

스튜디오드래곤 (253450)

4Q24 Preview: 다양한 모멘텀이 2025년에 대기 중

2025년 1월 23일

미디어 / 광고 Analyst 최용현
yonghyun.choi@kbfg.com

투자 의견 Buy, 목표주가 48,000원 유지

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 48,000원을 유지한다. 4Q24 실적은 기존 대비 하향 조정했으나, 2025년 영업이익의 추정치의 변경은 없다. 스튜디오드래곤은 25년 P/E 38배에 거래되고 있어 Valuation 부담이 있다. 다만 손익과 현금흐름의 차이가 존재한다는 점을 주목할 필요가 있다. 스튜디오드래곤은 3Q24 누적 FCF는 1,390억원이다 (vs. 3Q24 누적 지배주주순이익 266억원). 2024년 콘텐츠 투자가 감소함에 따라 현금 흐름이 개선된 것도 있지만, 콘텐츠 제작비가 무형자산 상각비로 일정 기간에 걸쳐 늦게 비용으로 인식되는 영향도 있다. 스튜디오드래곤은 구작 기여도가 늘어나면서 2025년에도 안정적인 현금 흐름이 기대된다.

4Q24 Preview: Prebuy 에피소드 증가

4Q24 실적은 매출액 1,146억원 (-28.9% YoY), 영업이익 38억원 (흑전 YoY)을 기록하면서 영업이익 기준 컨센서스를 하회할 것으로 추정된다. 전체 방영 에피소드 수는 전분기 대비 15회차가 감소했지만 TV 방영 작품이 모두 글로벌 OTT로 판매됐다. 늘어난 Prebuy 회차는 손익에 긍정적인 영향을 주지만, 4분기마다 시행되고 있는 무형자산 상각 인식 가능성이 높다고 추정했다. 영업외단에서 영업권 손상 인식도 있을 것으로 추정된다.

1Q25E 영업이익: 115억원

1Q25E 예상 영업이익은 115억원으로 전분기 대비 개선되는 모습이 나타날 것이다. <별들에게 물어봐>가 Prebuy로 판매되었고, 이연되는 상각비 부담이 없을 것으로 예상하기 때문이다.

2025년 기대할 만한 요소가 많다

2025년 예상 영업이익은 526억원으로 전년 대비 개선될 것으로 기대된다. ① 2025년 방영 회차가 수목 슬롯, 지상파 슬롯 확보로 전년 대비 약 100회가 늘어난 314회, ② 하반기 신인 배우 발굴을 통한 신규 IP 비즈니스에 따른 수익성 개선, ③ 넷플릭스와의 동시 방영 편수 증가 (연간 4편→5편)를 가정했다. 넷플릭스와 지상파 계약으로 넷플릭스 향 매출액 감소 우려가 제기되었으나 그동안의 흥행 성적을 감안한다면 가능성은 낮다고 판단된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	48,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	26.3
현재가 (1/22, 원)	38,000
Consensus target price (원)	56,214
시가총액 (조원)	1.1
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	534	612	643	668
영업이익 (십억원)	35	53	63	73
지배주주순이익 (십억원)	18	42	53	63
EPS (원)	602	1,395	1,773	2,112
증감률 (%)	-39.9	131.7	27.1	19.1
P/E (x)	71.5	27.2	21.4	18.0
EV/EBITDA (x)	6.3	5.8	4.8	3.0
P/B (x)	1.8	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	2.6	5.8	6.9	7.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

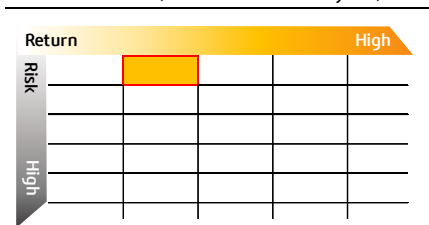
Trading Data

Free float (%)	45.2
거래대금 (3m, 십억원)	5.4
외국인 지분율 (%)	10.1
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

