

스튜디오드래곤 (253450)

중국 베타가 가장 큰 업체

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	50,000 원 (유지)
✓ 상승여력	8.0%	✓ 현재주가 (3월 17일)	46,300 원

신한생각 중국만 개방된다면, 실적 탄력성은 가장 높을 듯

중국 개방만 현실화 된다면 관련 실적 베타가 가장 높고 확실해 반드시 가져가야 할 미디어 종목. 향후 뉴스플로우 점검하며 투자 의견 변경할 예정

판도 변화 <<< 강력한 한방은 '중국'

타사-넷플릭스와의 계약은 동사에게 연쇄적 피해 불가피. ① 피해주인 CJ ENM으로부터 시가총액 압박 존재, ② 리콥을 개선 여력 저하 때문

제작비 부담, 부정적 산업 판도의 흐름을 한 번에 뒤엎을 수 있는 요소는 '중국'. 이익 레버리지는 가장 강력할 전망. 투입되는 제작비는 동일한데, 순수 판매처만 확장돼 판매 리콥을 개선에 따른 증익이 매우 크기 때문

중국 개방 시 추가될 수 있는 최대 리콥비율은 약 10%p 추정. 현재 베이스 가정 대비 1%p 상승 시 매출액 1%, 손익 10% 증가. (사심 가득) 최대 10%p 상향 시 매출액 9%, 손익 99% 급증. 합리적인 장기 가정(편수 30편, 리콥율 5%p ↑) 시 매출액 9,032억, 손익 1,242억원까지 추정 가능

2025년 전망: Q↑, C↓ 개선세 유지

경영계획을 통해 ① 제작편수는 21~24년 25편 ⇒ 33편 ⇒ 30편 ⇒ 18편 저점 후 25년은 25편(캡티브 수목 3편+지상파 2편+해외 2편), ② 고강도 제작비 효율화, ③ 적극적인 IP 부가사업 추진 발표. 실적 구성인 P(리콥율), C(제작비), Q(제작편수) 중 판도 변화로 예상 대비 P 개선 여력이 저하된 점은 아쉽지만, 자명한 C 하락, Q 확대 흐름은 계속될 것임을 확인

Valuation & Risk: 중국 개방 시 실적/멀티플 ↑

중국만 개방된다면, OP 기준 최상의 시나리오에서는 두 배 증익, 단기적으로는 800억원 거뜬. 중국 베타가 가장 큰 업체로 향후 투자 의견 조정 예정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	697.9	65.2	50.6	51.1	7.5	3.9	12.1	-
2023	753.1	55.9	30.1	51.5	4.4	2.2	6.5	-
2024P	550.1	36.4	33.6	38.5	4.6	1.7	6.1	-
2025F	694.4	60.4	48.7	28.7	6.4	1.8	7.2	-
2026F	730.8	77.0	63.2	22.2	7.7	1.6	6.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[미디어]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	1,391.7 십억원
발행주식수(유동비율)	30.1 백만주 (45.2%)
52주 최고가/최저가	51,400 원/34,100 원
일평균 거래액 (60일)	7,931 백만원
외국인 지분율	11.4%

주요주주 (%)	
CJENM 외 3인	54.8
네이버	6.3

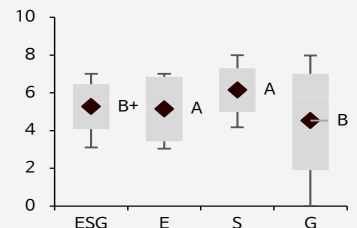
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	15.6	0.8	3.1	8.7
상대	19.5	(5.9)	22.1	0.4

