

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	61,000원
현재주가(24/11/15)	43,250원
상승여력	41.0%

영업이익(24F,십억원)	37
Consensus 영업이익(24F,십억원)	41
EPS 성장률(24F,%)	9.7
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.3
P/E(24F,x)	38.7
MKT P/E(24F,x)	10.0
KOSDAQ	685.42
시가총액(십억원)	1,300
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	8.5
베타(12M) 일간수익률	0.22
52주 최저가(원)	34,100
52주 최고가(원)	56,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.1	-5.7	-20.0
상대주가	26.7	19.3	-6.8



[미디어/엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraeasset.com

# 스튜디오드래곤

## 주가의 Key factor 편성 편수의 증가

### 주가의 Key factor 편성 편수의 증가

동사의 주가는 편성편수와 높은 상관관계가 있다. 25년 동사의 편성편수는 전년 대비 25% 증가할 것으로 전망함에 따라 장기간 우하향하던 주가가 24년 말을 기점으로 방향을 전환할 것이다.

연말이 다가오며 각 방송사들이 계획을 밝히고 있다. 우선 tvN에서 수목 드라마를 다시 추진한다. 그렇다면 tvN은 월화/수목/토일에 드라마를 방영하는데 이는 TV광고 업황 악화로 드라마가 편성이 줄어들기 전인 20년대 이전과 동일하다. 거기에 넷플릭스, 디즈니플러스, 티빙 등 오리지널 제작이 추가돼 제작사의 Q 증가에 대한 기대감으로 드라마 제작사에 수급이 집중됐던 그 당시의 상황이 산업 내부에서 재현되고 있는 것이다.

### 선재업고튀어로 증명한 드라마IP의 확장성과 C 효율화 가능성

현재 드라마 산업의 침체를 불러온 것은 결국 제작비다. TV 방송사가 감당할 수 없을 만큼 커진 제작비로 편성 편수가 줄어들고 글로벌 스트리밍 플랫폼의 시장 지배력이 강화됐다. 제작비 증가에는 시청자들의 높아진 눈높이, CG의 증가 등 다양한 원인이 있지만 배우의 출연료 상승이 가장 주된 것으로 꼽힌다.

스튜디오드래곤은 이후 신인 배우의 기용으로 C의 효율화를 꾀하고자 한다. 또한 고도화되고 있는 생성AI 기술을 활용해 제작의 생산성을 증대한다면 리콥을 상향 이상의 이익률 개선이 가능하다.

### 목표주가 61,000원, 매수 의견으로 커버리지 개시

25년 영업이익 516억원에 Target EV/EBIT 32.5x를 적용한 목표주가 61,000원으로 커버리지를 개시한다. Target EV/EBIT은 드라마 제작 수요 증가에 따른 기대감을 반영해 최근 3년 EV/EBIT +1SD이다.

코로나 이후 4년만의 침체기를 지나 드라마 수요가 정상화되고 있다. 동사는 그동안 다양한 작품을 통해 역량을 증명했으며 25년 매출 성장률 21.8%, 영업이익 성장률 40.5%를 기록하며 주가가 우상향할 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	698	753	525	639	721
영업이익 (십억원)	65	56	37	52	64
영업이익률 (%)	9.3	7.4	7.0	8.1	8.9
순이익 (십억원)	51	30	33	47	59
EPS (원)	1,684	1,001	1,098	1,564	1,950
ROE (%)	7.5	4.4	4.6	6.1	7.2
P/E (배)	51.1	51.5	39.2	27.5	22.1
P/B (배)	3.9	2.2	1.7	1.6	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

## I. 투자 개요

표 63. 스튜디오드래곤 투자 개요

기업 개요		투자 매력도 항목		
기업명	스튜디오드래곤		Main	Sub
국가	한국	사업 유형	제작사	
서비스 국가	한국	1차 분류	제작사	
시가총액(십억원)	1,300.0	2차 분류		
Target EV/EBIT	32.5x	Key factor	제작 편수	제작비 x 리튬율

