

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

리바운드 준비 완료

4분기 영업이익 컨센서스 상회. 신작 선판매로 판매 효율 개선된 효과. 수익성 개선, 판매량 증대, 제작비 절감에 따른 실적 성장 기대되는 가운데, 중국 수출 재개에 따른 수혜 가능성도 유효. Top-pick 관점 유지

Analyst 이화정
02) 768-7535, hzl.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

갈수록 더 좋아질 2025년

투자 의견 Buy 및 목표주가 62,000원으로 업종 내 Top-pick 관점 유지

P(수익성): 텐트폴(고예산) 및 일반 드라마(저예산)의 포트폴리오 믹스 최적화, 글로벌OTT 선판매 활성화를 통한 판매 효율 극대화로 수익성 강화 중

Q(판매량): 2025년 연간 판매 작품 수는 25편(+36%y-y)으로 증가할 것. tvN 수목드라마 슬롯 재개(2H25), 지상파 편성 재개 효과가 주효. 2026년에도 수목 드라마 슬롯 재개 효과(1H26) 반영될 것으로 보이는 가운데, 미국·일본향 현지화 드라마 납품까지 본격화되며 연간 판매작 수 증가 흐름 지속될 전망

C(제작비): 실비 정산 시스템 구축으로 제작비 전반을 투명화한 가운데, AI 활용 및 배우 기용 다양화를 통한 제작비 효율화 지속 중. 효율화 목표는 10~15%

중국: 수출 재개 시 구작 라이브러리 판매 중심의 업사이드 기대. 중국으로 판매 가능한 구작 IP만 200편 이상. 신작 동시방영 본격 재개까지는 시간 필요할 것

4Q24 Review: 부족한 방영회차에도 선방

4분기 연결 매출액 1,306억원(-19% y-y) 및 영업이익 54억원(흑자전환 y-y)으로 낮아진 컨센서스 상회. 4분기 신작 방영회차 46회(-35% y-y)에 그쳤으나, 신작 '정년이', '사랑은 외나무다리에서' 모두 선판매되며 판매 효율 개선된 것

1분기 주요 작품은 캡티브로 '별들에게 물어봐(텐트폴)' 및 '원경', '그놈은 흑염룡', OTT향 '탄금', '스터디 그룹'. 선판매 이루어짐에 따른 실적 선방 이어질 것

스튜디오드래곤 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P					1Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	-19.0	44.6	89.4	105.6	140.9
영업이익	-3.8	21.5	10.5	-0.9	5.4	흑전	흑전	4.5	3.7	12.4
영업이익률	-2.4	11.2	7.6	-1.0	4.1			5.1	3.5	8.8
세전이익	-25.8	27.2	13.2	-4.1	-8.1	적지	적지	3.3	-3.0	15.9
(지배)순이익	-16.7	20.2	8.2	-6.1	11.3	흑전	흑전	5.3	0.9	7.8

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 62,000원 (유지)

현재가 (25/02/12) 42,100원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2548.39 / 745.18
시가총액(보통주)	1,265.5십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('24/11/27)	49,400원
최저가('24/09/04)	34,100원
평균거래대금(60일)	5,268백만원
배당수익률(2024P)	0.00%
외국인지분율	10.5%
주요주주	
CJ ENM 외 3 인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	6.0	18.3	-11.9
상대수익률 (%p)	1.1	22.6	-2.3

	2023	2024P	2025E	2026F
매출액	753.1	550.1	612.0	671.2
증감률	7.9	-27.0	11.3	9.7
영업이익	55.9	36.4	55.0	70.0
증감률	-14.3	-34.9	51.2	27.2
영업이익률	7.4	6.6	9.0	10.4
(지배지분)순이익	30.1	33.5	42.2	56.1
EPS	1,001	1,114	1,403	1,867
증감률	-40.6	11.3	25.9	33.1
PER	51.5	38.6	30.0	22.5
PBR	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.4	6.2	5.1	4.3
ROE	4.4	4.6	5.5	6.9
부채비율	54.3	24.4	20.9	18.9
순차입금	11.6	-175.1	-206.9	-256.7

