

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

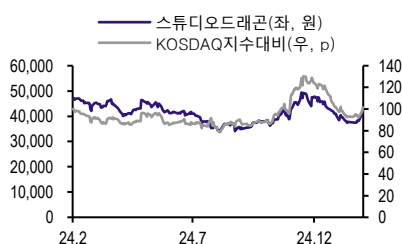
라인업 회복과 비용 효율화

목표주가	55,000원(유지)			
현재주가(02/12)	42,100원			
상승여력	30.6%			
시가총액	12,655억원			
발행주식수	30,058천주			
52주 최고가 / 최저가	49,400 / 34,100원			
3개월 일평균거래대금	53억원			
외국인 지분율	10.5%			
주요주주				
CJ ENM (외 4인)	54.8%			
네이버 (외 1인)	6.3%			
김영규 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	6.0	18.3	-11.9
상대수익률 (KOSDAQ)	0.9	1.2	21.8	-2.1

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,979	7,531	5,501	6,709
영업이익	652	559	364	531
EBITDA	2,185	2,420	1,928	1,906
지배주주순이익	506	301	335	493
EPS	1,682	1,001	1,116	1,639
순차입금	590	233	-1,507	-1,956
PER	51.1	51.5	37.7	25.7
PBR	3.9	2.2	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.8	5.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	7.5	4.4	4.6	6.4
컨센서스 영업이익	-	-	348	590
컨센서스 EPS	-	-	742	1,530

주가추이



방송회차 축소에도 비교적 선방한 4분기

스튜디오드래곤의 4분기 매출액은 1,306억원(-19.0% YoY), 영업이익 54억원(흑전 YoY)을 기록. 방영회차가 46회로 약 35% 가량 축소(전년 동기 71회차)되었음에도 불구하고, <정년이>, <사랑은 외니무다리에서> 등 작품의 OTT 선판매 효과와 실비정산 등을 통한 제작비용 효율화 등으로 비교적 선방한 실적을 기록

25년 라인업 재구축과 콘텐츠의 질적 성장

25년 동사의 전략 방향은 다음과 같이 요약됨. 1) 채널 다각화(Captive 수목드라마 슬롯 재오픈, KBS와의 MOU 체결 등에 따른 지상파 추가편성, 글로벌 OTT 오리지널 다각화 등)를 기반으로 한 라인업 재구축으로 총 25개 이상의 작품을 공급할 예정, 2) 본질적인 콘텐츠의 질적 성장을 통한 Hit-Ratio 강화 및 제작 프로세스의 고도화, 3) 기획, 개발, 공동제작, IP 활용 등 글로벌 프로젝트 확장, 4) 숏폼 드라마, AI 등 신규 매출원 발굴과 OST, 커머스 연계 등 드라마 콘텐츠 사업화 시도

이러한 전략들을 기반으로, 신작 선판매 비중 확대, 실비정산 확대 등을 통한 비용 효율화 등 수익성 개선을 위한 움직임 또한 더욱 강화될 것으로 전망. 여전히 전방 매체들의 영업 환경은 우호적이지만은 않으나, 4분기 ENM의 TV광고 매출 턴어라운드(+16.6% YoY)에서 확인할 수 있듯이, 광고 판매의 점진적인 회복세 또한 기대해 볼만한 포인트

25년 주요 라인업은 <스터디그룹>, <그놈은 흑염룡>, <알미운 사랑>, <태풍상사>, <다 이루어질지니>, <자백의 대가>, <탄금>, <조각도시> 등으로 장르와 채널의 다양성은 더욱 풍부해질 것으로 전망

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원 유지

콘텐츠 제작 역량과 No.1 스튜디오로서의 경쟁력은 이미 입증. 보다 본질적인 수익성 관리를 통해 이익으로 증명해야 하는 시점. 25년 리바운딩 전략의 성공적인 이행을 기대. 투자의견 BUY와 목표주가 55,000원 유지

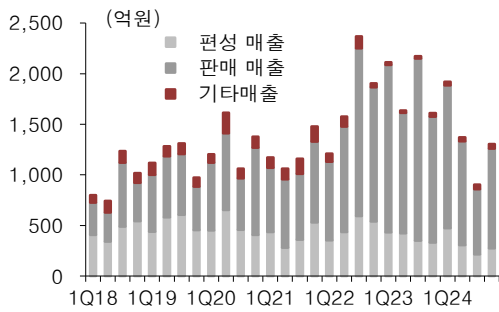
표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,921	1,371	903	1,306	1,480	1,677	1,797	1,755	7,531	5,501	6,709
- 편성	473	307	216	276	364	480	576	410	1,541	1,272	1,830
- 판매	1,413	1,025	644	983	1,075	1,085	1,160	1,224	5,889	4,065	4,545
- 기타	35	39	43	46	41	112	61	120	101	164	333
영업이익	215	105	-9	54	126	125	138	142	559	364	531
영업이익률	11.2%	7.6%	-1.0%	4.1%	8.5%	7.5%	7.7%	8.1%	7.4%	6.6%	7.9%
세전이익	272	132	-41	-81	198	167	201	91	372	282	657
세전이익률	14.2%	9.6%	-4.5%	-6.2%	13.4%	9.9%	11.2%	5.2%	4.9%	5.1%	9.8%
순이익	202	82	-61	113	148	125	151	68	301	335	493
순이익률	10.5%	5.9%	-6.8%	8.7%	10.0%	7.5%	8.4%	3.9%	4.0%	6.1%	7.3%

