

# 스튜디오드래곤 (253450)

## 불황 탈피의 2026년

2025년 11월 28일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	50,000 원 (유지)
✓ 상승여력	29.4%	✓ 현재주가 (11월 27일)	38,650 원

### [미디어]

지인해 연구위원  
 ✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원  
 ✉ jiy.kim@shinhan.com

### Revision

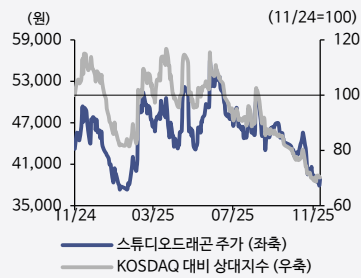
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	1,161.8십억원
발행주식수(유동비율)	30.1 백만주(45.2%)
52주 최고가/최저가	56,000 원/37,350 원
일평균 거래액 (60일)	3,886 백만원
외국인 지분율	8.8%

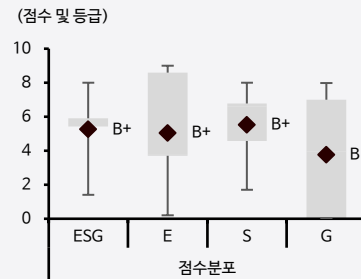
주요주주 (%)	
CJENM 외 3인	54.8
네이버	6.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(12.0)	(18.5)	(21.8)	(9.3)
상대	(9.7)	(25.8)	(38.5)	(29.2)

### 주가



### ESG 컨센서스



### 신한생각 내년 언젠가는 반격이 가능할 것

유의미한 비용 구조 개선으로 실적은 확실히 바닥 통과. 업황이 탄할 수 있는 자그마한 실마리(광고/중국/신사업 등)만 있어도 가볍게 될 주가

### Q(감소→증가), P(하락/유지→상향), C(peak-out) 방향 전환

동사 영업이익은 22년 652억원 최대 기록 후, 23년과 24년 각각 559억, 364억원으로 대폭 감익. 22년 → 23년 → 24년 → 2Q25 순차적으로 회당 제작비(C)가 11.6억 → 17.4억 → 18.7억 → 22.5억원으로 상승해 방영회차(Q)가 442회 → 335회 → 218회 → 41회(분기 최저치)로 축소된 탓. 3Q25부터 Q, P, C 방향 전환, 4Q25 신사업 발표로 분위기 반전 기대

[제작비(C)] 실비정산, 크리에이터 조율 및 설득 등 비용 효율화 전략이 반영된 작품들이 촬영기간을 거쳐 3Q25부터 반영. 회당 제작비는 14.4억, 매출원가율은 87.5%로 peak-out 기조. 제작비 효율화는 점차 확산될 것 [방영회차(Q)] 2Q25 41회 → 3Q25 62회로 반등. 제작편수 기준 22년 33회 → 23년 30회 → 24년 18회 → 25년 21회 → 26년 24편으로 증가. CJ ENM의 수목 드라마 재개, 지상파 3사 편성, 해외 제작 확대에 기인 [리콥올(P)] 2Q25 이후 시청률 회복 ⇒ 차기작의 해외(판권) 리콥올 상향 시사. 제작비 효율화로 국내(편성) 리콥올은 추가 하락 제한적(p.21) [신사업] 4Q25 비용 통제를 가속화할 배우 매니지먼트, 매출 성장에 기여할 굿즈/PPL/협찬 연계 신사업(p. 23)이 발표될 예정

### Valuation & Risk: 실적 및 주가 바텀아웃 기대

기존 투자의견 유지. 멀티플은 관행적으로 높은 편이기에 실적 상향 필요. P, Q, C의 역전으로 손익은 바텀 통과. 업황은 여전히 비우호적(광고 부진, 중국 無 등)이나, 업황 탄의 자그마한 실마리라도 포착될 시, 선제적인 비용 통제 기반 가파른 이익 레버리지, 신저가/빈수급으로 가볍게 될 주가

