

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

한동안 없을 바닥

2분기 방영회차 부족에 따른 매출 감소에 '별들에게 물어봐' 상각비 부담 더해지며 어닝 쇼크 예상. 다만 하반기 방영회차 확대에 따른 상저하 고의 실적 예상되며, 한한령 해제 가능성도 유효. 투자 의견 Buy 유지

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

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

상저하 고의 실적 흐름 기대

투자 의견 Buy 유지. P, Q, C가 골고루 개선되는 구간으로 진입 중. 상저하 고의 실적 흐름이 기대되는 사업자. 한한령 해제에 따른 수출 재개 가능성은 덤

P(수익성): 글로벌OTT(넷플릭스, 아마존) 向 선판매 확대에 따른 판가 상승

Q(판매량): 수목드라마 재개 및 현지화 드라마 납품에 따른 방영회차 증가

C(제작비): 실비 정산을 통해 프로젝트당 제작비 10% 절감

목표주가 62,000원 유지. 기존 예상대비 다소 지연된 수목드라마 슬롯 재개 시점(7월→9월)을 감안하여 2025년 실적 추정치를 하향 조정했으나, 한한령 해제 가능성 유효함을 고려하여 타깃 멀티플을 9.5배(기존 8배)로 조정한 영향

2Q25 Preview: 역대 최소 분기 방영회차

2분기 연결 매출액 1,039억원(-24% y-y) 및 영업적자 23억원(적자전환 y-y)으로 어닝 쇼크 예상. 분기 신작 방영회차 41회(-2%y-y)로 역대 최소에, 구작 패키지 판매 부재로 매출 부진한 가운데, '별들에게 물어봐' 잔여 상각비 부담까지 더해질 것. 방영 플랫폼별로 구분해보면, 4월 TV방영작 부재로 TV 向 방영이 27회(-21%y-y)로 대폭 감소했고, 분기 내 납품이 기대되던 넷플릭스 오리지널 '친애하는 X' 납품이 7월로 지연되며 OTT 向 방영 14회(+75%y-y)에 그쳤음

3분기 방영회차는 83회(+41%y-y)로 증가할 것. TV 편성작 '서초동', '폭군의 셰프', '견우와 선녀', '첫, 사랑을 위하여' 및 OTT 오리지널 '친애하는 X', '자백의 대가' 등이 대기 중. 9월 중 수목 슬롯도 재개될 것. 상저하 고의 흐름 시작

스튜디오드래곤 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	137.1	90.3	130.6	133.8	103.9	-24.2	-22.3	148.9	118.8	185.4
영업이익	10.5	-0.9	5.4	4.3	-2.3	적전	적전	7.0	3.2	22.8
영업이익률	7.6	-1.0	4.1	3.2	-2.2			4.7	2.7	12.3
세전이익	13.2	-4.1	-8.1	6.1	0.5	-95.9	-91.2	9.8	6.5	25.8
(지배)순이익	8.2	-6.1	11.3	2.4	0.5	-94.3	-80.5	8.4	4.7	22.2

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

목표주가 62,000원 (유지)

현재가 (25/07/11) 47,550원

업종	콘텐츠
KOSPI / KOSDAQ	3,175.77 / 800.47
시가총액(보통주)	1,429.3십억원
발행주식수(보통주)	30.1백만주
52주 최고가('25/06/10)	56,000원
최저가('24/09/04)	34,100원
평균거래대금(60일)	6,899백만원
배당수익률(2025E)	0.00%
외국인지분율	12.5%

주요주주

CJ ENM 외 3 인	54.8%
네이버	6.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	1.1	18.3	14.2
상대수익률 (%p)	-12.2	6.1	21.6

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	550.1	593.2	695.1	801.1
증감률	-27.0	7.8	17.2	15.2
영업이익	36.4	51.7	71.9	113.9
증감률	-34.9	41.9	39.2	58.4
영업이익률	6.6	8.7	10.3	14.2
(지배지분)순이익	33.5	46.5	64.4	98.8
EPS	1,114	1,546	2,144	3,285
증감률	11.3	38.8	38.7	53.3
PER	38.6	30.8	22.2	14.5
PBR	1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.1	6.9	5.3	3.9
ROE	4.6	6.1	7.9	11.0
부채비율	25.1	18.5	15.5	13.5
순차입금	-176.7	-259.7	-308.5	-401.8