주가

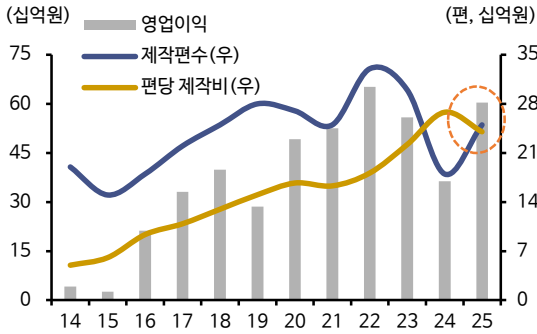


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

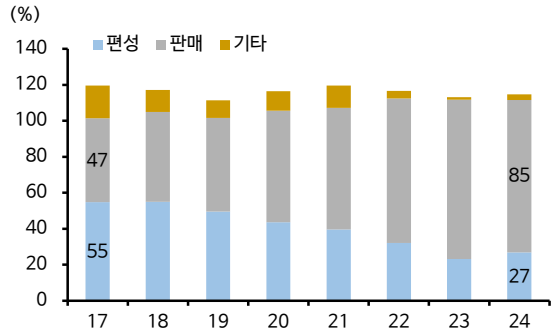


스튜디오드래곤 Q, C, OP



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	550.1	694.4
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(27.0)	26.2
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	127.2	159.0
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(17.4)	25.0
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	23.1	22.9
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	406.5	507.1
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(31.0)	24.8
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	73.9	73.0
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	16.4	28.2
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	61.4	72.5
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	3.0	4.1
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	36.4	60.4
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	(34.9)	66.1
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	6.6	8.7
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	33.6	48.7
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	11.2	45.3
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	6.1	7.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 개선에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	-2%p	-1%p	베이스	+1%p	+2%p	+3%p	+4%p	+5%p	+10%p
매출액	682.4	688.4	694.4	700.4	706.4	712.4	718.4	724.4	754.4
편성	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0
판매	495.1	501.1	507.1	513.2	519.2	525.2	531.2	537.2	567.2
기타	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2
매출원가	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2
매출원가율	88.0	87.2	86.4	85.7	85.0	84.2	83.5	82.9	79.6
제작편수	25	25	25	25	25	25	25	25	25
편당 제작비	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
리튬비율	113.7	114.7	115.7	116.7	117.7	118.7	119.7	120.7	125.7
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	82.5	83.5	84.5	85.5	86.5	87.5	88.5	89.5	94.5
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	48.4	54.4	60.4	66.4	72.4	78.4	84.4	90.4	120.5
영업이익률	7.1	7.9	8.7	9.5	10.3	11.0	11.8	12.5	16.0
매출액 증감률	(1.7)	(0.9)	0.0	0.9	1.7	2.6	3.5	4.3	8.6
영업이익 증감률	(19.9)	(9.9)	0.0	9.9	19.9	29.8	39.7	49.7	99.3
OPM 개선율(%p)	(1.6)	(0.8)	0.0	0.8	1.6	2.3	3.1	3.8	7.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작편수 증가에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	22편	25편	26편	27편	28편	29편	30편	35편	40편
매출액	662.3	727.4	782.8	812.9	843.0	873.1	903.2	1,053.7	1,204.2
편성	144.8	159.0	171.1	177.7	184.3	190.9	197.5	230.4	263.3
판매	491.8	540.2	581.3	603.6	626.0	648.3	670.7	782.5	894.2
기타	25.7	28.2	30.4	31.5	32.7	33.9	35.0	40.9	46.7
매출원가	546.5	600.2	645.8	670.7	695.5	720.4	745.2	869.4	993.6
매출원가율	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
제작편수	22	25	26	27	28	29	30	35	40
편당 제작비	24.8	24.0	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8
리튬비율	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	82.1	93.4	103.1	108.4	113.7	118.9	124.2	150.5	176.9
영업이익률	12.4	12.8	13.2	13.3	13.5	13.6	13.8	14.3	14.7
매출액 증감률	(8.9)	0.0	7.6	11.7	15.9	20.0	24.2	44.9	65.6
영업이익 증감률	(12.2)	0.0	10.4	16.0	21.6	27.3	32.9	61.1	89.3
OPM 개선율(%p)	(0.5)	0.0	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9	1.4	1.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 4Q24P Review

(십억원, %)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	44.6	(19.0)	105.6	23.7
영업손익	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	5.4	흑전	흑전	3.7	46.2
지배순손익	(16.7)	20.2	8.2	(6.1)	11.3	흑전	흑전	0.9	1,138.2
OPM	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	4.1			3.5	0.6
NPM	(10.4)	10.5	5.9	(6.8)	8.6			0.9	7.8

