

# 스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**64,000**

유지

현재주가

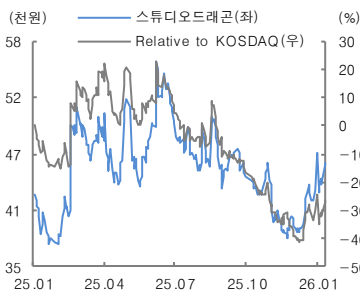
**45,600**

(26.01.13)

미디어업종

KOSDAQ	948.98
시가총액	1,371십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 37,350원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	9.19%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.1	4.7	-4.1	18.8
상대수익률	15.6	-5.1	-19.1	-11.4



## 다시 좋아질지어니

- 4Q25 매출 1.7천억원(+31% yoy), OP 185억원(+246% yoy) 전망
- 작품 수 회복. 4Q 66회차(+20회 yoy), 25년 238회차(+20회 yoy)
- 성과도 입증. 연초 시청률 부진했으나, 하반기 회복. 26년 좋은 출발

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출  
12M FWD EPS 1,495원에 PER 43배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 하단 47배

### 4Q25 Preview: 작품 수 회복, 성과도 입증

매출 1.7천억원(+31% yoy, +25% qoq), OP 185억원(+246% yoy, +77% qoq) 전망  
4Q 방영회차는 66회차(TV 46회, OTT 20회). +20회 yoy, -6회 qoq  
4Q 라인업: <신시장 프로젝트> 6회, <알미운 사랑> 16회, <태풍상사> 16회, <프로보노> 8회, <친애하는X> 12회, <소울 메이트(일본)> 8회

글로벌 OTT 선판매. NFLX <태풍상사> 10.2%, <프로보노> 10%, 아마존 <알미운 사랑> 5.5%. <알미운 사랑>은 월화임에도 대작이고, 글로벌 선판매, 시청률도 양호

1) 작품 수 회복. 25년 작품은 당사 기준 21편(+2편 yoy), 회차수는 238회차(+20회차 yoy)로 회복(집계 방식의 차이로 회사 기준은 24년 18편, 25년 19편)  
26년 작품 수는 최소 25편. 수목, 지상파, 미국 현지 제작 등이 최종적으로 확정되면 약 30편에 가까운 수준으로 확대될 것으로 전망

2) 성과도 입증. 드래곤 작품의 14년 이후 장기 평균 시청률은 6.3%. 1Q25는 3%로 낮게 시작했지만, 2Q 5.9%, 3Q 8.9%, 4Q 7.5%로 25년 평균 6.3%로 마감

3Q <폭군의 세프>는 최고 17.1%로 역대 6위를 기록했으나, 12회차 기준으로는 역대 2위에 등극. 4Q~1Q26 <프로보노>는 10%로 종영, 26년 좋은 출발

### 26년 편안한 외형 성장. 마진 개선도 기대

26년 작품 편수는 최소 25편(+4편 yoy). <100일의 거짓말>, tving <유미의 세포들 3>, 디즈니+ <골드랜드>, NFLX <참교육>, <천천히 강렬하게> 등 TV와 OTT에 걸쳐서 다양한 대작들이 편성될 예정. 플랫폼도 다변화. 지상파향 4편, NFLX 오리지널 4편, 디즈니+ 오리지널 1편, 티빙 오리지널 4편 등

비용 효율화에 따른 마진 개선. OPM 3Q 7.7%(+8.7%p yoy), 4Q 10.8%(+6.7%p yoy) 전망. 25E 5.4%(-1.2%p), 26E 8.7%(+3.3%p), 27E 11.4%(+2.7%p)

동사가 18년에 판매한 <나의 아저씨> 판권을 기반으로 중국판 리메이크작 공개 한한령 해제의 시그널. 당사 추정 구작 70여편 약 350억원, 동시방영 2편 약 420억원 반영시 26년 OP는 1.3천억원 가능, PER은 13배 수준에 불과

(단위: 십억원 %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25(F)					1Q26		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	131	137	171	171	31.0	25.3	161	122	-9.0	-28.9
영업이익	5	10	19	19	245.7	76.7	17	9	110.6	-51.4
순이익	11	9	13	13	16.2	47.1	11	8	245.8	-37.5

