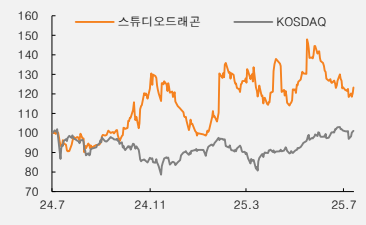


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	71,000원
현재주가(25/8/7)	46,650원
상승여력	52.2%

영업이익(25F, 십억원)	39
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	43
EPS 성장률(25F, %)	-19.6
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.0
P/E(25F, x)	52.1
MKT P/E(25F, x)	11.8
KOSDAQ	805.81
시가총액(십억원)	1,402
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	11.7
베타(12M) 일간수익률	0.22
52주 최저가(원)	34,100
52주 최고가(원)	56,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.7	22.0	32.3
상대주가	-6.0	12.4	22.9



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraesasset.com

장다현
dahyun.jang@miraesasset.com

스튜디오드래곤

기대를 줄게

목표주가 71,000원 유지, 강력한 매수 기회

EV/EBIT 방식을 적용해 산정한 71,000원 목표주가를 유지한다. 2분기 연속 실적 부진이 주가에 반영된 상황이다. 동사의 주가는 1) 실적 개선과 2) 중국 시장 개방에 대한 기대감이 크게 작용한다. 상저하고 라인업으로 상반기 실적이 부진했고 5월 이후 중국 시장 개방 뉴스도 주춤했던 점이センチメント에 부정적으로 작용했다.

그러나 하반기 실적 개선과 중국 시장 개방에 대한 가능성이 높아짐에 따라 주가 회복이 가능하다고 판단한다. <그림 3>을 보면 동사의 주가는 실적 개선이 강한 구간 에 급등하는 경향을 반복한다. 또한 일본을 시작으로 한국 드라마를 넘어선 장르적 확장이 지속되고 있다. 낮은 제작비로 수요가 증가하고 있는 일본 드라마와 높은 제작비로 절대적인 수익 규모를 키울 수 있는 미국 드라마로 성장 전략을 꾀한다.

2Q25 Review: 다 털었다

매출액 1,145억원(-16.5% YoY)으로 컨센서스에 부합했지만 영업손실 29억원으로 적자 전환했다. 이익 하회는 높은 매출원가율에 기인한다. 24년 하반기 텐트폴이었던 정년이와 25년 1분기 별들에게 물어봐 잔여 상각비가 높았던 것으로 예상한다. 일본 아마존 프라임 역대 최대 시청을 기록한 「내 남편과 결혼해줘」 일본판은 일본 제작사와 협업해 수익성이 기존 작품보다 낮았던 것도 영향을 미쳤다.

2H25 Preview: 놓칠 수 없다

동사의 실적은 통상 상고하저 양상을 띠는데 24년 하반기부터 시작된 TV 드라마 및 OTT 시리즈 수요 감소의 여파로 25년 상반기 누적 영업이익은 14억원으로 역대 최저치를 기록했다. 하반기 이로 인한 반사 수혜가 시작된다.

[매출] 25년 하반기 실적 개선은 그 어느 때보다 가시적이다. tvN 편성 작품이 상반기 5편에서 8~9편으로 증가한다. OTT 오리지널 또한 4작품에서 7.5편으로 증가한다(〈다 이루어질지니〉 일부). 특히 미국 오리지널 시리즈 두 편의 편성 가능성이 높아졌는데, 미국 시리즈 제작비가 한국의 약 5배라는 것을 고려하면 공동 제작임을 고려해도 국내 작품 2~3편 수준의 이익 기여를 기대할 수 있다.