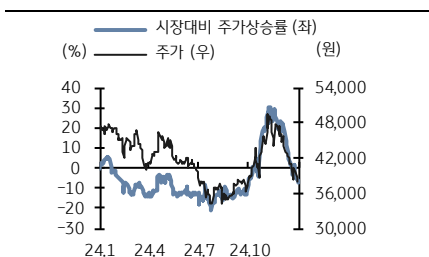
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	1.5	-3.9	-17.1
시장대비 상대수익률	-24.5	1.7	5.7	-5.5

Risk & Total Return (annualized over three years)

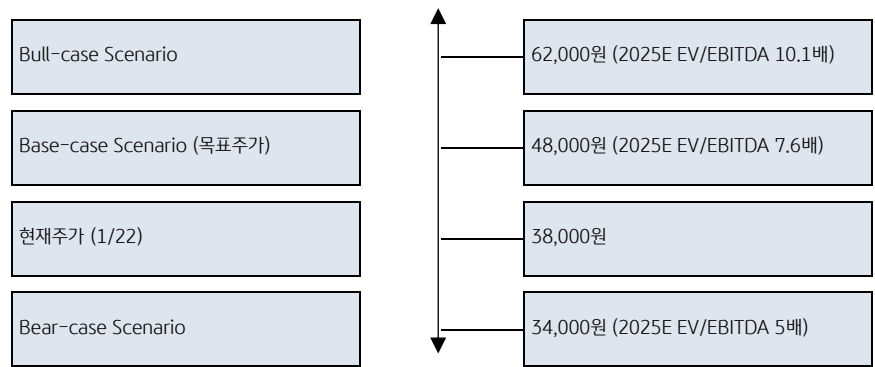


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 넷플릭스 향 Prebuy 작품 연간 4편
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 314화

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 넷플릭스 향 Prebuy 작품 연간 6편 이상
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 350화 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 넷플릭스 향 Prebuy 작품 연간 2편 미만
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 250화 미만

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	555.0	691.5	534.1	611.9	-3.8	-11.5
영업이익	39.5	52.9	34.8	52.6	-11.9	-0.5
지배주주순이익	24.9	34.8	18.1	41.9	-27.4	20.5

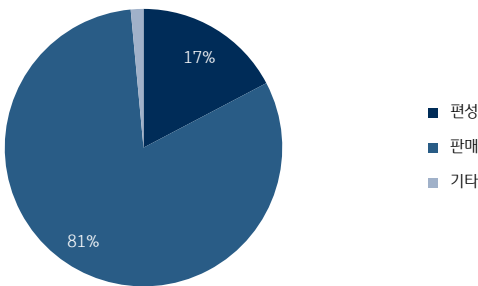
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	534.1	611.9	532.0	670.4	0.4	-8.7
영업이익	34.8	52.6	35.9	57.4	-2.9	-8.3
지배주주순이익	18.1	41.9	25.5	45.5	-29.0	-7.7

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2024E, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
스튜디오드래곤	1.1	45.3	24.2	1.57	1.47	5.2	4.9	3.7	6.3	0.0	0.0
파라마운트 글로벌	10.7	5.8	7.1	0.41	0.39	6.2	6.7	5.7	5.8	1.9	1.9
워너브라더스 디스커버리	34.4	-	-	0.67	0.67	6.9	6.6	-16.9	0.8	0.0	0.0
넷플릭스	533.8	36.7	30.2	12.87	10.32	29.1	24.5	38.6	38.7	0.0	0.0

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
EV/EBITDA Valuation
- 2) 목표주가 산정
EV/EBITDA 7.6배 * EBITDA 1,652억원
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
62,000원 ~ 34,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2025E EV/EBITDA 7.9배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	+1.1	+1.1
금리 1%p 상승 시	+0.5	4.9