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	47.1	39.0	19.7	16.3	41.7	44.0
Walt Disney	21.1	19.3	2.1	1.9	9.5	9.2
CJ ENM	N/A	19.8	0.5	0.5	-1.5	2.7
콘텐츠리중앙	N/A	N/A	3.4	13.0	-18.8	-1.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	51.5	38.6	30.8	22.2	14.5
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.5
PSR	2.1	2.4	2.4	2.1	1.8
ROE	4.4	4.6	6.1	7.9	11.0
ROIC	7.6	5.0	11.7	16.4	24.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

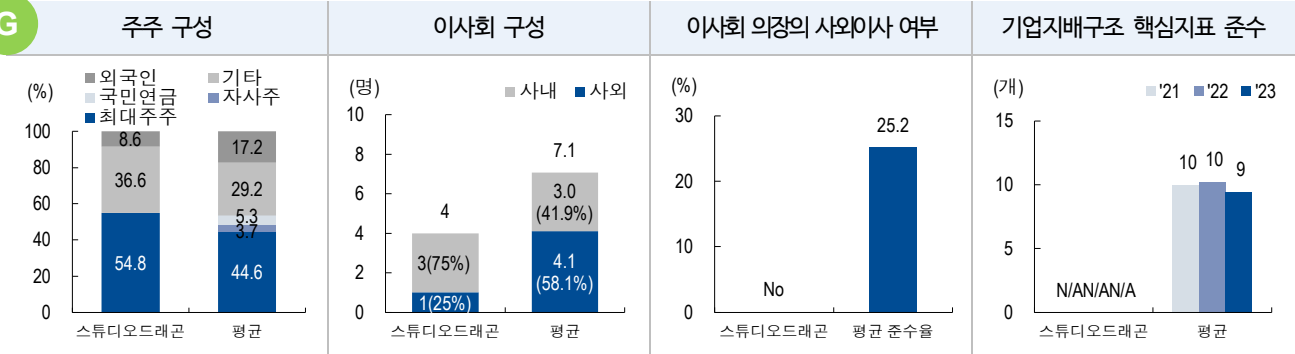
(단위: 십억원, %)