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	553.8	34.0	23.6	49.3	3.1	1.5	7.8	-
2026F	641.3	59.9	44.3	26.3	5.6	1.4	7.8	-
2027F	692.4	72.5	53.9	21.5	6.5	1.3	7.6	-

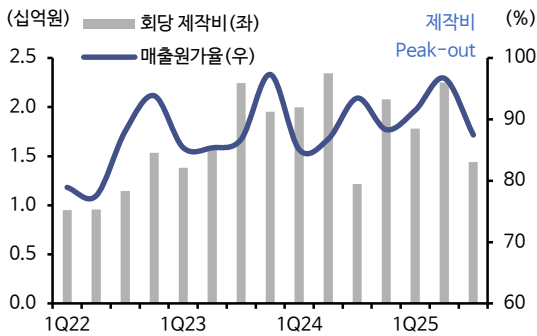
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	550.1	553.8	641.3
(%YoY)	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(27.0)	0.7	15.8
편성	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	127.2	112.7	142.5
(%YoY)	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(17.4)	(11.5)	26.5
(%sales)	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	23.1	20.3	22.2
판매	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	406.5	424.0	476.8
(%YoY)	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(31.0)	4.3	12.5
(%sales)	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	73.9	76.6	74.4
기타	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	16.4	17.1	21.9
(%YoY)	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	61.4	4.8	27.9
(%sales)	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	3.0	3.1	3.4
영업이익	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	36.4	34.0	59.9
(%YoY)	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	(34.9)	(6.5)	76.0
(%OPM)	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	6.6	6.1	9.3
순이익	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	33.5	23.6	44.3
(%YoY)	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	11.2	(29.6)	87.6
(%NPM)	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	6.1	4.3	6.9

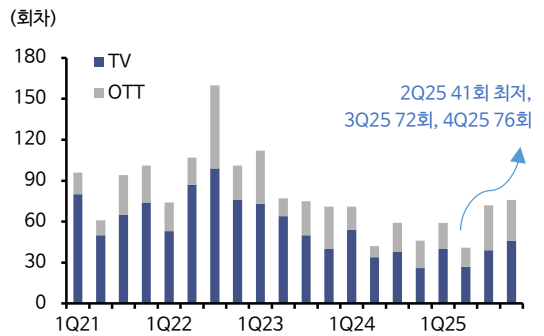
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 회당 제작비 및 원가율 추이



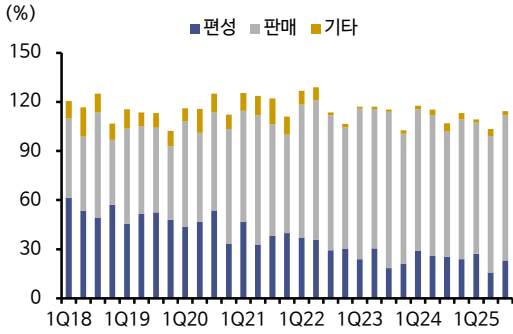
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 방영회차 추이



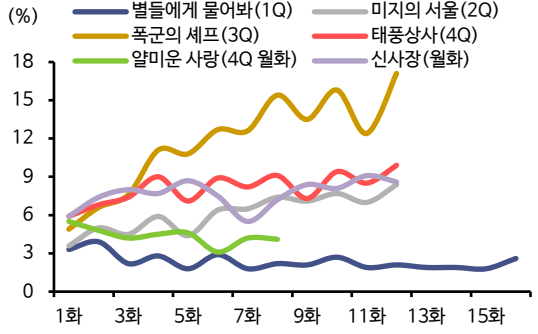
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 리튬비율 추이



