

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

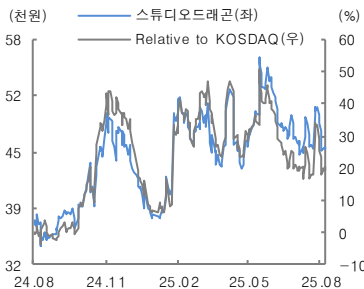
43,050

(25.09.03)

미디어업종

KOSDAQ	796.81
시가총액	1,294십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 34,100원
120일 평균거래대금	65억원
외국인지분율	11.25%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-10.7	-16.2	17.0
상대수익률	-6.8	-17.0	-21.8	11.6



재밋으면 올라야죠

- 하반기 첫 대작 <폭군의 셰프> 4회 11.1%, 장기 평균 6.3% 크게 상회
- 높은 시청률은 방영권료에 더해 인센티브까지 받을 수 있는 구조
- 상반기 대비 하반기 작품 수 증가와 시청률 상승, 제작 효율화도 기대

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,238원에 PER 52배 적용 수준, 최근 5년 PER 평균 59배

하반기 첫 대작 <폭군의 셰프> 흥행, 동시방영이면서 4회 11.1%

드래곤이 제작한 하반기 첫 대작 <폭군의 셰프> 4회 시청률 11.1% 달성
드래곤 작품의 장기 평균 6.3%를 크게 상회 중이고, 25년 작품 중 최고 시청률
NFLX 동시방영에 따른 시청 분산에도 불구하고 높은 시청률 달성

드래곤의 1Q OP가 43억원으로 부진했던 이유는 대작인 <별들에게 물어봐>의 시청률이 최고 3.9%, 평균 2.4%에 그치면서 tvN 광고수익 부족에 따라 드래곤이 방영권료에서 패널티를 받았기 때문

<폭군의 셰프>는 시청률이 매우 좋기 때문에 기본 방영권료에 더해 인센티브까지 받을 수 있는 수준, 또한 NFLX 동시방영까지 진행 중이어서 높은 수익 가능

기대했던 하반기 성과가 나타나는 중

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

하반기 주요 작품, NFLX 동시 방영 <폭군의 셰프>, <태풍상사>, <프로보노>, 아마존 프라임 동시방영 <알마운 사랑>

NFLX 오리지널, <다 이루어질지니>, <자백의 대가>

디즈니+ 오리지널, <조각도시>

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, 22년 34편, 23년 29편
OP 17~21년 300~500억원대로 우상향, 평균 410억원

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

24년 제작 편수가 19편으로 급감하면서 OP 364억원으로 부진

25년 제작 25편, OP 343억원 전망, 상반기 OP 14억원(-96% yoy), 하반기 OP 329억원(+646% yoy) 전망

26년 제작 27편, OP 526억원 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2025	3Q25(F)				4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	90	114	219	136	50.5	18.7	179	178	36.4
영업이익	-1	-3	15	15	흑전	흑전	18	18	238.2
순이익	-6	-4	14	14	흑전	흑전	15	8	-29.9

자료: 스튜디오드래곤 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	562	646	699
영업이익	56	36	34	53	80
세전순이익	37	28	26	56	89
총당기순이익	30	33	21	43	68
자배지분순이익	30	33	21	43	68
EPS	1,001	1,114	694	1,419	2,247
PER	51.5	38.6	65.5	32.0	20.2
BPS	23,546	24,606	25,300	26,719	28,966
PBR	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
ROE	4.4	4.6	2.8	5.5	8.1

