



BUY (유지)

목표주가(12M) 52,000원
현재주가(04.08) 46,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	658.45
52주 최고/최저(원)	51,400/34,100
시가총액(십억원)	1,382.7
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	30,058.5
60일 평균 거래량(천주)	173.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.1
외국인지분율(%)	11.42
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 3인	54.79
네이버	6.25

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	651.4	729.2
영업이익(십억원)	55.5	68.9
순이익(십억원)	44.9	56.0
EPS(원)	1,486	1,864
BPS(원)	26,016	27,868

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	753.1	550.1	605.2	663.7
영업이익	55.9	36.4	49.4	64.8
세전이익	37.2	28.2	59.7	76.8
순이익	30.1	33.5	47.7	61.5
EPS	1,001	1,114	1,588	2,045
증감율	(40.56)	11.29	42.55	28.78
PER	51.45	38.64	28.97	22.49
PBR	2.19	1.75	1.76	1.63
EV/EBITDA	6.48	6.13	5.77	4.94
ROE	4.40	4.63	6.25	7.51
BPS	23,546	24,606	26,194	28,240
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

2025년 04월 09일 | 기업분석_Earnings Preview

스튜디오드래곤 (253450)

한한령 완화를 기다리며

희소 가치가 너무 높다

3년만의 편성 확대에 대한 실적 기대감이 높았지만, 1분기부터 <별들에게 물어봐>의 흥행 부진으로 연간 이익 전망을 하향했다. 그럼에도 불구하고 한한령 완화 기대감이 또 한 번 반영되는 구간에서 유의미하게 이익을 내는 드라마 제작사가 동사뿐이기에 그런 희소한 가치가 밸류에이션 프리미엄으로 반영되고 있다. 한한령 완화시 상승 여력이 최소 70% 이상일 것이고, 그렇지 않다면 단기적으로는 고민스러운 밸류에이션이다. 실적을 하향했지만 동사가 가진 희소한 가치가 너무 높기에 목표주가는 유지한다.

1Q 예상 OP 72억원(-66%)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,460억원(-24% YoY)/72억원(-66%)으로 컨센서스(125억원)을 하회할 것이다. 편성은 59회차로 TV 40회, OTT 19회(스터디그룹, 탄금 등)가 반영되었는데, 제작비 500억원을 상회하는 텐트폴 드라마인 <별들에게 물어봐> 시청률 2~4% 내외의 흥행 실패로 기대했던 수익성을 크게 하회할 것으로 추정된다. 2분기 편성은 51회차(TV 27회, OTT 24회)로, 이 중 김은숙 작가의 텐트폴 작품이자 넷플릭스 오리지널인 <다 이루어질지니>가 2분기와 3분기에 걸쳐 반영될 것이다. 다만, <별들에게 물어봐>의 가속 상각이 반영되기에 영업 이익은 크게 부진한 약 50억원 내외로 예상된다. 이를 반영한 2025년 예상 영업이익은 494억원(+36%)이다.

(한한령 완화 시) 예상 OP 1,000억원 내외

한한령 이후 중국 내 한국 드라마 방영이 중단되었다가 2022년 <사임당>을 시작으로 잇따라 광전총국의 심의를 통과해 중국 OTT에 방영되었다. 약 1년 간 이어진 18편의 방영 이후 2023년 3월부터 심의 허가가 재차 중단되면서 현재까지 정식 유통된 드라마는 없다. 한한령 완화 시 구작 판매 및 동시 방영을 통한 리콥을 상승을 기대할 수 있다. 구작의 경우 작품마다 다르지만 편당 최대 20~30억원 수준으로 추정된다. 동시 방영의 경우 광전총국의 사전심의를 반드시 거쳐야 하는 만큼 제작과 심의까지 최소 1년 이상의 시일이 소요된다. 대규모 자본이 선제작 형태로 들어가야 하기에 한류 스타의 출연이 전제되어야 하고 현 시점에서는 최소 제작비 400억원 이상이 투입될 것이다. 제작비 400억원에 50%의 중국향 리콥을 가정하면 편당 약 200억원이고, 1년에 2편 정도 할 수 있다면 영업이익 1,000억원 내외까지는 상승할 수 있을 것이다. 이에 영업이익 기준 25~30배를 적용하면 적정 시가총액은 2.5~3조원 수준이 될 것이다.