### 주요 내용

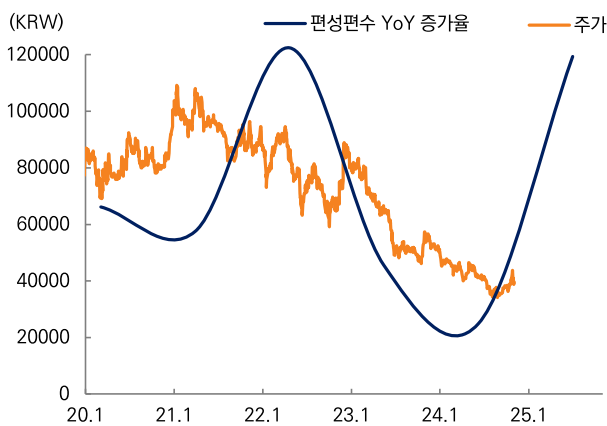
**투자포인트 1.** Q의 증가와 C의 효율화로 이익 개선

**투자포인트 2.** 선제업고투여로 증명한 드라마P의 확장성과 C 효율화 가능성

**Risk.** 투자 매력도가 떨어지는 제작사 BM

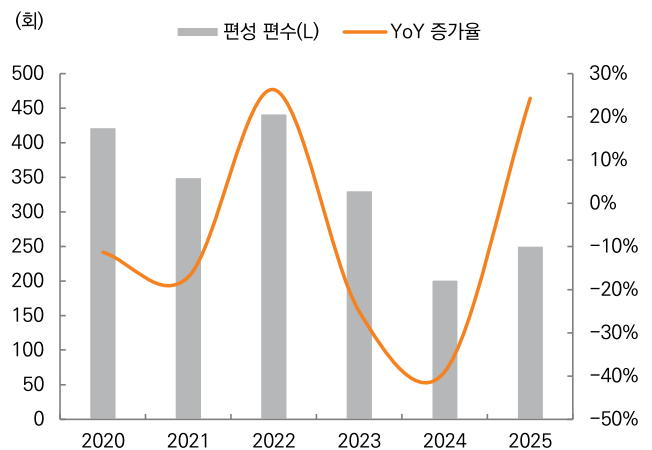
### 주요 차트

그림 215. 주가는 편성편수에 연동



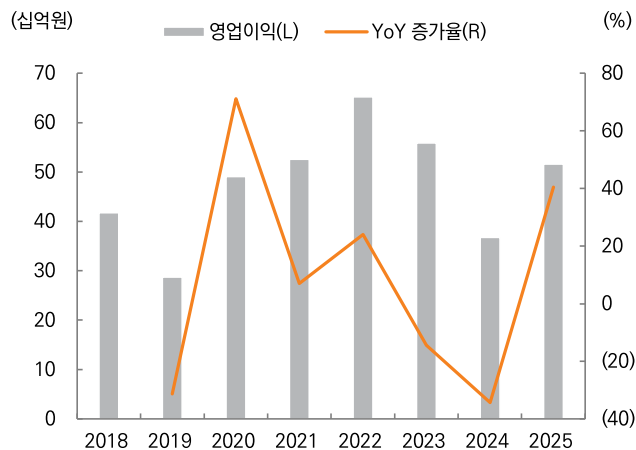
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 216. 25년 편성편수 24% 증가 예상



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 217. 영업이익 및 YoY 증가율 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 218. 12MF EV/EBIT 차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 투자포인트

### 1. 주가의 Key factor 편성 편수가 증가한다

편성편수

= 드라마 제작 편수 \* 회차

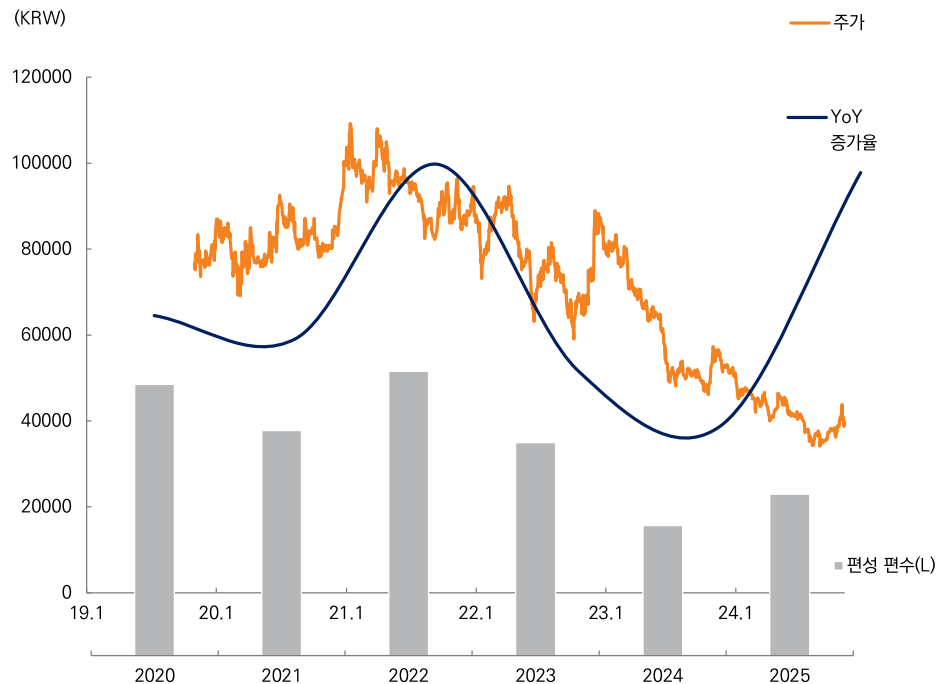
동사의 주가는 편성편수와 높은 상관관계가 있다. 25년 동사의 편성편수는 전년 대비 25% 증가할 것으로 전망함에 따라 장기간 우하향하던 주가가 24년 말을 기점으로 방향 전환할 것이다.