표 1. 4Q24 실적 추정 및 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	4Q24E	3Q24	QoQ	4Q23	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	114.6	90.3	26.8	161.1	(28.9)	135.5	(15.5)	108.4	5.7
영업이익	3.8	(0.9)	흑전	(3.8)	흑전	8.5	(55.4)	4.4	(13.9)
OP/GP	3.3	(1.0)	4.3	(2.4)	5.7	6.3	(3.0)	4.1	(0.8)
지배주주순이익	(4.1)	(6.1)	적지	(16.7)	적지	2.7	(252.5)	0.4	적전
NP/GP	(3.6)	(6.8)	3.2	22.0	(25.6)	2.0	(5.6)	0.4	(4.0)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2024E					2025E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출총이익	534.1	555.0	(3.8)	532.0	0.4	611.9	691.5	(11.5)	670.4	(8.7)
영업이익	34.8	39.5	(11.9)	35.9	(2.9)	52.6	52.9	(0.5)	57.4	(8.3)
OP/GP	6.5	7.1	(0.6)	6.7	(0.2)	8.6	7.7	0.9	8.6	0.0
지배주주순이익	18.1	24.9	(27.4)	25.5	(29.0)	41.9	34.8	20.5	45.5	(7.7)
NP/GP	3.4	4.5	(1.1)	4.8	(1.4)	6.9	5.0	1.8	6.8	0.1

자료: Quantiwise, KB증권 추정

변경전: 11월 7일

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
TV 에피소드	54	34	38	26	40	34	80	80	315	227	152	234
OTT 에피소드	17	8	21	17	12	20	26	22	127	114	63	80
매출액	192.1	137.1	90.3	114.6	127.2	140.6	174.5	169.7	697.9	753.1	534.1	611.9
편성	47.3	30.7	21.6	20.7	28.3	24.0	38.9	38.9	192.5	154.1	120.2	130.0
판매	141.3	102.5	64.4	89.1	94.1	111.7	129.7	123.8	480.2	588.9	397.3	459.3
기타	3.5	3.9	4.3	4.8	4.8	4.9	5.9	7.0	25.2	10.1	16.5	22.6
YoY %	-9.0	-16.1	-58.5	-28.9	-33.8	2.5	93.2	48.2	43.3	7.9	-29.1	14.6
편성	9.5	-27.7	-38.4	-38.1	-40.2	-21.8	80.1	88.0	19.4	-20.0	-22.0	8.1
판매	-14.7	-13.8	-64.2	-28.3	-33.4	8.9	101.4	39.0	74.3	22.6	-32.5	15.6
기타	50.7	84.5	85.8	41.2	39.1	25.3	35.7	46.9	-49.9	-59.7	62.6	37.2
QoQ %	19.2	-28.6	-34.1	26.8	11.0	10.5	24.1	-2.7				
편성	41.7	-35.1	-29.7	-4.2	36.8	-15.1	61.9	0.0				
판매	13.7	-27.5	-37.1	38.3	5.6	18.7	16.2	-4.5				
기타	2.6	12.1	10.8	10.8	1.0	1.0	20.0	20.0				
영업이익	21.5	10.4	-0.9	3.8	11.5	12.7	16.6	11.8	65.2	55.9	34.8	52.6
(YoY %)	-0.4	-35.8	적전	흑전	-46.8	22.1	흑전	211.9	24.0	-14.3	-37.7	51.1
(QoQ %)	흑전	-51.5	적전	흑전	202.3	11.2	30.1	-28.7				
영업이익률 (%)	11.2	7.6	-1.0	3.3	9.0	9.1	9.5	7.0	9.3	7.4	6.5	8.6
지배주주순이익	20.2	8.1	-6.1	-4.1	13.5	12.4	10.7	5.4	50.6	30.1	18.1	41.9
(YoY %)	9.8	-20.2	적전	적지	-33.2	52.0	흑전	흑전	29.5	-40.5	-39.9	132.0
(QoQ %)	흑전	-59.7	적전	적지	흑전	-8.3	-13.1	-50.2				
순이익률 (%)	10.5	5.9	-6.8	-3.6	10.6	8.8	6.2	3.2	7.2	4.0	3.4	6.9

