

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

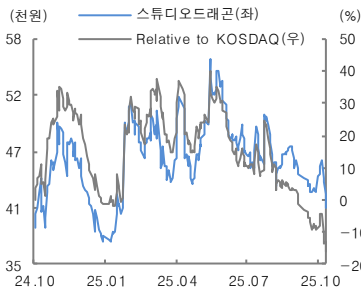
40,750

(25.11.06)

미디어업종

KOSDAQ	898.17
시가총액	1,225십억원
시가총액비중	0.26%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 37,350원
120일 평균거래대금	59억원
외국인지분율	9.02%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.9	-10.5	-21.9	-1.9
상대수익률	-12.4	-20.0	-37.3	-18.8



시청률도 실적도 V자 반등

- 3Q25 매출 1.4천억원(+51% yoy), OP 105억원(흑전), 빠른 실적 회복
- 하반기 작품 수 및 동시방영 작품 증가. 시청률 상승 및 마진 개선
- 26년 작품 수 증가 추세 지속. 일본 및 미국 진출 확대

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,496원에 PER 43배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 하단 47배

3Q25 Review: 작품 수 증가, 수익성도 개선

매출 1.4천억원(+51% yoy, +19% qoq), OP 105억원(흑전 / +114억원 yoy)
3Q에 반영될 것으로 예상했던 <친애하는X>가 4Q로 이연되면서 추정 소폭 하회

OPM 7.7%(+8.7%p yoy, +10.2%p qoq)

글로벌 OTT 동시방영은 <폭군의 셰프> 한 작품 밖에 없었지만, 24년 하반기부터 진행 중인 제작비 절감 효과가 나타나면서 마진 개선

4Q에는 <태풍상사>와 <프로보노>가 NFLX, <알미운 사랑>이 아마존에 동시방영
회차수도 90회차 수준으로 확대되면서 수익성 추가 개선 전망

4Q OP 190억원(+256% yoy), OPM 10.7%(+6.6%p yoy, +3%p qoq) 전망

3Q 방영회차는 72회(+13회 yoy, +31회 qoq), <하츠코이 도그즈>, <첫, 사랑을 위하여>, <폭군의 셰프>, <신사장 프로젝트> 등

<폭군의 셰프>. NFLX 동시방영이어서 GPM 20% 이상의 높은 수익률 추정. 동시방영에 따른 시청 분산에도 불구하고 17.1%로 역대 2위

4Q 방영: <신사장 프로젝트>, <다 이루어질지니>, <태풍상사>, <알미운 사랑>, <조각도시>, <친애하는X>, <프로보노>, <자백의 대가>, <소울메이트(일본)> 90회차 수준

작품 수 증가, 마진 개선, 시청률 상승. 주가는 아직 이러한 성과를 미반영

- 1) 25년 작품 수 21편(+2편), 26년 25편 이상(+4편). 수목은 26년 재개
- 2) 연초 시청률은 2%로 부진, 2Q 평균 6%, 3Q 9%로 회복, 25년 연평균 6%
- 3) 일본 시장 진출. <내 남편과 결혼해줘>, <하츠코이 도그즈>, <소울메이트>(예정) 등 3편. <내 남편과 결혼해줘> 일본 아마존 프라임 1위 달성
- 4) 미국 시장 진출. 26년 중 1~2개의 Series Order 후 1개 제작 전망
- 5) 투자 성과. 파라마운트스카이댄스(PSKY) 0.9% 보유, 평가 차익 740억원
- 6) 실적 개선. 25E OP 309억원(-15% yoy), OPM 5.5%(-1.1%p)
26E OP 567억원(+84% yoy), OPM 8.8%(+3.3%p)
27E OP 809억원(+43% yoy), OPM 11.6%(+2.8%p). 배당 가시권 진입
- 7) 한한령 해제시 구축 350억원, 동시방영 420억원 등 26E OP 1.3천억원 가능