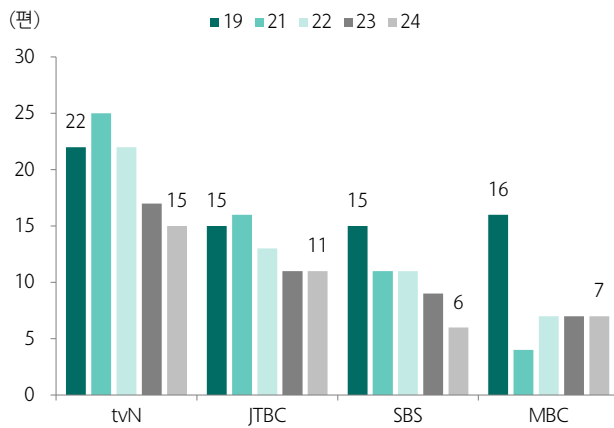
도표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	753	550	605	664	192	137	90	131	146	125	172	162
편성	154	127	121	132	47	31	22	28	29	18	38	35
판매	589	406	467	514	141	102	64	98	113	102	129	123
기타	10	16	17	18	3	4	4	5	4	4	5	4
매출총이익	88	68	84	102	29	18	6	15	15	13	26	29
GPM	12%	12%	14%	15%	15%	13%	7%	12%	10%	10%	15%	18%
영업이익	56	36	49	65	22	10	(1)	5	7	5	19	19
OPM	7%	7%	8%	10%	11%	8%	-1%	4%	5%	4%	11%	12%
순이익	30	33	48	62	20	8	(6)	11	9	4	18	17