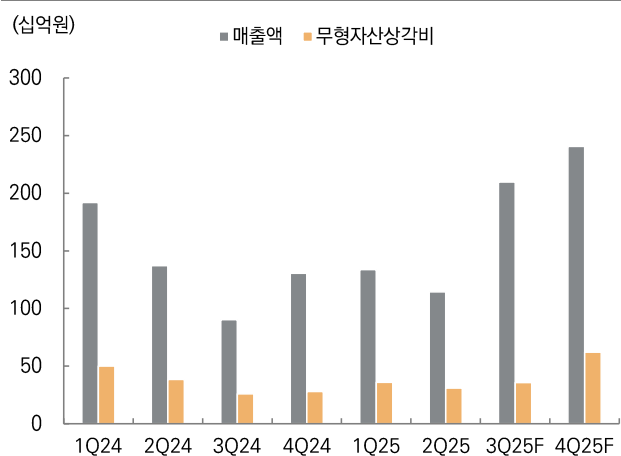
결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	698	753	550	699	879
영업이익 (십억원)	65	56	36	39	74
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.5	5.6	8.4
순이익 (십억원)	51	30	33	27	60
EPS (원)	1,684	1,001	1,114	895	1,999
ROE (%)	7.5	4.4	4.6	3.6	7.5
P/E (배)	51.1	51.5	38.6	52.1	23.3
P/B (배)	3.9	2.2	1.7	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

[비용] 매출원가의 두 요소인 제작원가와 무형자산상각비 감소가 기대된다. TV 편성 작품의 제작비는 무형자산화한 후 6개월 또는 18개월에 걸쳐 상각한다. 판권 판매 매출에 비례하는 구조인데 24년 하반기부터 매출이 부진했던 점이 25년 하반기 작은 비용부담으로 치환된다. 25년 상반기 유일한 텐트폴이면서 성과가 좋지 않아 수익성 저하의 원인으로 지목된 「별들에게 물어봐」 상각 역시 종료됐다.

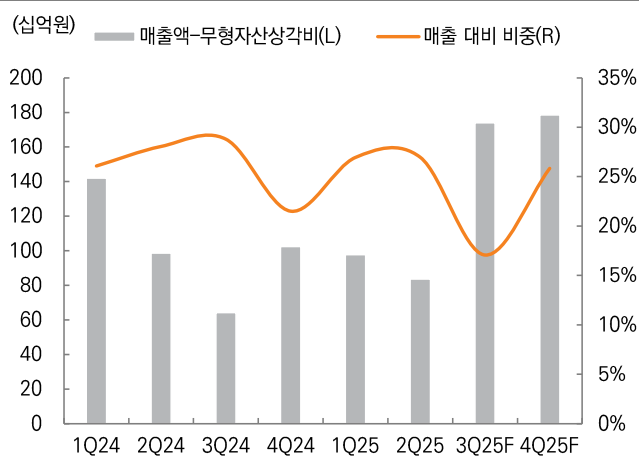
제작원가는 오리지널 시리즈 제작원가와 TV 편성 매출에 따른 제작비다. 발생한 분기 인식하기 때문에 매출과 비용 증가가 비례한다. 그러나 동사는 실비 정산 시스템 도입을 통한 제작원가 절감을 추진하고 있으며 3분기말에서 4분기경 성과 일부가 숫자로 나타날 것으로 기대한다.

