

스튜디오드래곤 (253450)

놓을 수 없는 끈

2025년 5월 22일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	50,000 원 (유지)
✓ 상승여력	14.4%	✓ 현재주가 (5월 21일)	43,700 원

신한생각 긴 터널의 끝을 기대하며

단순한 P, Q, C 우호적인 방향 외 드디어 업종의 대세 반전을 기대케하는 다양한 요소들이 확인되는 중. '업사이드 리스크'로 놓을 수 없는 종목

2H25 현실화될 투자포인트

작년에 피려했던 올해 동사의 기대포인트는 ① 제작편수(Q) 증가, ② 판권 리쿠피율 개선(P), ③ 제작비(C) 하락 반전. 상반기에는 확인되지 않아 실망감(1Q25 OP 43억, -80.1% YoY) 컸으나 하반기에는 현실화될 가능성

Quantity(Q): 라인업 중 60% 이상이 하반기 방영. 다수의 텐트폴 포함

Quality(P): 텐트폴 = 해외 동시방영의 의미로 '판매/판권' 리쿠피율 개선. 동시방영 작품은 '24년 6개 vs. 1H25 2개 vs. 2H25 5개로 확대. 대선 이후 대규모 추정 이어질 시 기업 마케팅 증가 ⇒ 광고 회복 ⇒ 대폭 낮아져 있는 방송사 TV광고 기반의 '편성' 리쿠피율도 반등할 전망

Quantum Jump: 그간 실적 부진의 주요 원인은 제작비 급증. 2H24부터 실비정산 등 적극적인 제작비 효율화 정책(단기 10%, 중장기 20% 절감 목표)으로 전환. 이 전략이 기획 단계 때부터 반영된 작품들이 촬영시간을 거쳐 2H25부터 쏟아져 나올 것. '26F 전 작품은 실비정산 기반으로 제작

Valuation & Risk: 놓을 수 없는 종목, 높은 멀티플 유지

'25년은 상반기 대비 하반기가 나은 것 뿐, 업종의 대세 반전을 위해서는 추가적인 요소 필요. 타개책은 ① 제작비 절감(추진 중), ② 중국 개방(현실화될 시 가장 큰 베타, 두 배 증익 모멘텀(3/18 자료)), ③ 정부 정책('콘텐츠' 육성에 대한 높은 의지), ④ 해외 진출인데, 네 가지 모두 유효한 분위기. 긴 터널의 끝에서 놓을 수 없는 종목으로 기존 투자의견 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	753.1	55.9	30.1	51.5	4.4	2.2	6.5	-
2024	550.1	36.4	33.5	38.6	4.6	1.7	6.1	-
2025F	690.8	56.8	48.6	27.0	6.4	1.7	7.4	-
2026F	726.7	69.6	52.7	24.8	6.5	1.6	8.1	-
2027F	805.7	89.1	67.7	19.3	7.8	1.5	7.5	1.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[미디어]

지인해 연구위원

✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원

✉ ji.y.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

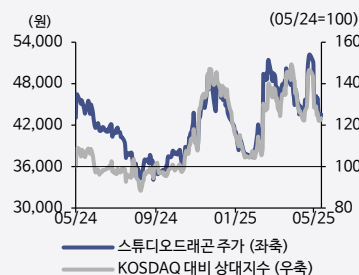
시가총액	1,313.6십억원
발행주식수(유동비율)	30.1 백만주(45.2%)
52주 최고가/최저가	52,200 원/34,100 원
일평균 거래액 (60 일)	9,213 백만원
외국인 지분율	11.6%

주요주주 (%)

CJENM 외 3 인	54.8
네이버	6.3

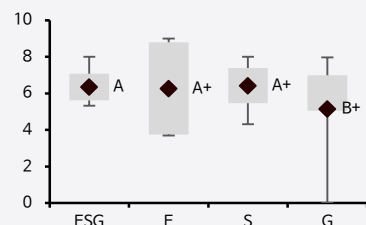
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(2.6)	(11.8)	(2.4)	2.2
상대	(2.3)	(5.3)	15.6	(1.9)