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
EV/Sales	6.4x	4.6x	5.1x	5.5x	3.8x	2.1x	2.2x	1.6x
매출액	380	469	526	487	698	753	534	612
YoY %	32.4	23.5	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(29.1)	14.6
EV / EBITDA	21.1x	14.9x	16.2x	17.6x	12.1x	6.5x	6.3x	5.8x
EBITDA	115	146	165	152	219	242	188	165
YoY %	55.1	26.4	13.6	(8.3)	44.1	10.7	(22.4)	(12.0)
EV / FCF	-	-	-	-	-	37.2x	12.6x	22.3x
FCF	(29)	(13)	(3)	(11)	(69)	42	94	43
YoY %	294.0	(55.7)	(75.9)	249.7	531.6	(160.7)	124.1	(54.6)
P/E	72.3x	85.9x	88.7x	69.9x	51.1x	51.5x	71.5x	27.2x
EPS	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001	602	1,395
YoY %	21.7	(26.3)	10.9	24.6	29.4	(40.6)	(39.8)	131.7
P/B	6.46x	5.31x	4.56x	3.99x	3.91x	2.19x	1.83x	1.53x
BVPS	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546	23,486	24,881
YoY %	8.9	6.5	33.2	12.2	(3.5)	7.1	(0.3)	5.9
기준주가	92,400	80,900	92,600	91,000	86,000	51,500	43,050	38,000
기준주식수	28,038	28,068	28,369	30,008	30,020	30,058	30,058	30,058
기준시가총액	2,592	2,273	2,778	2,731	2,585	1,548	1,294	1,142

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 5. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	수치	Note
25E EBITDA	165.2	
Multiple (X)	7.6	글로벌 Peer 평균
Enterprise Value	1,255.3	
(+)비연결 관계기업투자	12.3	
(-)순차입금	(188.9)	
Equity Value	1,456.5	
(÷) 주식수	30,058	
목표주가	48,000	
현재주가	38,000	기준일: 1월 22일
Upside	26.3	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	753	534	612	643	668
매출원가	665	456	449	465	477
매출총이익	88	78	163	178	191
판매비와관리비	32	43	111	115	118
영업이익	56	35	53	63	73
EBITDA	242	188	165	157	156
영업외손익	-19	-4	1	5	8
이자수익	5	1	6	8	10
이자비용	9	2	7	7	7
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-2	2	4	5
세전이익	37	31	54	68	81
법인세비용	7	13	12	15	18
당기순이익	30	18	42	53	63
지배주주순이익	30	18	42	53	63
수정순이익	30	18	42	53	63

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	7.9	-29.1	14.6	5.0	4.0
영업이익 성장률	-14.3	-37.7	51.1	19.7	16.7
EBITDA 성장률	10.7	-22.4	-12.0	-5.1	-0.2
지배기업순이익 성장률	-40.5	-39.8	131.8	27.1	19.1
매출총이익률	11.7	14.6	26.7	27.7	28.7
영업이익률	7.4	6.5	8.6	9.8	11.0
EBITDA이익률	32.1	35.2	27.0	24.4	23.4
세전이익률	4.9	5.8	8.8	10.6	12.2
지배기업순이익률	4.0	3.4	6.9	8.3	9.5

