



스튜디오드래곤 (253450)

High risk, High return

2025년 7월 30일

미디어 / 광고 Analyst 최용현
yonghyun.choi@kbfg.com

투자 의견 Buy, 목표주가 53,000원 상향

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가 53,000원으로 10% 상향 조정한다. TV형 편성 증가 속도가 더더 2025/26년 영업이익 추정치를 24%/20% 하향 조정했으나, 한한령 기대감을 반영하여 Valuation 배수를 기존 7.6배 대비 상향한 9.2배로 적용했다. 스튜디오드래곤은 풍부한 라이브러리를 보유하고 있으므로 한한령 해제 시 영업이익이 급증할 수 있는 구조를 가지고 있다. 따라서 한한령 기대감이 높은 현 시점에서 충분히 Valuation 프리미엄을 받을 수 있다고 판단된다. 향후 주가 흐름은 한한령 해제 여부에 달렸다.

2Q25는 상각비 부담으로 부진 예상

2Q25 영업이익은 -11억원 (적전 YoY)을 기록하며 다소 부진한 성과를 거둘 것으로 추정된다. 매출액은 작품 에피소드 수가 전년 대비 2회 감소한 41회차 (TV 27화, OTT 14화)가 인식되고, 대작이 부재한 영향으로 1,087억원 (-20.7% YoY)이 예상된다. 비용 측면에서는 1Q25 <별들에게 물어봐>의 상각비가 2분기까지 부담으로 이어지고, 작품 흥행도 다소 부진한 여파로 수익성이 악화될 것으로 예상된다.

3Q25 에피소드 증가로 반등 기대

3Q25는 2Q25 대비 에피소드 수가 18회차 늘어나고, 상각비 부담이 줄어들면서 실적 반등이 예상된다. 다만 연초 기대했던 수목드라마 라인업 편성이 지연되고 있는데 광고와 시청률 부진 영향이라고 판단된다. 그러나 4Q25에는 수목드라마 라인업이 편성 될 것으로 기대된다.

한한령 해제 시 영업이익 2배도 가능

스튜디오드래곤은 한한령 변수에 따른 실적 변동성이 높다. 일반적으로 중국 향 수출 작품은 대작이다. 편당 600억원, 리쿵 40%를 가정하면 작품 1편 중국 신작 판매 시 영업이익 240억원이 창출되는 구조다. 한한령이 해제 시 단기적으로는 구작 판매, 중장기적으로는 신작 판매가 예상된다. 신작 판매는 중국 정부의 허가 절차 기한이 소요되기 때문이다. 그러나 한한령 해제 시 중장기적으로 안정적인 실적이 가능하다는 점에서 지켜볼 필요가 있다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원) 53,000

Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	15.0
현재가 (7/29, 원)	46,100
Consensus target price (원)	61,500
시가총액 (조원)	1.4

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	550	484	521	531
영업이익 (십억원)	36	40	50	53
지배주주순이익 (십억원)	33	31	42	49
EPS (원)	1,114	1,017	1,403	1,636
증감률 (%)	11.3	-8.7	38.0	16.6
P/E (x)	38.6	45.3	32.9	28.2
EV/EBITDA (x)	6.1	8.4	7.2	6.6
P/B (x)	1.7	1.8	1.7	1.6
ROE (%)	4.6	4.1	5.4	5.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

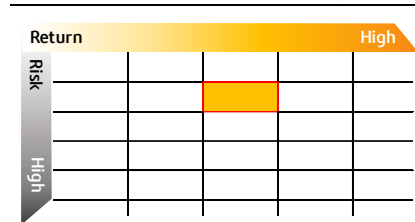
Trading Data

Free float (%)	45.2
거래대금 (3m, 십억원)	6.6
외국인 지분율 (%)	11.8
주요주주 지분율 (%)	CJ ENM 외 3인 54.8
	네이버 6.3

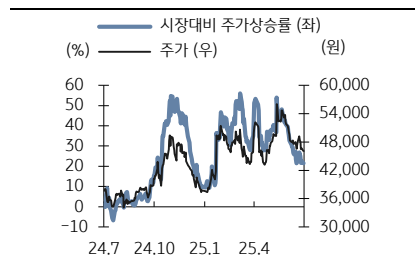
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.0	-7.5	22.0	21.5
시장대비 상대수익률	-13.5	-16.5	10.3	21.1

Risk & Total Return (annualized over three years)