주가

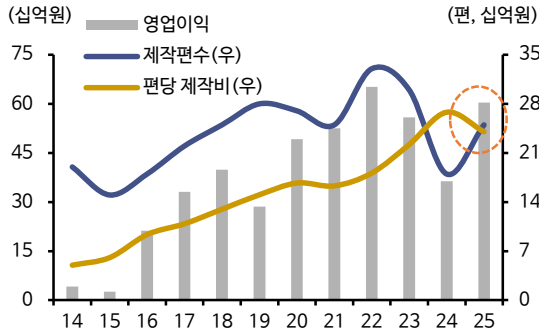


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

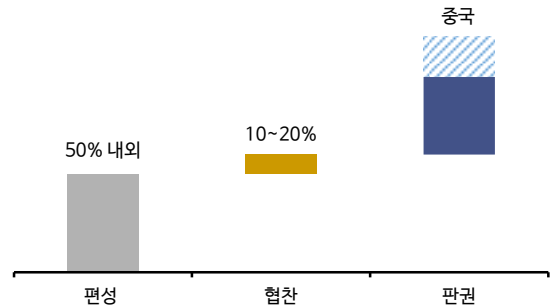


스튜디오드래곤 Q, C, OP



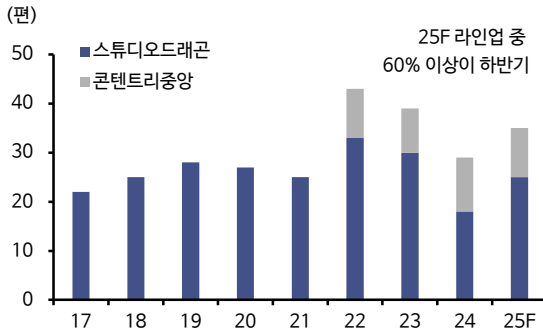
자료: 회사 자료, 신한투자증권

기본 콘텐츠 수익모델(IP 보유 기준)



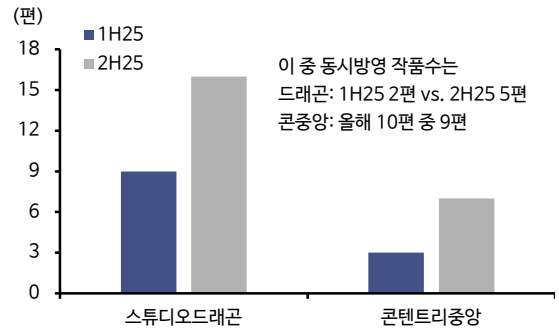
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤과 SLL 제작편수 추이



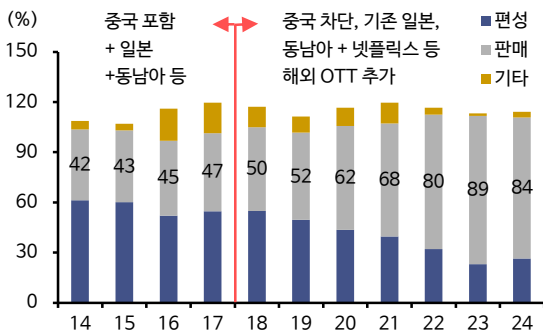
자료: 회사 자료, 신한투자증권

25F 제작편수 상 vs. 하반기 구분



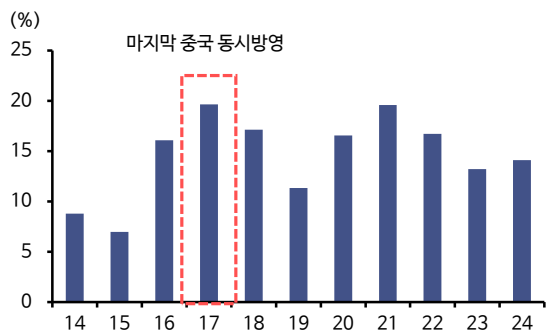
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작비 대비 리쿠피비율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작비 대비 초과 수익률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 추이

