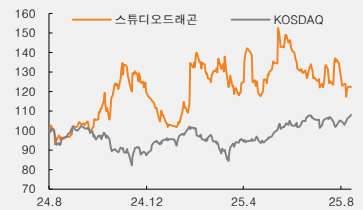


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(하향)	▼ <b>65,000원</b>
현재주가(25/9/9)	44,900원
상승여력	44.8%

영업이익(25F,십억원)	41
Consensus 영업이익(25F,십억원)	38
EPS 성장률(25F,%)	-24.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	22.7
P/E(25F,x)	53.1
MKT P/E(25F,x)	12.0
KOSDAQ	824.82
시가총액(십억원)	1,350
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	11.0
베타(12M) 일간수익률	0.06
52주 최저가(원)	34,900
52주 최고가(원)	56,000
(%)	
절대주가	-8.4
상대주가	-10.1



[미디어/엔터테인먼트]

**김규연**  
gyuyeon.kim@miraeeasset.com

**장다현**  
dahyun.jang@miraeeasset.com

# 스튜디오드래곤

## K-콘텐츠 수출이라면 바로 여기

### 목표주가 65,000원으로 하향, 그러나 매수 의견 유지

목표주가를 직전 71,000원에서 65,000원으로 하향한다. 26년 영업이익 742억원에 Target EV/EBIT 25.5x를 적용했다. 중국 관련 뉴스가 소강상태로 프리미엄을 제거했다. 그러나 하반기 **1) 실적 개선과 2) 글로벌 시장 확장**이라는 모멘텀이 동시에 발생할 가능성으로 매수 의견을 유지한다.

### 상반기 영업이익 14억원 vs. 하반기 영업이익 397억원

동사는 24년 3분기부터 네 개 분기 연속 부진한 모습을 보였다. TV 광고 업황이 악화되며 제작비를 감당할 수 없게된 방송사가 드라마 방영을 축소한다 OTT 업체들도 수익성 강화를 위해 오리지널 콘텐츠를 드라마에서 예능으로 전환하는 흐름이 있었다. 이에 매출액은 1H24 3,292억원에서 1H25 2,483억원으로 감소했다. 그러나 하반기 반전이 시작된다. tvN 수목 드라마 편성, OTT 오리지널 콘텐츠의 하반기 집중으로 2H25 매출액을 4,410억원으로 전망한다. 이에 영업이익 역시 1H25 14억원에서 2H25 397억원으로 확연하게 개선될 것이다.

### K-콘텐츠 수출 준비 완료

하반기 매출 성장으로 연간 매출은 전년대비 25%의 성장률을 기록할 것으로 예상되는 데 대부분이 해외 매출 증가에 기인한다. 국내 매출은 24년 2,255억원 → 25년 2,134억원으로 감소하나 해외 매출은 24년 3,246억원 → 25년 4,632억원으로 증가한다. 주목할 것은 **장르 확장을 통한 해외 매출 다변화**다.

동사는 수년간 한국 드라마에서 장르 확장을 꾀했다. 20년 미국 제작사 스카이댄스 미디어의 지분을 인수하고 할리우드 드라마 제작을 시도했고 23년과 24년 애플TV+에 The Big Door Prize를 공급했다. 올해 5월에는 스카이댄스의 지분을 추가 취득했는데 연이어 연말 미국 드라마 두 편 공급 가능성을 보도했다.

22년에는 스튜디오드래곤 재팬을 설립해 일본 진출을 시도했고 올해 상반기 '내 남편과 결혼해줘' 일본판, 하츠코이 도그즈와 소울메이트가 공개됐다. 특히 내 남편과 결혼해줘는 일본 아마존 프라임에서 사상 최대 시청수를 기록했다. 넷플릭스가 스포츠 중계권을 확보 등 일본 시장 점유율 확보에 집중하고 있는 것을 감안하면 Hit ratio가 증명된 동사와 현지 콘텐츠 제작 가능성도 있다고 판단한다.

