

## 스튜디오드래곤

BUY(유지)

253450 기업분석 | 미디어

|          |         |             |         |             |        |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(유지) | 55,000원 | 현재주가(02/12) | 42,100원 | Up/Downside | +30.6% |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|

2025. 02. 13

## 좋아지는 그림은 유효

## 4Q24 Review

**낮아진 기대치를 하회:** 4Q24 매출액은 1,306억원(-18.9%yoy), 영업이익 54억원(흑전yoy)으로 낮아진 예상치를 상회했음. 2Q25 방영 예정인 넷플릭스 탄금 4회차가 선반영되며, 매출과 이익 모두 상회. 오래된 작품의 손상 처리 비용도 15억원 내외로 반영된 것으로 추정됨. 방영 회차는 총 46회차(-25회yoy)로 전년대비 부진했지만, 정년이/사랑은 외나무다리에서를 다+에 동시방영 판매하며 양호한 이익 실현한 것으로 보임.

## Comment

**상저하고 예상:** 25년 제작 편 수는 최소 25편 이상일 것으로 예상됨. 지상파, tvn 수록, 글로벌 오리지널 작품만해도 이미 5편 이상 증가가 확정. 다만, 1)전년 눈물의여왕 흥행으로 인해 상반기 실적 기저가 높고, 2)25년 하반기에 주로 텐트폴/오리지널이 편성된다는 점을 고려하면, 상반기보다는 하반기의 실적 개선을 기대해야 함. 그래도 하반기 알미운사랑(이정재/임지연), 다 이루어질지니(김은숙 작가-김우빈/수지), 자백의 대가(전도연, 김고은) 등 작품이 방영 예정. 이를 반영한 25년 연간 매출액은 6,638억원(+24.3%yoy), 영업이익 558억원(+52.9%yoy) 예상.

## Action

**회복 방향성은 확실, 투자 의견 BUY 및 TP 5.5만원 유지:** 실적 전망치 및 목표주가 5.5만원을 유지. 25년에는 실비 정산/신예 배우 캐스팅을 통한 비용 효율화도 기대되지만, 무엇보다 콘텐츠 질적 성장을 통한 Hit-Ratio 강화 전략이 중요할 것으로 보임. 잠깐 좋았던 주가가 다시 제자리로 돌아온 상황. 좋아지는 그림은 유효하고 투자 포인트도 변화는 없음. 상반기보다는 하반기, 25년보다는 26년으로 갈수록 이익률 개선세 뚜렷해질 것으로 전망. 투자 의견 BUY 유지.

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

|                 | 2022      | 2023      | 2024P | 2025E | 2026E |
|-----------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|
| FYE Dec         |           |           |       |       |       |
| 매출액             | 698       | 753       | 550   | 684   | 803   |
| (증가율)           | 43.3      | 7.9       | -27.0 | 24.3  | 17.5  |
| 영업이익            | 65        | 56        | 36    | 56    | 65    |
| (증가율)           | 24.0      | -14.3     | -34.8 | 53.3  | 16.0  |
| 순이익             | 51        | 30        | 34    | 44    | 51    |
| EPS             | 1,684     | 1,001     | 1,121 | 1,462 | 1,690 |
| PER (H/L)       | 56.6/35.1 | 88.9/46.0 | 38.4  | 28.8  | 24.9  |
| PBR (H/L)       | 4.3/2.7   | 3.8/2.0   | 1.8   | 1.7   | 1.6   |
| EV/EBITDA (H/L) | 13.2/8.4  | 10.7/5.8  | 5.3   | 5.2   | 3.8   |
| 영업이익률           | 9.3       | 7.4       | 6.6   | 8.2   | 8.1   |
| ROE             | 7.5       | 4.4       | 4.7   | 5.9   | 6.4   |

## Stock Data

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 52주 최저/최고      | 34,100/49,400원    |
| KOSDAQ /KOSPI  | 745/2,548pt       |
| 시가총액           | 12,655억원          |
| 60일-평균거래량      | 120,207           |
| 외국인지분율         | 10.5%             |
| 60일-외국인지분율변동추이 | +1.9%p            |
| 주요주주           | CJ ENM 외 3인 54.8% |



|       |     |     |       |
|-------|-----|-----|-------|
| 주가상승률 | 1M  | 3M  | 12M   |
| 절대기준  | 4.7 | 6.0 | -11.9 |
| 상대기준  | 0.9 | 1.1 | -2.3  |