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6
(%YoY)	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(16.1)	(58.5)	(19.0)
편성	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.6
(%YoY)	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)	9.5	(27.7)	(38.4)	(17.2)
(%sales)	28.3	20.4	26.0	16.1	20.7	24.6	22.4	23.9	21.2
판매	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	98.3
(%YoY)	66.4	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(13.8)	(64.2)	(20.9)
(%sales)	69.7	78.5	72.7	82.8	77.2	73.6	74.7	71.3	75.3
기타	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.6
(%YoY)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)	50.7	86.6	85.8	36.4
(%sales)	1.9	1.1	1.3	1.1	2.1	1.8	2.9	4.8	3.5
매출원가	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	115.3
(%YoY)	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)	(9.4)	(14.7)	(55.2)	(26.4)
(%sales)	93.9	85.4	85.4	86.8	97.3	85.1	86.8	93.5	88.3
매출총이익	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.3
(%YoY)	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)	(7.0)	(24.2)	(79.5)	253.4
(%GPM)	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	11.7
영업손익	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	5.4
(%YoY)	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	적전	(0.4)	(35.6)	적전	흑전
(%OPM)	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	4.1
순이익	(8.5)	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	8.2	(6.1)	11.3
(%YoY)	적지	17.8	(60.2)	1.9	흑전	9.8	(19.9)	적전	흑전
(%NPM)	(4.4)	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	5.9	(6.8)	8.6

자료: QuantiWise, 신한투자증권

2025년 스튜디오드래곤 경영전략

채널다각화기반 라인업 재구축

- 총 라인업 25작품 이상
- tvN 수목라인업 재개: +3작품
- 지상파 편성: +2작품
- 글로벌 OTT 오리지널 다각화: +2작품

Quantity

Quality

콘텐츠 질적 성장을 통한 Hit-Ratio 강화

- PD 연출 등 내부 크리에이터 육성
- 외부 S/A급 크리에이터 바이딩 확대
- 비딩, 제작비 DB 활용 등 제작 프로세스 고도화

글로벌 프로젝트 확장

- 기획·개발작품: 美 20작품+, 日 5작품+
- 美, 박지은 등 S급 크리에이터 작품 준비
- 日, 국내 고화제 IP 현지화 및 IP 사업 확대