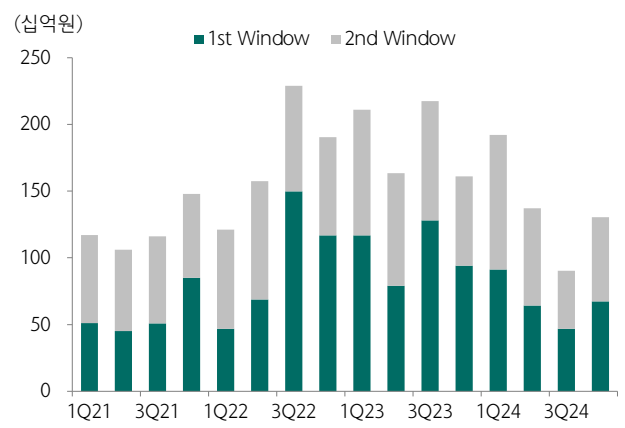
자료: 하나증권

도표 2. 주요 채널 연간 드라마 편성 수 추이



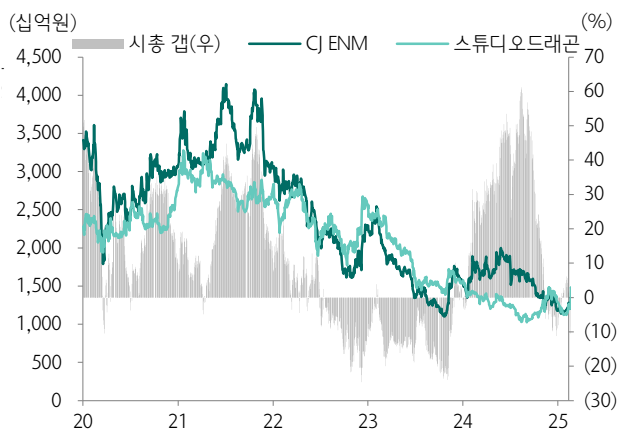
자료: 언론, 하나증권

도표 3. Window별 매출액 추이



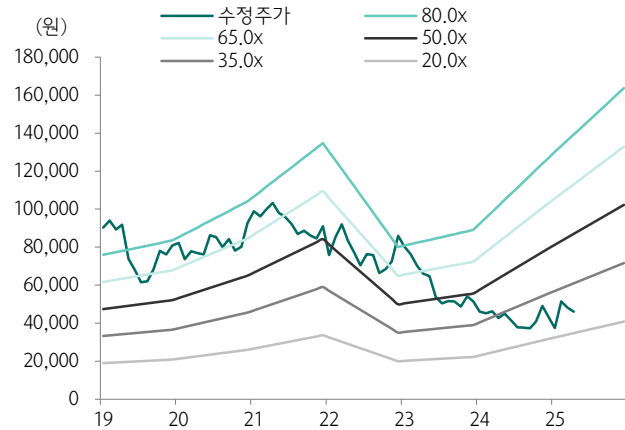
주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 4. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 6. 스튜디오드래곤 2025년 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	1Q25	원경	차주경, 이현욱	12
			그놈은 흑염룡	문가영, 최현욱	12
		2Q25	금주를 부탁해	최수영, 공명	12
		3Q25	견우와 선녀	조이현, 추영우	12
			첫 사랑을 위하여	염정아, 박해준	12
		4Q25	알미운 사랑	이정재, 임지연	16
	토일	1Q25	별들에게 물어봐	이민호, 공효진	16
		2Q25	미지의 서울	박보영, 박진영	12
		3Q25	폭군의 셰프	임윤아, 이채민	12
		4Q25	태풍상사	이준호, 김민하	16
	수목	2H25	아수라 발발타	강훈, 이이담	12
			우주를 줄게	배인혁, 노정의	12
KBS2		2025	온애하는 도적님아	남지현, 문상민	미정
OTT	넷플릭스	1Q25	탄금	이재욱, 조보아	12
		4Q25	자백의 대가	전도연, 김고은	12
		4Q25	다 이루어질지니	김우빈, 수지	12
	티빙	1Q25	스터디그룹	황민현, 한지은	10
		2025	친애하는 X	김유정, 김영대	12
	디즈니+	2025	조각도시	지창욱, 도경수	10

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 7. 스튜디오드래곤 2025 사업 전략



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 8. 사드 이후 중국에서 방영 된 한국 드라마 – 2022년 방영 작품 회색 표시

작품명	주연 배우	한국 방영 시점	중국 방영 시점	OTT
사임당, 빛의 일기	이영애, 송승헌	2017년 1월	2022년 1월	후난위성TV
밥 잘 사주는 예쁜 누나	손예진, 정해인	2018년 3월	2022년 3월	iQiyi
또 오해영	서현진, 에릭	2016년 5월	2022년 3월	Bilibili
슬기로운 감빵생활	박해수, 정경호	2017년 11월	2022년 3월	Bilibili
인현왕후의 남자	유인나, 지현우	2012년 4월	2022년 3월	Bilibili
지금, 헤어지는 중입니다	송혜교, 장기용	2021년 11월	2022년 3월	Youku
김비서가 왜 그럴까	박서준, 박민영	2018년 6월	2022년 3월	iQiyi
'슬기로운 의사생활 시즌2'	조정석, 유연석	2021년 6월	2022년 4월	Bilibili
당신이 잠든 사이에	이종석, 수지	2017년 9월	2022년 4월	Tencent Video
순정에 반하다	정경호, 김소연	2015년 4월	2022년 4월	Bilibili
나인: 아홉 번의 시간여행	이진욱, 조윤희	2013년 3월	2022년 5월	Bilibili
이태원 클라쓰	박서준, 김다미	2020년 1월	2022년 5월	Youku
배드 앤 크레이지	이동욱, 한지은	2021년 12월	2022년 5월	iQiyi
'슬기로운 의사생활 시즌1'	조정석, 유연석	2020년 3월	2022년 12월	Bilibili
스물다섯 스물하나	남주혁, 김태리	2022년 2월	2022년 12월	Youku
힘쎈여자 도봉순	박보영, 박형식	2017년 2월	2022년 12월	iQiyi
갯마을 차차차	신민아, 김선호	2021년 8월	2023년 1월	Bilibili
나의 해방일지	손석구, 김지원	2022년 4월	2023년 2월	Youku

