

2025. 2. 13



▲ 통신/우주/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 박건영

02. 6454-4903

geonyoung@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 54,000 원**현재주가 (2.12)** 42,100 원**상승여력** 28.3%

KOSDAQ 745.18pt

시가총액 12,655억원

발행주식수 3,006만주

유동주식비율 45.21%

외국인비중 10.52%

52주 최고/최저가 49,400원/34,100원

평균거래대금 52.7억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.79

네이버 6.25

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 4.7 18.3 -11.9

상대주가 0.9 22.6 -2.3

주가그래프

스튜디오드래곤 253450

양적 성장에 앞선 질적 성장

- ✓ 4Q24 연결 영업이익 54억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(37억원) 상회
- ✓ 4Q24 방영회차는 〈엄마친구아들〉, 〈정년이〉 등 총 46회로 전년 대비 25회 감소
- ✓ 방영회차 대비 매출액 하락폭은 제한적이었으며, 선판매를 통해 수익성 방어에 성공
- ✓ 2025년 연결 매출액 6,401억원(+16.4% YoY), 영업이익 490억원(+34.7% YoY) 전망
- ✓ 수목드라마 편성 재개로 명백한 상저하고 흐름 전망. 제작비 효율화를 통한 수익성 개선

4Q24 Review: 방영회차 감소를 이겨낸 선판매 효과

4Q24 연결 매출액은 1,306억원(-19.0% YoY), 영업이익 54억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 37억원)를 상회했다. 4Q24 라인업은 〈엄마친구아들〉, 〈정년이〉, 〈사랑은 외나무다리에서〉, 〈줄거나 나쁜 동재〉 등 총 46회차(TV 26회, OTT 20회)로 전년 대비 25회 감소했다. 〈정년이〉 등 규모 있는 작품 편성으로 방영회차(-35.2% YoY) 대비 매출액(-19.0% YoY) 감소폭은 제한적이었으며, 모든 동시방영 작품에 대한 선판매를 통해 수익성 방어에 성공했다.

2025년 연결 영업이익 490억원(+34.7% YoY) 전망

2025년 연결 매출액은 6,401억원(+16.4% YoY), 영업이익 490억원(+34.7% YoY)을 전망한다. 연간 방영회차는 2023년 341회에서 2024년 214회로 감소했으나, 2025년에는 322회로 회복될 전망이다. 특히, 오는 7월부터 수목 드라마 편성이 재개됨에 따라 상반기(123회) 대비 하반기(199회) 방영회차가 큰 폭으로 증가할 전망이며, 이를 통한 영업 레버리지 효과가 기대된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 54,000원 유지

2025년에는 제작 편수 회복과 더불어 미국, 일본 등 메이저 플랫폼과의 협업을 통한 글로벌 참여 프로젝트가 확대될 전망이며, 신인 배우 발굴 및 IP 부가사업 등 신규 매출 확장에 집중할 계획이다. 또한, 실비 정산, DB화 등 효율적인 제작비 집행 구조를 통해 작품별 마진 개선 역시 가능할 전망이다. 투자 의견 Buy와 적정주가 54,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023	753.2	55.9	30.1	1,001	-40.6	23,546	51.5	2.2	6.5	4.4	54.3
2024P	550.1	36.4	33.5	1,114	11.3	24,661	33.6	1.5	5.8	4.6	39.8
2025E	640.1	49.0	34.5	1,149	3.1	25,809	36.7	1.6	5.9	4.6	37.7
2026E	765.2	66.3	45.2	1,503	30.8	27,312	28.0	1.5	4.4	5.7	38.4

표1 스튜디오드래곤 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	130.6	161.1	-19.0	90.3	44.6	105.6	23.6	115.1	13.4
영업이익	5.4	-3.8	흑전	-0.9	흑전	3.7	44.6	3.2	68.0
세전이익	-8.1	-25.8	적축	-4.1	적축	-3.0	적축	-11.5	적축
순이익	11.3	-16.7	흑전	-6.1	흑전	-1.5	흑전	-8.6	흑전