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	556	635	682
영업이익	56	36	30	55	78
세전순이익	37	28	28	57	79
총당순이익	30	33	21	44	60
지배지분순이익	30	33	21	44	60
EPS	1,001	1,114	686	1,448	2,008
PER	51.5	38.6	62.3	29.5	21.3
BPS	23,546	24,606	25,293	26,741	28,749
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
ROE	4.4	4.6	2.8	5.6	7.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

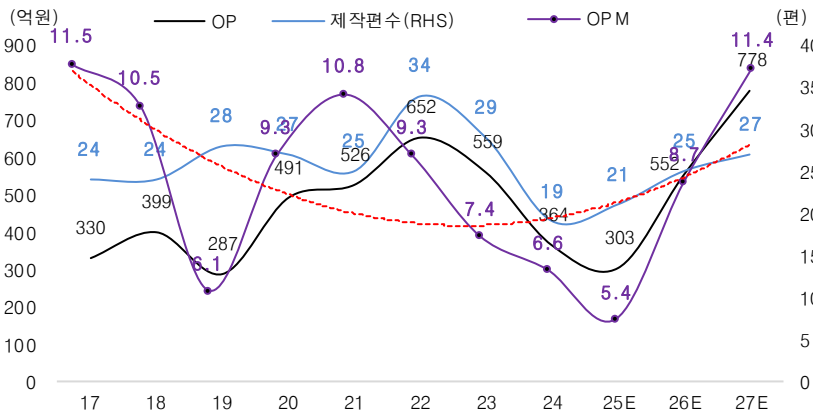
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	556	635	556	635	0.0	0.0
판매비와 관리비	33	32	33	32	0.0	0.0
영업이익	30	55	30	55	0.0	0.0
영업이익률	5.5	8.7	5.5	8.7	0.0	0.0
영업외손익	-3	2	-3	2	적차유지	0.0
세전순이익	28	57	28	57	0.0	0.0
지배지분순이익	21	44	21	44	0.0	0.0
순이익률	3.7	6.9	3.7	6.9	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	686	1,448	686	1,448	0.0	0.0

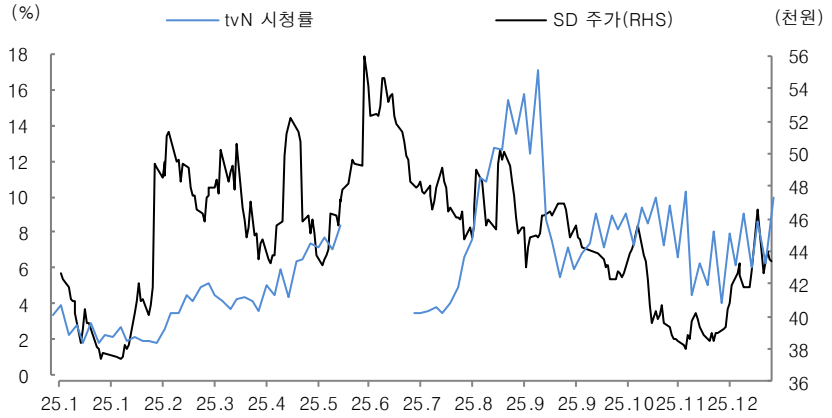
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

그림 1. 25~26년 제작 정상화 복귀하면서 이익도 개선 전망. 작품당 이익 증가



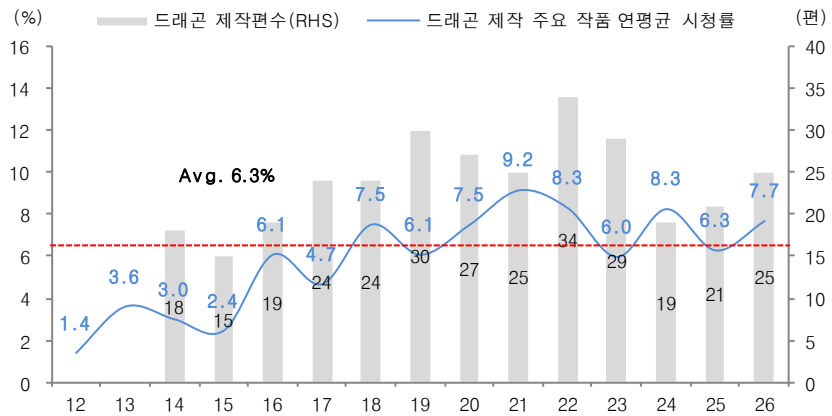
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

