

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

상저하의 흐름 기대

1분기 실적 컨센서스 하회 예상. 방영회차 감소한 가운데, 글로벌 동시 방영작이 부족했기 때문. 다만 하반기 수목 슬롯 재개 및 텐트폴 강화 예정인 만큼, 상저하의 실적 흐름을 기대. 투자 의견 Buy 유지

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

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

수목 슬롯 재개를 기다리며

투자 의견 Buy 및 목표주가 62,000원 유지. 하반기 수목 슬롯 재개 및 텐트폴 강화에 따른 상저하의 실적 기대. 구작 라이브러리 판매 재개 가능성은 덤

P(수익성): 글로벌OTT 선판매 활성화를 통한 수익성 개선을 꾀하는 중. 하반기 를 중심으로 편성된 텐트폴 방영 시, 그 효과 확인 가능할 것

Q(판매량): 하반기 tvN 수목드라마 슬롯 재개 예정인 가운데, 일본향 현지화 드라마 납품도 본격화될 것. 연간 판매 작품 수 증가 흐름 지속될 전망

C(제작비): 실비 정산 시스템 구축 및 AI 활용에 따른 제작비 효율화 진행 중

1Q25 Preview: 아쉬운 방영회차 및 동시방영

1분기 연결 매출액 1,349억원(-30% y-y) 및 영업이익 72억원(-67% y-y)으로 컨센서스 하회 예상. 신작 방영회차 60회(-15% y-y)로 줄어든 가운데, 글로벌OTT 동시방영작이 '별들에게 물어봐' 뿐이었던 탓에 분기 반영 매출 및 마진 측면에서 다소 아쉬운 흐름 보였을 것. 또한 '별들에게 물어봐', '그놈은 흑염룡' 등 TV방영작 시청률 부진으로, 시청률 연계 인센티브 확보도 어려웠을 전망

2분기 신작도 '미지의 서울', '금주를 부탁해'에 불과. 하반기 방영 예정인 넷플릭스 오리지널 관련 납품이 선행되지 않을 경우, 방영회차 부족에 따른 더딘 실적 흐름 불가피할 것. 다만 하반기 '폭군의 셰프', '태풍상사', '알마운 사랑' 등 텐트폴 TV방영작 및 '자백의 대가', '소울메이트' 등 글로벌OTT 오리지널 시리즈 대기 중. 수목 슬롯도 재개될 예정. P·Q 양쪽이 이끄는 상저하의 흐름 기대

스튜디오드래곤 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E					2Q25F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	134.9	-29.8	3.3	140.9	140.5	124.7
영업이익	21.5	10.5	-0.9	5.4	7.2	-66.7	33.9	12.4	12.5	8.4
영업이익률	11.2	7.6	-1.0	4.1	5.3			8.8	8.9	6.7
세전이익	27.2	13.2	-4.1	-8.1	10.6	-61.0	흑전	15.9	16.2	10.6
(지배)순이익	20.2	8.2	-6.1	11.3	8.2	-59.5	-27.5	7.8	11.0	8.1

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 62,000원 (유지)

현재가 (25/04/08) 46,000원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	2334.23 / 658.45
시가총액(보통주)	1,382.7십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('25/02/28)	51,400원
최저가('24/09/04)	34,100원
평균거래대금(60일)	8,112백만원
배당수익률(2024P)	0.00%
외국인지분율	11.4%

주요주주

CJ ENM 외 3 인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	12.5	21.2	5.6
상대수익률 (%p)	22.9	43.3	38.0

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	550.1	615.8	683.7	776.8
증감률	-27.0	12.0	11.0	13.6
영업이익	36.4	53.2	67.2	104.9
증감률	-34.9	46.3	26.2	56.1
영업이익률	6.6	8.6	9.8	13.5
(지배지분)순이익	33.5	40.8	54.0	83.5
EPS	1,114	1,357	1,796	2,779
증감률	11.3	21.8	32.3	54.7
PER	38.6	33.9	25.6	16.6
PBR	1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.1	5.8	4.8	3.7
ROE	4.6	5.4	6.7	9.5
부채비율	25.1	18.7	15.8	13.9
순차입금	-176.7	-216.3	-261.3	-342.9

