리서치센터장, 통신/미디어
황성진
02)739-5937
hsj@heungkuksec.co.kr

(253450)

스튜디오드래곤

BUY(유지)

하반기 본격적 성장

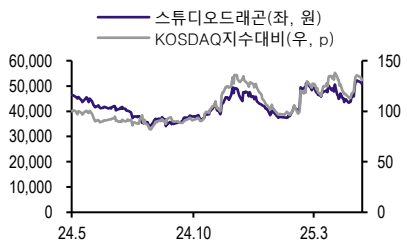
목표주가	60,000원(상향)
현재주가(05/08)	50,800원
상승여력	18.1%
시가총액	15,270억원
발행주식수	30,058천주
52주 최고가 / 최저가	52,200 / 34,100원
3개월 일평균거래대금	89억원
외국인 지분율	11.9%
주요주주	
CJ ENM (외 4인)	54.8%
네이버 (외 1인)	6.3%
자사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.4	32.8	23.9	18.0
상대수익률 (KOSDAQ)	-0.4	34.6	25.8	34.4

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,531	5,501	6,374	6,310
영업이익	559	364	390	517
EBITDA	2,420	1,830	1,814	1,654
지배주주순이익	301	335	212	372
EPS	1,001	1,114	704	1,237
순차입금	233	-1,687	-2,271	-2,560
PER	51.5	38.6	72.2	41.1
PBR	2.2	1.7	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.5	6.1	7.2	7.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	4.4	4.6	2.8	4.8
컨센서스 영업이익	-	-	500	648
컨센서스 EPS	-	-	1,364	1,763

주가추이



1분기 기대에 못미치는 실적

스튜디오드래곤의 1분기 매출액은 1,338억원(-30.3% YoY), 영업이익 43억원(-80.1% YoY)을 기록하며 부진한 실적을 기록. 이는 방영회차 감소(71회 → 59회)와 OTT 선판매 축소 등의 영향에 따른 것. 특히 <별들에게 물어봐>의 흥행실패에 따른 시청률 부진으로 시청률 연계 페널티 또한 발생. <스터디그룹> 등 TVING 오리지널 공급을 통한 회복 시도는 역부족이었던 것으로 판단. 2분기 까지도 상황은 녹록치 않을 것으로 전망. 다만 2Q24 편성회차가 42회로 매우 부진한데 따른 기저효과는 있을 것으로 보임. 2분기 주요 라인업은 <금주를 부탁해/tvN>, <미지의 서울/tvN, NFLX>, <견우와 선녀/tvN, Amazon>, <다 이루어질지니/NFLX> 등으로 TV 편성회차는 27회, OTT 편성회차는 29회 수준으로 전망

하반기 라인업 확대와 제작 효율화로 본격 성장 전망

하반기부터는 본격적인 라인업 확대가 전망됨. tvN 수목 드라마 편성이 재게될 것으로 전망되며, 일본판 <내남편과 결혼해줘> 등 일본향 드라마 납품 또한 본격화될 것으로 전망되기 때문. 하반기 라인업은 16개 작품으로 예상되는데 (TV 10작품, OTT 6작품), OTT 동시방영 역시 NFLX 3작품, 아마존 2작품 등 5개 작품이 진행될 것으로 전망됨. 또한 제작비 실비정산을 통한 효율화 작품 비중이 93%(상반기 75%) 수준까지 확대될 것으로 보여 성장성과 수익성 모두 제고될 것으로 전망

연초 밝혔던 25년 주요 동사의 전략 방향인 콘텐츠의 질적 성장을 통한 Hit-Ratio 강화 및 제작 프로세스의 고도화를 통한 비용 효율화 기조는 이어질 것으로 전망. 신작 선판매 비중 확대, 실비정산 확대 등을 통해 수익성 제고에도 역점을 기울일 것