도표 1. 스튜디오드래곤 4Q24 Review

(단위: 억원 %)

|       | 4Q24P | 4Q23  | YoY   | 3Q24 | QoQ  | 컨센서스  | 차이      |
|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|---------|
| 매출액   | 1,306 | 1,611 | -18.9 | 903  | 44.6 | 1,056 | 23.7    |
| 영업이익  | 54    | -38   | 흑전    | -9   | 흑전   | 37    | 45.9    |
| 당기순이익 | 113   | -167  | 흑전    | -61  | 흑전   | 9     | 1,155.6 |

자료: DB 금융투자

도표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이

(단위: 억원 %)

|       | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023  | 2024P | 2025E | 2026E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 1,921 | 1,371 | 903   | 1,306 | 1,523 | 1,303 | 1,894 | 2,118 | 7,531 | 5,501 | 6,838 | 8,031 |
| 편성    | 473   | 307   | 216   | 276   | 441   | 333   | 434   | 534   | 1,541 | 1,272 | 1,743 | 1,763 |
| 판매    | 1,413 | 1,025 | 644   | 983   | 1,047 | 930   | 1,416 | 1,537 | 5,889 | 4,065 | 4,931 | 6,102 |
| 기타    | 35    | 39    | 43    | 46    | 35    | 39    | 43    | 46    | 101   | 163   | 165   | 166   |
| 매출원가  | 1,634 | 1,190 | 844   | 1,153 | 1,300 | 1,131 | 1,613 | 1,902 | 6,653 | 4,821 | 5,947 | 7,033 |
| 매출총이익 | 287   | 181   | 59    | 153   | 223   | 171   | 281   | 215   | 878   | 680   | 891   | 998   |
| 판권비   | 72    | 77    | 68    | 99    | 76    | 81    | 71    | 104   | 320   | 316   | 333   | 351   |
| 영업이익  | 215   | 105   | -9    | 54    | 147   | 91    | 209   | 112   | 560   | 365   | 558   | 647   |
| OPM   | 11.2  | 7.7   | -1.0  | 4.1   | 9.6   | 7.0   | 11.1  | 5.3   | 7.4   | 6.6   | 8.2   | 8.1   |
| 당기순이익 | 202   | 82    | -61   | 113   | 142   | 86    | 133   | 78    | 301   | 336   | 440   | 508   |
| YoY   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출    | -9.0  | -16.1 | -58.5 | -18.9 | -20.7 | -5.0  | 109.8 | 62.2  | 7.9   | -27.0 | 24.3  | 17.5  |
| 영업이익  | -0.5  | -35.6 | 적전    | 흑전    | -31.8 | -13.7 | 흑전    | 106.5 | -14.2 | -34.8 | 52.9  | 16.0  |
| 당기순이익 | 9.8   | -19.6 | 적전    | 적지    | -29.6 | 4.7   | 흑전    | -30.6 | -40.6 | 11.7  | 30.9  | 15.6  |