(십억원, 편, %)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	103.1	97.4	195.5	286.8	379.5	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	550.1
편성	58.1	54.8	87.8	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	127.2
판매	40.2	39.0	75.4	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	406.5
기타	4.8	3.6	32.3	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	16.4
매출원가	94.7	91.1	168.4	239.7	324.0	420.8	451.0	407.3	597.9	665.3	482.1
매출원가율	91.9	93.5	86.1	83.6	85.4	89.8	85.8	83.6	85.7	88.3	87.6
제작편수	19	15	18	22	25	28	27	25	33	30	18
편당 제작비	5.0	6.1	9.4	10.9	13.0	15.0	16.7	16.3	18.1	22.2	26.8
리튬비율	108.8	107.0	116.1	119.7	117.1	111.3	116.6	119.6	116.7	113.2	114.1
편성	61.3	60.2	52.1	54.8	55.0	49.6	43.7	39.6	32.2	23.2	26.4
판매	42.4	42.8	44.8	46.7	50.0	52.1	62.0	67.6	80.3	88.5	84.3
기타	5.1	4.0	19.2	18.2	12.2	9.7	10.8	12.3	4.2	1.5	3.4
영업이익	4.2	2.6	21.2	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	36.4
영업이익률	4.0	2.7	10.8	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	6.6

자료: 회사 자료, 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

25F 스튜디오드래곤 베이스 vs. 최대 가정 실적 비교

(십억원, 편, %, %p)	베이스	MAX	변동률
매출액	694.4	1,055.9	52.1
편성	159.0	222.6	40.0
판매	507.1	793.8	56.5
기타	28.2	39.5	40.0
매출원가	600.2	840.0	40.0
매출원가율	86.4	79.6	(6.9)
제작편수	25	35	40.0
편당 제작비	24.0	24.0	(0.0)
리뷰비율	115.7	125.7	8.6
편성	26.5	26.5	0.0
판매	84.5	94.5	11.8
기타	4.7	4.7	(0.0)
영업이익	60.4	182.1	201.3
영업이익률	8.7	17.2	8.5

자료: 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	133.8
(%YoY)	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(16.1)	(58.5)	(19.0)	(30.3)
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.6	33.2
(%YoY)	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)	9.5	(27.7)	(38.4)	(17.2)	(29.7)
(%sales)	20.4	26.0	16.1	20.7	24.6	22.4	23.9	21.2	24.8
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	98.3	98.2
(%YoY)	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(13.8)	(64.2)	(20.9)	(30.5)
(%sales)	78.5	72.7	82.8	77.2	73.6	74.7	71.3	75.3	73.4
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.6	2.3
(%YoY)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)	50.7	86.6	85.8	36.4	(33.3)
(%sales)	1.1	1.3	1.1	2.1	1.8	2.9	4.8	3.5	1.7
매출원가	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	115.3	122.4
(%YoY)	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)	(9.4)	(14.7)	(55.2)	(26.4)	(25.1)
(%sales)	85.4	85.4	86.8	97.3	85.1	86.8	93.5	88.3	91.5
매출총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.3	11.4
(%YoY)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)	(7.0)	(24.2)	(79.5)	253.4	(60.3)
(%GPM)	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	11.7	8.5
영업이익	21.6	16.2	21.9	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	5.4	4.3
(%YoY)	19.3	(39.9)	15.4	적전	(0.4)	(35.6)	적전	흑전	(80.1)
(%OPM)	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	4.1	3.2