수익성 확보와 더불어 리바운딩 기대

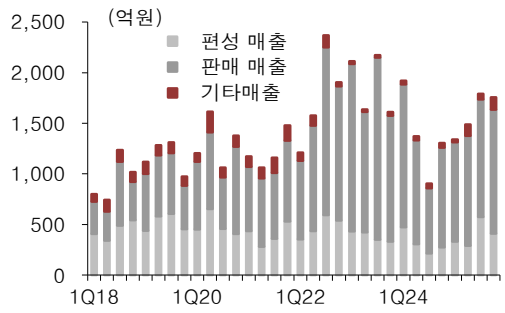
콘텐츠 제작 역량과 No.1 스튜디오로서의 가치는 이미 입증된 상황. 작품 공급 확대와 본질적인 수익성 관리를 통해 하반기 이후 본원적인 리바운딩이 일어날 것으로 기대. 한한령 해제 관련 기대감은 예측보다는 대응의 이슈인 것으로 판단

표 1 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이 (단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,921	1,371	903	1,306	1,338	1,489	1,792	1,755	5,501	6,374	6,310
편성	473	307	216	276	332	291	576	410	1,272	1,610	1,789
판매	1,413	1,025	644	983	982	1,085	1,160	1,224	4,065	4,452	4,172
기타	35	39	43	46	23	112	56	120	164	311	350
영업이익	215	105	-9	54	43	77	141	129	364	390	517
영업이익률	11.2%	7.6%	-1.0%	4.1%	3.2%	5.2%	7.9%	7.3%	6.6%	6.1%	8.2%
세전이익	272	132	-41	-81	61	99	124	70	282	354	496
세전이익률	14.2%	9.6%	-4.5%	-6.2%	4.5%	6.7%	6.9%	4.0%	5.1%	5.5%	7.9%
순이익	202	82	-61	113	24	49	104	35	335	212	372
순이익률	10.5%	5.9%	-6.8%	8.6%	1.8%	3.3%	5.8%	2.0%	6.1%	3.3%	5.9%

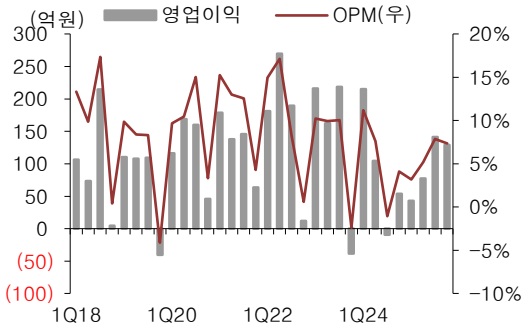
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 1 스튜디오드래곤 매출 구성



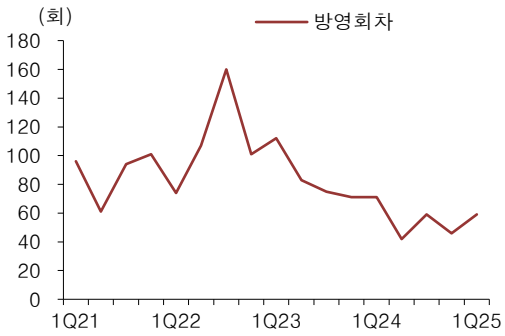
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 2 스튜디오드래곤 영업이익 추이



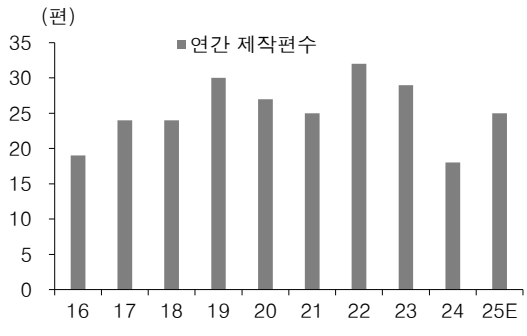
자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 3 분기별 방영회차