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 모델. 외주 제작사와의 궁극적인 차이점은 드라마 IP를 직접 보유할 수 있어, 수익을 극대화하기에 유리하다는 점. 판매 형태는 TV-OTT(동시방영) 혹은 OTT오리지널로 진행. 미국·일본 시장에서 현지화 드라마도 제작 중. 2024년 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	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Netflix	34.9	28.5	12.4	10.1	38.7	38.8
Walt Disney	15.3	13.7	1.4	1.3	8.8	9.4
CJ ENM	32.7	13.8	0.5	0.4	1.5	3.7
콘텐츠리중앙	N/A	N/A	12.1	N/A	5.4	51.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	51.5	38.6	33.9	25.6	16.6
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.5
PSR	2.1	2.4	2.2	2.0	1.8
ROE	4.4	4.6	5.4	6.7	9.5
ROIC	7.6	5.0	11.0	13.5	20.8

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

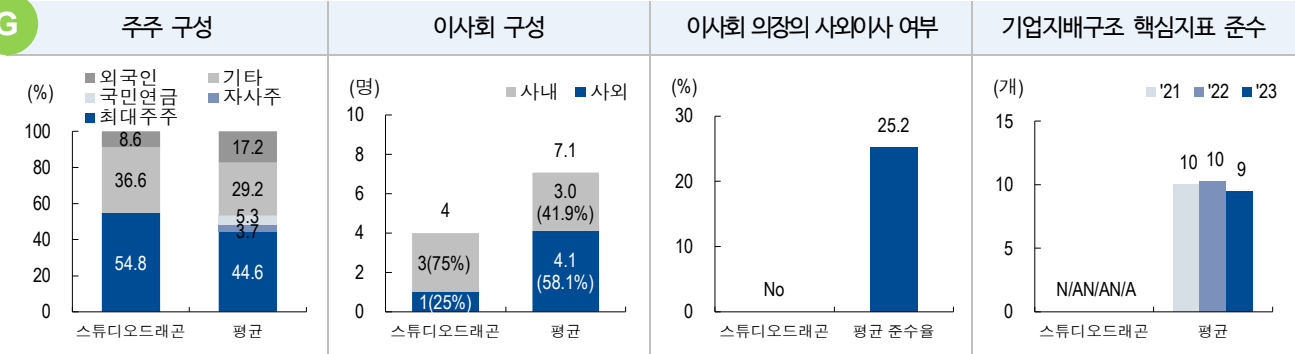
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	154	287	380	469	526	487	698	753	550
영업이익	17	33	40	29	49	53	65	56	36
영업이익률(%)	10.8	11.5	10.5	6.1	9.3	10.8	9.3	7.4	6.6
세전이익	10	30	46	33	42	52	59	37	28
순이익	8	24	36	26	30	39	51	30	33
지배지분순이익	8	24	36	26	30	39	51	30	33
EBITDA	39	74	115	146	165	152	219	242	183
CAPEX	1	0	0	1	7	2	5	3	1
Free Cash Flow	-13	-7	-29	-13	-2	-11	-67	42	178
EPS(원)	569	1,050	1,278	941	1,044	1,301	1,684	1,001	1,114
BPS(원)	6,176	13,141	14,305	15,242	20,309	22,785	21,982	23,546	24,606
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	16	-183	-155	-101	-49	-65	46	12	-177
ROE(%)	6.0	9.5	9.3	6.4	5.7	6.0	7.5	4.4	4.6
ROIC(%)	N/A	14.2	11.5	6.1	10.2	13.5	5.5	7.6	5.0
배당성향(%)	0.0	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	0.0
순차입금 비율(%)	12.1	-49.6	-38.7	-23.6	-8.1	-9.4	7.0	1.6	-23.9

