

스튜디오드래곤(253450)

4Q24 Preview: 변곡점이 될 2025

4분기 영업이익 35억원으로 컨센서스 하회 전망

4분기 매출액은 1,080억원(-33% YoY, +20% QoQ), 영업이익은 35억원(흑전 YoY, 흑전 QoQ)으로 컨센서스 영업이익 51억원을 하회할 것이다. 작품 회차수가 42회로 전년동기 대비 28회, 전분기 대비 16회 감소했다. 하지만 전분기보다 좋은 실적을 예상하는데, 이유는 1) TV 방영작이 모두 글로벌 OTT에 동시방영되었고, 2) '눈물의 여왕' 상각이 종료됨과 동시에 3분기 방영작들의 규모가 작아 상각비 부담도 줄어들었기 때문이다. 다만 4분기 특성 상 자산으로 잡혀 있는 일부 기획/개발 단계 작품들의 상각 가능성을 반영해 추정치를 하향 조정했다.

2025년 펀더멘털 재구축: 제작 증가, 신규 BM, 비용 효율화

올해에는 성장을 위한 펀더멘털 재구축 구간이 될 것이다. 먼저 TvN 수목드라마 재개와 판매처 다각화로 제작이 증가한다. 연간 방영회차는 2022년 442회, 2023년 341회, 2024년 214회로 감소했으나 2025년에는 보수적으로 가정해도 300회 이상일 것으로 추정한다. TvN 수목드라마는 하반기부터 3~4편이 방영될 것이며, 2024년에는 없었던 KBS, 프라임비디오, 디즈니플러스향 오리지널 작품이 추가될 전망이다. 일본 드라마 제작도 예상된다. TvN 수목드라마에서는 새로운 BM을 시도할 예정이다. 라이징 스타를 발굴, 육성해 수익을 공유하는 것이다. 성공한다면 작품 흥행에 따른 업사이드를 챙길 수 있게 된다. 또한 기존의 비효율적 관행을 제거하고 AI 기술을 도입해 제작비를 효율화하는 작업을 진행 중이다.

하반기에 드러날 성과. 목표주가 51,000원 유지

목표주가 51,000원을 유지한다(12MF EV/EBITDA 6.3배 적용). 올해 하반기부터 제작 증가와 체질 개선에 따른 실적 개선이 나타나며, 내년에도 실적 개선세가 이어질 것이다. 추가적인 밸류에이션 리레이팅은 하반기 신규 BM의 성과와 미국 드라마 제작이 가시화되는 시점에 나타날 전망이다. 4분기 실적과 별개로 실적 발표에서의 연간 사업계획 공개가 단기 모멘텀으로 작용할 가능성도 고려해야 한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	698	65	51	1,684	29.4	219	51.1	12.1	3.9	7.5	0.0
2023A	753	56	30	1,001	(40.6)	242	51.4	6.5	2.2	4.4	0.0
2024F	527	35	23	776	(22.5)	185	55.5	7.0	1.8	3.2	0.0
2025F	676	63	48	1,586	104.5	210	24.7	5.5	1.5	6.3	0.0
2026F	730	80	62	2,064	30.2	255	19.0	4.5	1.4	7.7	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 51,000원(유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

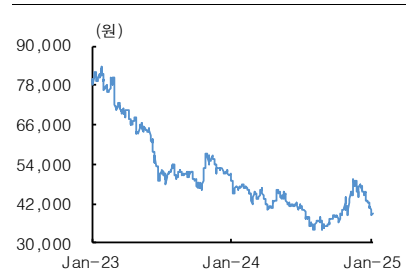
Stock Data

KOSPI(1/14)	2,497
주가(1/14)	39,250
시가총액(십억원)	1,180
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	49,400/34,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,539
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.2/9.9
주요주주(%)	CJ ENM 외 3 인
네이버	6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(18.0)	(4.5)	(20.0)
KOSDAQ 대비(%p)	(21.5)	11.1	(2.7)