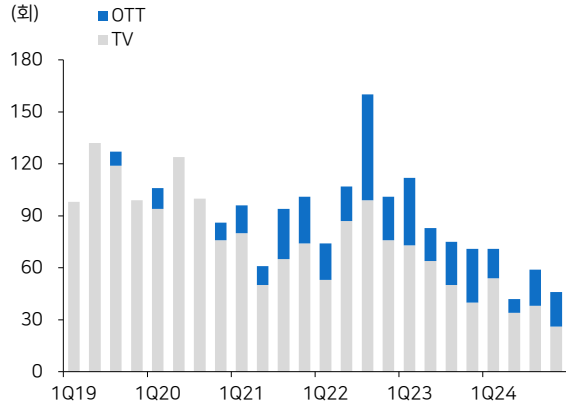
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2025 주요 콘텐츠 라인업

원경 tvN TVING · 작가: 이영미 · 연출: 김상호 · 배우: 차주영, 이현욱	태풍상사 tvN · 작가: 장현 · 연출: 이나정 · 배우: 이준호, 김민하	탄금 NETFLIX Original · 작가: 김진아 · 연출: 김홍선 · 배우: 이재욱, 조보아
그놈은 흑염룡 tvN · 작가: 김수연 · 연출: 이수현 · 배우: 문가영, 최현욱	알미운 사랑 tvN · 작가: 정여랑 · 연출: 김가람 · 배우: 이정재, 임지연	자백의 대가 NETFLIX Original · 작가: 권종관 · 연출: 이정호 · 배우: 전도연, 김고은
미지의 서울 tvN · 작가: 이강 · 연출: 박신우 · 배우: 박보영, 박진영	스터디그룹 TVING Original · 작가: 엄선호, 오보현 · 연출: 이장훈, 유범상 · 배우: 황민현, 한지은	다 이루어질지니 NETFLIX Original · 작가: 김은숙 · 배우: 김우빈, 수지
폭군의 세프 (가제) tvN · 연출: 장태유 · 배우: 임윤아, 이채민	친애하는 X TVING Original · 작가: 최자원 · 연출: 이응복, 박소현 · 배우: 김유정, 김영대	조각도시 Disney+ Original · 작가: 오상호 · 연출: 박신우, 김창주 · 배우: 지창욱, 도경수

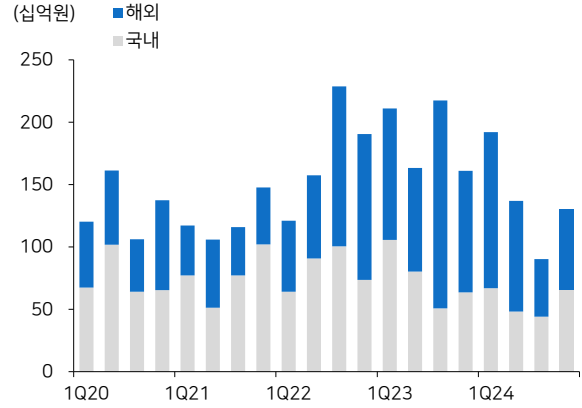
자료: 스튜디오드래곤

그림2 스튜디오드래곤 방영회차 추이



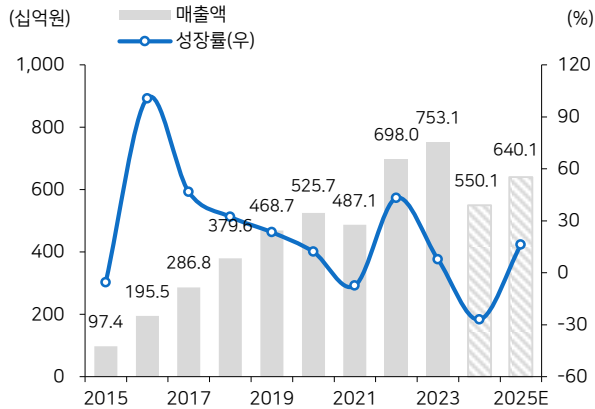
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 스튜디오드래곤 국내외 매출액 추이 및 전망