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25				4Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	90	114	136	137	51.1	19.2	165	178	36.4	30.5
영업이익	-1	-3	15	10	흑전	흑전	16	19	255.6	81.8
순이익	-6	-4	15	9	흑전	흑전	13	14	26.7	60.7

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	563	646	699
영업이익	56	36	31	57	81
세전순이익	37	28	29	62	86
총당기순이익	30	33	22	47	65
지배지분순이익	30	33	22	47	65
EPS	1,001	1,114	725	1,567	2,163
PER	51.5	38.6	56.2	26.0	18.8
BPS	23,546	24,606	25,331	26,898	29,062
PBR	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
ROE	4.4	4.6	2.9	6.0	7.7

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

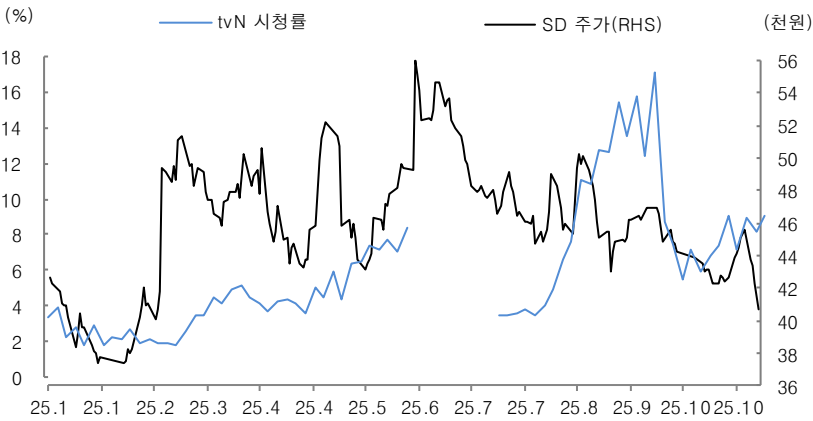
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	563	646	563	646	0.0	0.0
판매비와 관리비	35	33	32	32	-7.2	-2.1
영업이익	34	53	31	57	-9.9	7.5
영업이익률	6.1	8.2	5.5	8.8	-0.6	0.6
영업외손익	1	10	-2	5	적자조정	-49.3
세전순이익	35	63	29	62	-16.4	-1.8
지배지분순이익	27	48	22	47	-19.0	-1.8
순이익률	4.8	7.4	3.9	7.3	-0.9	-0.1
EPS(지배지분순이익)	896	1,596	725	1,567	-19.0	-1.8

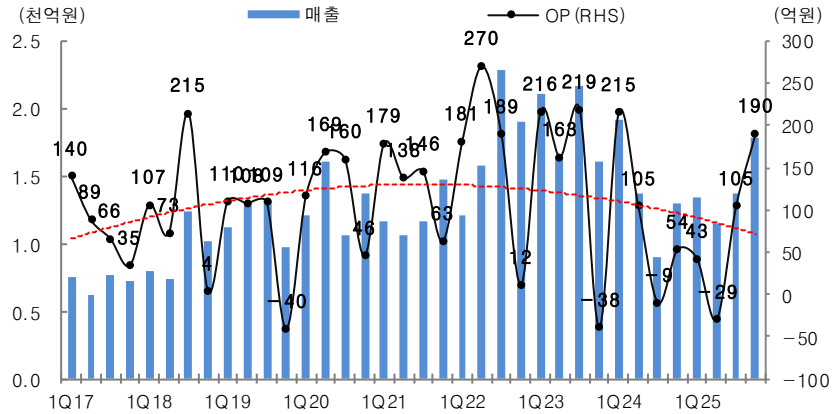
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 25년. 연초 부진을 딛고 시청률 상승. 주가는 아직 성과를 미반영