주가추이



자료: FnGuide

안도영

doyoung.ahn@koreainvestment.com

〈표 1〉 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	192.1	137.1	90.3	108.0	130.5	140.7	186.1	218.2	697.9	753.1	527.5	675.5
편성	47.3	30.7	21.6	28.0	40.8	18.8	52.7	36.4	192.5	154.1	127.6	148.6
판매	141.3	102.5	64.4	77.1	86.4	119.2	128.3	177.3	480.2	588.9	385.3	511.2
기타	3.5	3.9	4.3	2.9	3.3	2.8	5.2	4.5	25.2	10.1	14.6	15.8
영업비용	170.5	126.7	91.3	104.5	123.0	140.5	148.0	200.6	632.7	697.3	492.3	612.0
매출원가	163.4	119.0	84.4	96.7	116.2	132.8	140.6	191.5	597.9	665.3	462.8	581.2
판매관리비	7.2	7.7	6.8	7.8	6.7	7.6	7.4	9.1	34.8	32.0	29.4	30.9
영업이익	21.5	10.5	(0.9)	3.5	7.5	0.3	38.1	17.6	65.2	55.9	35.2	63.5
영업이익률	11.2	7.6	(1.0)	3.3	5.7	0.2	20.5	8.1	9.3	7.4	6.7	9.4
세전이익	27.2	13.2	(4.1)	1.3	7.8	0.7	38.6	14.3	58.6	37.2	38.3	61.4
법인세비용	7.0	5.0	2.1	0.3	1.8	0.1	8.7	3.2	8.1	7.1	14.5	13.8
당기순이익	20.2	8.2	(6.1)	1.0	6.1	0.5	29.9	11.1	50.6	30.1	23.8	47.6
당기순이익률	10.5	5.9	(6.8)	1.0	4.7	0.4	16.1	5.1	7.2	4.0	4.5	7.0
YoY growth rate												
매출액	(9.0)	(16.1)	(58.5)	(33.0)	(32.1)	2.6	106.1	102.1	43.3	7.9	(30.0)	28.1
편성	9.5	(27.6)	(38.4)	(16.1)	(13.7)	(39.0)	144.1	30.0	19.4	(20.0)	(17.2)	16.5
판매	(14.7)	(13.8)	(64.2)	(38.0)	(38.9)	16.3	99.1	130.0	74.3	22.6	(34.6)	32.7
기타	50.7	85.4	85.8	(15.3)	(5.9)	(29.0)	20.1	57.1	(49.9)	(59.7)	43.9	8.0
영업이익	(0.4)	(35.7)	NM	NM	(65.3)	(97.5)	NM	400.9	24.0	(14.3)	(37.0)	80.2
세전이익	23.2	(16.8)	NM	NM	(71.2)	(95.0)	NM	969.0	12.7	(36.5)	2.9	60.4
당기순이익	9.8	(20.0)	NM	NM	(69.9)	(93.8)	NM	969.0	29.5	(40.5)	(21.0)	100.3

자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

〈표 2〉 스튜디오드래곤 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	가치	세부사항
적정 기업가치	1,375.4	
12MF EBITDA	218.3	
목표 EV/EBITDA	6.3	최근 3개년 EV/EBITDA 평균에 20% 할인 적용
순차입금	(133.3)	3Q24 기준 순현금 1,333억원
적정 시가총액	1,508.7	
총 주식수(천주)	30,058	
적정 주가	50,194	
목표주가	51,000	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	4Q24F	2024F	2025F	4Q24F	2024F	2025F	4Q24F	2024F	2025F
매출액	111.3	530.8	676.2	108.0	527.5	675.5	(3.0)	(0.6)	(0.1)
영업이익	6.5	37.5	65.4	3.5	34.6	63.5	(45.4)	(7.8)	(3.0)
순이익	1.7	23.9	50.6	1.0	23.3	47.6	(39.2)	(2.8)	(5.9)