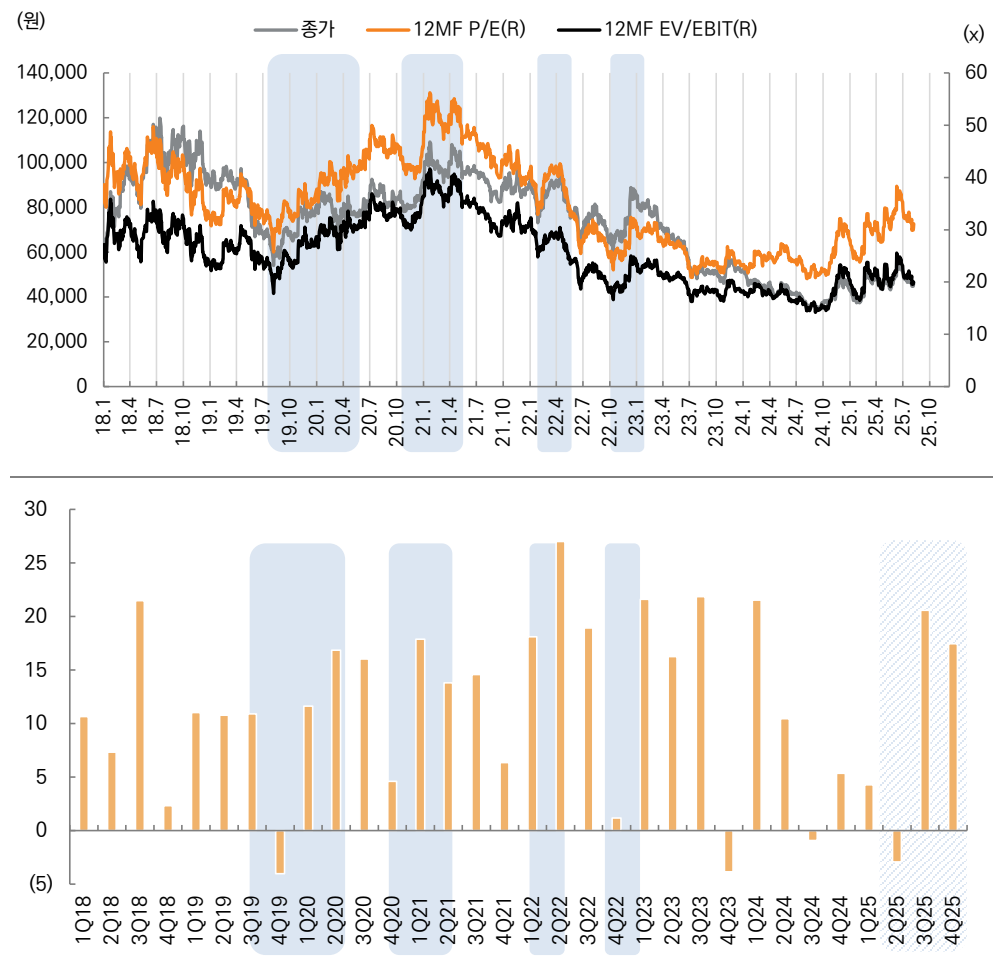
결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	698	753	550	689	888
영업이익 (십억원)	65	56	36	41	74
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.5	6.0	8.3
순이익 (십억원)	51	30	33	28	60
EPS (원)	1,684	1,001	1,114	944	1,992
ROE (%)	7.5	4.4	4.6	3.8	7.5
P/E (배)	51.1	51.5	38.6	47.6	22.5
P/B (배)	3.9	2.2	1.7	1.8	1.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

향후 구독수 증가의 핵심 동력이 될 동남아시아 시장에서의 현지 콘텐츠 제작도 가능할 수 있다. 지금까지는 낮은 소비 여력으로 글로벌 OTT의 콘텐츠 투자가 본격적으로 이뤄지지 않았다. 그러나 추후 북미 지역의 양적 성장이 둔화될 것으로 예상됨에 따라 성장의 요충지로 부상될 가능성이 높다. 그와 동시에 iQIYI와 WeTV 등 중국 스트리밍 플랫폼이 현지 콘텐츠 제작을 앞세워 공격적으로 점유율을 확보하고 있다. 이에 역시나 높은 흥행 레퍼런스를 보유한 동사에 기회로 작용할 수 있다.

