

스튜디오
드래곤
(253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

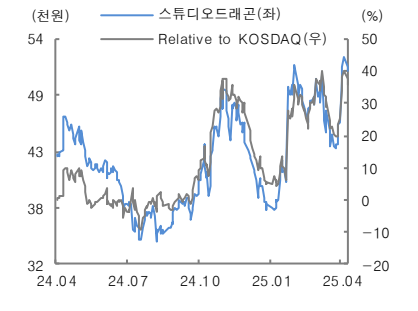
50,800

(25.05.08)

미디어업종

KOSDAQ	729.59
시가총액	1,527십억원
시가총액비중	0.41%
지분금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 34,100원
120일 평균거래대금	71억원
외국인지분율	11.92%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.4	32.8	23.9	18.0
상대수익률	-0.3	35.2	26.2	41.1



드래곤 길들이기 과정

- 1Q25 매출 1.3천억원(-30% yoy), OP 43억원(-80% yoy)
- 방영회차 감소와 시청률 부진으로 1Q 실적 감소, 2Q 유지, 하반기 회복
- 25년 편성 확대, 리쿠플 상승, 제작 효율화 On Track

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,325원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균 47배

1Q25 Review: 상반기는 몸풀기

매출 1.3천억원(-30% yoy, +3% qoq), OP 43억원(-80% yoy, -20% qoq)

1Q 방영회차는 59회(TV 40회, OTT 19회)로 -12회 yoy, +13회 qoq
TV: <원경> 12회, <별들에게 물어봐> 16회, <그 높은 흑염룡> 12회
OTT: <탄금> 7회, <스터디그룹> 10회, <원경 스페셜> 2회

방영회차 전년 동기 대비 감소, 제작비 약 500억원 규모의 <별들에게 물어봐>의 시청률 부진(평균 2%대)에 따른 전화차 시청 패널티(시청률 부진시 매체로부터 받는 방영권료 삭감) 영향으로 부진한 실적 달성

컨텐츠 및 당사 추정에 미달하는 실적을 달성했지만, 텐트폴에서 시청률 부진으로 패널티를 받는 사례가 거의 없기 때문에, 이번 분기 실적 부진은 일시적

<별들에게 물어봐>는 매출이 1Q에 모두 인식되지만, 방영권료를 제외한 동시방영 판권은 2Q까지 상각이 진행되기 때문에, 2Q에도 비용 부담

하지만, 2Q 예정 방영회차는 56회차(TV 27회, OTT 29회)로 전년 동기대비 +17회가 증가하고 오리지널 작품들의 일부 회차 수익 인식 가능성도 있어서, 2Q OP는 89억원(-15% yoy, +107% qoq) 전망

2Q TV: <금주를 부탁해> 12회, <미지의 서울> NFLX 동시 12회, <견우와 선녀> AP 동시 12회 / OTT: <내 남편과 결혼해줘(일본)> AP 10회, <다 이루어질지니> NFLX, <친애하는 X> tving 등

25년 편성 확대, 다수의 대작 편성. 약 60~70%는 하반기에 편성

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

동시방영 7편(+1편 yoy). 상반기 2편, 하반기 5편. 전체 작품 수도 상반기 9편, 하반기 16편으로 하반기 비중이 높고, 제작 효율화도 하반기에 성과 나타날 전망
드래곤이 추진 중인 제작 효율화는 24년말 47%, 상반기 75%, 25년말 93% 이상

25E 상반기 OP 132억원(-59% yoy), 하반기 OP 328억원(+642% yoy)
25E OP 459억원(+26% / +95억원 yoy). 26E OP 642억원(+40% / +183억원)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	192	131	116	134	-30.3	2.5	134	110	-20.1	-18.1
영업이익	22	5	8	4	-80.0	-19.6	7	9	-14.9	107.0
순이익	20	11	9	2	-88.1	-78.7	8	9	14.3	288.4

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	659	667	720
영업이익	56	36	46	64	80
세전순이익	37	28	45	68	89
총당기순이익	30	33	32	51	68
자배지분순이익	30	33	32	51	68
EPS	1,001	1,114	1,051	1,710	2,255
PER	51.5	38.6	48.3	29.7	22.5
BPS	23,546	24,606	25,657	27,367	29,271
PBR	2.2	1.7	2.0	1.9	1.7
ROE	4.4	4.6	4.2	6.4	8.0