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

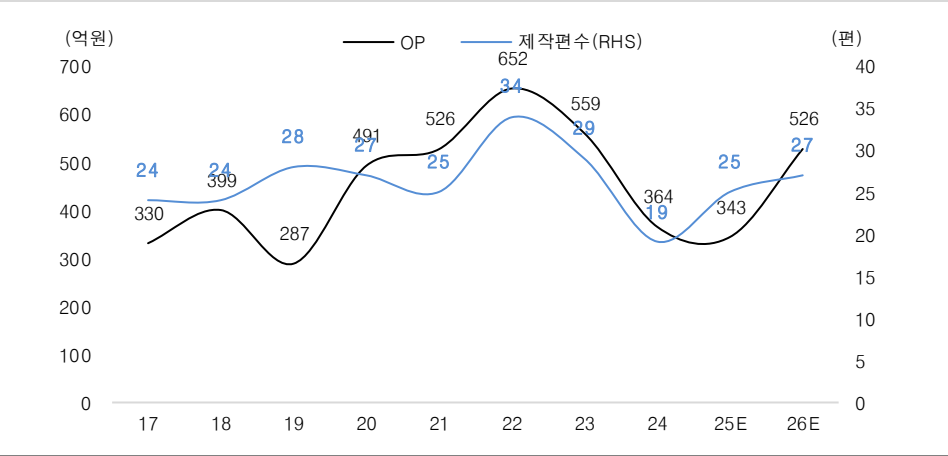
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	683	684	562	646	-17.7	-5.6
판매비와 관리비	34	33	35	33	1.7	0.0
영업이익	34	52	34	53	0.5	1.0
영업이익률	5.0	7.6	6.1	8.2	1.1	0.5
영업외손익	-8	3	-8	3	적자유지	0.0
세전순이익	26	56	26	56	0.7	0.9
자배지분순이익	21	42	21	43	1.0	0.9
순이익률	3.0	6.2	3.7	6.6	0.7	0.4
EPS(자배지분순이익)	687	1,406	694	1,419	1.0	0.9

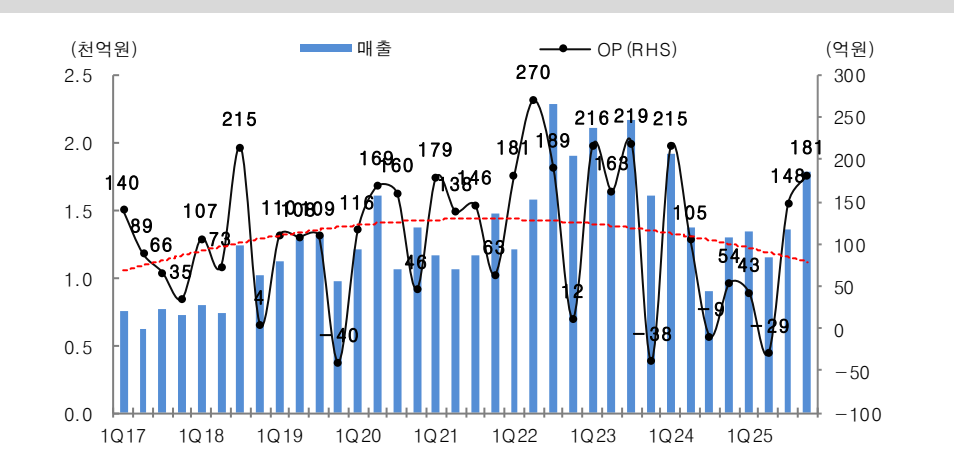
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

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



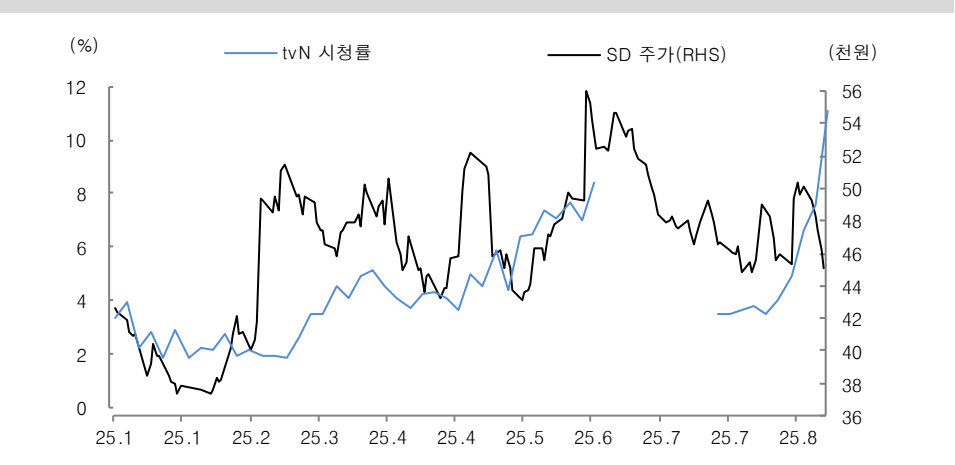
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 3Q25 OP 148 억원(흑전 yoy, 흑전 qoq), 25E OP 343 억원(-6% yoy)