그림 2. 25년초 부진을 딛고 시청률 상승. 주가는 성과를 조금씩 반영하는 중



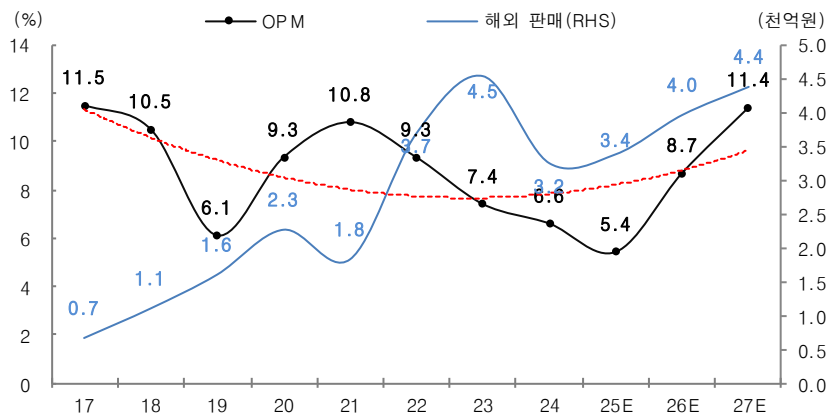
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 3. 연평균 시청률. 연초 2%대에서 6%대로 회복. 26년은 7%대로 좋은 출발



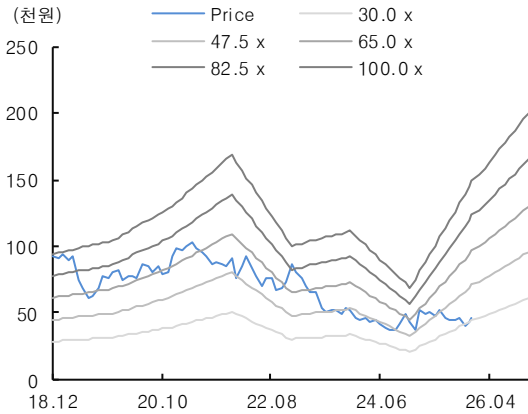
자료: AGB Nielson, 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center / 주: 시청률은 드래곤 제작 작품의 tvN 시청률

그림 4. 26~27년 10%대 OPM 달성하면서 배당 시작 전망



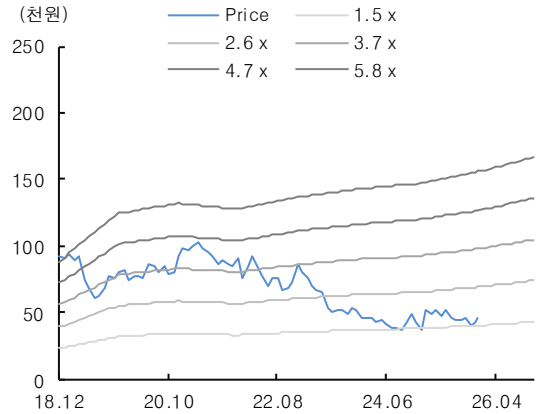
자료: 스튜디오드래곤 추정은 대신증권 Research Center

그림 5. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원 원 %)

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	21	44	60	67	77	86	98	110	125	141
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	760	804	864	920	982	1,046	1,118	1,199	1,290	1,394
추정ROE	2.8	5.6	7.2	7.3	7.8	8.3	8.7	9.2	9.7	10.1
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	5.1									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	2.7									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	0.6									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-2.4	0.4	2.1	2.2	2.6	3.1	3.6	4.1	4.5	5.0
V 필요수익	38	39	41	44	47	51	54	58	62	66
VI 잔여이익(-V)	-17	5	19	23	29	36	44	53	63	75
현가계수	1.00	0.95	0.90	0.86	0.82	0.78	0.74	0.70	0.67	0.64
잔여이익의 현가	-17	4	17	20	24	28	33	37	42	48
VII 잔여이익의 합계	235									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	924									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	740									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,899									
총주식수(천주)	30,058									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	63,177									
현재가치(원)	45,400									
Potential (%)	39.2%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현재시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 자성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

