



BUY (유지)

목표주가(12M) 52,000원  
현재주가(02.12) 42,100원

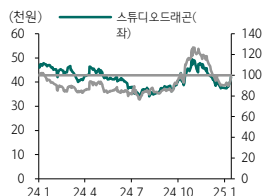
#### Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 745.18        |
| 52주 최고/최저(원)     | 49,400/34,100 |
| 시가총액(십억원)        | 1,265.5       |
| 시가총액비중(%)        | 0.34          |
| 발행주식수(천주)        | 30,058.5      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 120.2         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 5.3           |
| 외국인지분율(%)        | 10.51         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| CJ E&M 외 3인      | 54.79         |
| 네이버              | 6.25          |

#### Consensus Data

|           | 2024   | 2025   |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원)  | 526.5  | 662.5  |
| 영업이익(십억원) | 34.9   | 57.2   |
| 순이익(십억원)  | 23.5   | 45.2   |
| EPS(원)    | 794    | 1,513  |
| BPS(원)    | 24,177 | 25,627 |

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2022   | 2023    | 2024F  | 2025F  |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액       | 697.9  | 753.1   | 550.1  | 673.3  |
| 영업이익      | 65.2   | 55.9    | 36.4   | 57.7   |
| 세전이익      | 58.6   | 37.2    | 28.2   | 67.9   |
| 순이익       | 50.6   | 30.1    | 33.5   | 54.4   |
| EPS       | 1,684  | 1,001   | 1,114  | 1,808  |
| 증감율       | 29.44  | (40.56) | 11.29  | 62.30  |
| PER       | 51.07  | 51.45   | 38.64  | 23.29  |
| PBR       | 3.91   | 2.19    | 1.75   | 1.59   |
| EV/EBITDA | 12.08  | 6.48    | 4.52   | 3.88   |
| ROE       | 7.52   | 4.40    | 4.62   | 7.07   |
| BPS       | 21,982 | 23,546  | 24,661 | 26,469 |
| DPS       | 0      | 0       | 0      | 0      |



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com  
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 02월 13일 | 기업분석\_ Earnings Review

## 스튜디오드래곤 (253450)

편성은 확대되고 제작비는 절감하고

### 주가는 텐트폴 작품 성과가 부진할 때가 단기 저점

3년만의 편성 확대에 대한 따른 실적 기대감이 높았으나, 제작비 500억원 이상이 투입된 <별들에게 물어봐>의 흥행이 극도로 부진하면서 2분기까지 상각비 부담이 발생하면서 상반기 실적에 대한 기대감은 높지 않을 것이다. 다만, 과거 <아스달 연대기>의 사례에서도 보듯이 텐트폴 작품 흥행 부진이 주가에 반영되면 단기 저점이다. 올해 편성과 실적이 회복되는 방향성은 뚜렷하기에 현재 주가에서는 트레이딩이 가능한 구간으로 판단한다. 올해 연간 예상 편성은 25편 약 328회차로 2023년 수준을 회복할 것이며, 2024년 대비로는 약 50% 확대되는 것이다.

### 4Q OP 54억원(흑전)

4분기 매출액/영업이익은 각각 1,306억원(-19% YoY)/54억원(흑전)으로 컨센서스(37억원)를 상회했다. 편성이 예상 대비 4회차 많은 46회가 반영되었으며, <정년>, <엄마친구아들> 등의 OTT 동시 방영 등으로 수익성이 개선되었다. 4분기에 계절적으로 발생하는 상각비 규모도 예상보다는 적었던 것으로 추정된다. 1분기에는 <별들에게 물어봐> 포함 80회차의 방영이 예상되나, 흥행 부진에 따른 수익성 하락이 예상되며 2분기에 대규모 상각비 부담이 발생할 가능성이 높다. 올해 연간 실적은 상저하고의 흐름이 예상된다.

### 2025년은 가파른 편성 회복과 제작비 절감

2025년에 큰 트렌드는 크게 2가지인데, 큰 맥락에서는 제작비 절감이다. 우선, 하반기 수목 드라마 슬랏이 재개 될 것이다. 기존 작품들과는 달리 라이징 스타 발굴과 저예산 작품 제작을 통해 수익성을 담보한 편성 확대를 목표하고 있다. 두 번째는 이미 4분기부터 확인되고 있지만, 향후에는 대부분의 작품들이 12부작으로 편성될 것이다. 당장 회당 제작비를 줄이기는 쉽지 않기에 회차를 줄이는 선택을 한 것으로 보이는데, 드라마 호흡이 빨라지면서 화제성이 상승할 가능성이 높고, 편성도 많아지면서 흥행 작품들이 많아질 것이기에 전반적인 선순환 구조가 예상된다.