자료: DB 금융투자

도표 3. 스튜디오드래곤 25년 예상 콘텐츠 라인업

| 편성       | 제목                                        | 방송일       | 부작  | 극본       | 연출       | 주연       | 기획 및 제작                       |
|----------|-------------------------------------------|-----------|-----|----------|----------|----------|-------------------------------|
| tvn      | 별들에게 물어봐                                  | 1.4~2.23  | 16부 | 서숙향      | 박신우      | 공효진, 이민호 | 드래곤, 키이스트, MYM엔터              |
|          | 원경                                        | 1.6~2.11  | 14부 | 이영미      | 김상호      | 차주영, 이현욱 | 드래곤, JS픽처스                    |
|          | 그놈은 흑염룡                                   | 2.17~3.25 | 12부 | 김수연      | 이수현      | 문가영, 최현욱 | 드래곤, 스튜디오N                    |
|          | 미지의 서울                                    | 5.24      | 12부 | 이강       | 박신우      | 박보영, 박진영 | 드래곤, 몬스터유니온, 하이그라운드           |
|          | 금주를 부탁해                                   | 2Q        | 12부 | 명수현, 전지현 | 장유정      | 최수영, 공명  | 드래곤, 하우픽처스                    |
|          | 견우와 선녀                                    | 2Q        | 12부 | 양지훈      | 김용완      | 조이현, 추영우 | 드래곤, 데스크픽처스, 이오콘텐츠그룹          |
|          | 첫, 사랑을 위하여                                | 8.4       | 12부 | 양희순      | 유제원      | 염정아, 박해준 | 드래곤, 쇼러너스                     |
|          | 폭군의 세프(가제)                                | 8.16      | 12부 |          | 장태유      | 임윤아, 이채민 | 드래곤, 필름그리다, 정유니버스             |
|          | 태풍상사                                      | 9.27      | 16부 | 장현       | 이나정      | 이준호, 김민하 | 드래곤, 이매지너스, 스튜디오PIC           |
|          | 알미운 사랑                                    | 하반기       |     | 정여량      | 김가람      | 이정재, 임지연 | 드래곤, 스튜디오앤뉴                   |
|          | 아수라 발발타                                   | 하반기       | 12부 | 정지현      | 안아름      | 강훈, 이이담  | 드래곤                           |
|          | 우주를 즐겨                                    | 하반기       |     |          |          | 배인혁, 노정의 | 드래곤                           |
|          | 프로보노(가제)                                  | 연말        |     | 문유석      | 김성운      | 미정       | 드래곤 기획, 시퀀스원, 롯데컬처웍스, 스튜디오플로우 |
| 티빙       | 스터디그룹                                     | 1.23      | 10부 | 염선호, 오보현 | 이장훈, 유범상 | 황민현, 한지은 | 드래곤, 와이랩플러스                   |
|          | 친애하는 X                                    | 25년       | 12부 | 최자원      | 이응복, 박소현 | 김유정, 김영대 | 드래곤, 몬스터유니온, 시우컴퍼니            |
| Netflix  | 탐금                                        | 2분기       | 12부 | 김진아      | 김홍선      | 이재욱, 조보아 | 드래곤, 플러스엠, 에이스메이커무비웍스, 에이치하우스 |
|          | 다 이루어질지니                                  | 4분기       | 12부 | 김은숙      |          | 김우빈, 수지  | 드래곤, 화앤담픽처스                   |
|          | 자백의 대가                                    | 4분기       | 12부 | 권종관      | 이정효      | 전도연, 김고은 | 드래곤, 프로덕션에이치                  |
| Disney + | 조각도시                                      | 25년       | 10부 | 오상호      | 박신우, 김창주 | 지창욱, 도경수 | 드래곤, CJ ENM                   |
| KBS2     | 은애하는 도적님아                                 | 25년       |     | 이선       | 함영걸      | 남지현, 문상민 | 드래곤                           |
| 일본       | 최소 2편 이상 (내남편과결혼해줘 일본판 포함 - 드래곤 크리에이터 참여) |           |     |          |          |          | 일반 드라마 수준                     |
| 미국       | 1~2편 공급 예상                                |           |     |          |          |          |                               |

자료: DB 금융투자

주 1: 녹색은 회당 20억원 이상의 텐트폴 작품

주 2: 대략적인 윤곽 나온 작품만 포함 1Q 이후 변동 가능성 높음, 언급 되고 있지만 플랫폼 미정인 작품은 제외했음

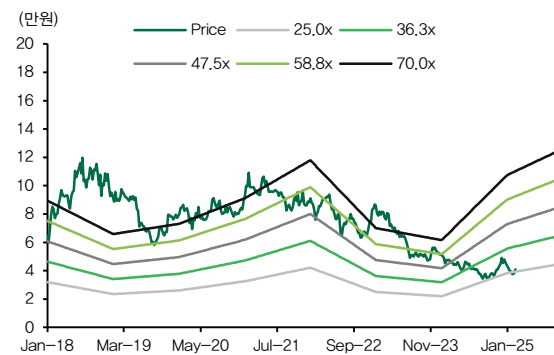
도표 4. 스튜디오드래곤 실적 추정치 변경 내역

(단위: 억원 %)

|       | 2025E |       |      | 2026E |       |      |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|
|       | 수정 후  | 수정 전  | 차이   | 수정 후  | 수정 전  | 차이   |
| 매출액   | 6,838 | 7,043 | -2.9 | 8,031 | 7,920 | 1.4  |
| 영업이익  | 558   | 556   | 0.4  | 647   | 647   | 0.0  |
| 당기순이익 | 440   | 369   | 19.2 | 508   | 441   | 15.3 |