올해는 이러한 글로벌 확장이 본격화되는 원년으로 매출액 증가율에 비해 이익 성장이 더딜 것으로 판단한다. 그러나 원가 절감 노력이 본궤도에 오르고 글로벌 제작이 안정화되는 내년부터 영업이익률이 8%로 개선될 것이라 판단한다.

그림 87. 실적 개선세가 두드러지는 구간에 추가 반응



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>192.1</b>	<b>137.1</b>	<b>90.3</b>	<b>130.6</b>	<b>133.8</b>	<b>114.5</b>	<b>187.7</b>	<b>253.3</b>	<b>753.1</b>	<b>550.1</b>	<b>689.3</b>	<b>887.7</b>
YoY 성장률	-9.0%	-16.1%	-58.5%	-19.0%	-30.3	-16.5	107.8	94.0	7.9	-27.0%	25.3	28.8
편성	47.3	30.7	21.6	27.6	33.2	17.3	51.0	51.8	154.1	127.2	153.3	212.7
판매	141.3	102.5	64.4	98.3	98.2	92.4	131.0	189.3	588.9	406.5	511.0	643.0
기타	3.5	3.9	4.3	4.3	62.3	4.7	5.7	12.3	10.1	16.0	25.0	32.0
<b>매출총이익</b>	<b>28.7</b>	<b>18.1</b>	<b>5.9</b>	<b>15.3</b>	<b>11.4</b>	<b>3.8</b>	<b>23.8</b>	<b>39.6</b>	<b>87.9</b>	<b>68.0</b>	<b>78.5</b>	<b>140.8</b>
매출총이익률(%)	14.9	13.2	6.6	11.7	8.5	3.3	12.7	15.6	11.7	12.4	11.4	15.9
제작원가	91.3	59.6	45.4	61.5	69.5	58.4	95.2	128.5	398.3	257.9	351.7	442.9
무형자산상각비	50.1	38.5	26.1	22.2	36.1	33.5	39.8	55.9	182.6	136.8	165.2	185.0
<b>영업이익</b>	<b>21.5</b>	<b>10.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>11.2</b>	<b>28.5</b>	<b>55.9</b>	<b>36.4</b>	<b>41.1</b>	<b>74.2</b>
영업이익률(%)	11.2	7.6	-1.0	4.1	3.2	-2.5	6.0	11.3	7.4	6.6	6.0	8.4
영업이익성장률(%)	-0.4	-35.7	적전	흑전	-80.1	적전	흑전	433.2	-14.3	-34.8	13.0	80.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>20.2</b>	<b>8.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>11.3</b>	<b>2.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>7.0</b>	<b>28.2</b>	<b>30.1</b>	<b>33.5</b>	<b>28.4</b>	<b>59.9</b>
<b>Key data</b>												
편성편수	71	46	58	46	60	41	91	96	331	221	305	353
Total ASP	2.7	3.0	1.6	2.8	2.2	2.1	2.4	2.3	2.3	2.5	2.3	2.5
편당 제작비	1.9	2.9	2.4	3.5	2.0	2.0	1.5	1.7	1.7	2.6	1.7	1.8

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

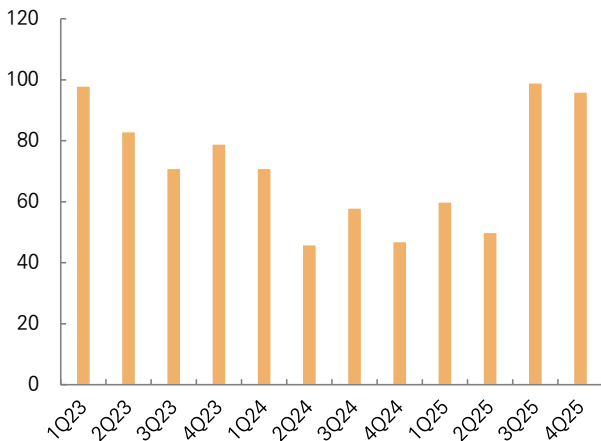
표 26. Valuation

(십억원)