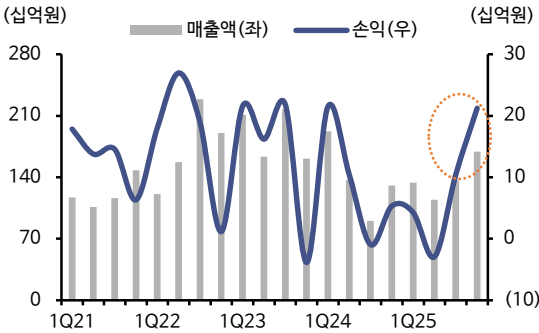
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 시청률 추이



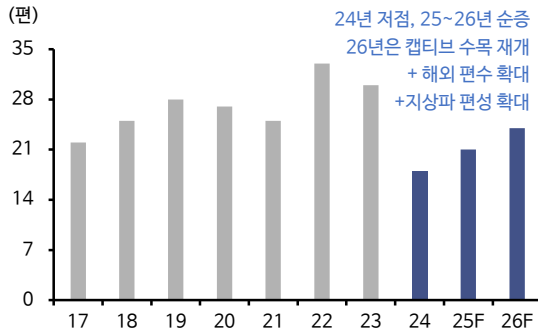
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 분기 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 제작편수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 신사업 추진 영역



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 라인업

- 신사장 프로젝트**: tvN, 12부작, 9/15~10/28
- 태몽상사**: tvN, Netflix, 16부작, 10/11~
- 알미운 사랑**: tvN, Amazon Prime Video, 16부작, 11/3~12/3
- 프로보노**: tvN, Netflix, 12부작, 12/6~
- 찬미하는 X**: TVING, 12부작, 10월 11일 입영
- 소울메이트(타)**: Netflix, 8부작, 12월 넷째 주 방영 예정