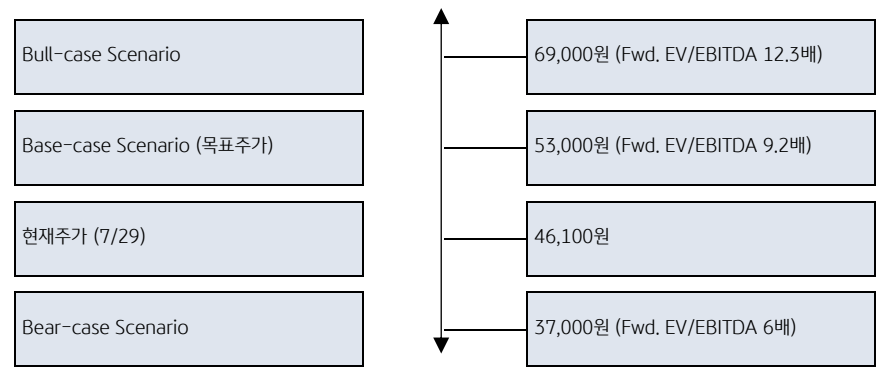


Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 10월 한한령 해제 이후 2026년 중국 구작 판매
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 224화

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2026년 중국 신작 판매
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 300화 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 한한령 유지
- 2) 2025년 전제 방영 에피소드 200화 미만

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	612.0	643.0	484.1	521.0	-20.9	-19.0
영업이익	52.6	63.0	39.8	50.4	-24.4	-20.0
지배주주순이익	41.9	53.0	30.6	42.2	-27.0	-20.4

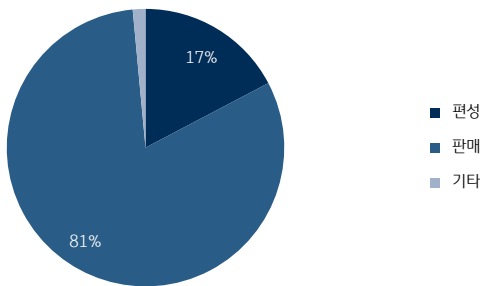
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	484.1	521.0	629.8	704.4	-23.1	-26.0
영업이익	39.8	50.4	42.9	63.6	-7.3	-20.7
지배주주순이익	30.6	42.2	34.2	51.4	-10.5	-18.0

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2025E, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
스튜디오드래곤	1.4	40.1	26.1	1.79	1.66	6.4	5.5	4.5	6.6	0.0	0.0
파라마운트 글로벌	12.9	11.0	9.4	0.52	0.49	7.8	7.5	5.3	6.4	1.5	1.5
워너브라더스 디스커버리	44.9	-	215.1	0.94	0.94	7.6	7.4	1.6	0.4	0.0	0.0
넷플릭스	687.0	44.0	35.9	18.03	14.97	35.4	29.5	42.4	45.2	0.0	0.0

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
EV/EBITDA Valuation
- 2) 목표주가 산정
EV/EBITDA 9.2배 * EBITDA 1,512억원
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
69,000원 ~ 37,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2025E EV/EBITDA 9.2배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+1.1	+1.1
금리 1%p 상승 시	+0.5	4.9

표 1. 2Q25 실적 추정 및 시장 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	2Q25E	1Q25	QoQ	2Q24	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	108.7	133.7	(18.7)	137.1	(20.7)	140.6	(22.7)	111.6	(2.6)
영업이익	(1.1)	4.3	적전	10.4	적전	12.7	(109.0)	1.5	(178.4)
OP/GP	(1.1)	3.2	(4.3)	7.6	(8.7)	9.0	(10.1)	1.3	(2.4)
지배주주순이익	0.7	2.4	(71.9)	8.1	(91.7)	12.4	(94.6)	2.9	(76.5)
NP/GP	0.6	1.8	(1.2)	22.0	(21.4)	8.8	(8.2)	2.6	(2.0)

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2025E					2026E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출총이익	484.1	612.0	(20.9)	629.8	(23.1)	521.0	643.0	(19.0)	704.4	(26.0)
영업이익	39.8	52.6	(24.4)	42.9	(7.3)	50.4	63.0	(20.0)	63.6	(20.7)
OP/GP	8.2	8.6	(0.4)	6.8	1.4	9.7	9.8	(0.1)	9.0	0.7
지배주주순이익	30.6	41.9	(27.0)	34.2	(10.5)	42.2	53.0	(20.4)	51.4	(18.0)
NP/GP	6.3	6.8	(0.5)	5.4	0.9	8.1	8.2	(0.1)	7.3	0.8