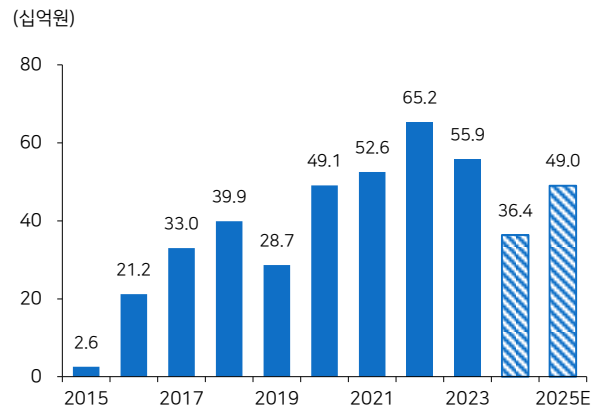
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림4 스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

그림5 스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표2 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	147.2	96.3	178.7	217.9	550.1	640.1	765.2
% YoY	-9.0%	-16.1%	-58.5%	-19.0%	-23.4%	-29.7%	97.8%	66.9%	-27.0%	16.4%	19.5%
편성	47.3	30.7	21.6	27.6	33.6	17.4	55.6	51.3	127.2	157.9	198.1
판매	141.3	102.5	64.4	98.3	109.7	75.3	118.2	161.8	406.5	465.0	548.3
기타	3.5	3.9	4.3	4.6	3.9	3.7	4.9	4.7	16.4	17.2	18.7
매출원가	163.4	119.0	84.4	115.3	125.2	88.1	159.5	185.5	482.1	558.3	665.0
% YoY	-9.4%	-14.7%	-55.2%	-26.4%	-23.4%	-26.0%	89.0%	60.9%	-27.5%	15.8%	19.1%
제작원가	91.3	59.6	45.4	67.1	69.1	42.2	96.2	112.6	263.4	320.0	372.3
무형자산상각비	50.1	38.0	25.5	37.2	38.0	31.6	42.3	45.2	150.8	157.1	200.1
기타	22.0	21.4	13.5	11.0	18.1	14.3	21.0	27.7	67.9	81.1	92.6
매출총이익	28.7	18.1	5.9	15.3	22.0	8.3	19.2	32.4	68.0	81.8	100.2
% YoY	-7.0%	-24.2%	-79.5%	253.4%	-23.4%	-54.3%	224.6%	112.2%	-22.6%	20.3%	22.5%
GPm(%)	14.9%	13.2%	6.5%	11.7%	14.9%	8.6%	10.7%	14.9%	12.4%	12.8%	13.1%
판관비	7.2	7.7	6.8	9.9	7.3	8.0	7.1	10.3	31.6	32.8	33.9
% YoY	-22.5%	0.3%	-1.5%	21.3%	2.7%	4.5%	4.1%	3.8%	-1.3%	3.8%	3.4%
인건비	3.2	3.8	3.5	3.8	3.2	4.0	3.7	4.0	14.3	14.9	15.4
유무형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.4	2.5	2.6
지급수수료	2.2	2.1	1.9	3.7	2.3	2.2	2.0	3.8	9.9	10.3	10.7
광고선전비	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.4	0.4	0.5
기타	1.1	0.8	0.8	1.7	1.2	0.8	0.8	1.8	4.5	4.6	4.8
영업이익	21.5	10.5	-0.9	5.4	14.6	0.3	12.0	22.1	36.4	49.0	66.3
% YoY	-0.4%	-35.7%	적전	흑전	-32.0%	-97.5%	흑전	312.8%	-34.9%	34.7%	35.2%
영업이익률(%)	11.2%	7.6%	-1.0%	4.1%	9.9%	0.3%	6.7%	10.1%	6.6%	7.7%	8.7%
법인세차감전순이익	27.2	13.2	-4.1	-8.1	19.8	2.8	9.2	14.2	28.2	46.0	60.2
법인세비용	7.0	5.0	2.1	-19.4	4.9	0.7	2.3	3.6	-5.3	11.5	15.1
당기순이익	20.2	8.2	-6.1	11.3	14.8	2.1	6.9	10.7	33.5	34.5	45.2
당기순이익률(%)	10.5%	5.9%	-6.8%	8.6%	10.1%	2.2%	3.8%	4.9%	6.1%	5.4%	5.9%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	698.0	753.2	550.1	640.1	765.2
매출액증가율(%)	43.3	7.9	-27.0	16.4	19.5
매출원가	597.9	665.3	482.1	558.3	665.0
매출총이익	100.0	87.9	68.0	81.8	100.2
판매관리비	34.8	32.0	31.6	32.8	33.9
영업이익	65.2	55.9	36.4	49.0	66.3
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.6	7.7	8.7
금융손익	2.2	-2.6	12.0	11.8	11.6
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.9	-16.1	-20.2	-14.8	-17.6
세전계속사업이익	58.6	37.2	28.2	46.0	60.2
법인세비용	8.1	7.1	-5.3	11.5	15.1
당기순이익	50.6	30.1	33.5	34.5	45.2