자료: DB 금융투자

도표 5. 스튜디오드래곤 12M Fwd. P/E Band



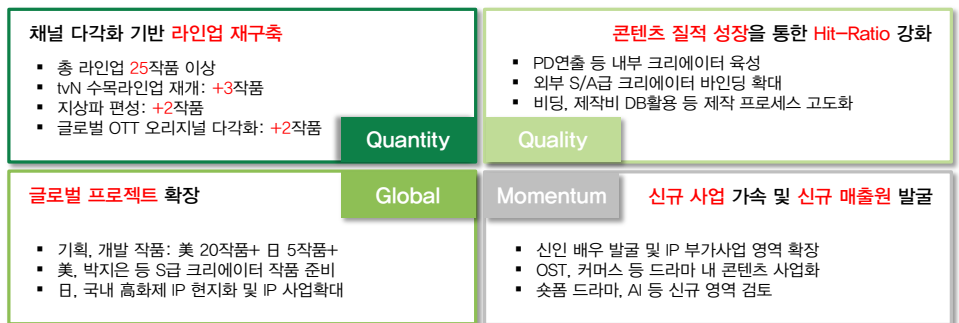
자료: DB 금융투자

도표 6. 스튜디오드래곤 12M Fwd. P/B Band



자료: DB 금융투자

도표 7. 스튜디오드래곤 2025년 전략 : ①라인업 증가, ②글로벌, ③신규 사업, ④질적 성장



자료: 스튜디오드래곤, DB 금융투자

### 대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2022  | 2023  | 2024P | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 400   | 405   | 369   | 330   | 357   |
| 현금및현금성자산    | 124   | 158   | 156   | 115   | 134   |
| 매출채권및기타채권   | 142   | 149   | 99    | 96    | 96    |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산       | 691   | 688   | 569   | 654   | 679   |
| 유형자산        | 11    | 12    | 12    | 12    | 11    |
| 무형자산        | 378   | 359   | 275   | 361   | 386   |
| 투자자산        | 150   | 175   | 175   | 175   | 175   |
| 자산총계        | 1,091 | 1,092 | 938   | 985   | 1,036 |
| 유동부채        | 416   | 368   | 205   | 208   | 208   |
| 매입채무및기타채무   | 87    | 71    | 77    | 80    | 81    |
| 단기차입금및단기차   | 170   | 170   | 2     | 2     | 2     |
| 유동성장기부채     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 14    | 16    | 11    | 11    | 11    |
| 사채및장기차입금    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계        | 430   | 384   | 216   | 219   | 220   |
| 자본금         | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 자본잉여금       | 473   | 473   | 473   | 473   | 473   |
| 이익잉여금       | 213   | 242   | 256   | 300   | 350   |
| 비지배주주지분     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 661   | 708   | 721   | 765   | 816   |

### 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)  | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름     | -63  | 45   | 236   | 199   | 267   |
| 당기순이익        | 51   | 30   | 34    | 44    | 51    |
| 현금유출이없는비용및수익 | 176  | 216  | 162   | 171   | 241   |
| 유형및무형자산상각비   | 153  | 186  | 179   | 169   | 237   |
| 영업관련자산부채변동   | -280 | -179 | 36    | 0     | -6    |
| 매출채권및기타채권의감소 | -35  | 15   | 50    | 3     | -1    |
| 재고자산의감소      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무및기타채무의증가 | 12   | -18  | 6     | 3     | 1     |
| 투자활동현금흐름     | -43  | -1   | -43   | -240  | -247  |
| CAPEX        | -5   | -3   | -5    | -4    | -4    |
| 투자자산의순증      | 91   | -25  | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동현금흐름     | 165  | -9   | -173  | -1    | -1    |
| 사채및장기차입금의 증가 | 172  | -1   | -168  | 0     | 0     |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 3    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름       | 0    | 0    | -23   | 0     | 0     |
| 현금의증가        | 59   | 35   | -3    | -41   | 20    |
| 기초현금         | 65   | 124  | 158   | 156   | 115   |
| 기말현금         | 124  | 158  | 156   | 115   | 134   |