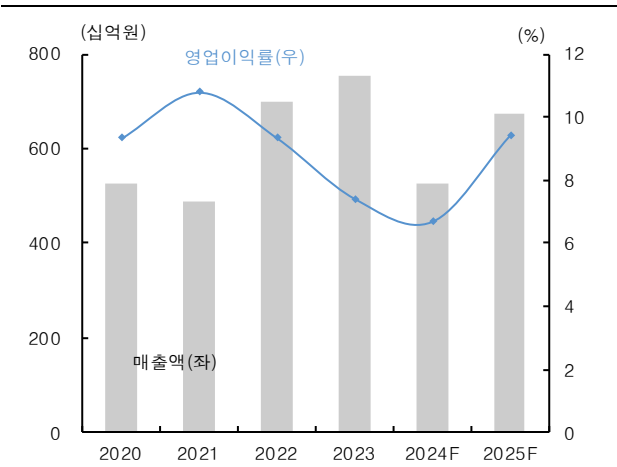
자료: 한국투자증권

〈표 4〉 2024년, 2025년 라인업 - 4Q 실적 반영 작품은 굵은 글씨

편성	타이틀	방송 시작일	방송 종료일	회차	주연	동시방영
〈2024년〉						
tvN(월화)	내 남편과 결혼해줘	1/1	2/20	16	박민영, 나인우, 이이경	Amazon
tvN(토일)	세작, 매혹된 자들	1/21	3/3	16	조정석, 신세경	Netflix
tvN(월화)	웨딩 임파서블	2/26	4/2	12	전종서, 문상민	
tvN(토일)	눈물의 여왕	3/9	4/28	16	김수현, 김지원	Netflix
Netflix	돌풍 (→ 4Q23, 1Q24 인식)	6/28		12	설경구, 김희애	
tvN(토일)	졸업	5/11	6/30	16	정려원, 위하준	
tvN(월화)	플레이어2: 꾀들의 전쟁	6/3	7/9	12	송승헌, 오연서	
Netflix	하이라키	6/7		7	노정의, 이채민	
Netflix	스위트홈 3	7/19		8	송강, 이진욱, 이시영	
tvN(토일)	감사합니다	7/6	8/11	12	신하균, 진구, 조아람	
tvN(월화)	우연일까?	7/22	8/13	8	김소현, 채종협	
tvN(토일)	엄마친구아들	8/17	10/6	16	정해인, 정소민	Netflix
ENA	나의 해리에게	9/23	10/29	12	신혜선, 이진욱, 강훈	
Netflix	경성크리처 2	9/27		7	박서준, 한소희	
Tving	종거나 나쁜 동재	10/10		10	이준혁, 박성웅	
tvN(토일)	정년이	10/12	11/17	12	김태리, 신예은	Disney
Netflix	트렁크	11/15		8	공유, 서현진	
tvN(토일)	사랑은 외나무다리에서	11/23	12/29	12	주지훈, 정유미	Disney
〈2025년〉						
tvN(토일)	별들에게 물어봐	1/4	2/23	16	이민호, 공효진	Netflix
tvN(월화)	원경	1/6	2/11	12	차주영, 이현욱	
Tving	원경: 단오의 인연(원경 프리퀄)	1/21		2	차주영, 이현욱	
Tving	스터디그룹	1/23		10	황민현, 한지은	
tvN(월화)	그놈은 흑염룡	2/17	3/25	12	문가영, 최현욱	TBD
tvN(토일)	미지의 서울	4/12	5/18	12	박보영, 박진영	TBD
tvN(월화)	금주를 부탁해	5/12	6/17	12	최수영, 공명, 조윤희	TBD
tvN(월화)	견우와 선녀	6/23	7/29	12	조이현, 추영우, 추자현	TBD
Netflix	탄금(가제)			12	이재욱, 조보아	
tvN(토일)	태풍상사			16	이준호	TBD
tvN(월화)	컨피던스 맨 KR			12	주종혁, 박민영, 박희순	TBD
tvN(토일)	시그널 2			10	이제훈, 김혜수, 조진웅, 구교환	TBD
tvN(토일)	폭군의 세프			12	임윤아, 박성훈, 강한나	TBD
Tving	천애하는 X			12	김유정, 김영대, 김도훈	
Netflix	자백의 대가			12	전도연, 김고은	
Netflix	다 이루어질지니			12	김우빈, 수지, 안은진	
Disney	조각도시			10	지창욱, 도경수	
KBS	은애하는 도적님아			16	남지현, 문상민	
Netflix	천천히 강렬하게			22	송혜교, 공유, 김설현, 이하늬	

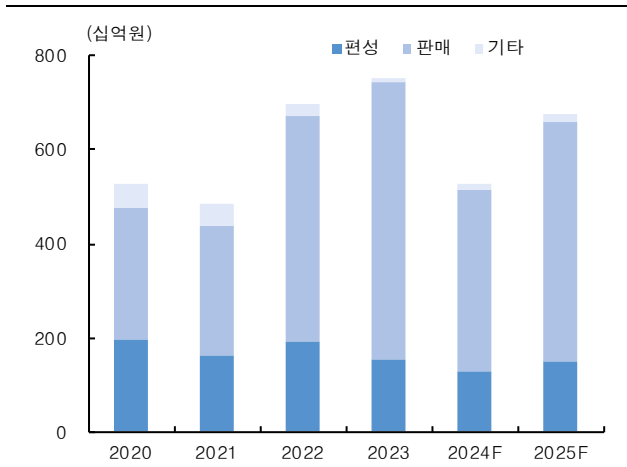
주: 회색 음영은 오리지널, 예정작 정보는 변동될 수 있음
 자료: (기방영작) 스튜디오드래곤, (예정작) 언론 종합, 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