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

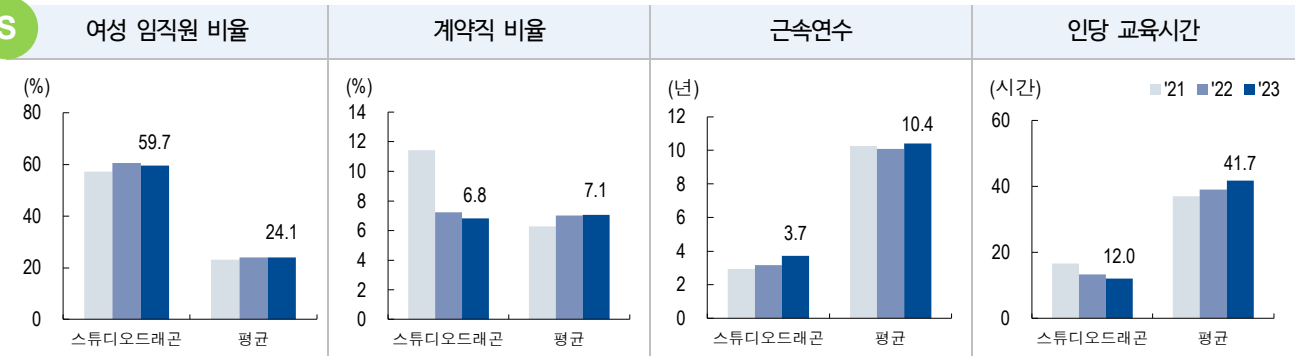


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

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

자료: 스튜디오드래곤, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

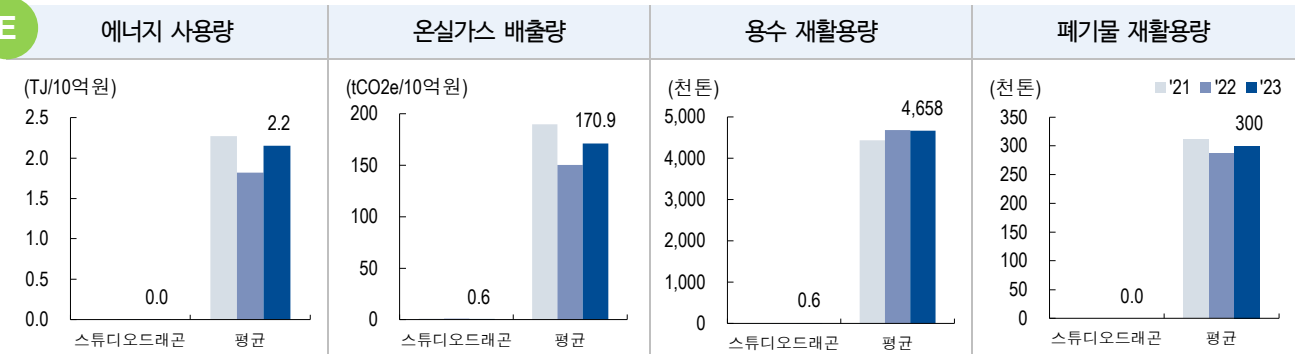
S



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

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

	2025E	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치	202.5	EV/EBITDA	8.0	1,620.1	전방사업자 2025E EV/EBITDA 평균 대비 할인 ^{주)} : Buyer's Market 에 가까워진 시장 상황 고려
순차입금				-261.3	
총 기업가치				1,881.4	
주당 가치				62,592	
목표주가				62,000	Upside 34.8%
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, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	550.1	615.8	683.7	776.8
	- 수정 전	-	612.0	671.2	786.3
	- 변동률	-	0.6	1.9	1.2
영업이익	- 수정 후	36.4	53.2	67.2	104.9
	- 수정 전	-	55.0	70.0	106.0
	- 변동률	-	-3.2	-4.0	1.1
영업이익률(수정 후)		6.6	8.6	9.8	13.5
EBITDA		183.0	202.5	236.0	281.1
(지배지분)순이익		33.5	40.8	54.0	83.5
EPS	- 수정 후	1,114	1,357	1,796	2,779
	- 수정 전	-	1,403	1,867	2,810
	- 변동률	-	-3.3	-3.8	1.1
PER		38.6	33.9	25.6	16.6
PBR		1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA		6.1	5.8	4.8	3.7
ROE		4.6	5.4	6.7	9.5