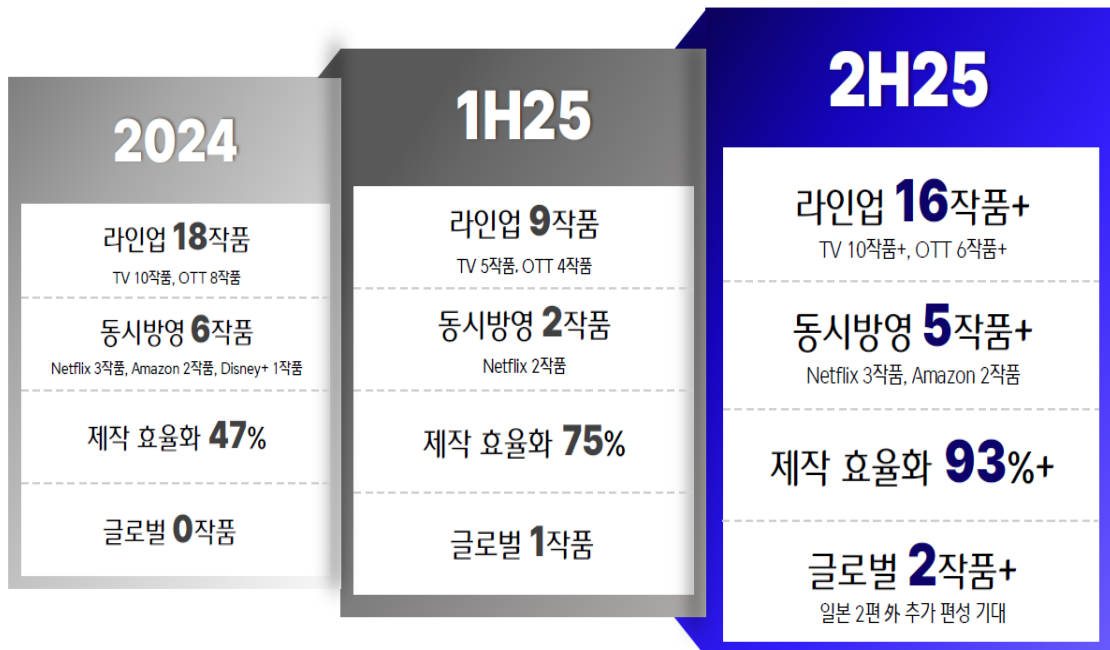
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	550.1	690.8
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(27.0)	25.6
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	127.2	163.2
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(17.4)	28.3
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	23.1	23.6
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	406.5	505.9
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(31.0)	24.5
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	73.9	73.2
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	16.4	21.6
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	61.4	32.1
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	3.0	3.1
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	36.4	56.8
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	(34.9)	56.2
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	6.6	8.2
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	33.5	48.6
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	11.2	45.0
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	6.1	7.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 핵심 전략