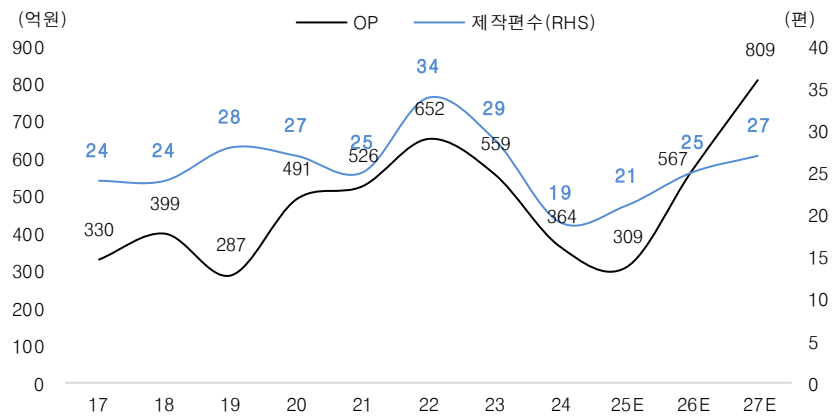
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 2. 3Q OP 105 억원(흑전 yoy, 흑전 qoq), 4QE OP 190 억원(+256% yoy, +82% qoq)



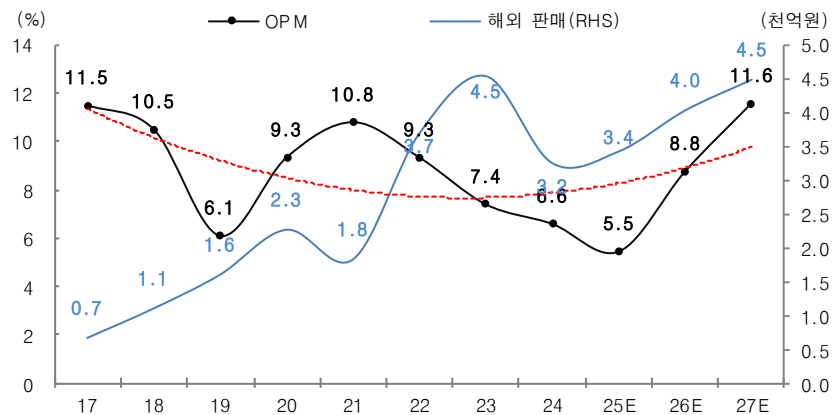
자료: 스튜디오프래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 3. 25~26년 제작 정상화 복귀하면서 이익도 개선 전망. 작품당 이익 증가



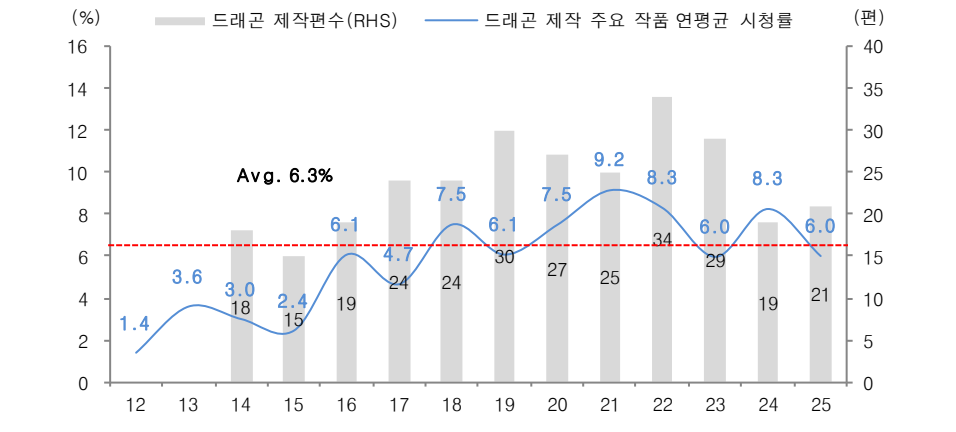
자료: 스튜디오프래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 26~27년 10%대 OPM 달성하면서 배당 시작 전망



자료: 스튜디오프래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 연평균 시청률. 연초 2%대에서 6%대로 회복