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

스튜디오드래곤은 2016년 5월 CJ ENM의 드라마 사업부가 물적 분할되어 설립된 드라마 제작사. 기획·제작 역량이 내재화된 스튜디오 모델로 IP를 직접 보유함. 넷플릭스와 2020년부터 3년간의 21편 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약을 체결했으며, 물리적 제작 역량은 연간 40편 수준. 스카이댄스와 협업해 할리우드 드라마도 제작 중. 2023년 매출 비중은 편성 23%, 판매 74%, 기타(OST, MD) 3%. 풍부한 레퍼런스 및 양질의 인재풀로 차별화

Share price drivers/Earnings Momentum

- 방송사 드라마 슬롯 재개에 따른 분기 판매 안정화
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 확대
- 중국OTT로의 동시방영 수출 재개
- 제작 효율화에 따른 비용 절감으로 마진 개선

Downside Risk

- 드라마 슬롯 재개에도 분기 판매 변동성 지속
- 글로벌OTT 오리지널 시리즈 제작 수요 감소
- 중국OTT로의 동시방영 수출 중단 지속
- 배우, 작가 인건비 지속 상승으로 산업 위축

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Netflix	39.2	32.9	14.6	11.8	38.3	38.6
Walt Disney	20.0	19.2	1.8	1.7	7.7	8.4
CJ ENM	N/A	59.9	0.4	0.4	-5.2	0.7
콘텐츠리중앙	N/A	N/A	12.1	N/A	-273.6	95.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024P	2025E	2026F
PER	51.1	51.5	38.6	30.0	22.5
PBR	3.9	2.2	1.7	1.6	1.5
PSR	3.7	2.1	2.4	2.1	1.9
ROE	7.5	4.4	4.6	5.5	6.9
ROIC	5.5	7.6	8.6	10.6	13.2

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

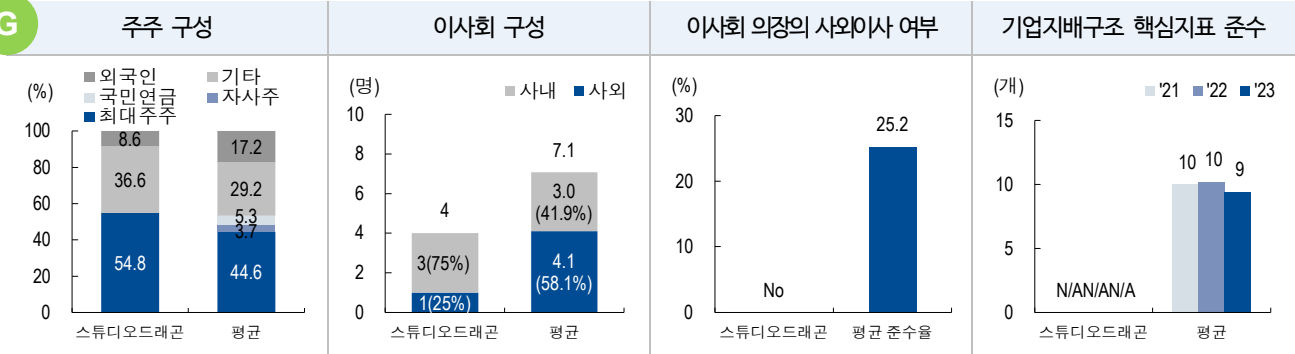
(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	-	154	287	380	469	526	487	698	753
영업이익	-	17	33	40	29	49	53	65	56
영업이익률(%)	-	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3	10.8	9.3	7.4
세전이익	-	10	30	46	33	42	52	59	37
순이익	-	8	24	36	26	30	39	51	30
지배지분순이익	-	8	24	36	26	30	39	51	30
EBITDA	-	39	74	115	146	165	152	219	242
CAPEX	-	1	0	0	1	7	2	5	3
Free Cash Flow	-	-13	-7	-29	-13	-2	-11	-67	42
EPS(원)	-	569	1,050	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001
BPS(원)	-	6,176	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546
DPS(원)	-	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	-	16	-183	-155	-101	-49	-65	46	12
ROE(%)	-	6.0	9.5	9.3	6.4	5.7	6.0	7.5	4.4
ROIC(%)	-	N/A	14.2	11.5	6.1	10.2	13.5	5.5	7.6
배당성향(%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-	12.1	-49.6	-38.7	-23.6	-8.1	-9.4	7.0	1.6

