여이익의 합계	299									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	975									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	740									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,013									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	66,981									
	현재가치(원)	46,650									
	Potential (%)	43.6%									

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 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
- 2Q25 기준 사업부문별 매출 비중, 드라마 편성 25%, 판매 81%, 기타 4%
- 2Q25 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(2Q25)

사업부문	비중
드라마 편성	25%
판매	81%
기타	4%

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(2Q25)

기간	편성 매출 (억 원)	Captive (RHS) (%)
1Q17	263	76.4
2Q18	400	85
3Q19	500	95
4Q20	654	57.8
1Q22	550	100.0
2Q23	450	95
3Q24	332	99.7

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 드라마 판매 매출(2Q25)

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

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드라마 해외 판매 비중(2Q25)

기간	해외 판매 (억 원)	해외 판매 비중 (RHS) (%)
1Q17	0.2	61.9
2Q18	0.2	56.1
3Q19	0.5	75
4Q20	0.7	85
1Q22	1.1	90
2Q23	1.7	92.5
3Q24	0.9	93.2

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 4. tvN 주말드라마 시청률

드라마	시청률 (%)
응팔	18.8
도깨비	20.5
선사인	18.1
철인왕후	21.7
사랑의 불시착	21.7
일타	17.4
정변이	16.5
눈물	24.8

자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	683	684	738
매출원가	665	482	615	599	624
매출총이익	88	68	68	85	115
판매비와관리비	32	32	34	33	34
영업이익	56	36	34	52	81
영업외수익	7.4	6.6	5.0	7.6	10.9
EBITDA	242	183	171	188	216
영업외손익	-19	-8	-8	3	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	15	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-10	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-14	-10	-5
법인세비용차감전순이익	37	28	26	56	89
법인세비용	-7	5	-5	-13	-21
계속사업순이익	30	33	21	42	68
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	21	42	68
당기순이익률	4.0	6.1	3.0	6.2	9.2
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	21	42	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	19	40	66
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	19	40	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	687	1,406	2,262
PBR	51.5	38.6	67.9	33.2	20.6
BPS	23,546	24,606	25,294	26,700	28,612
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	8,050	6,089	5,705	6,256	7,198
EV/EBITDA	6.5	6.1	7.1	6.2	5.3
SPS	25,056	18,300	22,732	22,746	24,565
PSR	2.1	2.4	2.1	2.1	1.9
CFPS	8,185	6,394	5,921	6,854	7,969
DPS	0	0	0	350	450

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	24.2	0.1	8.0
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	-6.4	53.2	54.6
순이익 증/감률	-40.5	11.3	-38.3	104.6	60.9
수익성					
ROIC	9.3	11.1	8.5	11.9	17.8
ROA	5.1	3.6	3.6	5.4	7.9
ROE	4.4	4.6	2.8	5.4	8.2
안정성					
부채비율	54.3	25.1	25.2	23.9	22.3
순차입금비율	2.9	-23.3	-23.9	-28.4	-30.3
이자보상비율	6.4	7.8	7.3	11.6	18.6

자료: 스튜디오투모리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	427	474	517
현금및현금성자산	158	178	187	234	266
매출채권및기타채권	149	101	126	126	136
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	952	994	1,052
유동부채	368	169	135	135	136
매입채무및기타채무	71	46	48	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	191	192
자본부분	708	740	760	803	860
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	295	338	395
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	708	740	760	803	860
순차입금	20	-173	-181	-228	-261

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	152	206	292
당기순이익	30	33	21	42	68
비현금항목의가감	216	159	157	164	172
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-8	-8	-8
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	28	36	44
자산부채의증감	-179	4	-20	13	73
기타현금흐름	-22	-16	-5	-13	-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	9	47	32
기초 현금	124	158	178	187	234
기말 현금	158	178	187	234	266
NOPLAT	45	43	27	40	61
FCF	229	188	53	44	46

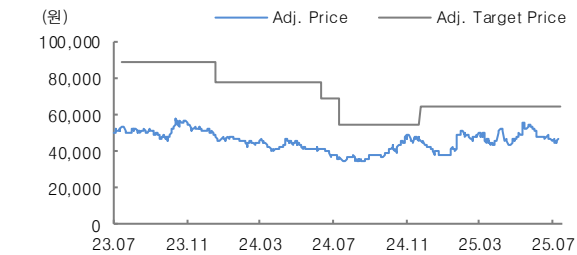
[Compliance Notice]

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	25.08.08	25.06.20	24.12.20	24.08.08	24.07.09	24.01.15
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	55,000	69,000	78,000
과다율(평균%)		(24.54)	(28.63)	(26.98)	(43.96)	(43.51)
과다율(최대/최소%)		(16.09)	(12.50)	(10.18)	(39.64)	(38.72)
제시일자	23.08.10					
투자의견	Buy					
목표주가	89,000					
과다율(평균%)	(41.98)					
과다율(최대/최소%)	(35.62)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250805)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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