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

그림 4 드라마 제작편수 추이



자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

표 2 스튜디오드래곤 주요 드라마 라인업

작품명	작가	연출	주연	채널
세작, 매혹된 자들	김선덕	조남국	조정석, 신세경	TVN, TVING, NETFLIX
내 남편과 결혼해줘	신유담	박원국	박민영, 나인우	Amazon, TVING
웨딩 임파서블	박슬기, 오혜원	권영일	전종서, 문상민	TVN, TVING
눈물의 여왕	박지은	장영우, 김희원	김수현, 김지원	TVING, NETFLIX
돌풍	박경수	김용완	설경구, 김희애	NETFLIX
하이라키	추혜미	배현진	노정의, 이채민	NETFLIX
졸업	박경화	안판석	정려원, 위하준	TVN, TVING
플레이어 2	박상문, 최슬기	소재현	송승헌, 오연서	TVN, TVING
감사합니다	최민호	권영일	신하균, 이정하	TVN, TVING
엄마친구아들	신하은	유제원	정해인, 정소민	TVN, TVING, NETFLIX
나의 해리에게	한가람	정지현, 허석원	신혜선, 이진욱	ENA
경성크리처 2	강은경	정동윤	박서준, 한소희	NETFLIX
정년이	최효비	정지인	김태리, 신예은	TVN, TVING, Diseny+
스위트홈 시즌 3	홍소리, 박소정	이응복	송강, 이진욱	NETFLIX
좋거나 나쁜 동재	이수연	박건호	이준혁, 박성웅	TVN, TVING
트렁크	박은영	김규태	공유, 서현진	NETFLIX
우연일까?	남지은	송현욱	김소현, 채종협	TVN, TVING
별들에게 물어봐	서숙향	박신우	이민호, 공효진	TVN, TVING, NETFLIX
원경	이영미	김상호	차주영, 이현욱	TVN, TVING
스터디그룹	엄선호, 오보현	이장훈, 유범상	황민현, 한지은	TVING
그놈은 흑염룡	김수연	이수현	문가영, 최현욱	TVN, TVING
미지의 서울	이강	박신우	박보영, 박진영	TVN, TVING, NETFLIX
탄금	김지안	김홍선	이재욱, 조보아	NETFLIX
태풍상사	장현	이나정	이준호, 김민하	TVN, TVING
얄미운 사랑	정여랑	김가람	이정재, 임지연	TVN, TVING
친애하는X	최자원	이응복, 박소현	김유정, 김영대	TVING
자백의 대가	권종관	이정효	전도연, 김고은	NETFLIX
다 이루어질지니	김은숙	안길호, 이병헌	김우빈, 수지	NETFLIX
견우와 선녀	양지훈	김용완	조이현, 추영우	TVN, TVING, Amazon
조각도시	오상호	박신우, 김창주	지창욱, 도경수	Diseny+

자료: 스튜디오드래곤, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**7,531**	**5,501**	**6,374**	**6,310**	**6,847**
증가율 (Y-Y,%)	7.9	(27.0)	15.9	(1.0)	8.5
영업이익	**559**	**364**	**390**	**517**	**625**
증가율 (Y-Y,%)	(14.3)	(34.9)	7.2	32.5	20.9
EBITDA	2,420	1,830	1,814	1,654	1,958
영업외손익	(187)	(82)	(37)	(21)	(20)
순이자수익	(29)	17	57	57	59
외화관련손익	16	119	(2)	(4)	(4)
지분법손익	1	(4)	(14)	(14)	(14)
세전계속사업손익	372	282	354	496	605
당기순이익	**301**	**335**	**212**	**372**	**454**
지배기업당기순이익	**301**	**335**	**212**	**372**	**454**
증가율 (Y-Y,%)	(40.5)	11.3	(36.8)	75.7	22.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.7	4.1	(3.0)	(5.7)	7.6
영업이익증가율(3Yr)	4.4	(11.5)	(15.7)	(2.5)	19.8
EBITDA증가율(3Yr)	13.5	6.5	(6.0)	(11.9)	2.3
순이익증가율(3Yr)	0.5	(5.0)	(25.2)	7.3	10.7
영업이익률(%)	7.4	6.6	6.1	8.2	9.1
EBITDA마진(%)	32.1	33.3	28.5	26.2	28.6
순이익률 (%)	4.0	6.1	3.3	5.9	6.6
NOPLAT	**452**	**264**	**234**	**388**	**469**
(+) Dep	1,861	1,466	1,424	1,137	1,333
(-) 운전자본투자	166	(6)	114	78	60
(-) Capex	29	11	13	13	14
OpFCF	2,118	1,725	1,530	1,434	1,728