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,092.2	925.5	987.3	1,050.0	1,118.6
유동자산	404.5	393.8	507.0	604.0	689.0
현금및현금성자산	158.4	178.2	244.1	327.6	383.0
매출채권	149.1	101.1	134.0	141.0	156.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	687.7	531.7	480.3	446.0	429.6
유형자산	12.4	11.7	10.3	9.4	8.9
무형자산	358.9	204.9	153.0	119.0	102.0
투자자산	175.0	156.3	158.3	158.8	159.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	384.5	185.9	199.1	209.1	231.0
유동부채	368.0	169.4	180.0	189.3	209.8
단기차입금	170.0	1.5	1.5	1.5	1.5
매입채무	11.1	5.0	6.3	6.6	7.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.5	16.4	19.1	19.7	21.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	9.7	6.2	6.2	6.2	6.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	707.8	739.6	788.2	840.9	887.6
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타자본	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(22.3)	(23.4)	(23.4)	(23.4)	(23.4)
이익잉여금	242.0	274.8	323.3	376.1	422.8
지배주주지분	707.8	739.6	788.2	840.9	887.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	181.7	9.5	9.9	10.1	10.3
*순차입금(순현금)	20.3	(172.6)	(238.0)	(321.5)	(376.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	44.7	179.6	95.8	93.7	63.5
당기순이익	30.1	33.5	48.6	52.7	67.7
유형자산상각비	3.0	3.5	4.5	3.9	3.5
무형자산상각비	183.1	143.1	83.0	49.0	32.0
외환환산손실(이익)	1.7	(3.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본변동	(179.0)	3.6	(34.5)	(3.6)	(29.0)
(법인세납부)	(22.3)	(16.1)	(15.5)	(16.8)	(21.6)
기타	28.2	15.4	9.3	8.1	10.5
투자활동으로인한현금흐름	(0.7)	9.6	(29.5)	(9.4)	(7.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.9)	(1.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.2	(1.1)	(31.0)	(15.0)	(15.0)
투자자산의감소(증가)	3.0	7.4	(2.0)	(0.5)	(1.1)
기타	(1.0)	4.4	6.5	9.1	11.5
FCF	209.9	190.2	90.4	98.3	90.6
재무활동으로인한현금흐름	(8.9)	(174.8)	(0.0)	(0.4)	(0.2)
차입금의 증가(감소)	0.0	(168.5)	0.5	0.1	0.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(8.9)	(6.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	5.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	34.7	19.8	65.9	83.6	55.3
기초현금	123.7	158.4	178.2	244.1	327.6
기말현금	158.4	178.2	244.1	327.6	383.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	753.1	550.1	690.8	726.7	805.7
증감률 (%)	7.9	(27.0)	25.6	5.2	10.9
매출원가	665.3	482.1	600.2	621.6	679.4
매출총이익	87.9	68.0	90.6	105.1	126.4
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	13.1	14.5	15.7
판매관리비	32.0	31.6	33.8	35.5	37.3
영업이익	55.9	36.4	56.8	69.6	89.1
증감률 (%)	(14.3)	(34.9)	56.2	22.4	28.1
영업이익률 (%)	7.4	6.6	8.2	9.6	11.1
영업외손익	(18.7)	(8.2)	7.2	0.0	0.2
금융손익	(2.6)	12.0	7.4	7.6	7.8
기타영업외손익	(16.1)	(20.2)	(0.2)	(7.6)	(7.6)
중개기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.2	28.2	64.1	69.6	89.3
법인세비용	7.1	(5.3)	15.5	16.8	21.6
계속사업이익	30.1	33.5	48.6	52.7	67.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	30.1	33.5	48.6	52.7	67.7
증감률 (%)	(40.5)	11.3	45.0	8.6	28.4
순이익률 (%)	4.0	6.1	7.0	7.3	8.4
(지배주주)당기순이익	30.1	33.5	48.6	52.7	67.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	46.9	31.7	48.6	52.7	67.7
(지배주주)총포괄이익	46.9	31.7	48.6	52.7	67.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	242.0	183.0	144.2	122.4	124.6
증감률 (%)	10.7	(24.4)	(21.2)	(15.1)	1.8
EBITDA 이익률 (%)	32.1	33.3	20.9	16.8	15.5

주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	1,001	1,114	1,616	1,755	2,253
EPS (지배순이익, 원)	1,001	1,114	1,616	1,755	2,253
BPS (자본총계, 원)	23,546	24,606	26,222	27,977	29,529
BPS (지배지분, 원)	23,546	24,606	26,222	27,977	29,529
DPS (원)	0	0	0	0	700
PER (당기순이익, 배)	51.5	38.6	27.0	24.8	19.3
PER (지배순이익, 배)	51.5	38.6	27.0	24.8	19.3
PBR (자본총계, 배)	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
PBR (지배지분, 배)	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	6.5	6.1	7.4	8.1	7.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	31.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	32.1	33.3	20.9	16.8	15.5
영업이익률 (%)	7.4	6.6	8.2	9.6	11.1
순이익률 (%)	4.0	6.1	7.0	7.3	8.4
ROA (%)	2.8	3.3	5.1	5.2	6.2
ROE (지배순이익, %)	4.4	4.6	6.4	6.5	7.8
ROIC (%)	9.7	6.5	17.0	22.9	31.9
안정성					
부채비율 (%)	54.3	25.1	25.3	24.9	26.0
순차입금비율 (%)	2.9	(23.3)	(30.2)	(38.2)	(42.4)
현금비율 (%)	43.0	105.1	135.6	173.1	182.6
이자보상배율 (배)	6.4	7.8	120.3	143.0	179.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	19.9	11.9	10.8	8.6	8.8
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	70.5	83.0	62.1	69.1	67.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권