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

표3. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025E
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	134.9	124.7	186.8	169.5	697.9	753.1	550.1	615.8
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.6	42.0	34.4	53.8	44.1	192.5	154.1	127.2	174.3
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	98.3	91.6	89.1	131.3	124.0	480.2	588.9	406.5	436.0
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.6	1.3	1.1	1.7	1.4	25.2	10.1	16.4	5.6
매출액 y-y	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-19.0	-29.8	-9.1	106.8	29.8	0.4	0.1	-0.3	0.1
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	115.3	120.5	108.6	158.0	143.6	597.9	665.3	482.1	530.7
제작비	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	67.1	71.3	57.2	86.9	84.3	361.6	398.2	263.4	299.7
무형자산상각비	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.6	26.1	28.2	31.0	32.9	46.5	37.2	149.9	183.2	143.1	147.6
지급수수료 외	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	20.8	12.9	20.0	18.2	18.5	24.6	22.2	86.4	83.9	75.6	83.4
매출총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.3	14.4	16.1	28.8	25.9	100.0	87.9	68.0	85.1
매출총이익률	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	11.7	10.7	12.9	15.4	15.3	14.3	11.7	12.4	13.8
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	5.4	7.2	8.4	21.8	15.9	65.2	55.9	36.4	53.2
영업이익률	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	4.1	5.3	6.7	11.7	9.4	9.3	7.4	6.6	8.6
영업이익 y-y	19.3	-39.8	15.4	적전	-0.4	-35.7	-104.3	-239.0	-66.7	-19.9	-2,432	196.2	24.0	-14.3	-34.9	46.3
(지배)순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	11.3	8.2	8.1	19.1	5.4	50.6	30.1	33.5	40.8
(지배)순이익률	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	-6.8	8.6	6.1	6.5	10.2	3.2	7.2	4.0	6.1	6.6

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	550.1	615.8	683.7	776.8
증감률 (%)	-27.0	12.0	11.0	13.6
매출원가	482.1	530.7	584.0	638.8
매출총이익	68.0	85.1	99.7	138.1
Gross 마진 (%)	12.4	13.8	14.6	17.8
판매비와 일반관리비	31.6	31.9	32.5	33.2
영업이익	36.4	53.2	67.2	104.9
증감률 (%)	-34.9	46.3	26.2	56.1
OP 마진 (%)	6.6	8.6	9.8	13.5
EBITDA	183.0	202.5	236.0	281.1
영업외손익	-8.2	-0.2	2.9	3.6
금융수익(비용)	12.0	9.8	10.9	11.6
기타영업외손익	-20.2	-10.0	-8.0	-8.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	28.2	53.0	70.1	108.5
법인세비용	-5.3	12.2	16.1	24.9
계속사업이익	33.5	40.8	54.0	83.5
당기순이익	33.5	40.8	54.0	83.5
증감률 (%)	11.3	21.8	32.3	54.7
Net 마진 (%)	6.1	6.6	7.9	10.8
지배주주지분 순이익	33.5	40.8	54.0	83.5
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	31.7	40.8	54.0	83.5