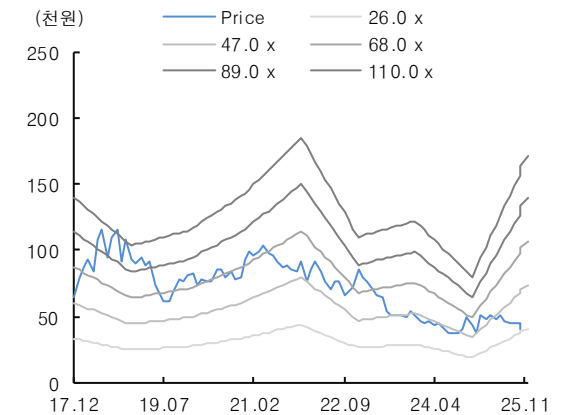
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정: 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 TVN 시청률

그림 6. 4Q25 방영 예정 작품. <태풍상사>, <다 이루어질지니>, <알미운 사랑>, <조각도시>, <친애하는 X>, <자백의 대가> 등



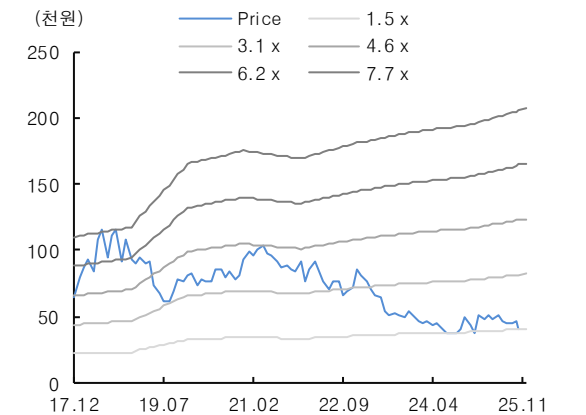
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 9. 25.8.18. 중국 광전총국 공지사항. 한한령 해제 기대감 고조

- 广电总局发文部署促进广播电视内容供给工作
- 2025-08-18 22:59
- 为贯彻落实习近平文化思想，推动广播电视和网络视听精品创作传播，在广泛征求意见基础上，近日，国家广播电视总局印发实施《进一步丰富电视大屏内容 促进广播电视内容供给的若干举措》。
- 《若干举措》强调，要多措并举加强内容建设，增加优质广播电视内容供给。实施“内容焕新计划”，加强内容创新；改进电视剧集数和季播剧播出间隔时长等管理政策；改进电视剧内容审查工作，优化机制，提高效率；加强超高清节目制作播出宣传推介；加强纪录片、动画片精品创作；鼓励支持优秀微短剧进入电视播出；推动优秀境外节目引进播出等同时，加强相关法律法规制度建设，加强节目版权保护
- 广电总局将组织指导协调各省（区、市）广播电视局、广播电视台、制作机构、网络视听平台，中国广播电视社会组织联合会、中国电视剧制作产业协会、中国网络视听节目服务协会等单位贯彻落实《若干举措》各项工作，实现更多精品“更传播”“更优环境”，更好满足人民群众精神文化需求
- 중국 국가광파전시총국(广电总局)은 TV 및 네트워크 시청 콘텐츠 공급 확대를 위해 《더욱 풍부한 TV 대화면 콘텐츠와 광전시청 콘텐츠 공급 촉진을 위한 여러 조치》를 발표했습니다
- 콘텐츠 혁신 강화: "콘텐츠 혁신 계획"을 추진하고, 드라마 방영 정책(회차·시즌 간격 등)을 개선
- 심사·제작 효율화: 드라마 심사 절차를 최적화하고, 초고화질(UHD) 프로그램 제작·홍보 강화
- 장르별 육성: 다큐멘터리, 애니메이션, 우수한 마이크로 단편극(微短剧) 제작 및 TV 방영 지원
- 해외 콘텐츠 활용: 우수한 해외 프로그램의 수입·방영장려
- 제도적 뒷받침: 법·제도 개선 및 프로그램 저작권 보호 강화
- 조직적 추진: 각 지방 방송국, 제작사, 플랫폼, 관련 협회를 통해 협력 추진
- 궁극적으로, 더 많은 고품질 콘텐츠를 제작·보급하여 국민의 문화적 수요를 충족하는 것이 목표입니다