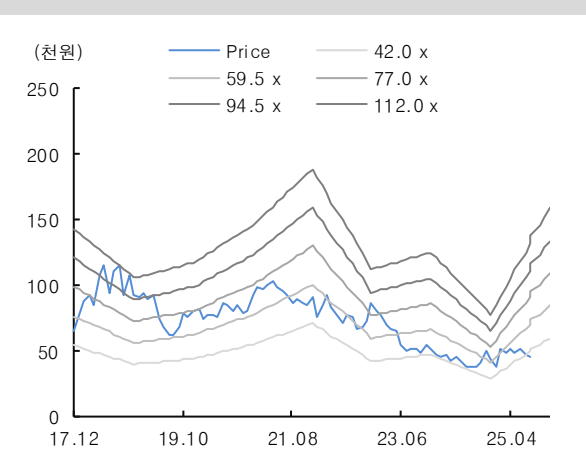
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 25년. 연초 시청률 부진을 딛고 시청률 상승하는 과정에서 주가도 반등



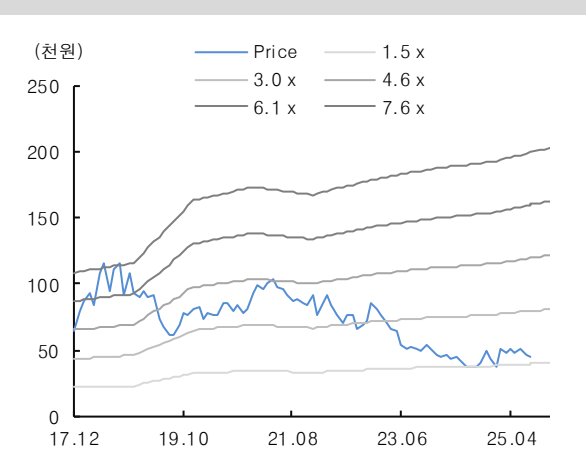
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 4. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. 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	43	68	78	94	103	113	125	137	151
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	761	803	871	935	1,012	1,097	1,179	1,270	1,369	1,479
추정ROE	2.8	5.5	8.1	8.4	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0	10.2
III 필요수익률 ^(주3)	5.2									
무위험이자율 ^(주4)	2.8									
시장위험프리미엄 ^(주5)	2.4									
베타	0.6									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-2.4	0.3	2.9	3.2	4.1	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0
V 필요수익	38	39	42	45	48	52	57	61	66	71
VI 잔여이익(I - V)	-17	3	26	33	45	51	57	64	71	80
현가계수	0.99	0.94	0.89	0.85	0.81	0.77	0.73	0.69	0.66	0.63
잔여이익의 현가	-78	3	23	28	37	39	41	44	47	50
VII 잔여이익의 합계	295									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	970									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	740									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	2,005									
총주식수(천주)	30,058									
XI 적정주당가치(원)	66,707									
현재가치(원)	43,050									
Potential (%)	55.0%									