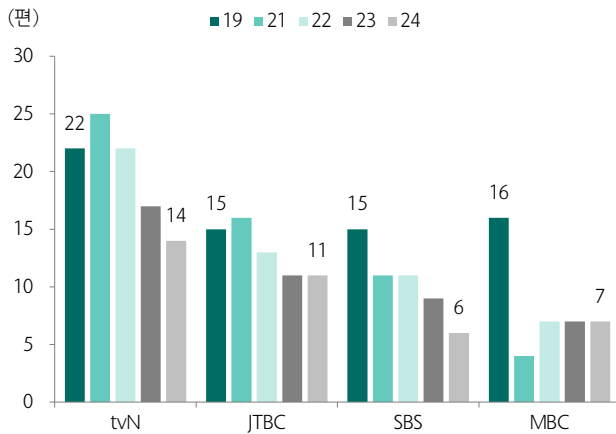
표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|       | 22  | 23  | 24P | 25F | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F |
|-------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 698 | 753 | 550 | 673 | 192  | 137  | 90   | 131   | 160   | 132   | 193   | 189   |
| 편성    | 193 | 154 | 127 | 172 | 47   | 31   | 22   | 28    | 29    | 35    | 60    | 49    |
| 판매    | 480 | 589 | 406 | 484 | 141  | 102  | 64   | 98    | 127   | 92    | 129   | 135   |
| 기타    | 25  | 10  | 16  | 17  | 3    | 4    | 4    | 5     | 4     | 4     | 5     | 4     |
| 매출총이익 | 100 | 88  | 68  | 92  | 29   | 18   | 6    | 15    | 24    | 13    | 30    | 25    |
| GPM   | 14% | 12% | 12% | 14% | 15%  | 13%  | 7%   | 12%   | 15%   | 10%   | 16%   | 13%   |
| 영업이익  | 65  | 56  | 36  | 58  | 22   | 10   | (1)  | 5     | 16    | 5     | 23    | 14    |
| OPM   | 9%  | 7%  | 7%  | 9%  | 11%  | 8%   | -1%  | 4%    | 10%   | 4%    | 12%   | 7%    |
| 순이익   | 51  | 30  | 33  | 54  | 20   | 8    | (6)  | 11    | 16    | 4     | 21    | 14    |