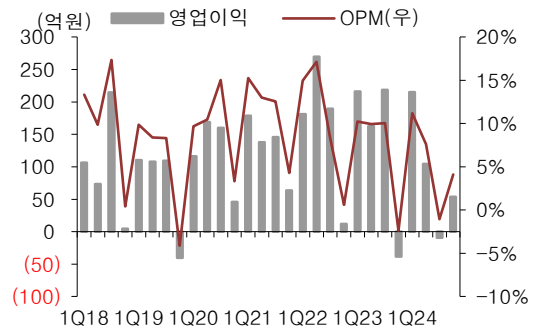
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



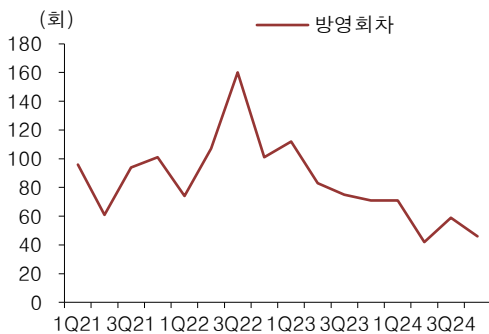
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오드래곤 영업이익 추이



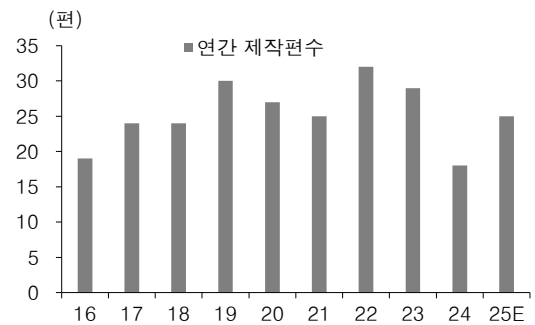
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 분기별 방영회차



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 드라마 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
세작, 매혹된 자들	김선덕	조남국	조정석, 신세경	TVN, TVING, NETFLIX
내 남편과 결혼해줘	신유담	박원국	박민영, 나인우	Amazon, TVING
웨딩 임파서블	박슬기, 오혜원	권영일	전종서, 문상민	TVN, TVING
눈물의 여왕	박지은	장영우, 김희원	김수현, 김지원	TVING, NETFLIX
돌풍	박경수	김용완	설경구, 김희애	NETFLIX
하이라키	추혜미	배현진	노정의, 이채민	NETFLIX
졸업	박경화	안판석	정려원, 위하준	TVN, TVING
플레이어 2	박상문, 최슬기	소재현	송승헌, 오연서	TVN, TVING
감사합니다	최민호	권영일	신하균, 이정하	TVN, TVING
엄마친구아들	신하은	유제원	정해인, 정소민	TVN, TVING, NETFLIX
나의 해리에게	한가람	정지현, 허석원	신혜선, 이진욱	ENA
경성크리처 2	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX
우연일까?	남지은	송현욱	김소현, 채종협	TVN, TVING
별들에게 물어봐	서숙향	박신우	이민호, 공효진	TVN
원경	이영미	김상호	차주영, 이현욱	TVN, TVING
스터디그룹	엄선호, 오보현	이장훈, 유범상	황민현, 한지은	TVING
그놈은 흑염룡	김수연	이수현	문가영, 최현욱	TVN, TVING
미지의 서울	이강	박신우	박보영, 박진영	TVN, TVING, NETFLIX
탄금	김지안	김홍선	이재욱, 조보아	NETFLIX
태풍상사	장현	이니정	이준호, 김민하	TVN, TVING
알미운 사랑	정여량	김가람	이정재, 임지연	TVN, TVING
친애하는X	최자원	이응복, 박소현	김유정, 김영대	TVING
자백의 대가	권종관	이정효	전도연, 김고은	NETFLIX
다 이루어질지니	김은숙	안길호, 이병헌	김우빈, 수지	NETFLIX
조각도시	오상호	박신우, 김창주	지창욱, 도경수	Diseny+