자료: 광전총국, ChatGPT, 대신증권 Research Center

그림 10. 식지않는 한국 콘텐츠 열기. 더우반 인기 시리즈 60 개 중 5 개가 한국 드라마

最近热门电视剧 综合 国产剧 综艺 欧美剧 日剧 韩剧 动画 纪录片



新 终极名单: 黑狼 8.2



瑞草洞 7.5



新 上载新生 第四季 6.6



清潭国际高中 第二季 7.4



头号人质 6.0



新 爱麻夫人热映中 7.3



新 目之所及 暂无评分



新 暴君的厨师 6.8



诡秘之主 8.3



鱿鱼游戏 第三季 6.4

豆瓣电影

搜索电影、电视剧、综艺、影人

影评&购票 选电影 选剧集 排行榜 影评 2024年度榜单 2024年度报告

K-POP: 猎魔女团 K-Pop: Demon Hunters (2025)

导演: 克里斯·艾伯翰斯 / 玛吉·康 编剧: 丹雅·希门尼斯 / 汉娜·麦克唐纳 / 玛吉·康 / 克里斯·艾伯翰斯 / 艾丽卡·利波尔特 主演: 赵雅顿 / 梅兰 / 柳智英 / 安孝燮 / 金允珍 / 更多... 类型: 喜剧 / 动作 / 动画 / 音乐 / 歌舞 / 奇幻 / 冒险 制片国家地区: 美国 语言: 英语 / 韩语 上映日期: 2025-06-20(美国网络) / 2025-08-23(美国) 片长: 95分钟 又名: Kpop 猎魔女团 / 韩流女巫: 恶魔猎人 / 韩语: 恶魔猎人 IMDb: tt1420554

豆瓣评分 6.6 15530人评价 5星 9.9% 4星 38.5% 3星 46.2% 2星 12.3% 1星 3.2% 好于 66% 喜剧片 好于 63% 动作片

자료: 더우반, 대신증권 Research Center

5

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원 원 %)									
		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	22	47	65	75	88	97	107	117	129	142
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	762	809	874	935	1,007	1,085	1,162	1,247	1,341	1,444
	추정ROE	2.9	6.0	7.7	8.0	8.7	8.9	9.2	9.4	9.6	9.8
III	필요수익률 ^(주3)	5.1									
	무위험이자율 ^(주4)	2.7									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.6									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-2.2	0.9	2.6	2.9	3.6	3.8	4.1	4.3	4.5	4.7
V	필요수익	38	39	41	45	48	51	55	59	64	68
VI	잔여이익(Ⅳ-Ⅴ)	-16	8	24	31	40	46	51	58	65	73
	현가계수	0.99	0.95	0.90	0.86	0.82	0.78	0.74	0.70	0.67	0.64
	잔여이익의 현가	-16	8	22	26	33	35	38	41	44	47
	잔여이익의 합계	277									
VII	추정기간이후 잔여이익의 현가	917									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	740									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,933									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	64,308									
	현재가치(원)	40,750									
	Potential (%)	57.8%									

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

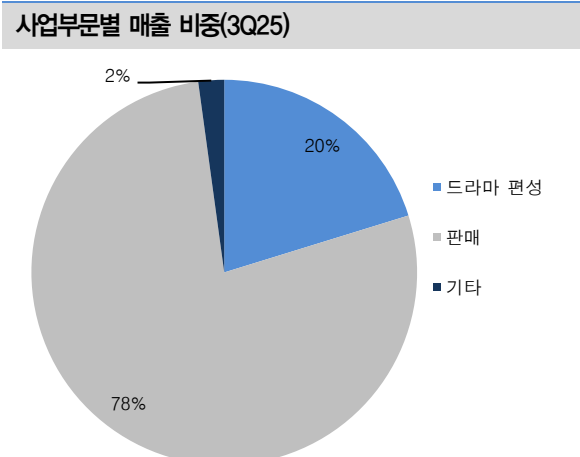
기업 및 주요 주주 현황

- 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
- 3Q25 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 20%, 판매 78%, 기타 2%
- 3Q25 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