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

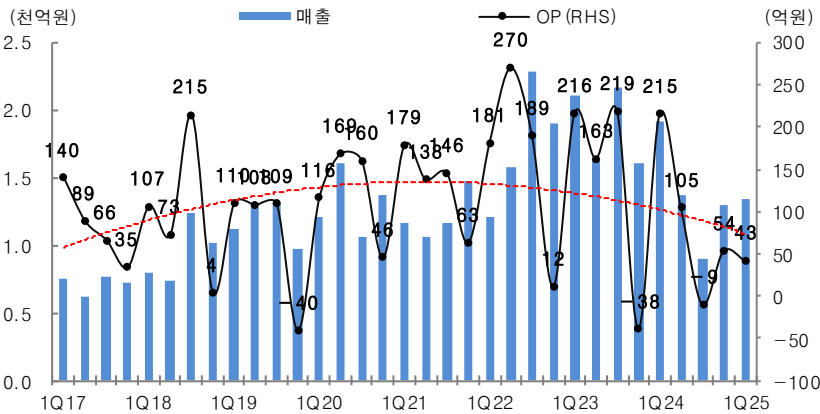
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	641	667	659	667	2.7	0.0
판매비와 관리비	38	34	36	34	-4.6	-0.7
영업이익	50	64	46	64	-8.2	0.4
영업이익률	7.8	9.6	7.0	9.6	-0.8	0.0
영업외손익	0	3	-1	3	적자조정	0.0
세전순이익	50	67	45	68	-11.1	0.4
자배지분순이익	38	51	32	51	-17.1	0.4
순이익률	5.9	7.7	4.8	7.7	-1.1	0.0
EPS(자배지분순이익)	1,268	1,703	1,051	1,710	-17.1	0.4

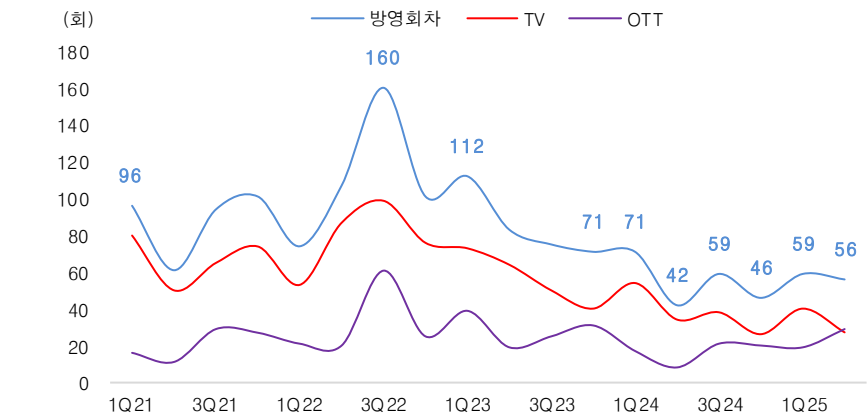
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 1Q25 OP 43억원(-80% yoy, -20% qoq), 25E OP 459억원(+26% yoy)



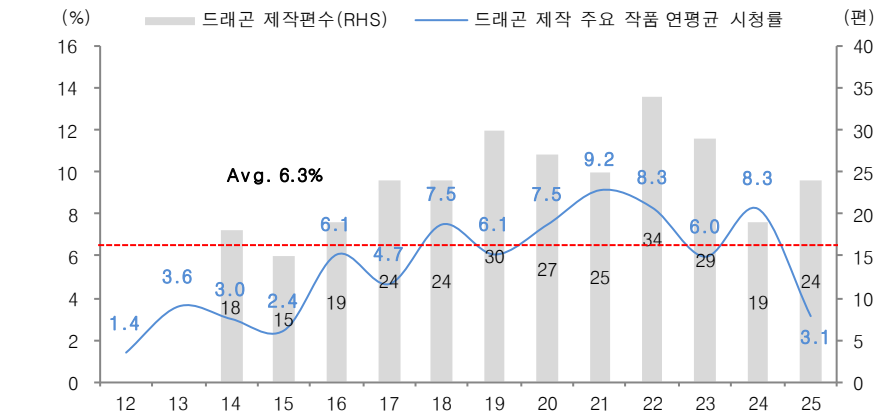
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 2. 방영회차 1Q25 59 회(-12 회 yoy, +13 회 qoq), 2Q25 56 회(+14 회 yoy, -3 회 qoq)