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,979	7,531	5,501	6,709	7,454
증가율 (Y-Y,%)	43.3	7.9	(27.0)	22.0	11.1
영업이익	652	559	364	531	648
증가율 (Y-Y,%)	24.0	(14.3)	(34.9)	45.9	22.1
EBITDA	2,185	2,420	1,928	1,906	2,077
영업외손익	(66)	(187)	(82)	126	129
순이자수익	(19)	(29)	15	60	62
외화관련손익	79	16	(1)	(4)	(4)
지분법손익	1	1	0	0	0
세전계속사업손익	586	372	282	657	777
당기순이익	506	301	335	493	583
지배기업당기순이익	506	301	335	493	583
증가율 (Y-Y,%)	29.5	(40.5)	11.5	46.8	18.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.2	12.7	4.1	(1.3)	(0.3)
영업이익증가율(3Yr)	31.5	4.4	(11.5)	(6.6)	5.1
EBITDA증가율(3Yr)	14.5	13.5	8.3	(4.5)	(5.0)
순이익증가율(3Yr)	24.2	0.5	(4.9)	(0.9)	24.7
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.6	7.9	8.7
EBITDA마진(%)	31.3	32.1	35.0	28.4	27.9
순이익률(%)	7.2	4.0	6.1	7.3	7.8
NOPLAT	563	452	264	398	486
(+) Dep	1,533	1,861	1,564	1,375	1,429
(-) 운전자본투자	454	166	35	286	94
(-) Capex	45	29	16	25	28
OpFCF	1,597	2,118	1,776	1,462	1,793

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,001	4,045	4,225	5,474	5,885
현금성자산	1,237	1,584	1,606	2,218	2,389
매출채권	1,417	1,491	1,751	2,353	2,556
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,905	6,877	5,466	5,228	5,543
투자자산	3,018	3,164	2,748	2,859	2,975
유형자산	109	124	119	113	110
무형자산	3,778	3,589	2,599	2,256	2,458
자산총계	10,907	10,922	9,691	10,702	11,428
유동부채	4,163	3,680	2,113	2,642	2,797
매입채무	870	711	958	1,287	1,398
유동성이자부채	1,734	1,720	31	209	218
비유동부채	137	165	163	152	141
비유동이자부채	93	97	68	53	39
부채총계	4,299	3,845	2,276	2,794	2,938
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	2,126	2,420	2,756	3,248	3,831
자본조정	(402)	(227)	(225)	(225)	(225)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6,607	7,078	7,415	7,907	8,490
투하자본	5,696	5,595	4,585	4,575	4,925
순차입금	590	233	(1,507)	(1,956)	(2,133)
ROA	5.1	2.8	3.3	4.8	5.3
ROE	7.5	4.4	4.6	6.4	7.1
ROIC	11.7	8.0	5.2	8.7	10.2

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,682	1,001	1,116	1,639	1,939
BPS	21,982	23,546	24,668	26,306	28,246
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	51.1	51.5	37.7	25.7	21.7
PBR	3.9	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	12.1	6.5	5.8	5.6	5.1
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	11.4	6.3	5.5	6.8	6.3
PSR	3.7	2.1	2.3	1.9	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	65.1	54.3	30.7	35.3	34.6
Net debt/Equity	8.9	3.3	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	27.0	9.6	n/a	n/a	n/a
유동비율	96.1	109.9	200.0	207.2	210.4
이자보상배율	35.0	19.4	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	1.2	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	57.2	54.1	51.3	47.4	47.9
현금+투자자산(%)	42.8	45.9	48.7	52.6	52.1
자본구조					
차입금(%)	21.7	20.4	1.3	3.2	2.9
자기자본(%)	78.3	79.6	98.7	96.8	97.1

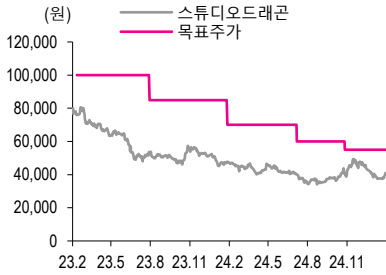
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(629)	447	1,773	1,586	1,922
당기순이익	506	301	335	493	583
자산상각비	1,533	1,861	1,564	1,375	1,429
운전자본증감	(2,796)	(1,790)	(404)	(286)	(94)
매출채권감소(증가)	(352)	146	(246)	(602)	(203)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	117	(184)	232	329	111
투자현금	(434)	(7)	(143)	(1,142)	(1,750)
단기투자자산감소	11	30	(8)	(5)	(6)
장기투자증권감소	(127)	0	69	(53)	(55)
설비투자	(45)	(29)	(16)	(25)	(28)
유무형자산감소	(19)	2	(211)	(1,000)	(1,600)
재무현금	1,653	(89)	(1,747)	163	(6)
차입금증가	1,675	(13)	(1,700)	163	(6)
자본증가	30	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	591	347	(113)	606	166
총현금흐름(Gross CF)	2,265	2,460	2,311	1,871	2,015
(-) 운전자본증가(감소)	454	166	35	286	94
(-) 설비투자	45	29	16	25	28
(+) 자산매각	(19)	2	(211)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	1,747	2,268	2,049	560	293
(-) 기타투자	127	0	(69)	53	55
잉여현금	1,620	2,268	2,118	507	238

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2023-02-23	Buy	100,000	(36.5)	(19.4)
2023-08-11	Buy	85,000	(40.1)	(32.6)
2024-02-08	Buy	70,000	(38.0)	(31.7)
2024-07-19	Buy	60,000	(37.8)	(27.0)
2024-11-08	Buy	55,000	(21.7)	(10.2)
2025-02-13	Buy	55,000		

투자이건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 12월 31일 기준)

Buy (98.3%)	Hold (1.7%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앤티체

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286