그림 1. 매출액과 무형자산상각비 증가율 괴리 발생



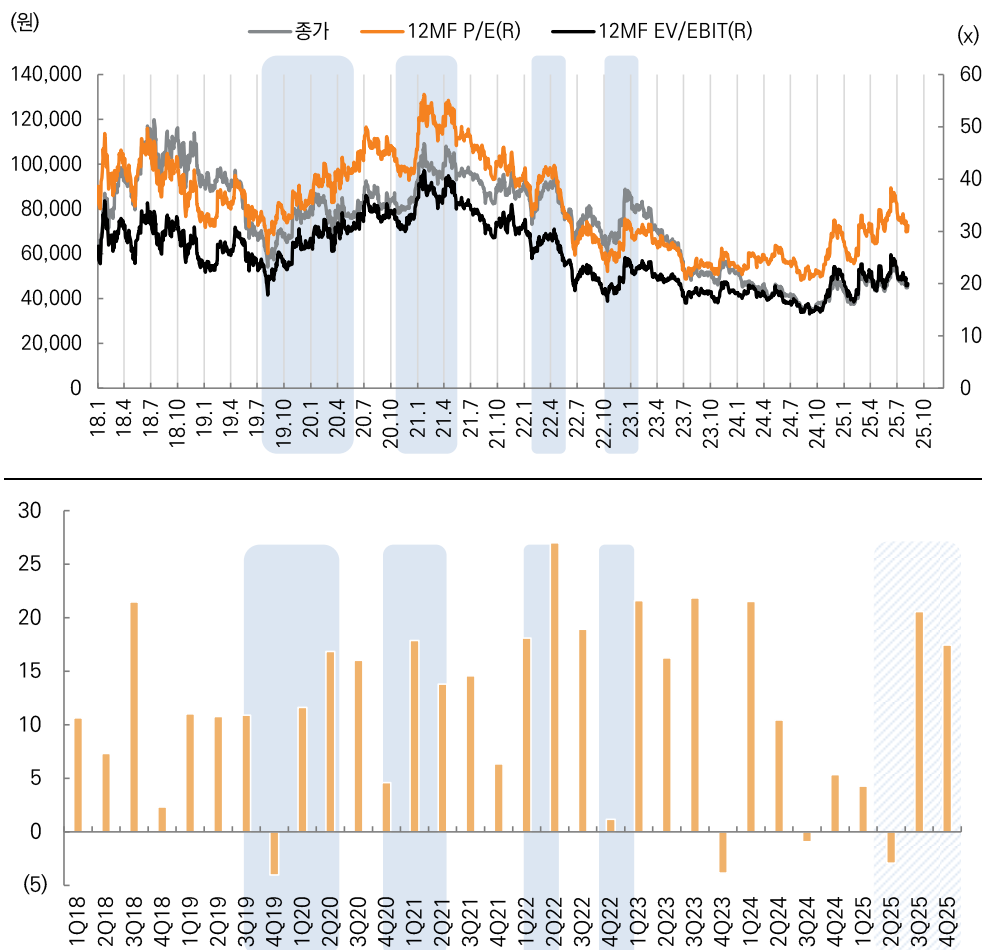
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 매출액 대비 무형자산상각비 비중은 감소, 제작원가 절감에 따라 GP마진 개선 가능



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 실적 개선세가 두드러지는 구간에 주가 반응



자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. Valuation

(십억원)

항목	값	비고
26F EBIT	74.4	4년 평균 EV/EBIT에 중국 기대감으로 인한 프리미엄 10% 부과
Target EV/EBIT	28.1x	
(- 순차입금)	-45.4	
적정 시가총액	2,137	천의자리 반올림
희석주식수(천주)	30,058.5	
목표주가(원)	71,000	
현재주가(원)	46,650	
상승여력	52.2%	