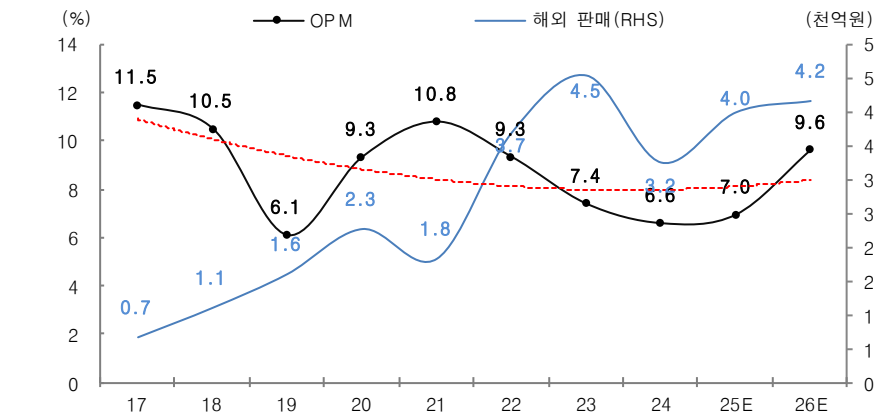
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 3. 드래곤 제작 주요 작품 연평균 시청률



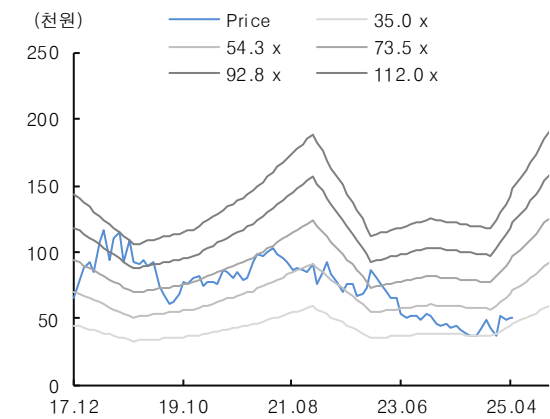
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 26년 OPM 10% 수준 회복 전망



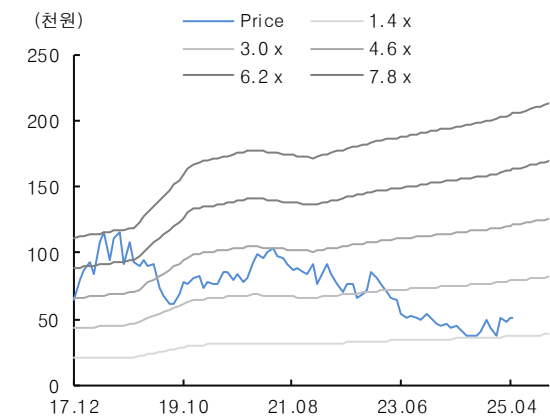
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 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)	32	51	68	83	95	104	115	126	139	153
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	771	823	880	950	1,028	1,114	1,197	1,289	1,390	1,501
	추정ROE	4.2	6.4	8.0	8.8	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0	10.2
III	필요수익률 ^(주3)	5.4									
	무위험이자율 ^(주4)	3.0									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	2.4									
	베타	0.6									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	-1.2	1.1	2.6	3.4	3.8	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8
V	필요수익	40	42	44	47	51	55	60	65	70	75
VI	잔여이익(Ⅳ - V)	-8	10	23	36	44	49	55	62	70	78
	현가계수	0.97	0.92	0.87	0.82	0.79	0.75	0.71	0.67	0.64	0.60
	잔여이익의 현가	-8	9	20	30	34	37	39	42	44	47
VII	잔여이익의 합계	294									
VIII	추정기간이후 잔여이익의 현가	874									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	740									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,907									
	총주식수(천주)	30,058									
XI	적정주당가치(원)	63,431									
	현재가치(원)	50,800									
	Potential (%)	24.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 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 자성장 국면에서의 낮은 가치를 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