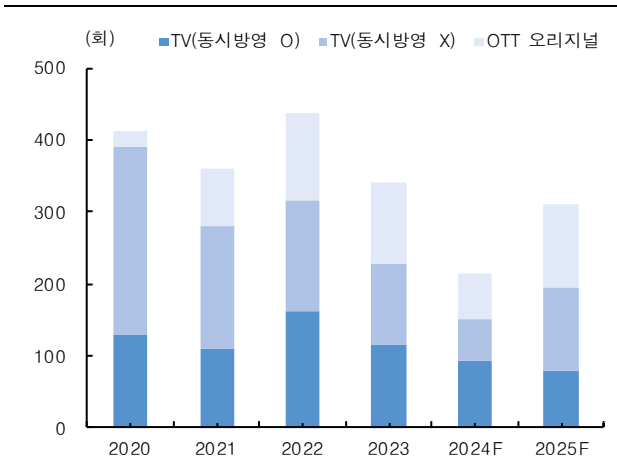
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 추이 및 전망



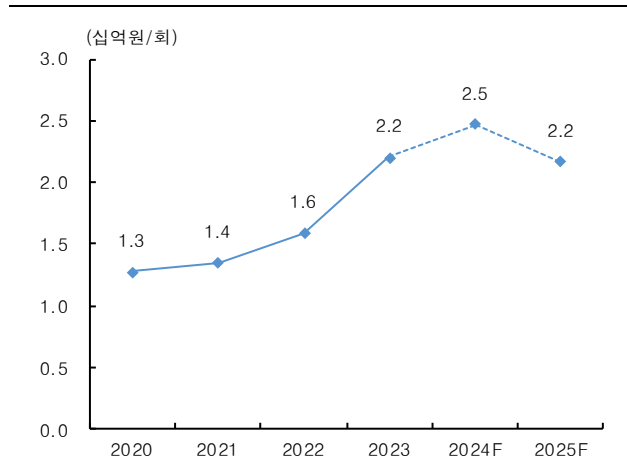
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 3] 연간 드라마 회차수 추이 및 전망



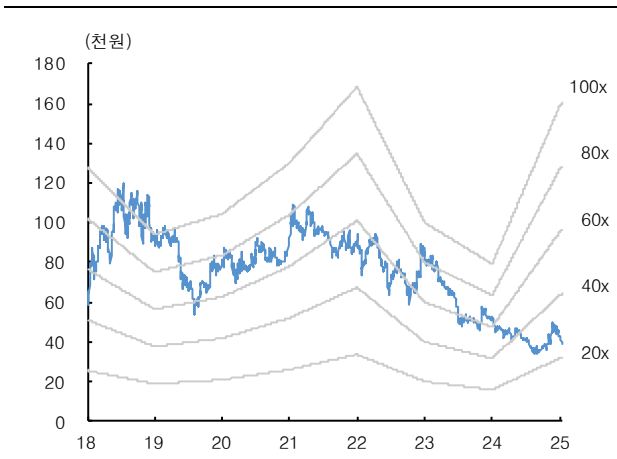
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 4] 연간 회차당 매출액 추이 및 전망



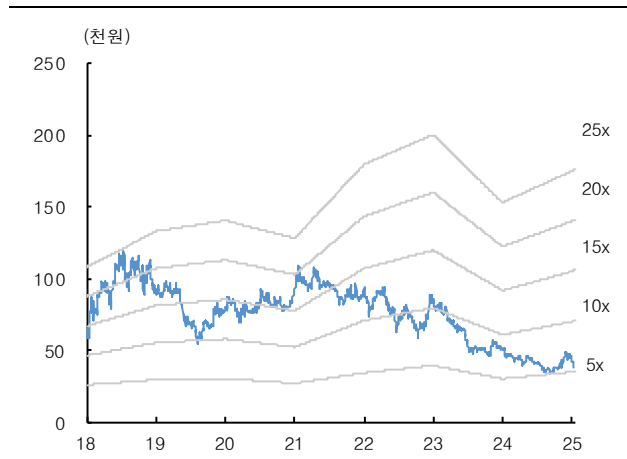
주: 분기 매출액을 반영 회차수로 나눈 수치
자료: 스튜디오드래곤, 한국투자증권

[그림 5] 12MF PER band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 6] 12MF EV/EBITDA band