자료: 쿼티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	133.8	114.5	209.7	240.7	753.1	550.1	698.7	879.3
YoY 성장률(%)	-9.0%	-16.1%	-58.5%	-19.0%	-30.3	-16.5	132.2	84.3	7.9%	-27.0%	27.0	25.8
편성	47.3	30.7	21.6	27.6	33.2	17.3	54.2	45.3	154.1	127.2	150.1	201.1
판매	141.3	102.5	64.4	98.3	98.2	92.4	149.8	183.1	588.9	406.5	523.6	646.2
기타	3.5	3.9	4.3	4.3	2.3	4.7	5.7	12.3	10.1	16.0	25.0	32.0
매출총이익	28.7	18.1	5.9	15.3	11.4	3.8	40.8	25.1	87.9	68.0	81.1	140.6
매출총이익률(%)	14.9	13.2	6.6	11.7	8.5	3.3	19.5	10.4	11.7	12.4	11.6	16.0
제작원가	91.3	59.6	45.4	61.5	69.5		106.4	118.4	398.3	257.9	348.0	428.3
무형자산상각비	50.1	38.5	26.1	22.2	36.1		35.8	62.2	182.6	136.8	164.9	192.8
영업이익	21.5	10.5	-0.9	5.4	4.3	-2.9	20.6	17.4	55.9	36.4	39.4	74.4
영업이익률(%)	11.2	7.6	-1.0	4.1	3.2	-2.5	9.8	7.2	7.4	6.6	5.6	8.4
영업이익성장률(%)	-0.4	-35.7	적전	흑전	-80.1	적전	흑전	225.9	-14.3	-34.8	8.1	89.1
지배주주순이익	20.2	8.2	-6.1	11.3	2.4	-3.7	14.8	18.9	30.1	33.5	26.9	60.1
Key data												
편성편수	71	46	58	46	60	41	99	96	331	221	296	344
Total ASP	2.7	3.0	1.6	2.8	2.2	2.8	2.1	2.5	2.3	2.5	2.4	2.6
편당 제작비	1.9	2.9	2.4	3.5	2.0	2.0	1.5	1.7	1.7	2.6	1.7	1.8

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 2Q25 실적 비교

(십억원)

	2Q24	1Q25	2Q25P				
			잠정치	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	137	134	115	115	-	111	+4%
영업이익	11	4	-3	2	-2.5%	1	-1.3%
영업이익률 (%)	7.6	3.2	-2.5	2.1	-4.6%p	1.1	-3.6%p

자료: 스튜디오드래곤, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 실적 변경표

	변경전		변경후		변경률(%)		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	684	843	699	879	+2%	+4%	- 2Q 무형자산상각비가 추정치를 상회함에 따라
영업이익	43	69	39	74	-9%	+7%	25년 실적에 반영
영업이익률	6.3%	8.2%	5.6%	8.5%	-0.7%p	-0.3%p	- 미국 프로젝트가 수익화 가능성을 실적에 반영

자료: 스튜디오드래곤, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. 드라마 방영/납품 일정 추정

시기		tvN	KBS	넷플릭스	디즈니플러스	티빙	해외
1Q	1월	월화	원경(SD)	탄금		원경, 스테디그룹	
		수목					
		금토					
		토일	별들에게 물어봐(SD)				
	2월	월화					
		수목					
		금토					
		토일	별들에게 물어봐(SD)				
	3월	월화	그놈은 흑염룡(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	감자연구소(ENM)				
2Q	4월	월화	이혼보험(지니)	다 이루어질지니 (8)			내 남편과 결혼해줘 (일본)
		수목					
		금토					
		토일	슬전생(ENM)				
	5월	월화	금주를 부탁해(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	미지의 서울(SD)				
	6월	월화	금주를 부탁해(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	미지의 서울(SD)				
3QF	7월	월화	견우와 선녀(SD)	다 이루어질지니 (4)	조각도시(12)	친애하는 X(12)	하츠코이 도그즈(7월) 소울메이트(8월, 일본 넷플릭스)
		수목					
		금토					
		토일	서초동(ENM)				
	8월	월화	첫, 사랑을 위하여(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	서초동(ENM)				
	9월	월화	신사장 프로젝트(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	폭군의 셰프(SD)				
4QF	10월	월화	신사장 프로젝트(SD)	자백의 대가(12)			미국 시리즈 2편
		수목	우주를 줄게(SD)				
		금토					
		토일	태풍상사(SD)				
	11월	월화	알미운사랑(SD)				
		수목	우주를 줄게(SD)				
		금토					
		토일	태풍상사(SD)				
	12월	월화	스프링피버(ENM)				
		수목	SD				
		금토					
		토일	프로보노(SD)				