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	<b>1,092.2</b>	<b>925.5</b>	<b>958.1</b>	<b>1,031.9</b>	<b>1,103.1</b>
유동자산	404.5	393.8	479.7	587.1	675.1
현금및현금성자산	158.4	178.2	216.8	283.3	347.4
매출채권	149.1	101.1	134.0	155.2	167.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	687.7	531.7	478.4	444.8	428.0
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	156.4	157.6	158.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>384.5</b>	<b>185.9</b>	<b>194.9</b>	<b>224.4</b>	<b>241.7</b>
유동부채	368.0	169.4	178.3	206.3	222.6
단기차입금	170.0	1.5	1.5	1.5	1.5
매입채무	11.1	5.0	5.0	5.8	6.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.5	16.4	16.5	18.1	19.1
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
<b>자본총계</b>	<b>707.8</b>	<b>739.6</b>	<b>763.2</b>	<b>807.5</b>	<b>861.4</b>
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	298.4	342.6	396.6
<b>지배주주지분</b>	<b>707.8</b>	<b>739.6</b>	<b>763.2</b>	<b>807.5</b>	<b>861.4</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	181.7	9.5	9.5	9.8	9.9
*순차입금(순현금)	20.3	(172.6)	(211.2)	(277.4)	(341.3)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>44.7</b>	<b>179.6</b>	<b>67.5</b>	<b>78.4</b>	<b>73.3</b>
당기순이익	30.1	33.5	23.6	44.3	53.9
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	(38.3)	(11.6)	(6.8)
(법인세납부)	(22.3)	(16.1)	(7.5)	(14.1)	(17.2)
기타	28.2	15.4	1.8	6.5	7.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(0.7)</b>	<b>9.6</b>	<b>(28.0)</b>	<b>(11.3)</b>	<b>(8.6)</b>
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	(0.1)	(1.2)	(0.7)
기타	(1.0)	4.4	6.1	7.9	10.1
<b>FCF</b>	<b>209.9</b>	<b>190.2</b>	<b>71.8</b>	<b>82.0</b>	<b>79.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(8.9)</b>	<b>(174.8)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.3)</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	(168.5)	0.0	0.3	0.2
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)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	5.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>34.7</b>	<b>19.8</b>	<b>38.6</b>	<b>66.5</b>	<b>64.1</b>
기초현금	123.7	158.4	178.2	216.8	283.3
기말현금	158.4	178.2	216.8	283.3	347.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>753.1</b>	<b>550.1</b>	<b>553.8</b>	<b>641.3</b>	<b>692.4</b>
증감률 (%)	7.9	(27.0)	0.7	15.8	8.0
<b>매출원가</b>	<b>665.3</b>	<b>482.1</b>	<b>489.8</b>	<b>548.1</b>	<b>585.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>87.9</b>	<b>68.0</b>	<b>64.0</b>	<b>93.2</b>	<b>107.1</b>
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	11.6	14.5	15.5
<b>판매관리비</b>	<b>32.0</b>	<b>31.6</b>	<b>30.0</b>	<b>33.3</b>	<b>34.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>55.9</b>	<b>36.4</b>	<b>34.0</b>	<b>59.9</b>	<b>72.5</b>
증감률 (%)	(14.3)	(34.9)	(6.5)	76.0	21.1
영업이익률 (%)	7.4	6.6	6.1	9.3	10.5
<b>영업외손익</b>	<b>(18.7)</b>	<b>(8.2)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>(1.3)</b>
금융손익	(2.6)	12.0	(1.8)	(1.5)	(1.3)
(16.1)	(20.2)	(1.1)	0.0	0.0	
종속 및 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>37.2</b>	<b>28.2</b>	<b>31.1</b>	<b>58.4</b>	<b>71.2</b>
법인세비용	7.1	(5.3)	7.5	14.1	17.2
계속사업이익	30.1	33.5	23.6	44.3	53.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>30.1</b>	<b>33.5</b>	<b>23.6</b>	<b>44.3</b>	<b>53.9</b>
증감률 (%)	(40.5)	11.3	(29.6)	87.6	21.9
순이익률 (%)	4.0	6.1	4.3	6.9	7.8
(지배주주)당기순이익	30.1	33.5	23.6	44.3	53.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>46.9</b>	<b>31.7</b>	<b>23.6</b>	<b>44.3</b>	<b>53.9</b>
(지배주주)총포괄이익	46.9	31.7	23.6	44.3	53.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>242.0</b>	<b>183.0</b>	<b>121.4</b>	<b>112.7</b>	<b>108.0</b>
증감률 (%)	10.7	(24.4)	(33.6)	(7.2)	(4.2)
EBITDA 이익률 (%)	32.1	33.3	21.9	17.6	15.6

**주요 투자지표**

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	1,001	1,114	785	1,472	1,794
EPS (지배순이익, 원)	1,001	1,114	785	1,472	1,794
BPS (자본총계, 원)	23,546	24,606	25,391	26,863	28,657
BPS (지배지분, 원)	23,546	24,606	25,391	26,863	28,657
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	51.5	38.6	49.3	26.3	21.5
PER (지배순이익, 배)	51.5	38.6	49.3	26.3	21.5
PBR (자본총계, 배)	2.2	1.7	1.5	1.4	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.2	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (배)	6.5	6.1	7.8	7.8	7.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	32.1	33.3	21.9	17.6	15.6
영업이익률 (%)	7.4	6.6	6.1	9.3	10.5
순이익률 (%)	4.0	6.1	4.3	6.9	7.8
ROA (%)	2.8	3.3	2.5	4.4	5.1
ROE (지배순이익, %)	4.4	4.6	3.1	5.6	6.5
ROIC (%)	9.7	6.5	10.1	19.2	24.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	54.3	25.1	25.5	27.8	28.1
순차입금비율 (%)	2.9	(23.3)	(27.7)	(34.4)	(39.6)
현금비율 (%)	43.0	105.1	121.5	137.3	156.0
이자보상배율 (배)	6.4	7.8	7.38	127.8	151.1
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	19.9	11.9	8.5	7.1	6.8
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	70.5	83.0	77.5	82.3	85.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권