자료: Quantwise, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	527	676	730
매출원가	598	665	463	581	618
매출총이익	100	88	64	94	112
판매관리비	35	32	29	31	32
영업이익	65	56	35	63	80
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.6	9.4	11.0
EBITDA	219	242	185	210	255
EBITDA Margin(%)	31.3	32.1	35.0	31.2	35.0
영업외수익	(6)	(19)	3	(1)	0
금융수익	21	15	17	13	14
금융비용	19	18	10	10	11
기타영업외손익	(9)	(16)	(4)	(5)	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	37	38	62	80
법인세비용	8	7	14	14	18
연결당기순이익	51	30	23	48	62
지배주주지분순이익	51	30	23	48	62
지배주주순이익률(%)	7.2	4.0	4.4	7.1	8.5
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	43.3	7.9	(30.0)	28.1	8.1
영업이익 증가율	24.0	(14.3)	(38.1)	83.7	26.4
지배주주순이익 증가율	29.5	(40.5)	(22.5)	104.5	30.2
EPS 증가율	29.4	(40.6)	(22.5)	104.5	30.2
EBITDA 증가율	44.1	10.7	(23.6)	13.9	21.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	(63)	45	68	230	222
당기순이익	51	30	23	48	62
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3
무형자산상각비	150	183	147	144	172
자산부채변동	(280)	(179)	(105)	35	(15)
기타	13	8	0	0	0
투자활동현금흐름	(43)	(1)	(48)	(206)	(208)
유형자산투자	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(12)	(1)	8	1	1
무형자산순증	(3)	0	(52)	(197)	(198)
기타	(24)	3	(1)	(7)	(8)
재무활동현금흐름	165	(9)	(21)	(1)	0
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	168	(1)	(21)	(1)	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	(8)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	59	35	(0)	24	15
FCF	28	242	156	170	185

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

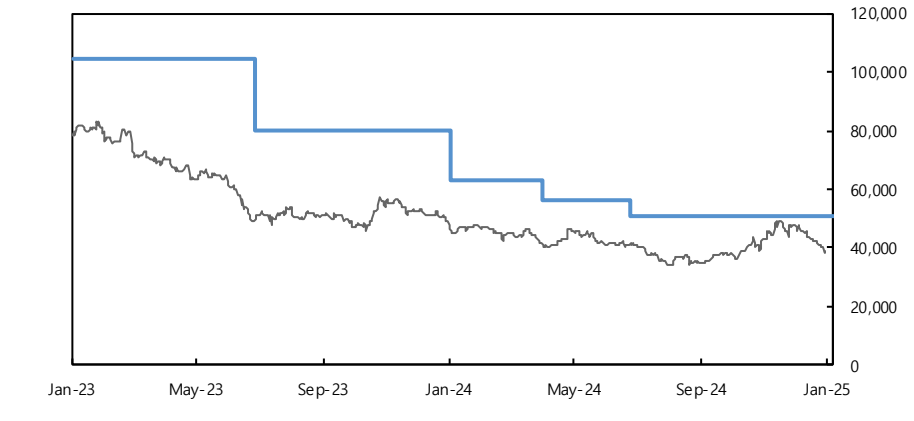
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,091	1,092	929	1,052	1,118
유동자산	400	405	339	395	427
현금성자산	124	158	158	182	197
매출채권및기타채권	142	149	104	115	124
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	691	688	591	657	692
투자자산	150	175	167	166	165
유형자산	11	12	12	12	12
무형자산	378	359	264	318	343
부채총계	430	384	198	273	278
유동부채	416	368	182	254	258
매입채무및기타채무	87	71	90	88	95
단기차입금및단기사채	170	170	150	150	150
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	16	17	19	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	10	10	10	11
자본총계	661	708	731	779	841
지배주주지분	661	708	731	779	841
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	213	242	265	313	375
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	54	20	1	(25)	(39)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,684	1,001	776	1,586	2,064
BPS	21,982	23,546	24,322	25,908	27,973
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.1	2.8	2.3	4.8	5.7
ROE	7.5	4.4	3.2	6.3	7.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	65.1	54.3	27.1	35.0	33.0
차입금/자본총계비율(%)	27.6	25.7	22.0	20.6	19.1
이자보상배율(x)	13.2	6.4	3.6	6.3	7.3
순차입금/EBITDA(x)	0.2	0.1	0.0	(0.1)	(0.2)
Valuation(x)					
PER	51.1	51.4	55.5	24.7	19.0
최고	56.7	88.9	67.8	27.4	21.0
최저	35.1	46.0	42.5	24.0	18.4
PBR	3.9	2.2	1.8	1.5	1.4
최고	4.3	3.8	2.2	1.7	1.6
최저	2.7	2.0	1.4	1.5	1.4
PSR	3.7	2.1	2.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.1	6.5	7.0	5.5	4.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2022.11.23	매수	105,000원	-31.3	-15.3
	2023.07.11	매수	80,000원	-35.6	-28.4
	2024.01.17	매수	63,000원	-27.8	-24.1
	2024.04.15	매수	56,000원	-24.0	-17.1
	2024.07.09	매수	51,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 1월 14일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.6%	17.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.