	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

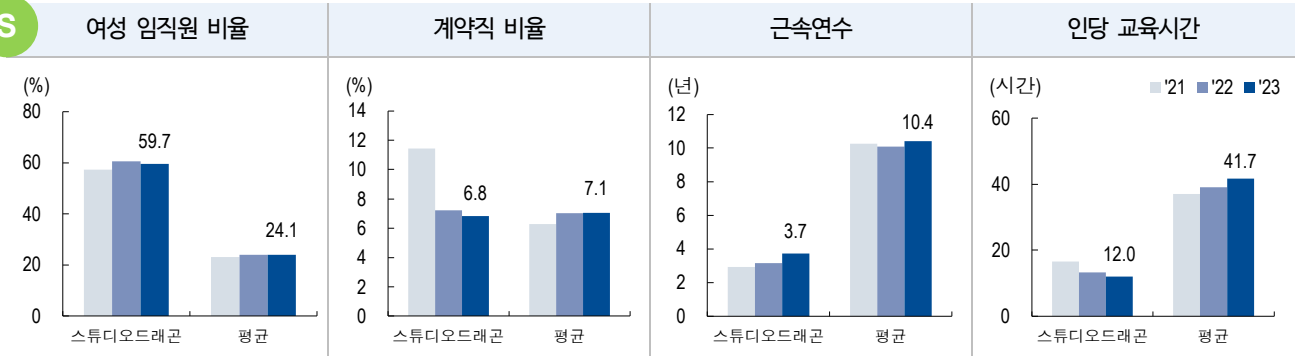


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

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

자료: 스튜디오드래곤, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

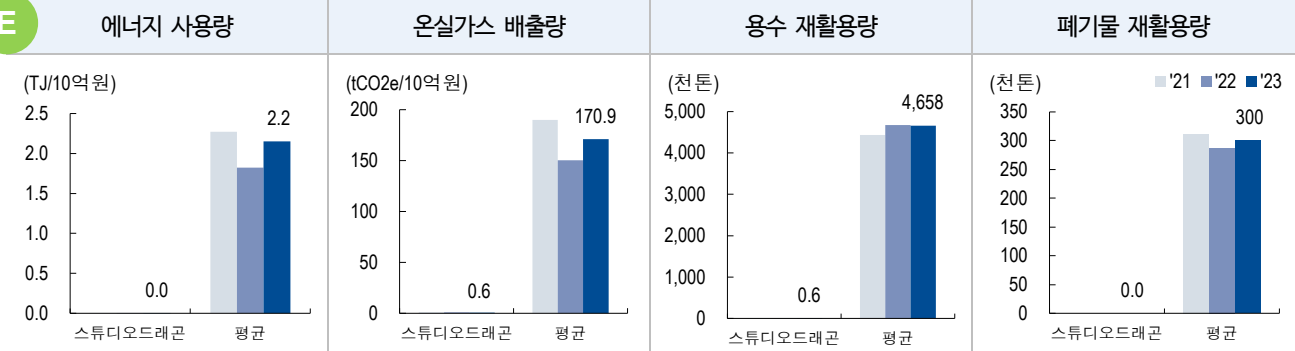
S



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

목표주가 62,000원 유지

목표주가 62,000원 유지한다. 기존 예상대비 다소 지연된 수목드라마 슬롯 재개 시점(7월→9월)을 감안해 연간 예상 방영회차를 내려잡아 2025년 실적 추정치를 하향 조정했으나, 한한령 해제에 따른 중국향 드라마 수출 재개 가능성 높아지고 있는 구간임을 고려하여 타깃 멀티플을 9.5배(기존 8배)로 조정한 영향이다.

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

	2025E	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치	170.2	EV/EBITDA	9.5	1,616.6	전방산업자 2025F EV/EBITDA 평균 대비 할인 ^{주)}
순차입금				-259.7	
총 기업가치				1,876.2	
주당 가치				62,420	
목표주가				62,000	Upside 30.4%
총 주식수				30,058,498	

주: 중국향 수출 재개 가능성 높아지고 있음을 감안, 할인율 60%(기존 70%)로 축소하여 적용

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	550.1	593.2	695.1	801.1
	- 수정 전	-	678.9	716.3	817.7
	- 변동률	-	-12.6	-3.0	-2.0
영업이익	- 수정 후	36.4	51.7	71.9	113.9
	- 수정 전	-	54.1	67.3	98.0
	- 변동률	-	-4.5	6.8	16.2
영업이익률(수정 후)		6.6	8.7	10.3	14.2
EBITDA		183.0	170.2	213.0	260.9
(지배지분)순이익		33.5	46.5	64.4	98.8
EPS	- 수정 후	1,114	1,546	2,144	3,285
	- 수정 전	-	1,416	1,750	2,721
	- 변동률	-	9.2	22.5	20.7
PER		38.6	30.8	22.2	14.5
PBR		1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA		6.1	6.9	5.3	3.9
ROE		4.6	6.1	7.9	11.0

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	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025E
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	133.8	103.9	185.4	170.1	697.9	753.1	550.1	593.2
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.6	33.2	18.0	25.9	29.9	192.5	154.1	127.2	107.0
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	98.3	98.2	85.7	159.1	139.6	480.2	588.9	406.5	482.6
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.6	2.3	0.3	0.4	0.5	25.2	10.1	16.4	3.6
매출액 y-y	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-19.0	-30.3	-24.2	105.3	30.2	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	122.4	98.4	155.6	132.9	597.9	665.3	482.1	509.3
제작비	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	67.1	69.5	57.2	112.8	86.0	361.6	398.2	263.4	325.6
무형자산상각비	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.6	26.1	28.2	36.2	28.0	25.7	27.0	149.9	183.2	143.1	116.8
지급수수료 외	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	20.8	12.9	20.0	16.7	13.1	17.1	19.9	86.4	83.9	75.6	66.9
매출총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.3	11.4	5.6	29.8	37.2	100.0	87.9	68.0	84.0
매출총이익률	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	11.7	8.5	5.4	16.1	21.9	14.3	11.7	12.4	14.2
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	5.4	4.3	-2.3	22.8	26.8	65.2	55.9	36.4	51.7
영업이익률	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	4.1	3.2	-2.2	12.3	15.8	9.3	7.4	6.6	8.7
영업이익 y-y	19.3	-39.8	15.4	적전	-0.4	-35.7	-104.3	-239.0	-80.1	-122	-2,538	400.9	24.0	-14.3	-34.9	41.9
(지배)순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	11.3	2.4	0.5	22.2	21.5	50.6	30.1	33.5	46.5
(지배)순이익률	8.7	6.2	8.4	-10.4	10.5	5.9	-6.8	8.6	1.8	0.4	12.0	12.6	7.2	4.0	6.1	7.8