자료: 스튜디오드래곤 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

### 손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023  | 2024P | 2025E | 2026E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 698  | 753   | 550   | 684   | 803   |
| 매출원가        | 598  | 665   | 482   | 595   | 703   |
| 매출총이익       | 100  | 88    | 68    | 89    | 100   |
| 판매비         | 35   | 32    | 32    | 33    | 35    |
| 영업이익        | 65   | 56    | 36    | 56    | 65    |
| EBITDA      | 219  | 242   | 215   | 225   | 302   |
| 영업외손익       | -7   | -19   | -8    | 4     | 5     |
| 금융손익        | 2    | -3    | 12    | 14    | 14    |
| 투자손익        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익     | -9   | -16   | -20   | -10   | -9    |
| 세전이익        | 59   | 37    | 28    | 60    | 70    |
| 중단사업이익      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 51   | 30    | 34    | 44    | 51    |
| 지배주주지분순이익   | 51   | 30    | 34    | 44    | 51    |
| 비지배주주지분순이익  | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익       | -26  | 47    | 34    | 44    | 51    |
| 증감률(%YoY)   |      |       |       |       |       |
| 매출액         | 43.3 | 7.9   | -27.0 | 24.3  | 17.5  |
| 영업이익        | 24.0 | -14.3 | -34.8 | 53.3  | 16.0  |
| EPS         | 29.4 | -40.6 | 12.0  | 30.4  | 15.6  |

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

### 주요 투자지표

| 12월 결산(원 % 배) | 2022   | 2023   | 2024P  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당자료(원)       |        |        |        |        |        |
| EPS           | 1,684  | 1,001  | 1,121  | 1,462  | 1,690  |
| BPS           | 21,982 | 23,546 | 24,002 | 25,464 | 27,154 |
| DPS           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Multiple(배)   |        |        |        |        |        |
| P/E           | 51.1   | 51.5   | 38.4   | 28.8   | 24.9   |
| P/B           | 3.9    | 2.2    | 1.8    | 1.7    | 1.6    |
| EV/EBITDA     | 12.1   | 6.5    | 5.3    | 5.2    | 3.8    |
| 수익성(%)        |        |        |        |        |        |
| 영업이익률         | 9.3    | 7.4    | 6.6    | 8.2    | 8.1    |
| EBITDA마진      | 31.3   | 32.1   | 39.1   | 32.9   | 37.6   |
| 순이익률          | 7.2    | 4.0    | 6.1    | 6.4    | 6.3    |
| ROE           | 7.5    | 4.4    | 4.7    | 5.9    | 6.4    |
| ROA           | 5.1    | 2.8    | 3.3    | 4.6    | 5.0    |
| ROIC          | 12.0   | 8.5    | 9.7    | 10.0   | 10.1   |
| 안정성및기타        |        |        |        |        |        |
| 부채비율(%)       | 65.1   | 54.3   | 30.0   | 28.6   | 26.9   |
| 이자보상배율(배)     | 13.2   | 6.4    | 7.8    | 84.9   | 98.5   |
| 배당성향(%)       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

### 1년간 투자이전 비율 (2025-01-02 기준) - 매수(94.21%) 중립(5.79%) 매도(0.0%)

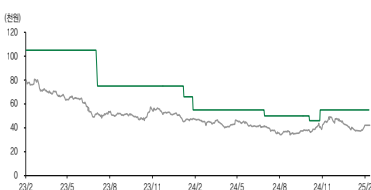
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

### 스튜디오드래곤 현재가 및 목표주가 차트



### 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

| 일자       | 투자이전 | 목표주가    | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 | 일자 | 투자이전 | 목표주가 | 괴리율(%)<br>평균 최고/최저 |
|----------|------|---------|--------------------|----|------|------|--------------------|
| 22/10/07 | Buy  | 105,000 | -32.5 -15.3        |    |      |      |                    |
| 23/07/17 | Buy  | 75,000  | -31.5 -23.6        |    |      |      |                    |
| 24/01/19 | Buy  | 66,000  | -29.0 -28.1        |    |      |      |                    |
| 24/02/08 | Hold | 55,000  | -20.8 -14.3        |    |      |      |                    |
| 24/07/11 | Hold | 50,000  | -26.0 -17.8        |    |      |      |                    |
| 24/10/16 | Hold | 46,000  | -14.0 -4.8         |    |      |      |                    |
| 24/11/08 | Buy  | 55,000  | -                  |    |      |      |                    |

주: \*표는 담당자 변경