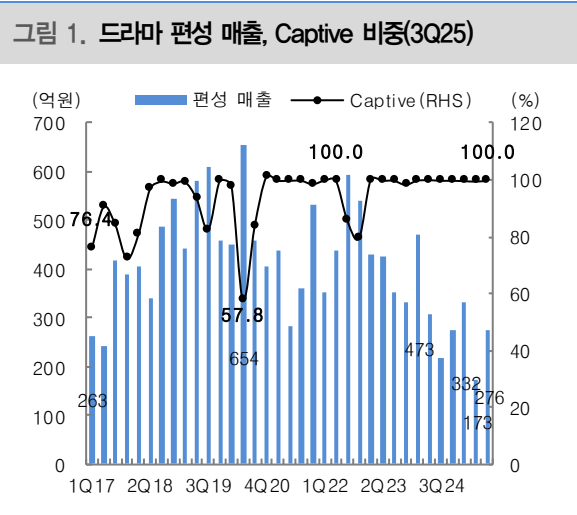
- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

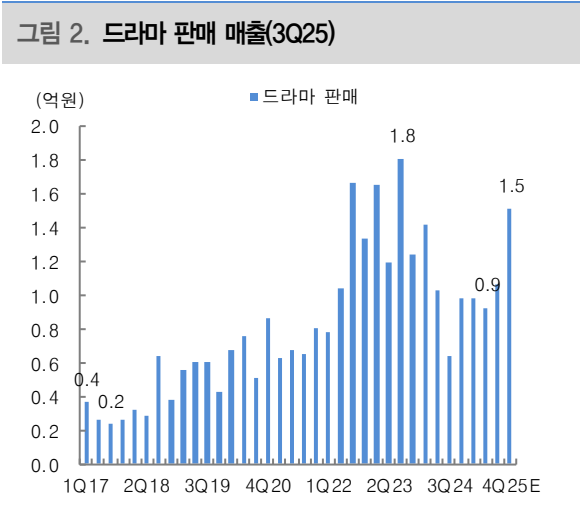


자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

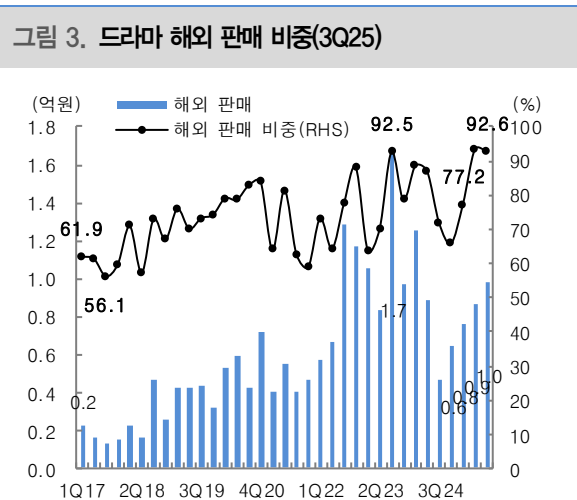
2. Earnings Driver



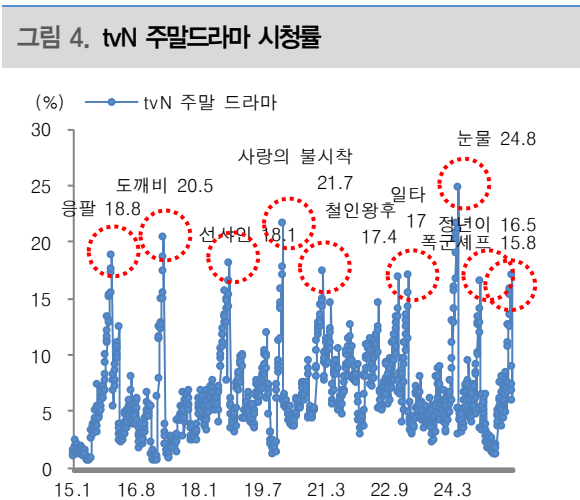
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	563	646	699
매출원가	665	482	500	557	585
매출총이익	88	68	63	89	114
판매비와관리비	32	32	32	32	33
영업이익	56	36	31	57	81
영업외수익	7.4	6.6	5.5	8.8	11.6
EBITDA	242	183	168	193	217
영업외손익	-19	-8	-2	5	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	11	17	16
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-7	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-6	-3	-4
법인세비용차감전순이익	37	28	29	62	86
법인세비용	-7	5	-7	-15	-21
계속사업순이익	30	33	22	47	65
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	22	47	65
당기순이익률	4.0	6.1	3.9	7.3	9.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	22	47	65
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	20	45	63
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	20	45	63

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	725	1,567	2,163
PER	51.5	38.6	56.2	26.0	18.8
BPS	23,546	24,606	25,331	26,898	29,062
PBR	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	8,050	6,089	5,598	6,405	7,206
EV/EBITDA	6.5	6.1	6.1	5.1	4.4
SPS	25,056	18,300	18,728	21,476	23,249
PSR	2.1	2.4	2.2	1.9	1.8
CFPS	8,185	6,394	6,200	7,236	8,011
DPS	0	0	0	0	450

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	2.3	14.7	8.3
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	-15.2	83.7	42.8
순이익 증/감률	-40.5	11.3	-34.9	116.0	38.1
수익성					
ROIC	9.3	11.1	7.4	13.5	18.3
ROA	5.1	3.6	3.3	5.8	7.8