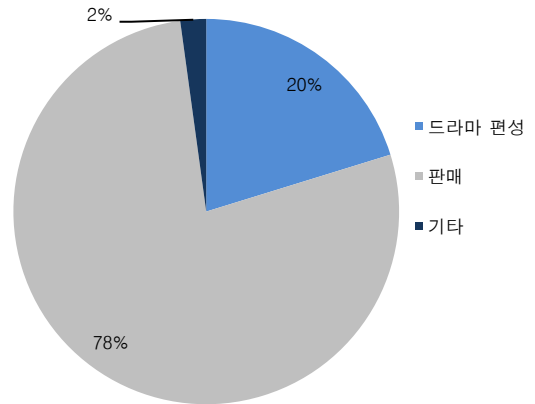
- 스튜디오드래곤은 16.5.3 CJ ENM 의 드라마 사업부문을 물적분할 하여 설립. 17.11.24 KOSDAQ 상장
- 24년 매출 5,501억원 영업이익 364억원 당기순이익 335억원
- 3Q25 기준 사업부문별 매출 비중. 드라마 편성 20%, 판매 78%, 기타 2%
- 3Q25 기준 주요 주주는 CJ ENM(외 3인) 54.8%, 네이버 6.3%

### 주가 코멘트

- CJ ENM 의 채널인 tvN 과 OCN 의 드라마 편성이 증가하고 있고 Netflix 에도 동시방영 및 오리지널 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 상장 이후 실적은 지속적으로 상승 중
- 주가는 단기적으로 주요 드라마의 시청률에 연동되어 움직이지만 시청률과 무관하게 판권판매를 통한 안정적인 실적을 달성하고 있어서 주가의 변동폭은 크게 감소하고 있는 중

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

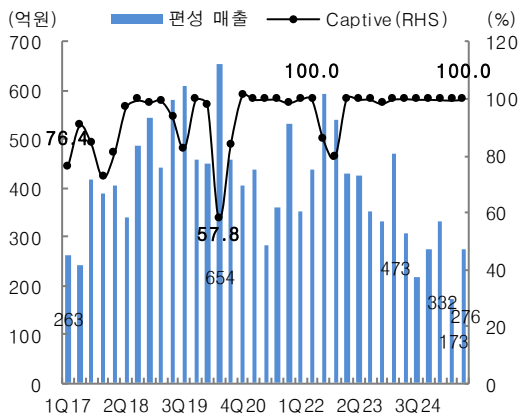
### 사업부문별 매출 비중(3Q25)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

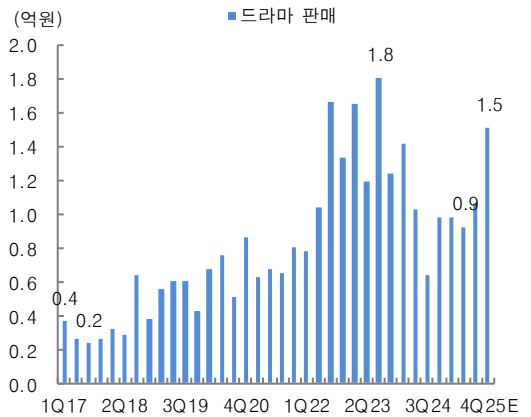
## 2. Earnings Driver

### 그림 1. 드라마 편성 매출, Captive 비중(3Q25)



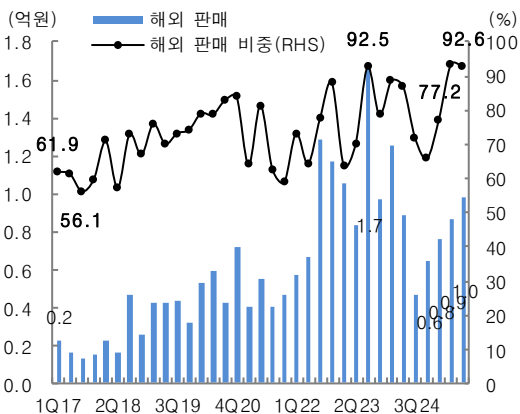
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 2. 드라마 판매 매출(3Q25)