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,045	3,938	5,150	5,649	5,767
현금성자산	1,584	1,782	2,601	2,937	2,904
매출채권	1,491	1,011	1,357	1,472	1,572
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,877	5,317	4,834	4,843	5,263
투자자산	3,164	3,151	3,279	3,412	3,551
유형자산	124	117	98	84	74
무형자산	3,589	2,049	1,457	1,348	1,638
자산총계	**10,922**	**9,255**	**9,984**	**10,493**	**11,030**
유동부채	3,680	1,694	2,223	2,371	2,465
매입채무	711	463	718	779	832
유동성이자부채	1,720	33	283	346	349
비유동부채	165	164	153	142	132
비유동이자부채	97	62	46	31	16
부채총계	**3,845**	**1,859**	**2,376**	**2,513**	**2,596**
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734
이익잉여금	2,420	2,748	2,959	3,331	3,785
자본조정	(227)	(235)	(235)	(235)	(235)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**7,078**	**7,396**	**7,608**	**7,980**	**8,433**
투하자본	5,595	4,182	3,746	3,765	4,172
순차입금	233	(1,687)	(2,271)	(2,560)	(2,539)
ROA	2.8	3.3	2.2	3.6	4.2
ROE	4.4	4.6	2.8	4.8	5.5
ROIC	8.0	5.4	5.9	10.3	11.8

주요투자지표

(단위:억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	1,001	1,114	704	1,237	1,510
BPS	23,546	24,606	25,310	26,547	28,056
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	51.5	38.6	72.2	41.1	33.7
PBR	2.2	1.7	2.0	1.9	1.8
EV/ EBITDA	6.5	6.1	7.2	7.7	6.5
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	6.3	6.7	9.2	10.0	8.5
PSR	2.1	2.4	2.4	2.4	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	54.3	25.1	31.2	31.5	30.8
Net debt/Equity	3.3	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	9.6	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	109.9	232.4	231.7	238.3	234.0
이자보상배율	19.4	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.2	0.8	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	54.1	45.9	38.9	37.2	39.3
현금+투자자산(%)	45.9	54.1	61.1	62.8	60.7
자본구조					
차입금(%)	20.4	1.3	4.2	4.5	4.1
자기자본(%)	79.6	98.7	95.8	95.5	95.9

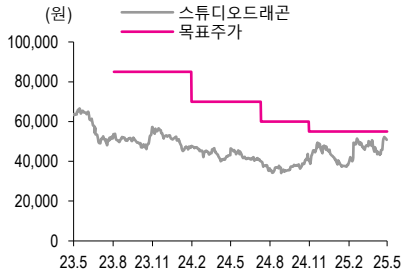
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**447**	**1,796**	**1,540**	**1,449**	**1,746**
당기순이익	301	335	212	372	454
자산상각비	1,861	1,466	1,424	1,137	1,333
운전자본증감	(1,790)	36	(114)	(78)	(60)
매출채권감소(증가)	146	680	(346)	(115)	(100)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(184)	(273)	254	61	53
투자현금	**(7)**	**96**	**(955)**	**(1,160)**	**(1,767)**
단기투자자산감소	30	(8)	0	0	0
장기투자증권감소	0	82	(76)	(79)	(81)
설비투자	(29)	(11)	(13)	(13)	(14)
유무형자산감소	2	(11)	(800)	(1,000)	(1,600)
재무현금	**(89)**	**(1,748)**	**235**	**47**	**(12)**
차입금증가	(13)	(1,700)	235	47	(12)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	347	198	819	336	(33)
총현금흐름(Gross CF)	**2,460**	**1,922**	**1,654**	**1,527**	**1,805**
(-) 운전자본증가(감소)	166	(6)	114	78	60
(-) 설비투자	29	11	13	13	14
(+) 자산매각	2	(11)	(800)	(1,000)	(1,600)
Free Cash Flow	2,268	1,906	727	436	132
(-) 기타투자	0	(82)	76	79	81
잉여현금	2,268	1,988	651	357	50

스튜디오드래곤 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	담당자변경			
2023-08-11	Buy	85,000	(40.1)	(32.6)
2024-02-08	Buy	70,000	(38.0)	(31.7)
2024-07-19	Buy	60,000	(37.8)	(27.0)
2024-11-08	Buy	55,000	(18.2)	(5.1)
2025-05-09	Buy	60,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286