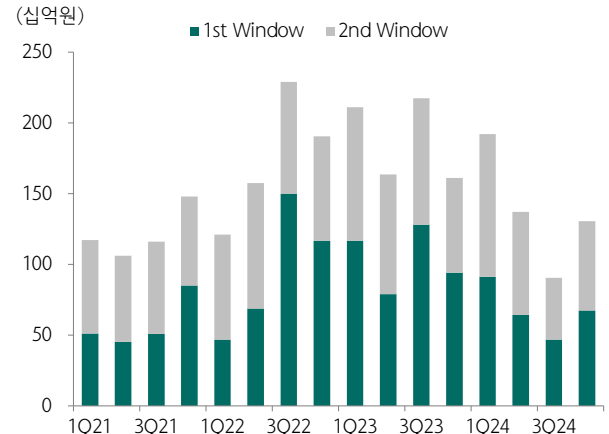
자료: 하나증권

그림 1. 주요 채널 연간 드라마 편성 수 추이



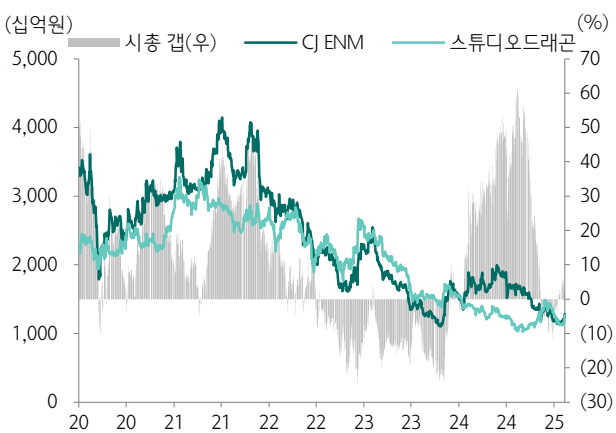
자료: 언론, 하나증권

그림 2. Window별 매출액 추이



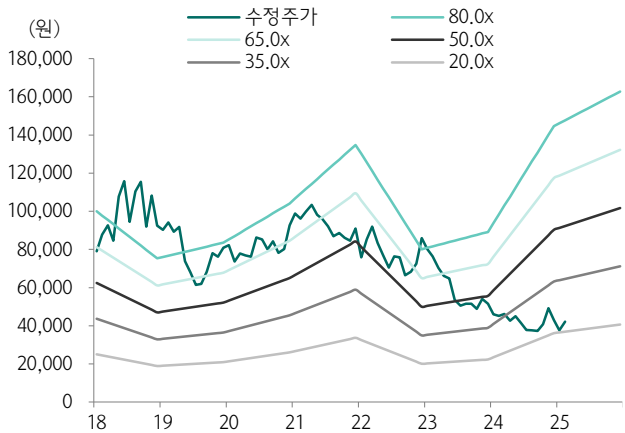
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등  
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 3. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: 하나증권

그림 4. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

표 2. 스튜디오드래곤 드라마 라인업 (3Q24-1Q25)

| 채널  | 요일   | 방영   | 제목          | 출연진      | 회차 |
|-----|------|------|-------------|----------|----|
| tvN | 월화   | 3Q24 | 우연일까?       | 김소현, 채종협 | 8  |
|     |      | 4Q24 | 가석방심사관 이한신  | 고수, 권유리  | 12 |
|     |      | 1Q25 | 원경          | 차주경, 이현옥 | 12 |
|     | 토일   | 3Q24 | 감사합니다       | 신하균, 진구  | 12 |
|     |      |      | 엄마친구아들      | 정해인, 정소민 | 16 |
|     |      | 4Q24 | 정년이         | 김태리, 신예은 | 16 |
|     |      |      | 사랑은 외나무다리에서 | 주지훈, 정유미 | 12 |
|     |      | 1Q25 | 별들에게 물어봐    | 이민호, 공효진 | 16 |
| OTT | 넷플릭스 | 3Q24 | 돌풍          | 설경구, 김희애 | 12 |
|     |      |      | 경성크리처 2     | 박서준, 한소희 | 7  |
|     |      | 4Q24 | 트렁크         | 서현진, 공유  | 8  |
|     | 티빙   | 4Q24 | 종거나 나쁜 동재   | 이준혁, 박성웅 | 10 |
|     |      | 1Q25 | 스터디그룹       | 황민현, 한지은 | 10 |

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

그림 5. 2025년 전략

(단위: 십억원)



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

|              | 2022   | 2023    | 2024F   | 2025F | 2026F |
|--------------|--------|---------|---------|-------|-------|
| 매출액          | 697.9  | 753.1   | 550.1   | 673.3 | 733.5 |
| 매출원가         | 597.9  | 665.3   | 482.1   | 581.1 | 631.9 |
| 매출총이익        | 100.0  | 87.8    | 68.0    | 92.2  | 101.6 |
| 판매비          | 34.8   | 32.0    | 31.6    | 34.5  | 37.1  |
| 영업이익         | 65.2   | 55.9    | 36.4    | 57.7  | 64.4  |
| 금융손익         | 2.2    | (2.6)   | 12.0    | 12.9  | 14.6  |
| 종속/관계기업손익    | 0.1    | 0.1     | 0.0     | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익      | (8.9)  | (16.1)  | (20.2)  | (2.6) | (2.6) |
| 세전이익         | 58.6   | 37.2    | 28.2    | 67.9  | 76.5  |
| 법인세          | 8.1    | 7.1     | (5.3)   | 13.6  | 15.3  |
| 계속사업이익       | 50.6   | 30.1    | 33.5    | 54.4  | 61.2  |
| 중단사업이익       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0   | 0.0   |
| 당기순이익        | 50.6   | 30.1    | 33.5    | 54.4  | 61.2  |
| 비배주주지분 순이익   | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0   | 0.0   |
| 지배주주순이익      | 50.6   | 30.1    | 33.5    | 54.4  | 61.2  |
| 지배주주지분포괄이익   | (26.2) | 46.9    | 33.5    | 54.4  | 61.2  |
| NOPAT        | 56.3   | 45.2    | 43.2    | 46.1  | 51.6  |
| EBITDA       | 218.5  | 242.0   | 229.1   | 254.4 | 263.6 |
| 성장성(%)       |        |         |         |       |       |
| 매출액증가율       | 43.28  | 7.91    | (26.96) | 22.40 | 8.94  |
| NOPAT증가율     | 42.53  | (19.72) | (4.42)  | 6.71  | 11.93 |
| EBITDA증가율    | 44.13  | 10.76   | (5.33)  | 11.04 | 3.62  |
| 영업이익증가율      | 23.95  | (14.26) | (34.88) | 58.52 | 11.61 |
| (지배주주)순이익증가율 | 29.74  | (40.51) | 11.30   | 62.39 | 12.50 |
| EPS증가율       | 29.44  | (40.56) | 11.29   | 62.30 | 12.56 |
| 수익성(%)       |        |         |         |       |       |
| 매출총이익률       | 14.33  | 11.66   | 12.36   | 13.69 | 13.85 |
| EBITDA이익률    | 31.31  | 32.13   | 41.65   | 37.78 | 35.94 |
| 영업이익률        | 9.34   | 7.42    | 6.62    | 8.57  | 8.78  |
| 계속사업이익률      | 7.25   | 4.00    | 6.09    | 8.08  | 8.34  |