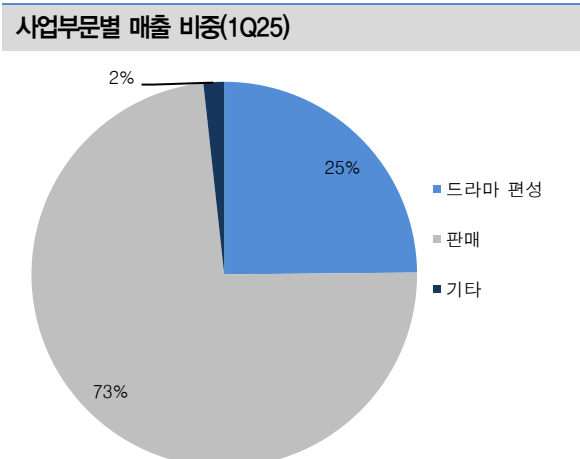
기업 및 주요 주주 현황

- 스튜디오드래곤은 16,53 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 24년 매출 5,501억원 영업이익 364억원 당기순이익 335억원
- 1Q25 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 25%, 판매 73%, 기타 2%
- 1Q25 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

주가 코멘트

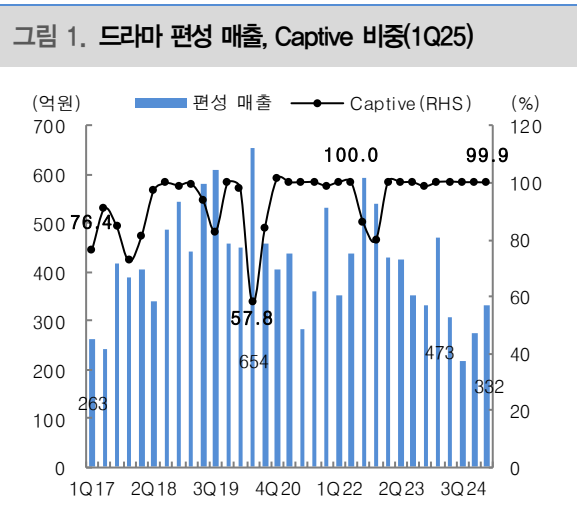
- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고, Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 성장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만, 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서, 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

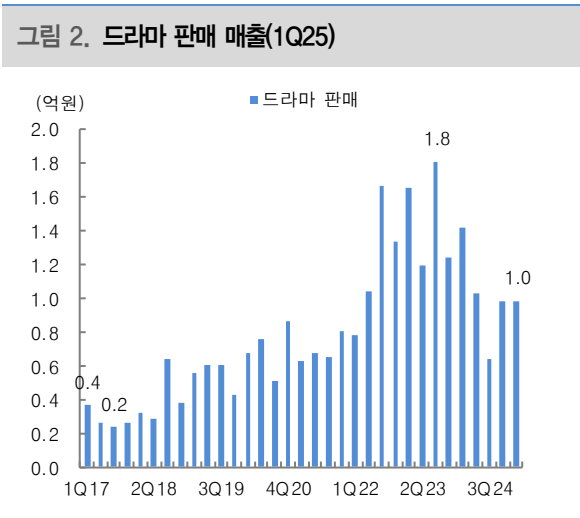


자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

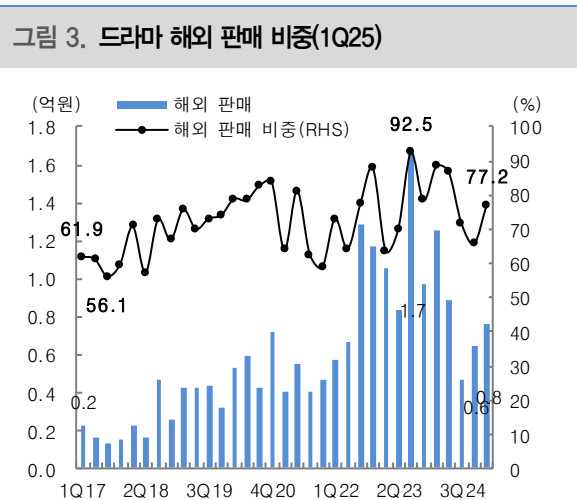
2. Earnings Driver



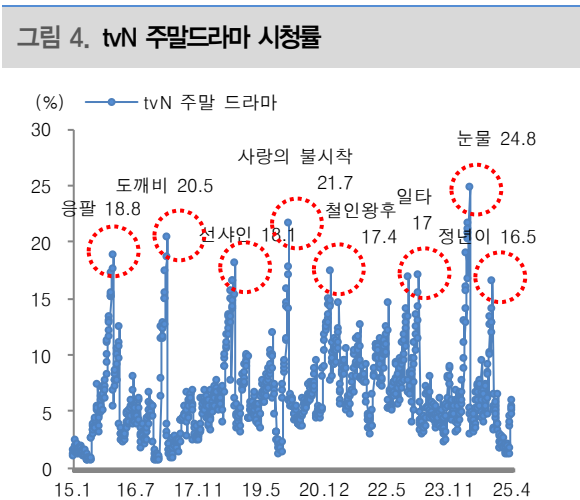
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center