Global

Momentum

신규사업 가속 및 신규 매출원 발굴

- 신인 배우 발굴 및 IP 부가사업 영역 확장
- OST, 커머스 등 드라마 내 콘텐츠 사업화
- 숏폼 드라마, AI 등 신규 영역 검토

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025년 스튜디오드래곤 드라마 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: 이정효 · 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: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,090.7	1,092.2	925.5	987.6	1,060.8
유동자산	400.1	404.5	393.9	454.2	525.3
현금및현금성자산	123.7	158.4	178.1	192.2	249.8
매출채권	141.7	149.1	101.1	134.0	141.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	690.5	687.7	531.2	533.1	535.1
유형자산	10.9	12.4	11.6	13.4	14.4
무형자산	377.8	358.9	204.1	200.1	200.0
투자자산	150.1	175.0	164.7	168.7	169.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
부채총계	429.9	384.5	185.9	199.2	209.3
유동부채	416.3	368.0	169.4	180.1	189.4
단기차입금	170.0	170.0	1.5	1.5	1.5
매입채무	16.2	11.1	5.0	6.3	6.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	16.5	16.4	19.1	19.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	9.3	9.7	6.2	6.2	6.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	739.6	788.3	851.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타자본	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(39.8)	(22.3)	(23.4)	(23.4)	(23.4)
이익잉여금	212.6	242.0	274.8	323.5	386.7
지배주주지분	660.7	707.8	739.6	788.3	851.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	182.7	181.7	9.5	10.0	10.1
*순차입금(순현금)	54.1	20.3	(171.7)	(185.2)	(242.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(62.9)	44.7	174.6	117.8	161.5
당기순이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
유형자산상각비	3.3	3.0	5.8	7.2	8.0
무형자산상각비	150.0	183.1	143.0	100.0	100.0
외환환산손실(이익)	4.0	1.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(279.6)	(179.0)	(16.1)	(33.3)	(3.7)
(법인세납부)	(9.8)	(22.3)	(6.0)	(15.6)	(20.2)
기타	18.8	28.2	14.3	10.8	14.2
투자활동으로인한현금흐름	(43.4)	(0.7)	10.5	(103.7)	(103.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(4.5)	(2.9)	(5.0)	(9.0)	(9.0)
유형자산의감소	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.5)	0.2	11.9	(96.0)	(100.0)
투자자산의감소(증가)	(11.9)	3.0	10.8	(4.0)	(1.0)
기타	(25.1)	(1.0)	(7.2)	5.3	6.5
FCF	159.2	209.9	187.4	108.0	153.1
재무활동으로인한현금흐름	165.3	(8.9)	(174.8)	0.0	(0.4)
차입금의증가(감소)	169.2	0.0	(172.2)	0.5	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.9)	(8.9)	(2.6)	(0.5)	(0.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	9.4	(0.0)	(0.0)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	59.1	34.7	19.8	14.0	57.6
기초현금	64.6	123.7	158.4	178.1	192.2
기말현금	123.7	158.4	178.1	192.2	249.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	697.9	753.1	550.1	694.4	730.8
증감률 (%)	43.3	7.9	(27.0)	26.2	5.2
매출원가	597.9	665.3	482.1	600.2	618.2
매출총이익	100.0	87.9	68.0	94.2	112.5
매출총이익률 (%)	14.3	11.7	12.4	13.6	15.4
판매관리비	34.8	32.0	31.6	33.8	35.5
영업이익	65.2	55.9	36.4	60.4	77.0
증감률 (%)	24.0	(14.3)	(34.9)	66.1	27.5
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.6	8.7	10.5
영업외손익	(6.6)	(18.7)	(8.1)	3.8	6.3
금융손익	2.2	(2.6)	12.0	13.6	14.1
기타영업외손익	(8.9)	(16.1)	(20.2)	(9.9)	(7.9)
중속 및 관계기업관련손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	58.6	37.2	28.3	64.3	83.3
법인세비용	8.1	7.1	(5.3)	15.6	20.2
계속사업이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
증감률 (%)	29.5	(40.5)	11.6	45.1	29.6
순이익률 (%)	7.2	4.0	6.1	7.0	8.6
(지배주주)당기순이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(26.2)	46.9	32.5	48.7	63.2
(지배주주)총포괄이익	(26.2)	46.9	32.5	48.7	63.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	218.5	242.0	185.2	167.7	185.0
증감률 (%)	44.1	10.7	(23.5)	(9.5)	10.4
EBITDA 이익률 (%)	31.3	32.1	33.7	24.1	25.3

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,684	1,001	1,117	1,621	2,101
EPS (지배순이익, 원)	1,684	1,001	1,117	1,621	2,101
BPS (자본총계, 원)	21,982	23,546	24,606	26,227	28,328
BPS (지배지분, 원)	21,982	23,546	24,606	26,227	28,328
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	51.1	51.5	38.5	28.7	22.2
PER (지배순이익, 배)	51.1	51.5	38.5	28.7	22.2
PBR (자본총계, 배)	3.9	2.2	1.7	1.8	1.6
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.2	1.7	1.8	1.6
EV/EBITDA (배)	12.1	6.5	6.1	7.2	6.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.3	32.1	33.7	24.1	25.3
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.6	8.7	10.5
순이익률 (%)	7.2	4.0	6.1	7.0	8.6
ROA (%)	5.1	2.8	3.3	5.1	6.2
ROE (지배순이익, %)	7.5	4.4	4.6	6.4	7.7
ROIC (%)	7.3	9.7	6.5	16.4	19.5
안정성					
부채비율 (%)	65.1	54.3	25.1	25.3	24.6
순차입금비율 (%)	8.2	2.9	(23.2)	(23.5)	(28.5)
현금비율 (%)	29.7	43.0	105.1	106.7	131.8
이자보상배율 (배)	13.2	6.4	7.9	129.4	160.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	120.8	19.9	11.7	10.7	8.6
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	69.4	70.5	83.0	61.8	68.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권