지배주주지분 순이익	50.6	30.1	33.5	34.5	45.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-62.9	44.7	199.5	189.7	239.7
당기순이익(손실)	50.6	30.1	33.5	34.5	45.2
유형자산상각비	3.3	3.0	2.9	2.7	2.5
무형자산상각비	150.0	183.1	150.8	157.2	200.1
운전자본의 증감	-279.6	-179.0	10.9	-4.8	-6.7
투자활동 현금흐름	-43.4	-0.8	-157.3	-167.7	-172.6
유형자산의증가(CAPEX)	-4.5	-2.9	-3.0	-2.0	-1.8
투자자산의감소(증가)	90.7	-24.9	4.3	-1.9	-2.6
재무활동 현금흐름	165.3	-8.9	-42.5	-33.4	-16.1
차입금의 증감	171.6	-1.0	-34.5	-27.0	-10.6
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	59.1	34.7	-0.2	-11.3	51.0
기초현금	64.6	123.7	158.4	158.1	146.8
기말현금	123.7	158.4	158.1	146.8	197.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	400.1	404.5	338.7	356.5	447.8
현금및현금성자산	123.7	158.4	158.1	146.8	197.8
매출채권	141.7	149.1	108.9	126.7	151.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	690.5	687.7	697.8	711.9	688.8
유형자산	10.9	12.4	12.5	11.8	11.2
무형자산	377.8	358.9	373.1	386.0	360.9
투자자산	150.1	175.0	170.8	172.6	175.3
자산총계	1,090.7	1,092.2	1,036.5	1,068.3	1,136.6
유동부채	416.3	368.0	280.6	277.1	299.1
매입채무	16.2	11.1	8.1	9.5	11.3
단기차입금	170.0	170.0	136.0	108.8	97.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	16.5	14.6	15.5	16.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	429.9	384.5	295.2	292.5	315.7
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타포괄이익누계액	-39.8	-22.4	-22.4	-22.4	-22.4
이익잉여금	212.6	242.0	275.5	310.1	355.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	741.3	775.8	821.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	23,250	25,056	18,300	21,295	25,456
EPS(지배주주)	1,684	1,001	1,114	1,149	1,503
CFPS	7,544	8,185	6,101	6,856	8,698
EBITDAPS	7,279	8,051	6,323	6,948	8,944
BPS	21,982	23,546	24,661	25,809	27,312
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	51.1	51.5	33.6	36.7	28.0
PCR	11.4	6.3	6.1	6.1	4.8
PSR	3.7	2.1	2.0	2.0	1.7
PBR	3.9	2.2	1.5	1.6	1.5
EBITDA(십억원)	218.5	242.0	190.1	208.9	268.8
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.8	5.9	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.4	4.6	4.6	5.7
EBITDA 이익률	31.3	32.1	34.5	32.6	35.1
부채비율	65.1	54.3	39.8	37.7	38.4
금융비용부담률	0.7	1.2	1.4	1.0	0.7
이자보상배율(x)	13.2	6.4	4.6	7.6	12.0
매출채권회전율(x)	5.3	5.2	4.3	5.4	5.5
재고자산회전율(x)					

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.10	기업브리프	Buy	105,000	정지수	-29.5	-22.5	
2023.04.18	기업브리프	Buy	100,000	정지수	-38.5	-29.4	
2023.07.18	기업브리프	Buy	90,000	정지수	-43.3	-40.1	
2023.10.11	기업브리프	Buy	81,000	정지수	-36.0	-29.3	
2024.01.17	기업브리프	Buy	73,000	정지수	-36.2	-35.0	
2024.02.08	기업브리프	Buy	68,000	정지수	-37.2	-29.7	
2024.08.09	기업브리프	Buy	61,000	정지수	-40.3	-37.0	
2024.10.17	기업브리프	Buy	54,000	정지수	-	-	