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	1.6
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	0.4	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 제목	시청률 (%)
응팔	18.8
도깨비	20.5
선사인	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	562	646	699
매출원가	665	482	493	560	585
매출총이익	88	68	69	86	114
판매비와관리비	32	32	35	33	34
영업이익	56	36	34	53	80
영업외수익	7.4	6.6	6.1	8.2	11.5
EBITDA	242	183	172	189	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	43	68
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	21	43	68
당기순이익률	4.0	6.1	3.7	6.6	9.7
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	21	43	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	19	41	66
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	19	41	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	694	1,419	2,247
PBR	51.5	38.6	65.5	32.0	20.2
BPS	23,546	24,606	25,300	26,719	28,966
PBR	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
EBITDAPS	8,050	6,089	5,711	6,272	7,178
EV/EBITDA	6.5	6.1	6.4	5.6	4.7
SPS	25,056	18,300	18,707	21,475	23,248
PSR	2.1	2.4	2.3	2.0	1.9
CFPS	8,185	6,394	5,927	6,871	7,949
DPS	0	0	0	0	450

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	2.2	14.8	8.3
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	-5.9	53.8	52.0
순이익 증/감률	-40.5	11.3	-37.7	104.5	58.4
수익성					
ROIC	9.3	11.1	8.8	12.5	18.1
ROA	5.1	3.6	3.7	5.4	7.8
ROE	4.4	4.6	2.8	5.5	8.1
안정성					
부채비율	54.3	25.1	25.0	23.8	22.0
순차입금비율	2.9	-23.3	-26.7	-29.3	-32.0
이자보상비율	6.4	7.8	7.4	11.7	18.4

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	426	474	527
현금및현금성자산	158	178	208	241	284
매출채권 및 기타채권	149	101	103	119	128
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	525	520	535
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자금	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	510	506	522
자산총계	1,092	926	951	994	1,062
유동부채	368	169	134	135	136
매입채무 및 기타채무	71	46	46	47	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	190	191	192
자본부분	708	740	760	803	871
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	296	338	406
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	708	740	760	803	871
순차입금	20	-173	-203	-236	-278

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	174	192	291
당기순이익	30	33	21	43	68
비현금항목의 가감	216	159	157	164	171
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-8	-8	-8
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	28	36	44
자산부채의 증감	-179	4	1	-2	74
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	-6
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	0
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의 증감	35	20	30	33	43
기초 현금	124	158	178	208	241
기말 현금	158	178	208	241	284
NOPLAT	45	43	27	40	61
FCF	229	188	54	45	45

[Compliance Notice]

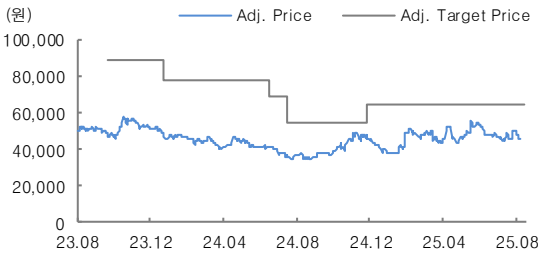
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.09.04	25.08.07	25.07.08	25.06.20	25.06.16	25.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	64,000	64,000	64,000
과다율(평균%)		(26.33)	(26.76)	(20.47)	(28.63)	(29.17)
과다율(최대/최소%)		(21.41)	(23.13)	(16.09)	(12.50)	(12.50)
제시일자	25.04.28	25.04.11	25.02.20	25.02.12	24.12.20	24.11.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	64,000	64,000	55,000
과다율(평균%)	(30.22)	(30.73)	(30.78)	(36.82)	(37.04)	(26.98)
과다율(최대/최소%)	(18.44)	(19.69)	(19.69)	(28.28)	(28.28)	(10.18)
제시일자	24.11.16	24.11.07	24.10.22	24.10.15	24.08.08	24.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	69,000
과다율(평균%)	(31.54)	(31.54)	(32.33)	(33.77)	(33.95)	(43.96)
과다율(최대/최소%)	(20.36)	(20.36)	(20.36)	(30.18)	(30.18)	(39.64)
제시일자	24.05.13	24.04.15	24.03.07	24.01.15	23.12.02	23.11.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	78,000	78,000	78,000	78,000	89,000	89,000
과다율(평균%)	(43.51)	(42.66)	(41.64)	(40.57)	(41.38)	(41.06)
과다율(최대/최소%)	(38.72)	(38.72)	(38.72)	(38.72)	(35.62)	(35.62)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250901)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	89.6%	10.4%	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