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	550.1	593.2	695.1	801.1
증감률 (%)	-27.0	7.8	17.2	15.2
매출원가	482.1	509.3	589.3	652.6
매출총이익	68.0	84.0	105.8	148.5
Gross 마진 (%)	12.4	14.2	15.2	18.5
판매비와 일반관리비	31.6	32.3	33.9	34.6
영업이익	36.4	51.7	71.9	113.9
증감률 (%)	-34.9	41.9	39.2	58.4
OP 마진 (%)	6.6	8.7	10.3	14.2
EBITDA	183.0	170.2	213.0	260.9
영업외손익	-8.2	5.7	7.7	8.0
금융수익(비용)	12.0	9.8	10.7	11.0
기타영업외손익	-20.2	-4.0	-3.0	-3.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	28.2	57.4	79.6	121.9
법인세비용	-5.3	10.9	15.1	23.2
계속사업이익	33.5	46.5	64.4	98.8
당기순이익	33.5	46.5	64.4	98.8
증감률 (%)	11.3	38.8	38.7	53.3
Net 마진 (%)	6.1	7.8	9.3	12.3
지배주주지분 순이익	33.5	46.5	64.4	98.8
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	31.7	46.5	64.4	98.8

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(배)	38.6	30.8	22.2	14.5
PBR(배)	1.7	1.8	1.7	1.5
PCR(배)	6.7	8.5	6.8	5.6
PSR(배)	2.4	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	6.1	6.9	5.3	3.9
EV/EBIT(배)	30.7	22.6	15.6	9.0
EPS(배)	1,114	1,546	2,144	3,285
BPS(배)	24,606	26,152	28,296	31,581
SPS(배)	18,300	19,736	23,125	26,651
자기자본이익률(ROE, %)	4.6	6.1	7.9	11.0
총자산이익률(ROA, %)	3.3	5.0	6.7	9.6
투자자본이익률(ROIC, %)	5.0	11.7	16.4	24.9
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	-33.0	-36.3	-42.3
총부채/자기자본(%)	25.1	18.5	15.5	13.5
이자발생부채	9	13	11	12
유동비율(%)	232.4	378.5	470.6	579.1
총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	43,050	47,550	47,550	47,550
시가총액(십억원)	1,294	1,429	1,429	1,429

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	178.2	261.2	308.5	401.8
매출채권	101.1	70.8	75.7	79.5
유동자산	393.8	480.8	533.1	630.2
유형자산	11.7	14.1	15.2	15.3
투자자산	156.3	144.9	138.0	138.0
비유동자산	531.7	451.0	448.9	446.8
자산총계	925.5	931.9	982.0	1,077.0
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	321.2	385.7	484.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	739.6	786.1	850.5	949.3

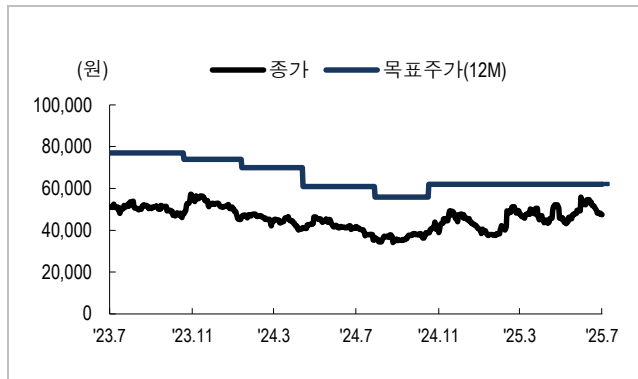
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	179.6	109.4	177.6	224.3
당기순이익	33.5	46.5	64.4	98.8
+ 유/무형자산상각비	146.6	118.5	141.1	147.0
+ 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	167.8	210.2	255.9
- 운전자본의증가(감소)	3.6	-47.5	-17.6	-8.5
투자활동 현금흐름	9.6	-29.6	-128.5	-131.9
+ 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	11.4	6.8	0.0
Free Cash Flow	178.5	104.4	173.6	221.3
Net Cash Flow	189.3	79.7	49.0	92.4
재무활동현금흐름	-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	83.0	47.3	93.3
기말현금 및 현금성자산	178.2	261.2	308.5	401.8
기말 순부채(순현금)	-176.7	-259.7	-308.5	-401.8

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. (2025년 6월 30일 기준)

투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
87.3%	12.7%	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.