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	659	667	720
매출원가	665	482	577	569	605
매출총이익	88	68	82	98	115
판매비와관리비	32	32	36	34	35
영업이익	56	36	46	64	80
영업외수익	7.4	6.6	7.0	9.6	11.2
EBITDA	242	183	183	200	216
영업외손익	-19	-8	-1	3	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	19	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-7	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-13	-10	-5
법인세비용차감전순이익	37	28	45	68	89
법인세비용	-7	5	-13	-16	-21
계속사업순이익	30	33	32	51	68
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	32	51	68
당기순이익률	4.0	6.1	4.8	7.7	9.4
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	30	33	32	51	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	30	50	66
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	47	32	30	50	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	1,051	1,710	2,255
PBR	51.5	38.6	48.3	29.7	22.5
BPS	23,546	24,606	25,657	27,367	29,271
PBR	2.2	1.7	2.0	1.9	1.7
EBITDAPS	8,050	6,089	6,098	6,655	7,188
EV/EBITDA	6.5	6.1	7.3	6.4	5.8
SPS	25,056	18,300	21,917	22,180	23,943
PSR	2.1	2.4	2.3	2.3	2.1
CFPS	8,185	6,394	6,537	7,254	7,959
DPS	0	0	0	350	450

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	19.8	1.2	7.9
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	26.1	39.9	25.2
순이익 증/감률	-40.5	11.3	-5.7	62.7	31.9
수익성					
ROIC	9.3	11.1	10.2	14.8	17.9
ROA	5.1	3.6	4.9	6.5	7.7
ROE	4.4	4.6	4.2	6.4	8.0
안정성					
부채비율	54.3	25.1	24.8	23.3	21.8
순차입금비율	2.9	-23.3	-25.5	-30.6	-32.3
이자보상비율	6.4	7.8	9.9	14.3	18.5

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	438	494	536
현금및현금성자산	158	178	202	257	289
매출채권및기타채권	149	101	121	123	132
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	962	1,014	1,072
유동부채	368	169	135	135	136
매입채무및기타채무	71	46	47	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	191	191	192
자비자분	708	740	771	823	880
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	306	358	415
기타자비자분	-23	-24	-24	-24	-24
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	771	823	880
순차입금	20	-173	-197	-251	-284

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	168	213	292
당기순이익	30	33	32	51	68
비현금항목의가감	216	159	165	167	171
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-8	-8	-8
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	36	39	44
자산부채의증감	-179	4	-16	11	74
기타현금흐름	-22	-16	-13	-16	-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	-17
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	-11
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의증감	35	20	24	55	33
기초 현금	124	158	178	202	257
기말 현금	158	178	202	257	289
NOPLAT	45	43	33	49	61
FCF	229	188	59	53	46

[Compliance Notice]

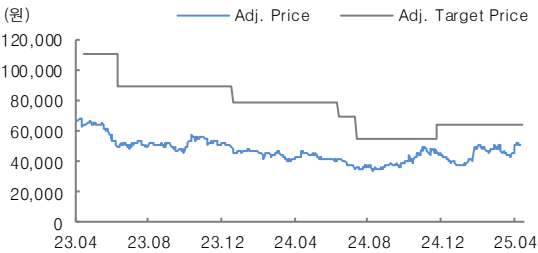
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.05.09	24.12.20	24.08.08	24.07.09	24.01.15	24.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	64,000	64,000	55,000	69,000	78,000	89,000
과다율(평균%)		(30.11)	(26.98)	(43.96)	(43.51)	(44.00)
과다율(최대/최소%)		(18.44)	(10.18)	(39.64)	(38.72)	(42.47)
제시일자	23.07.07	23.05.11				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	89,000	110,000				
과다율(평균%)	(42.05)	(44.32)				
과다율(최대/최소%)	(35.62)	(39.45)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250506)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	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