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

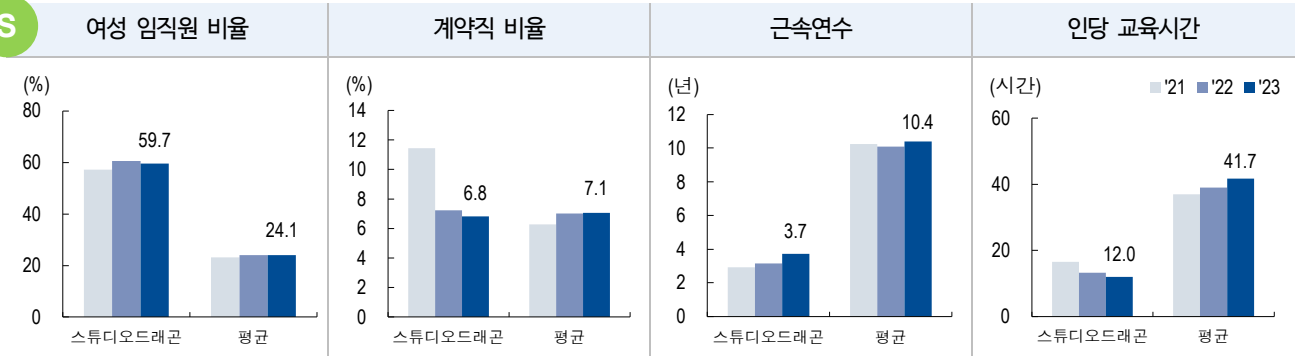


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 스튜디오드래곤, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

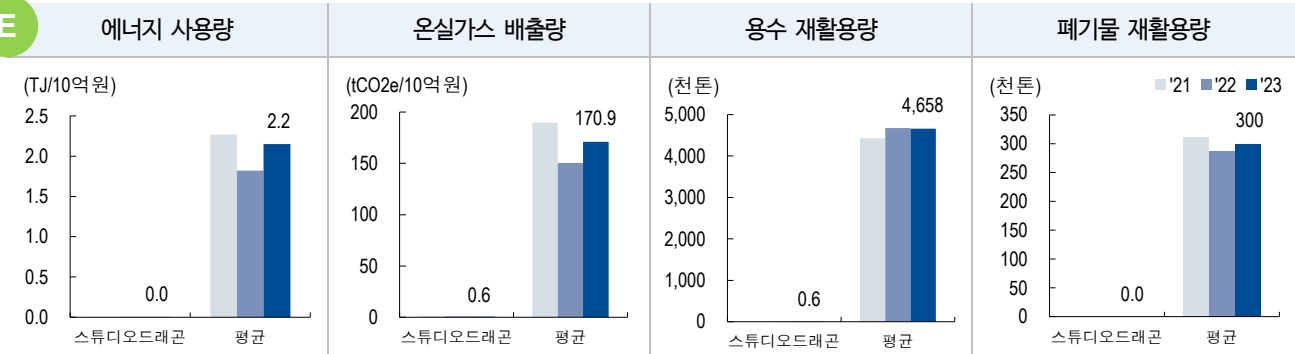
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.11	- 경상북도 문경시 폐기물 적치장에 오픈 세트장 건립해 추후 관광자원으로의 활용을 도모
	2018.9	- '주 68시간 제작 가이드라인' 발표하며 하도급 사업자와 계약 시 턴키 계약이 아닌 스태프 개별 계약을 원칙화
S	2022.4	- '소년심판', '우리들의 블루스' 등 다양한 사회 문제를 심도 있게 다룬 작품 방영
	2023.3	- 2022년 신설한 안전관리팀에서 안전한 드라마 제작 현장을 위한 안전관리 캠페인을 진행
G	2020.3	- 순이익 흑자에도 불구하고 무배당 유지 중. 주주가치 제고 관련 개선 여지가 있음
	2022.11	- 길픽처스(100% 자회사) 박민엽 대표이사를 대상으로 30억 규모 제3자배정 유상증자 진행하여 동맹 공고화

자료: 언론보도, 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

투자 의견 Buy 및 목표주가 62,000원 유지한다. 타깃 멀티플은, 글로벌 주요 전방사업자(넷플릭스, 디즈니, 아마존)들의 2025F EV/EBITDA 변동 및 멀티플 갭 확대를 고려, 8배(기존 10배)로 하향했다. 연간 실적 추정치의 경우 4분기 확인된 수익성 개선세 및 판매작 수 성장세를 감안, 기존 추정치 대비 상향했다.