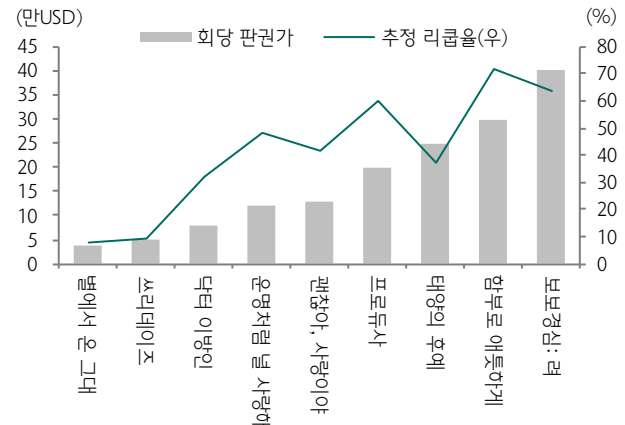
자료: 언론, 하나증권

도표 9. 스튜디오드래곤 주가 추이



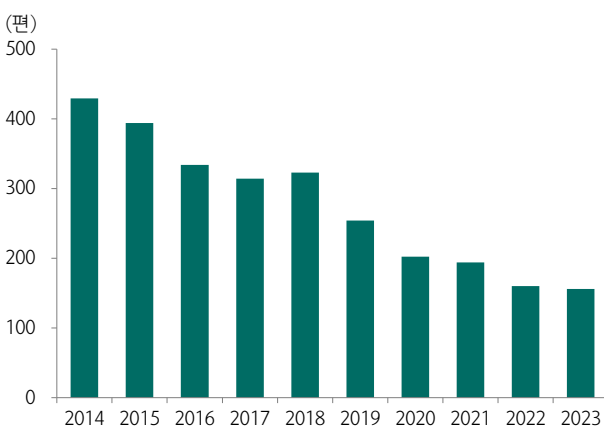
자료: Quantwise, 하나증권

도표 10. 중국향 수출 드라마 회당 판권가



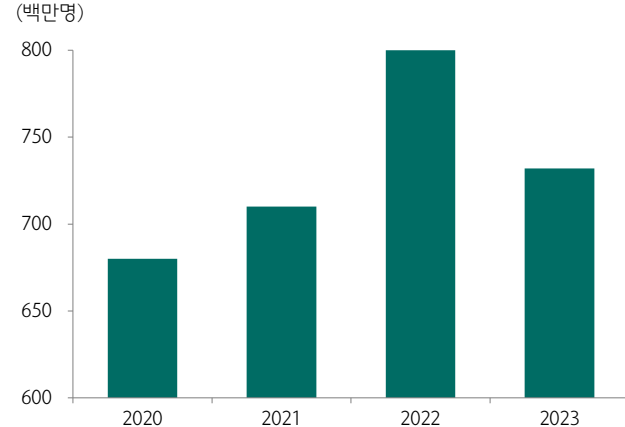
자료: 언론, 하나증권

도표 11. 중국 드라마 작품 수 추이



자료: Statista, 하나증권

도표 12. 중국 OTT 유료 가입자 추이



자료: Statista, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	753.1	550.1	605.2	663.7	707.2
매출원가	665.3	482.1	521.3	561.8	594.0
매출총이익	87.8	68.0	83.9	101.9	113.2
판매비	32.0	31.6	34.5	37.1	39.8
영업이익	55.9	36.4	49.4	64.8	73.3
금융손익	(2.6)	12.0	12.9	14.6	16.4
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(16.1)	(20.2)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
세전이익	37.2	28.2	59.7	76.8	87.1
법인세	7.1	(5.3)	11.9	15.4	17.4
계속사업이익	30.1	33.5	47.7	61.5	69.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	30.1	33.5	47.7	61.5	69.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	30.1	33.5	47.7	61.5	69.6
지배주주지분포괄이익	46.9	31.7	47.7	61.5	69.6
NOPAT	45.2	43.2	39.5	51.9	58.6
EBITDA	242.0	183.0	223.6	253.1	170.5
성장성(%)					
매출액증가율	7.91	(26.96)	10.02	9.67	6.55
NOPAT증가율	(19.72)	(4.42)	(8.56)	31.39	12.91
EBITDA증가율	10.76	(24.38)	22.19	13.19	(32.64)
영업이익증가율	(14.26)	(34.88)	35.71	31.17	13.12
(지배주주)순이익증가율	(40.51)	11.30	42.39	28.93	13.17
EPS증가율	(40.56)	11.29	42.55	28.78	13.30
수익성(%)					
매출총이익률	11.66	12.36	13.86	15.35	16.01
EBITDA이익률	32.13	33.27	36.95	38.13	24.11
영업이익률	7.42	6.62	8.16	9.76	10.36
계속사업이익률	4.00	6.09	7.88	9.27	9.84

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,001	1,114	1,588	2,045	2,317
BPS	23,546	24,606	26,194	28,240	30,557
CFPS	8,185	6,394	7,539	8,534	5,728
EBITDAPS	8,050	6,089	7,438	8,420	5,673
SPS	25,056	18,300	20,134	22,082	23,526
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	51.45	38.64	28.97	22.49	19.85
PBR	2.19	1.75	1.76	1.63	1.51
PCFR	6.29	6.73	6.10	5.39	8.03
EV/EBITDA	6.48	6.13	5.77	4.94	6.37
PSR	2.06	2.35	2.28	2.08	1.96
재무비율(%)					
ROE	4.40	4.63	6.25	7.51	7.88
ROA	2.76	3.32	5.12	6.28	6.57
ROIC	11.06	12.99	13.77	16.98	22.54
부채비율	54.32	25.13	19.19	19.94	19.88
순부채비율	2.87	(23.33)	(24.08)	(27.26)	(42.96)
이자보상배율(배)	6.38	7.83	(65.85)	(33.12)	(37.61)