현금흐름표					
(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	45	126	108	198	169
당기순이익	30	18	42	53	63
유무형자산상각비	186	153	113	94	83
기타비현금손익 조정	30	15	12	15	18
운전자본증감	-179	-47	-47	51	23
매출채권감소 (증가)	15	-3	-74	27	-8
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	-18	-10	6	-2	1
기타운전자본증감	-175	-34	22	26	30
기타영업현금흐름	-22	-12	-12	-15	-18
투자활동 현금흐름	-1	-14	-40	-45	-50
유형자산투자감소 (증가)	-3	-1	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	-31	-64	-64	-65
투자자산감소 (증가)	-1	15	25	20	17
기타투자현금흐름	2	4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-9	-172	18	54	157
금융부채 증감	-1	-170	0	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-8	-2	18	54	157
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	35	-59	86	207	276
기말현금	158	99	186	392	669
잉여현금흐름 (FCF)	42	94	43	132	103
순현금흐름	32	121	86	207	276
순현금 (순차입금)	-18	103	189	395	672

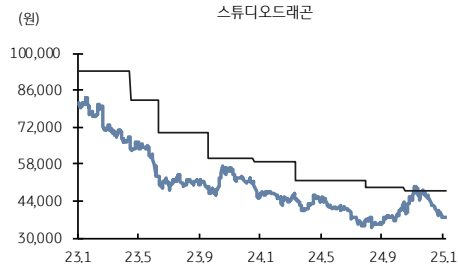
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,092	908	1,001	1,137	1,393
유동자산	405	354	519	704	994
현금 및 현금성자산	158	99	186	392	669
단기금융자산	3	13	13	13	13
매출채권	149	154	228	200	208
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	94	87	92	98	104
비유동자산	688	554	482	433	400
투자자산	175	132	107	87	70
유형자산	12	11	10	9	8
무형자산	359	273	227	200	184
기타비유동자산	141	138	138	138	138
부채총계	384	202	253	335	529
유동부채	368	183	216	244	281
매입채무	11	12	17	15	16
단기금융부채	170	3	3	3	3
기타유동부채	187	168	195	226	262
비유동부채	16	19	37	91	248
장기금융부채	10	7	7	7	7
기타비유동부채	7	12	30	84	240
자본총계	708	706	748	801	865
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-22	-42	-42	-42	-42
이익잉여금	242	260	302	355	419
지배자본 계	708	706	748	801	865
비지배지분	0	0	0	0	0

주요투자지표					
(X, %, 원)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	51.5	71.5	27.2	21.4	18.0
P/B	2.2	1.8	1.5	1.4	1.3
P/S	2.1	2.4	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	6.5	6.3	5.8	4.8	3.0
EV/EBIT	28.0	34.2	18.1	11.9	6.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,001	602	1,395	1,773	2,112
BVPS	23,546	23,486	24,881	26,654	28,767
SPS (주당매출액)	25,056	17,768	20,359	21,376	22,232
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	4.4	2.6	5.8	6.9	7.6
ROA	2.8	1.8	4.4	5.0	5.0
ROIC	4.5	2.6	6.6	7.7	8.3
안정성지표					
부채비율	54.3	28.6	33.8	41.9	61.1
순차입비율	2.6	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.1	1.9	2.4	2.9	3.5
이자보상배율 (배)	6.4	15.0	7.7	9.2	10.8
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
매출채권회전율	5.2	3.5	3.2	3.0	3.3
매입채무회전율	55.2	46.8	42.1	39.4	42.9
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 자료 공표일 현재 [스튜디오드래곤]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과 Hold: 15% ~ -15% Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회 Neutral: 시장수익률 수준 Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-01-04	Buy	최용현	93,000	-19.32	
23-05-08	Buy	최용현	82,000	-23.81	-18.78
23-07-03	Buy	최용현	70,000	-27.11	-23.00
23-10-10	Buy	최용현	60,000	-13.15	-4.50
24-01-10	Buy	최용현	59,000	-22.16	-14.92
24-04-04	Buy	최용현	52,000	-21.14	-10.67
24-08-22	Buy	최용현	49,000	-23.42	-10.61
24-11-07	Buy	최용현	48,000		

투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.9	12.1	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.