주: 언론에 보도되지 않은 일정은 당사 추정치

자료: 언론자료, 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	753	550	699	879
매출원가	665	482	618	739
매출총이익	88	68	81	140
판매비와관리비	32	32	42	66
조정영업이익	56	36	39	74
영업이익	56	36	39	74
비영업손익	-19	-8	-7	-2
금융손익	-4	1	4	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	28	32	72
계속사업법인세비용	7	-5	5	12
계속사업이익	30	33	27	60
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	33	27	60
지배주주	30	33	27	60
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	47	32	27	60
지배주주	47	32	27	60
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	242	183	208	271
FCF	42	178	187	216
EBITDA 마진율 (%)	32.1	33.3	29.8	30.8
영업이익률 (%)	7.4	6.5	5.6	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	6.0	3.9	6.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	405	394	333	423
현금 및 현금성자산	158	178	53	73
매출채권 및 기타채권	149	101	135	170
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	98	115	145	180
비유동자산	688	532	684	691
관계기업투자등	12	4	4	4
유형자산	12	12	13	15
무형자산	359	205	204	209
자산총계	1,092	926	1,016	1,115
유동부채	368	169	218	256
매입채무 및 기타채무	69	44	60	58
단기금융부채	172	3	3	3
기타유동부채	127	122	155	195
비유동부채	16	16	32	32
장기금융부채	10	6	6	6
기타비유동부채	6	10	26	26
부채총계	384	186	250	288
지배주주지분	708	740	767	827
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	302	362
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	708	740	767	827

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	45	180	192	221
당기순이익	30	33	27	60
비현금수익비용가감	216	159	170	206
유형자산감가상각비	3	4	4	3
무형자산상각비	183	143	165	193
기타	30	12	1	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-179	4	0	-33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	68	-34	-35
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-27	6	2
법인세납부	-22	-16	-5	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	10	-166	-201
유형자산처분(취득)	-3	-1	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	-1	-165	-198
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	0	-1	-1
기타투자활동	6	12	5	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-175	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-172	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-3	0	0
현금의 증가	35	20	-125	20
기초현금	124	158	178	53
기말현금	158	178	53	73

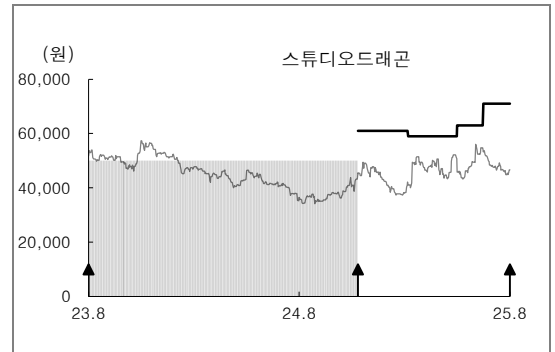
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	51.5	38.6	52.1	23.3
P/CF (x)	6.3	6.7	7.1	5.3
P/B (x)	2.2	1.7	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	6.5	6.1	6.5	4.9
EPS (원)	1,001	1,114	895	1,999
CFPS (원)	8,185	6,394	6,552	8,863
BPS (원)	23,546	24,606	25,501	27,501
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.9	-27.0	27.0	25.8
EBITDA증가율 (%)	10.7	-24.4	13.8	30.2
조정영업이익증가율 (%)	-14.3	-34.9	8.2	89.1
EPS증가율 (%)	-40.6	11.3	-19.6	123.3
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.4	5.9	5.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	48.7	59.9	75.8	59.5
ROA (%)	2.8	3.3	2.8	5.6
ROE (%)	4.4	4.6	3.6	7.5
ROIC (%)	8.5	9.7	8.9	15.6
부채비율 (%)	54.3	25.1	32.6	34.8
유동비율 (%)	109.9	232.4	152.6	165.7
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-22.8	-6.2	-8.1
조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	7.8	85.4	161.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤 (253450)				
2025.06.23	매수	71,000	-	-
2025.05.09	매수	63,000	-22.77	-11.11
2025.02.13	매수	59,000	-19.97	-11.53
2024.11.18	매수	61,000	-29.19	-19.02
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.