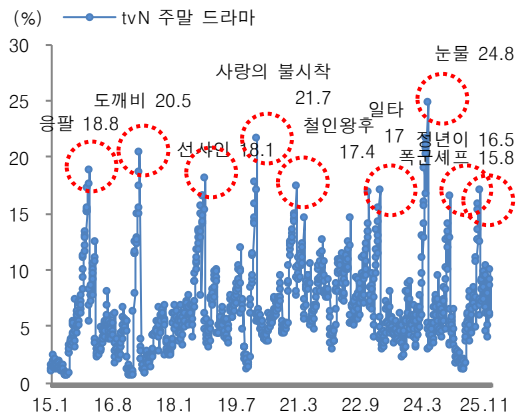
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 3. 드라마 해외 판매 비중(3Q25)



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

### 그림 4. tvN 주말드라마 시청률



자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	556	635	682
매출원가	665	482	493	547	571
매출총이익	88	68	63	88	111
판매비와관리비	32	32	33	32	33
영업이익	56	36	30	55	78
영업외수익	7.4	6.6	5.5	8.7	11.4
EBITDA	242	183	168	191	213
영업외손익	-19	-8	-3	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	11	15	15
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-7	-8	-8
외환포괄손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-7	-5	-5
법인세비용차감전순이익	37	28	28	57	79
법인세비용	-7	5	-7	-14	-19
계속사업순이익	30	33	21	44	60
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	21	44	60
당기순이익	4.0	6.1	3.7	6.9	8.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	30	33	21	44	60
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	19	42	59
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	47	32	19	42	59

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	686	1,448	2,008
PER	51.5	38.6	62.3	29.5	21.3
BPS	23,546	24,606	25,293	26,741	28,749
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	8,050	6,089	5,580	6,359	7,095
EV/EBITDA	6.5	6.1	6.9	5.9	5.1
SPS	25,056	18,300	18,494	21,109	22,679
PSR	2.1	2.4	2.5	2.2	2.0
CFPS	8,185	6,394	6,149	7,081	7,806
DPS	0	0	0	0	400

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	7.9	-27.0	1.1	14.1	7.4
영업이익 증/감률	-14.3	-34.9	-16.7	82.3	40.3
순이익 증/감률	-40.5	11.3	-38.4	111.0	38.7
수익성					
ROIC	9.3	11.1	7.3	13.2	17.6
ROA	5.1	3.6	3.2	5.7	7.6
ROE	4.4	4.6	2.8	5.6	7.2
안정성					
부채비율	54.3	25.1	25.0	23.8	22.2
순차입금비율	2.9	-23.3	-26.8	-29.6	-31.8
이자보상비율	6.4	7.8	6.5	12.3	17.8

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	426	475	520
현금및현금성자산	158	178	209	244	280
매출채권 및 기타채권	149	101	102	117	125
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	525	520	535
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자지급	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	510	506	522
자산총계	1,092	926	951	995	1,056
유동부채	368	169	134	135	135
매입채무 및 기타채무	71	46	46	47	48
차입금	170	2	2	2	2
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	127	122	86	86	86
비유동부채	16	16	56	56	56
차입금	0	0	0	0	0
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	56	56	56
부채총계	384	186	190	191	191
자본부분	708	740	760	804	864
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	295	339	399
기타보전비	-23	-24	-24	-24	-24
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	760	804	864
순차입금	20	-173	-204	-238	-275

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	180	198	290
당기순이익	30	33	21	44	60
비현금항목의기감	216	159	164	169	174
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	30	36	42
자산부채의증감	-179	4	2	-1	75
기타현금흐름	-22	-16	-7	-14	-19
투자활동 현금흐름	-1	10	-107	-127	-147
투자자산	-1	7	0	0	0
유형자산	-3	-1	-1	-1	-1
기타	3	3	-105	-125	-145
재무활동 현금흐름	-9	-175	-6	-6	-6
단기차입금	0	-169	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의증감	35	20	31	35	37
기초 현금	124	158	178	209	244
기말 현금	158	178	209	244	280
NOPLAT	45	43	23	42	59
FCF	229	188	49	47	43

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	26.01.14	25.12.20	25.06.20	24.12.20	24.08.08	24.07.09
투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	64,000	55,000	69,000
과다율(평균%)		(32.01)	(30.22)	(28.63)	(26.98)	(43.96)
과다율(최대/최소%)		(27.27)	(16.09)	(12.50)	(10.18)	(39.64)

제시일자	24.01.15
투자의견	Buy
목표주가	78,000
과다율(평균%)	(43.51)
과다율(최대/최소%)	(38.72)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260111)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.6%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상