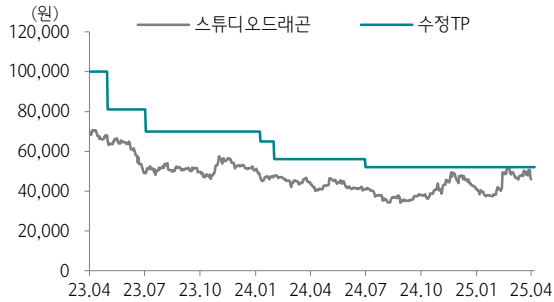
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
유동자산	404.5	393.8	377.2	441.2	620.8	
금융자산	161.4	182.1	149.3	191.2	354.5	
현금성자산	158.4	178.2	145.4	187.3	350.6	
매출채권	149.1	101.1	106.2	116.4	124.1	
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동자산	94.0	110.6	121.7	133.6	142.2	
비유동자산	687.7	531.7	561.3	576.9	480.3	
투자자산	175.0	156.3	157.1	157.9	158.5	
금융자산	162.7	152.1	152.4	152.8	153.1	
유형자산	12.4	11.7	11.4	11.2	8.9	
무형자산	358.9	204.9	234.0	249.0	154.1	
기타비유동자산	141.4	158.8	158.8	158.8	158.8	
자산총계	1,092.2	925.5	938.5	1,018.1	1,101.1	
유동부채	368.0	169.4	133.6	150.6	163.3	
금융부채	172.0	3.3	(46.5)	(46.3)	(46.2)	
매입채무	11.1	5.0	5.5	6.0	6.4	
기타유동부채	184.9	161.1	174.6	190.9	203.1	
비유동부채	16.5	16.4	17.5	18.6	19.4	
금융부채	9.7	6.2	6.2	6.2	6.2	
기타비유동부채	6.8	10.2	11.3	12.4	13.2	
부채총계	384.5	185.9	151.1	169.2	182.6	
지배주주지분	707.8	739.6	787.4	848.8	918.5	
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4	
자본조정	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
기타포괄이익누계액	(22.3)	(23.4)	(23.4)	(23.4)	(23.4)	
이익잉여금	242.0	274.8	322.5	384.0	453.6	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	707.8	739.6	787.4	848.8	918.5	
순금융부채	20.3	(172.6)	(189.6)	(231.4)	(394.5)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44.7	179.6	218.2	246.8	158.9
당기순이익	30.1	33.5	47.7	61.5	69.6
조정	193.6	142.5	167.0	179.7	85.1
감가상각비	186.1	146.6	174.2	188.3	97.2
외환거래손익	1.7	(3.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타	5.9	(0.7)	(7.2)	(8.6)	(12.1)
영업활동 자산부채 변동	(179.0)	3.6	3.5	5.6	4.2
투자활동 현금흐름	(0.7)	9.6	(197.3)	(197.2)	9.5
투자자산감소(증가)	(25.3)	19.2	(0.8)	(0.8)	(0.6)
자본증가(감소)	(2.9)	(1.1)	(3.0)	(3.0)	0.0
기타	27.5	(8.5)	(193.5)	(193.4)	10.1
재무활동 현금흐름	(9.7)	(176.6)	(49.1)	2.2	2.1
금융부채증가(감소)	(1.0)	(172.2)	(49.8)	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.7)	(4.4)	0.7	2.0	2.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	34.3	12.6	(24.6)	42.0	163.3
Unlevered CFO	246.0	192.2	226.6	256.5	172.2
Free Cash Flow	41.9	178.5	215.2	243.8	158.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.8	BUY	52,000		
24.2.8	BUY	56,000	-22.10%	-15.80%
24.1.16	BUY	65,000	-28.34%	-27.00%
23.7.10	BUY	70,000	-26.41%	-18.14%
23.5.8	BUY	81,000	-24.54%	-17.78%
22.11.9	BUY	100,000	-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 4월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 4월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 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	94.04%	5.96%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 06일