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

	2025E	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치	208.2	EV/EBITDA	8.0	1665.8	전방사업자 2025E EV/EBITDA 평균 대비 할인 ^{주)} : Buyer's Market 에 가까워진 시장 상황 고려
순차입금				-206.9	
총 기업가치				1,872.7	
주당 가치				62,302	
목표주가				62,000	Upside 47.3%
총 주식수				30,058,498	

주: 할인율은 2024년 Netflix, Disney, Amazon과 스튜디오드래곤 간 멀티플 갭(80%)을 활용
자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024P	2025E	2026F
매출액	- 수정 후	753.1	550.1	612.0	671.2
	- 수정 전	-	508.9	546.4	626.3
	- 변동률	-	8.1	12.0	7.2
영업이익	- 수정 후	55.9	36.4	55.0	70.0
	- 수정 전	-	35.6	50.6	66.1
	- 변동률	-	2.3	8.8	5.9
영업이익률(수정 후)		7.4	6.6	9.0	10.4
EBITDA		242.0	181.1	208.2	234.8
(지배지분)순이익		30.1	33.5	42.2	56.1
EPS	- 수정 후	1,001	1,114	1,403	1,867
	- 수정 전	-	914	1,323	1,733
	- 변동률	-	21.9	6.1	7.8
PER		51.5	38.6	30.0	22.5
PBR		2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA		6.4	6.2	5.1	4.3
ROE		4.4	4.6	5.5	6.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망													(단위: 편, 십억원, %)			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2022	2023	2024P	2025E
매출액	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	697.9	753.1	550.1	612.0
편성	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.6	192.5	154.1	127.2	176.5
판매	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	98.3	480.2	588.9	406.5	429.9
기타	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.6	25.2	10.1	16.4	5.6
매출액 y-y	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-19.0	0.4	0.1	-0.3	0.1
매출원가	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	115.3	597.9	665.3	482.1	525.1
제작비	45.0	72.2	140.5	103.9	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	67.1	361.6	398.2	263.4	287.9
무형자산상각비	25.1	29.8	43.5	51.5	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.6	26.1	28.2	149.9	183.2	143.1	151.4
지급수수료 외	25.5	20.1	17.5	23.4	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	20.8	12.9	20.0	86.4	83.9	75.6	85.9
매출총이익	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.3	100.0	87.9	68.0	86.9
매출총이익률	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	11.7	14.3	11.7	12.4	14.2
영업이익	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	5.4	65.2	55.9	36.4	55.0
영업이익률	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	4.1	9.3	7.4	6.6	9.0
영업이익 y-y	1.4	95.7	29.9	-81.4	19.3	-39.8	15.4	적전	-0.4	-35.7	적전	흑전	24.0	-14.3	-34.9	51.2
(지배)순이익	15.6	25.6	17.8	-8.5	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	11.3	50.6	30.1	33.5	42.2
(지배)순이익률	12.9	16.2	7.8	-4.4	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	-6.8	8.6	7.2	4.0	6.1	6.9

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12P	2025/12E	2026/12F
매출액	753.1	550.1	612.0	671.2
증감률 (%)	7.9	-27.0	11.3	9.7
매출원가	665.3	482.1	525.1	568.7
매출총이익	87.9	68.0	86.9	102.5
Gross 마진 (%)	11.7	12.4	14.2	15.3
판매비와 일반관리비	32.0	31.6	31.9	32.5
영업이익	55.9	36.4	55.0	70.0
증감률 (%)	-14.3	-34.9	51.2	27.2
OP 마진 (%)	7.4	6.6	9.0	10.4
EBITDA	242.0	181.1	208.2	234.8
영업외손익	-18.7	-8.2	-0.2	2.9
금융수익(비용)	-2.6	12.0	9.8	10.9
기타영업외손익	-16.1	-20.2	-10.0	-8.0
종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.2	28.2	54.8	72.9
법인세비용	7.1	-5.3	12.6	16.8
계속사업이익	30.1	33.5	42.2	56.1
당기순이익	30.1	33.5	42.2	56.1
증감률 (%)	-40.5	11.3	25.9	33.1
Net 마진 (%)	4.0	6.1	6.9	8.4
지배주주지분 순이익	30.1	33.5	42.2	56.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	16.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	46.9	33.5	42.2	56.1