항목	값	비고
26F EBIT	74.2	4년 평균 EV/EBIT
Target EV/EBIT	25.5x	
(- 순차입금)	-45.4	
적정 시가총액	1,940	천의자리 반올림
희석주식수(천주)	30,058.5	
목표주가(원)	65,000	
현재주가(원)	44,900	
상승여력	44.8%	

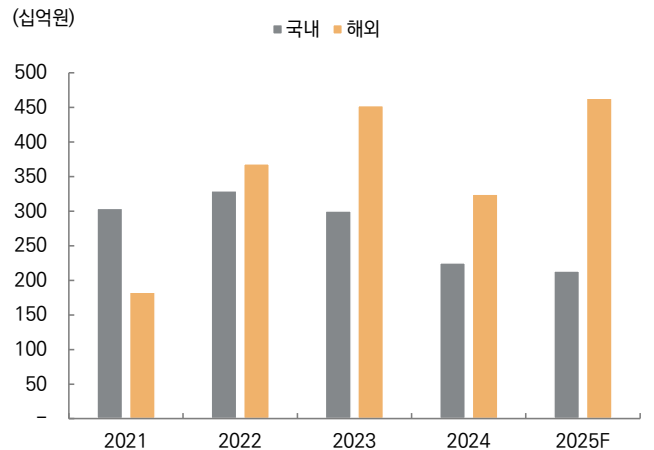
자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 분기별 편성편수



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 지역별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 드라마 방영/납품 일정 추정

시기		tvN	KBS	넷플릭스	디즈니플러스	티빙	해외
1Q	1월	월화	원경(SD)	탄금		원경, 스타디그룹	
		수목					
		금토					
		토일	별들에게 물어봐(SD)				
	2월	월화					
		수목					
		금토					
		토일	별들에게 물어봐(SD)				
	3월	월화	그놈은 흑염룡(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	감자연구소(ENM)				
2Q	4월	월화	이혼보험(지니)	다 이루어질지니 (8)			내 남편과 결혼해줘 (일본)
		수목					
		금토					
		토일	슬전생(ENM)				
	5월	월화	금주를 부탁해(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	미지의 서울(SD)				
	6월	월화	금주를 부탁해(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	미지의 서울(SD)				
3QF	7월	월화	견우와 선녀(SD)	다 이루어질지니 (4)	조각도시(12)		하츠코이 도그즈(7월) 소울메이트(8월, 일본 넷플릭스)
		수목					
		금토					
		토일	서초동(ENM)				
	8월	월화	첫사랑을 위하여(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	서초동(ENM)				
	9월	월화	신시장 프로젝트(SD)				
		수목					
		금토					
		토일	폭군의 셰프(SD)				
4QF	10월	월화	신시장 프로젝트(SD)	자백의 대가(12)		친애하는 X(12)	미국 시리즈 2편
		수목	우주를 줄게(SD)				
		금토					
		토일	태풍상사(SD)				
	11월	월화	알미운사랑(SD)				
		수목	우주를 줄게(SD)				
		금토					
		토일	태풍상사(SD)				
	12월	월화	스프링피버(ENM)				
		수목	SD				
		금토					
		토일	프로보노(SD)				