자료: Quantiwise, KB증권 추정

변경전: 2025년 1월 23일

표 3. 스튜디오드래곤 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
TV 에피소드	54	34	38	26	40	27	33	40	227	152	140	140
OTT 에피소드	17	8	21	20	19	14	26	25	114	66	84	84
매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	133.7	108.7	114.3	127.4	753.1	550.1	484.1	521.0
편성	47.3	30.7	21.6	27.6	33.2	22.7	27.2	33.0	154.1	127.2	116.2	119.5
판매	141.3	102.5	64.4	98.3	98.2	84.8	85.7	92.7	588.9	406.5	361.5	394.0
기타	3.5	3.9	4.3	4.6	2.3	1.1	1.4	1.6	10.1	16.3	6.5	7.4
YoY %	-9.0	-16.1	-58.5	-19.0	-30.4	-20.7	26.6	-2.4	7.9	-27.0	-12.0	7.6
편성	9.5	-27.7	-38.4	-17.2	-29.8	-26.0	26.3	19.4	-20.0	-17.4	-8.7	2.9
판매	-14.7	-13.8	-64.2	-20.9	-30.5	-17.2	33.1	-5.6	22.6	-31.0	-11.1	9.0
기타	50.7	84.5	85.8	36.4	-33.9	-70.7	-68.3	-64.5	-59.7	61.0	-60.5	15.3
QoQ %	19.2	-28.6	-34.1	44.6	2.4	-18.7	5.2	11.4				
편성	41.7	-35.1	-29.7	28.2	20.1	-31.6	20.0	21.2				
판매	13.7	-27.5	-37.1	52.6	-0.1	-13.6	1.0	8.2				
기타	2.6	12.1	10.8	7.1	-50.3	-50.3	20.0	20.0				
영업이익	21.5	10.4	-0.9	5.4	4.3	-1.1	16.2	20.4	55.9	36.4	39.8	50.4
(YoY %)	-0.4	-35.8	적전	흑전	-80.0	적전	흑전	280.6	-14.3	-34.9	9.3	26.8
(QoQ %)	흑전	-51.5	적전	흑전	-19.6	적전	흑전	25.3				
영업이익률 (%)	11.2	7.6	-1.0	4.1	3.2	-1.1	14.2	16.0	7.4	6.6	8.2	9.7
지배주주순이익	20.2	8.1	-6.1	11.3	2.4	0.7	10.3	17.2	30.1	33.5	30.6	42.2
(YoY %)	9.8	-20.2	적전	흑전	-88.1	-91.7	흑전	52.8	-40.5	11.3	-8.6	37.8
(QoQ %)	흑전	-59.7	적전	흑전	-78.7	-71.9	1426.9	67.0				
순이익률 (%)	10.5	5.9	-6.8	8.6	1.8	0.6	9.0	13.5	4.0	6.1	6.3	8.1

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 4. 스튜디오드래곤 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
EV/Sales	5.1x	5.5x	3.8x	2.1x	2.0x	2.4x	2.2x
매출액	526	487	698	753	550	484	521
YoY %	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(27.0)	(12.0)	7.6
EV / EBITDA	16.2x	17.6x	12.1x	6.5x	6.1x	8.4x	7.2x
EBITDA	165	152	219	242	183	140	159
YoY %	13.6	(8.3)	44.1	10.7	(24.4)	(23.3)	13.4
EV / FCF	-	-	-	37.2x	6.3x	34.3x	39.0x
FCF	(3)	(11)	(69)	42	177	34	29
YoY %	(75.9)	249.7	531.6	(160.7)	321.6	(80.6)	(14.1)
P/E	88.7x	69.9x	51.1x	51.5x	38.6x	45.3x	32.9x
EPS	1,044	1,301	1,684	1,001	1,114	1,017	1,403
YoY %	10.9	24.6	29.4	(40.6)	11.3	(8.7)	37.9
P/B	4.56x	3.99x	3.91x	2.19x	1.75x	1.81x	1.71x
BPS	20,309	22,785	21,982	23,546	24,606	25,510	26,913
YoY %	33.2	12.2	(3.5)	7.1	4.5	3.7	5.5
기준주가	92,600	91,000	86,000	51,500	43,050	46,100	46,100
기준주식수	28,369	30,008	30,020	30,058	30,058	30,058	30,058
기준시가총액	2,778	2,731	2,585	1,548	1,294	1,386	1,386

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 5. Valuation

(십억원, %, 천주, 원)	Valuation	비고
Fwd. EBITDA	151.2	Fwd 기준 추정치
영업이익	45.9	
감가상각비	105.3	
Target EV/EBITDA	9.2	글로벌 Peer 수준
Fwd. EV	1,390.9	
순금융부채	(207.4)	
비지배지분	0.0	
시가총액	1,598.2	
주식수	30,058	
목표주가	53,000	
현재가	46,100	
상승여력	15.0	
투자의견	Buy	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	753	550	484	521	531
매출원가	665	482	371	381	388
매출총이익	88	68	114	140	143
판매비와관리비	32	32	74	90	91
영업이익	56	36	40	50	53
EBITDA	242	183	140	159	168
영업외손익	-19	-8	3	4	11
이자수익	5	6	4	6	8
이자비용	9	5	2	3	3
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-9	1	0	5
세전이익	37	28	43	54	63
법인세비용	7	-5	13	12	14
당기순이익	30	33	31	42	49
지배주주순이익	30	33	31	42	49
수정순이익	30	33	31	42	49