ROE	4.4	4.6	2.9	6.0	7.7
안정성					
부채비율	54.3	25.1	25.0	23.6	21.9
순차입금비율	2.9	-23.3	-26.7	-29.8	-32.2
이자보상비율	6.4	7.8	6.6	12.6	18.6

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	427	480	530
현금및현금성자산	158	178	209	247	287
매출채권및기타채권	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
관계기업투자지급	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	510	506	522
자산총계	1,092	926	952	1,000	1,065
유동부채	368	169	134	135	136
매입채무및기타채무	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	761	809	874
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	297	344	409
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	708	740	761	809	874
순차입금	20	-173	-204	-241	-281

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	180	201	294
당기순이익	30	33	22	47	65
비현금항목의가감	216	159	165	170	176
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-3	-3	-3
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	30	38	43
자산부채의증감	-179	4	1	-2	74
기타현금흐름	-22	-16	-7	-15	-20
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
현금의증감	35	20	31	37	40
기초 현금	124	158	178	209	247
기말 현금	158	178	209	247	287
NOPLAT	45	43	23	43	62
FCF	229	188	49	48	46

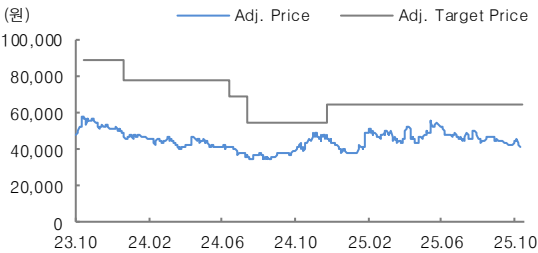
[Compliance Notice]

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	25.11.07	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%)		(27.46)	(28.63)	(26.98)	(43.96)	(43.51)
과다율(최대/최소%)		(16.09)	(12.50)	(10.18)	(39.64)	(38.72)
제시일자	23.11.09					
투자의견	Buy					
목표주가	89,000					
과다율(평균%)	(40.32)					
과다율(최대/최소%)	(36.40)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 2025.11.04)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	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