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(배)	38.6	33.9	25.6	16.6
PBR(배)	1.7	1.8	1.7	1.5
PCR(배)	6.7	7.1	6.0	5.1
PSR(배)	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	6.1	5.8	4.8	3.7
EV/EBIT(배)	30.7	21.9	16.7	9.9
EPS(배)	1,114	1,357	1,796	2,779
BPS(배)	24,606	25,963	27,759	30,538
SPS(배)	18,300	20,488	22,747	25,844
자기자본이익률(ROE, %)	4.6	5.4	6.7	9.5
총자산이익률(ROA, %)	3.3	4.4	5.7	8.3
투자자본이익률(ROIC, %)	5.0	11.0	13.5	20.8
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(%)	-23.9	-27.7	-31.3	-37.4
총부채/자기자본(%)	25.1	18.7	15.8	13.9
이자발생부채	9	13	11	12
유동비율(%)	232.4	370.4	458.8	556.5
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	43,050	46,000	46,000	46,000
시가총액(십억원)	1,294	1,383	1,383	1,383

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	178.2	217.8	261.3	342.9
매출채권	101.1	80.9	86.6	90.9
유동자산	393.8	470.5	519.7	605.6
유형자산	11.7	14.1	15.2	15.3
투자자산	156.3	149.9	149.9	149.9
비유동자산	531.7	455.7	446.2	440.0
자산총계	925.5	926.2	965.9	1,045.6
단기성부채	3.3	3.7	2.0	2.9
매입채무	5.0	2.5	2.5	2.6
유동부채	169.4	127.0	113.3	108.8
장기성부채	6.2	9.2	9.2	9.2
장기충당부채	2.3	1.6	1.5	2.1
비유동부채	16.4	18.7	18.2	18.9
부채총계	185.9	145.8	131.5	127.7
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4
이익잉여금	274.8	315.6	369.5	453.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	739.6	780.4	834.4	917.9

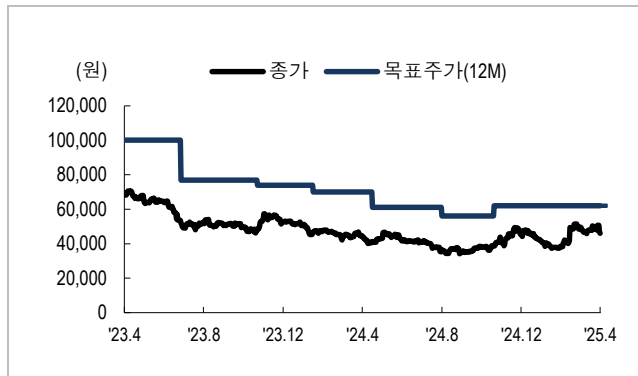
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	179.6	102.2	195.7	239.6
당기순이익	33.5	40.8	54.0	83.5
+ 유/무형자산상각비	146.6	149.3	168.8	176.2
+ 종속, 관계기업관련손익	0.4	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-3.8	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	192.2	194.9	230.1	273.6
- 운전자본의증가(감소)	3.6	-80.5	-18.3	-9.0
투자활동 현금흐름	9.6	-65.8	-150.5	-158.9
+ 유형자산 감소	0.0	1.0	1.0	1.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1.1	-5.0	-4.0	-3.0
+ 투자자산의매각(취득)	19.2	6.4	0.0	0.0
Free Cash Flow	178.5	97.2	191.7	236.6
Net Cash Flow	189.3	36.4	45.2	80.7
재무활동 현금흐름	-174.8	3.3	-1.7	0.9
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-174.8	3.3	-1.7	0.9
현금의증가	19.8	39.7	43.5	81.6
기말현금 및 현금성자산	178.2	217.8	261.3	342.9
기말 순부채(순현금)	-176.7	-216.3	-261.3	-342.9

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%
2023.10.31	Buy	74,000원(12개월)	-29.3%	-22.6%
2023.07.05	Buy	77,000원(12개월)	-34.5%	-30.0%
2022.07.14	Buy	100,000원(12개월)	-27.8%	-11.1%

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. (2025년 3월 31일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	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 배무자는 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.