성장성 및 수익성 비율 (%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	7.9	-27.0	-12.0	7.6	2.0
영업이익 성장률	-14.3	-34.9	9.2	26.9	4.1
EBITDA 성장률	10.7	-24.4	-23.3	13.4	5.3
지배기업순이익 성장률	-40.5	11.3	-8.7	38.0	16.7
매출총이익률	11.7	12.4	23.5	27.0	27.0
영업이익률	7.4	6.6	8.2	9.7	9.9
EBITDA이익률	32.1	33.3	29.0	30.5	31.5
세전이익률	4.9	5.1	8.9	10.4	11.9
지배기업순이익률	4.0	6.1	6.3	8.1	9.3

현금흐름표 (십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	45	180	125	151	163
당기순이익	30	33	31	42	49
유무형자산상각비	186	147	101	109	115
기타비현금손익 조정	30	12	11	12	14
운전자본증감	-179	4	-10	0	-2
매출채권감소 (증가)	15	68	5	0	-2
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	-18	-27	-2	0	0
기타운전자본증감	-175	-37	-14	0	0
기타영업현금흐름	-22	-16	-7	-12	-14
투자활동 현금흐름	-1	10	-90	-121	-122
유형자산투자감소 (증가)	-3	-1	-1	-1	-1
무형자산투자감소 (증가)	0	-1	-89	-120	-121
투자자산감소 (증가)	-1	7	0	0	0
기타투자현금흐름	2	5	1	0	0
재무활동 현금흐름	-9	-175	1	0	0
금융부채 증감	-1	-170	1	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	-8	-5	0	0	0
기타현금흐름	0	5	0	0	0
현금의 증가 (감소)	35	20	36	30	40
기말현금	158	178	214	244	284
잉여현금흐름 (FCF)	42	178	34	29	40
순현금흐름	32	193	33	30	40
순현금 (순차입금)	-18	174	207	237	277

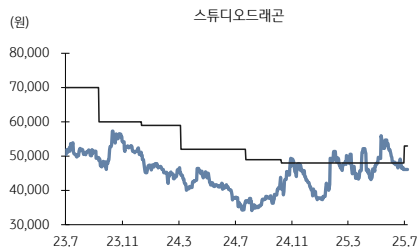
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

재무상태표 (십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	1,092	926	958	1,000	1,050
유동자산	405	394	407	436	479
현금 및 현금성자산	158	178	214	244	284
단기금융자산	3	4	3	3	3
매출채권	149	101	97	98	100
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	94	111	91	91	91
비유동자산	688	532	551	564	571
투자자산	175	156	152	152	152
유형자산	12	12	10	9	8
무형자산	359	205	187	200	209
기타비유동자산	141	159	203	203	203
부채총계	384	186	191	191	191
유동부채	368	169	135	135	135
매입채무	11	5	5	5	5
단기금융부채	170	2	4	4	4
기타유동부채	187	163	126	126	126
비유동부채	16	16	56	56	56
장기금융부채	10	6	6	6	6
기타비유동부채	7	10	50	50	51
자본총계	708	740	767	809	858
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-22	-23	-27	-27	-27
이익잉여금	242	275	305	348	397
지배자본 계	708	740	767	809	858
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	51.5	38.6	45.3	32.9	28.2
P/B	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
P/S	2.1	2.4	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	6.5	6.1	8.4	7.2	6.6
EV/EBIT	28.0	30.8	29.6	22.8	21.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	1,001	1,114	1,017	1,403	1,636
BVPS	23,546	24,606	25,510	26,913	28,549
SPS (주당매출액)	25,056	18,300	16,110	17,332	17,679
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성장 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	4.4	4.6	4.1	5.4	5.9
ROA	2.8	3.3	3.3	4.3	4.8
ROIC	4.5	4.7	4.3	5.6	6.1
안정성지표					
부채비율	54.3	25.1	24.9	23.6	22.3
순차입비율	2.6	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.1	2.3	3.0	3.2	3.6
이자보상배율 (배)	6.4	7.8	16.6	19.7	20.5
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	5.2	4.4	4.9	5.3	5.4
매입채무회전율	55.2	68.3	99.9	110.5	111.5
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 자료 공표일 현재 [스튜디오드래곤]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과 Hold: 15% ~ -15% Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회 Neutral: 시장수익률 수준 Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):

보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

스튜디오드래곤 (253450)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-07-03	Buy	최용현	70,000	-27.11	
23-10-10	Buy	최용현	60,000	-13.15	-4.50
24-01-10	Buy	최용현	59,000	-22.16	-14.92
24-04-04	Buy	최용현	52,000	-21.14	-10.67
24-08-22	Buy	최용현	49,000	-23.42	-10.61
24-11-07	Buy	최용현	48,000	-3.75	16.67
25-07-30	Buy	최용현	53,000		

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.