투자지표

|           | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 주당지표(원)   |        |        |        |        |         |
| EPS       | 1,684  | 1,001  | 1,114  | 1,808  | 2,035   |
| BPS       | 21,982 | 23,546 | 24,661 | 26,469 | 28,504  |
| CFPS      | 7,544  | 8,185  | 7,440  | 8,850  | 9,150   |
| EBITDAPS  | 7,279  | 8,050  | 7,620  | 8,462  | 8,769   |
| SPS       | 23,250 | 25,056 | 18,300 | 22,399 | 24,401  |
| DPS       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 추가지표(배)   |        |        |        |        |         |
| PER       | 51.07  | 51.45  | 38.64  | 23.29  | 20.69   |
| PBR       | 3.91   | 2.19   | 1.75   | 1.59   | 1.48    |
| PCFR      | 11.40  | 6.29   | 5.79   | 4.76   | 4.60    |
| EV/EBITDA | 12.08  | 6.48   | 4.52   | 3.88   | 3.55    |
| PSR       | 3.70   | 2.06   | 2.35   | 1.88   | 1.73    |
| 재무비율(%)   |        |        |        |        |         |
| ROE       | 7.52   | 4.40   | 4.62   | 7.07   | 7.40    |
| ROA       | 5.12   | 2.76   | 3.07   | 4.91   | 5.27    |
| ROIC      | 15.67  | 11.06  | 10.84  | 11.38  | 12.80   |
| 부채비율      | 65.07  | 54.32  | 47.14  | 40.92  | 39.98   |
| 순부채비율     | 8.19   | 2.87   | 1.27   | (4.85) | (10.41) |
| 이자보상배율(배) | 13.22  | 6.38   | 4.17   | 7.68   | 10.19   |

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

|           | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 400.1   | 404.5   | 397.0   | 418.5   | 491.5   |
| 금융자산      | 128.6   | 161.4   | 171.7   | 170.0   | 220.8   |
| 현금성자산     | 123.7   | 158.4   | 168.7   | 167.0   | 217.8   |
| 매출채권      | 141.7   | 149.1   | 156.5   | 164.4   | 179.0   |
| 재고자산      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동자산    | 129.8   | 94.0    | 68.8    | 84.1    | 91.7    |
| 비유동자산     | 690.5   | 687.7   | 693.8   | 702.7   | 707.8   |
| 투자자산      | 150.1   | 175.0   | 170.7   | 173.3   | 174.6   |
| 금융자산      | 137.5   | 162.7   | 161.7   | 162.3   | 162.6   |
| 유형자산      | 10.9    | 12.4    | 12.4    | 12.4    | 12.3    |
| 무형자산      | 377.8   | 358.9   | 369.2   | 375.6   | 379.5   |
| 기타비유동자산   | 151.7   | 141.4   | 141.5   | 141.4   | 141.4   |
| 자산총계      | 1,090.7 | 1,092.2 | 1,090.7 | 1,121.1 | 1,199.3 |
| 유동부채      | 416.3   | 368.0   | 334.8   | 309.8   | 326.2   |
| 금융부채      | 173.4   | 172.0   | 171.5   | 121.8   | 122.0   |
| 매입채무      | 16.2    | 11.1    | 8.1     | 9.9     | 10.8    |
| 기타유동부채    | 226.7   | 184.9   | 155.2   | 178.1   | 193.4   |
| 비유동부채     | 13.7    | 16.5    | 14.6    | 15.7    | 16.3    |
| 금융부채      | 9.3     | 9.7     | 9.7     | 9.7     | 9.7     |
| 기타비유동부채   | 4.4     | 6.8     | 4.9     | 6.0     | 6.6     |
| 부채총계      | 429.9   | 384.5   | 349.5   | 325.5   | 342.5   |
| 지배주주지분    | 660.7   | 707.8   | 741.3   | 795.6   | 856.8   |
| 자본금       | 15.0    | 15.0    | 15.0    | 15.0    | 15.0    |
| 자본잉여금     | 473.4   | 473.4   | 473.4   | 473.4   | 473.4   |
| 자본조정      | (0.4)   | (0.3)   | (0.3)   | (0.3)   | (0.3)   |
| 기타포괄이익누계액 | (39.8)  | (22.3)  | (22.3)  | (22.3)  | (22.3)  |
| 이익잉여금     | 212.6   | 242.0   | 275.5   | 329.9   | 391.1   |
| 비지배주주지분   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 660.7   | 707.8   | 741.3   | 795.6   | 856.8   |
| 순금융부채     | 54.1    | 20.3    | 9.4     | (38.6)  | (89.2)  |