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12P	2025/12E	2026/12F
PER(배)	51.5	38.6	30.0	22.5
PBR(배)	2.2	1.7	1.6	1.5
PCR(배)	6.3	7.6	6.3	5.5
PSR(배)	2.1	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	6.4	6.2	5.1	4.3
EV/EBIT(배)	27.9	30.7	19.2	14.4
EPS(배)	1,001	1,114	1,403	1,867
BPS(배)	23,546	24,661	26,063	27,931
SPS(배)	25,056	18,300	20,362	22,331
자기자본이익률(ROE, %)	4.4	4.6	5.5	6.9
총자산이익률(ROA, %)	2.8	3.3	4.5	5.8
투자자본이익률(ROIC, %)	7.6	8.6	10.6	13.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	1.6	-23.6	-26.4	-30.6
총부채/자기자본(%)	54.3	24.4	20.9	18.9
이자발생부채	182	14	12	13
유동비율(%)	109.9	234.0	286.1	336.0
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	51,500	43,050	42,100	42,100
시가총액(십억원)	1,548	1,294	1,265	1,265

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12P	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	158.4	176.6	206.9	256.7
매출채권	149.1	101.4	108.5	113.9
유동자산	404.5	384.8	422.1	477.4
유형자산	12.4	14.8	16.0	16.1
투자자산	175.0	151.3	151.3	151.3
비유동자산	687.7	537.4	525.0	520.9
자산총계	1,092.2	922.1	947.1	998.3
단기성부채	172.0	3.9	2.2	3.2
매입채무	11.1	8.9	8.9	9.3
유동부채	368.0	164.4	147.6	142.1
장기성부채	9.7	10.2	10.2	10.2
장기충당부채	2.0	1.4	1.3	1.9
비유동부채	16.5	16.5	16.1	16.7
부채총계	384.5	180.9	163.7	158.8
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4
이익잉여금	242.0	275.5	317.7	373.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	707.8	741.3	783.4	839.6

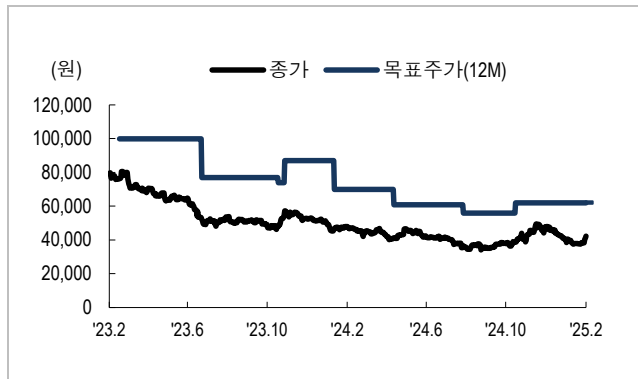
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12P	2025/12E	2026/12F
영업활동 현금흐름	44.7	177.9	165.3	200.8
당기순이익	30.1	33.5	42.2	56.1
+ 유/무형자산상각비	186.1	144.7	153.2	164.8
+ 종속, 관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.7	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	246.0	170.6	200.5	228.9
- 운전자본의증가(감소)	-179.0	2.0	-22.6	-11.3
투자활동 현금흐름	-0.7	12.3	-133.3	-151.9
+ 유형자산 감소	0.0	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2.9	-5.0	-4.0	-3.0
+ 투자자산의매각(취득)	-25.3	23.8	0.0	0.0
Free Cash Flow	41.9	172.9	161.3	197.8
Net Cash Flow	44.0	190.2	32.0	48.9
재무활동현금흐름	-8.9	-172.0	-1.7	1.0
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-8.9	-172.0	-1.7	1.0
현금의증가	34.7	18.2	30.3	49.8
기말현금 및 현금성자산	158.4	176.6	206.9	256.7
기말 순부채(순현금)	11.6	-175.1	-206.9	-256.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.10.29	Buy	62,000원(12개월)	-	-
2024.08.09	Buy	56,000원(12개월)	-34.7%	-30.6%
2024.04.24	Buy	61,000원(12개월)	-31.8%	-23.9%
2024.01.24	Buy	70,000원(12개월)	-35.7%	-31.7%
2024.01.23	Buy	87,000원(12개월)	-39.8%	-34.1%
2023.10.31	Buy	74,000원(12개월)	-30.5%	-26.1%
2023.07.05	Buy	77,000원(12개월)	-34.5%	-30.0%
2022.07.14	Buy	100,000원(12개월)	-32.9%	-19.4%

스튜디오드래곤 (253450.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 12월 31일 기준)

투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.5%	14.5%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '스튜디오드래곤'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.