주: 언론에 보도되지 않은 일정은 당사 추정치  
 자료: 언론자료, 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>753</b>	<b>550</b>	<b>689</b>	<b>888</b>
매출원가	665	482	611	747
매출총이익	88	68	78	141
판매비외관리비	32	32	37	67
조정영업이익	56	36	41	74
영업이익	56	36	41	74
비영업손익	-19	-8	-7	-2
금융손익	-4	1	4	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	28	34	72
계속사업법인세비용	7	-5	6	12
계속사업이익	30	33	28	60
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>60</b>
지배주주	30	33	28	60
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>47</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>60</b>
지배주주	47	32	28	60
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	242	183	210	263
FCF	42	178	190	205
EBITDA 마진율 (%)	32.1	33.3	30.5	29.6
영업이익률 (%)	7.4	6.5	6.0	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	6.0	4.1	6.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>405</b>	<b>394</b>	<b>341</b>	<b>428</b>
현금 및 현금성자산	158	178	66	74
매출채권 및 기타채권	149	101	133	171
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	98	115	142	183
<b>비유동자산</b>	<b>688</b>	<b>532</b>	<b>674</b>	<b>690</b>
관계기업투자등	12	4	4	4
유형자산	12	12	13	15
무형자산	359	205	195	208
<b>자산총계</b>	<b>1,092</b>	<b>926</b>	<b>1,016</b>	<b>1,118</b>
<b>유동부채</b>	<b>368</b>	<b>169</b>	<b>216</b>	<b>257</b>
매입채무 및 기타채무	69	44	60	58
단기금융부채	172	3	3	3
기타유동부채	127	122	153	196
<b>비유동부채</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
장기금융부채	10	6	6	6
기타비유동부채	6	10	26	26
<b>부채총계</b>	<b>384</b>	<b>186</b>	<b>248</b>	<b>290</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>708</b>	<b>740</b>	<b>768</b>	<b>828</b>
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	303	363
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>708</b>	<b>740</b>	<b>768</b>	<b>828</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>45</b>	<b>180</b>	<b>195</b>	<b>210</b>
당기순이익	30	33	28	60
비현금수익비용가감	216	159	170	198
유형자산감가상각비	3	4	4	3
무형자산상각비	183	143	166	185
기타	30	12	0	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-179	4	2	-36
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	68	-32	-38
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-27	6	2
법인세납부	-22	-16	-6	-12
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-1</b>	<b>10</b>	<b>-157</b>	<b>-201</b>
유형자산처분(취득)	-3	-1	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	-1	-156	-198
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	0	-1	-1
기타투자활동	6	12	5	3
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-9</b>	<b>-175</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-172	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-3	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>35</b>	<b>20</b>	<b>-113</b>	<b>9</b>
기초현금	124	158	178	66
기말현금	158	178	66	74

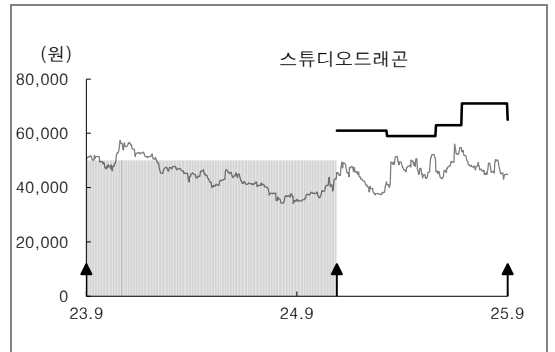
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	51.5	38.6	47.6	22.5
P/CF (x)	6.3	6.7	6.8	5.2
P/B (x)	2.2	1.7	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	6.5	6.1	6.1	4.9
EPS (원)	1,001	1,114	944	1,992
CFPS (원)	8,185	6,394	6,614	8,584
BPS (원)	23,546	24,606	25,550	27,542
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.9	-27.0	25.3	28.8
EBITDA증가율 (%)	10.7	-24.4	14.9	25.1
조정영업이익증가율 (%)	-14.3	-34.9	13.0	80.4
EPS증가율 (%)	-40.6	11.3	-15.3	111.0
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.4	5.9	5.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	48.7	59.9	75.6	60.2
ROA (%)	2.8	3.3	2.9	5.6
ROE (%)	4.4	4.6	3.8	7.5
ROIC (%)	8.5	9.7	9.4	15.7
부채비율 (%)	54.3	25.1	32.3	35.0
유동비율 (%)	109.9	232.4	158.1	166.2
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-22.8	-7.8	-8.3
조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	7.8	89.2	160.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤 (253450)				
2025.09.10	매수	65,000	-	-
2025.06.23	매수	71,000	-32.94	-24.37
2025.05.09	매수	63,000	-22.77	-11.11
2025.02.13	매수	59,000	-19.97	-11.53
2024.11.18	매수	61,000	-29.19	-19.02
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

\* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.