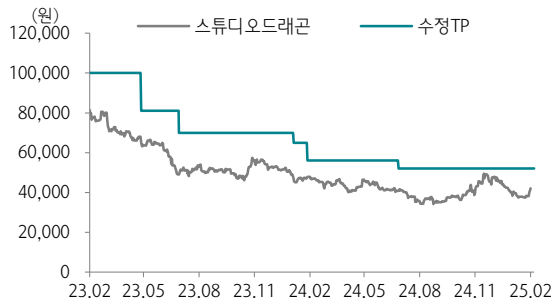
현금흐름표

(단위:십억원)

|                | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름      | (62.9)  | 44.7    | 222.8   | 261.0   | 268.2   |
| 당기순이익          | 50.6    | 30.1    | 33.5    | 54.4    | 61.2    |
| 조정             | 166.1   | 193.6   | 195.4   | 198.1   | 198.6   |
| 감가상각비          | 153.3   | 186.1   | 192.7   | 196.7   | 199.1   |
| 외환거래손익         | 4.0     | 1.7     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지분법손익          | (0.1)   | (0.1)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | 8.9     | 5.9     | 2.7     | 1.4     | (0.5)   |
| 영업활동 자산부채 변동   | (279.6) | (179.0) | (6.1)   | 8.5     | 8.4     |
| 투자활동 현금흐름      | (43.4)  | (0.7)   | (192.8) | (199.5) | (197.4) |
| 투자자산감소(증가)     | 90.7    | (25.3)  | 4.3     | (2.6)   | (1.3)   |
| 자본증가(감소)       | (3.9)   | (2.9)   | (3.0)   | (3.0)   | (3.0)   |
| 기타             | (130.2) | 27.5    | (194.1) | (193.9) | (193.1) |
| 재무활동 현금흐름      | 165.3   | (9.7)   | (9.3)   | (57.2)  | (6.2)   |
| 금융부채증가(감소)     | 171.6   | (1.0)   | (0.5)   | (49.7)  | 0.2     |
| 자본증가(감소)       | 3.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | (9.3)   | (8.7)   | (8.8)   | (7.5)   | (6.4)   |
| 배당지급           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증감         | 59.1    | 34.3    | 11.4    | (1.7)   | 50.9    |
| Unlevered CFO  | 226.5   | 246.0   | 223.6   | 266.0   | 275.0   |
| Free Cash Flow | (67.4)  | 41.9    | 219.8   | 258.0   | 265.2   |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 스튜디오드래곤



| 날짜      | 투자의견 | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|------|--------|---------|---------|
|         |      |        | 평균      | 최고/최저   |
| 24.7.8  | BUY  | 52,000 | -22.10% | -15.80% |
| 24.2.8  | BUY  | 56,000 | -28.34% | -27.00% |
| 24.1.16 | BUY  | 65,000 | -26.41% | -18.14% |
| 23.7.10 | BUY  | 70,000 | -24.54% | -17.78% |
| 23.5.8  | BUY  | 81,000 | -24.06% | -11.10% |

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 2월 13일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 93.15%  | 6.39%       | 0.46%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 02월 10일