매출과 영업이익은 편성편수와 양의 상관관계가 있다. 드라마 수익 구조는 다음과 같다.

$$\text{매출} = \sum \text{편당 제작비} * \text{제작 편수} * \text{리쿠플}$$

편당 제작비와 리쿠플이라는 변수가 있지만 매출은 대체로 편성편수와 비례하기 때문에 가장 기초적인 가능자라고 볼 수 있다. 드라마는 제작에 6개월에서 길게는 1.5년이 소요되기 때문에 방송사나 영상 스트리밍 등 전방 수요처에서 드라마 공개 계획을 미리 언론에 공개하기 때문이다.

그림 219. 연간 편성편수는 주가에 선행



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

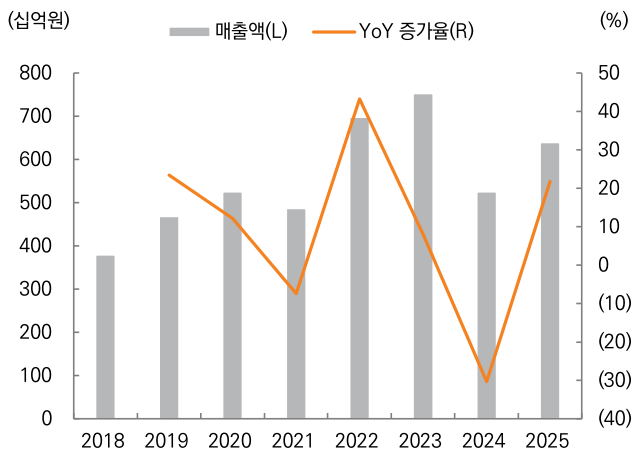
연말이 다가오며 각 방송사들이 계획을 밝히고 있다. 우선 tvN에서 수목 드라마를 다시 추진한다. 그렇다면 tvN은 월화/수목/토일에 드라마를 방영하는데 이는 TV광고 업황 악화로 드라마가 편성이 줄어들기 전인 20년대 이전과 동일하다. 거기에 넷플릭스, 디즈니플러스, 티빙 등 오리지널 제작이 추가돼 제작사의 Q 증가에 대한 기대감으로 드라마 제작사에 수급이 집중됐던 그 당시의 상황이 산업 내부에서 재현되고 있는 것이다.

그림 220. 스튜디오드래곤 상장 이후 주가 추이



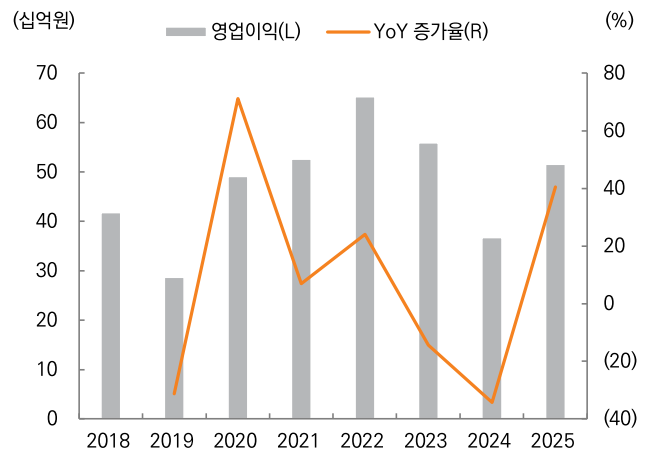
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 매출액 및 YoY 성장률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 222. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 2. 선재업고투어로 증명한 드라마IP의 확장성

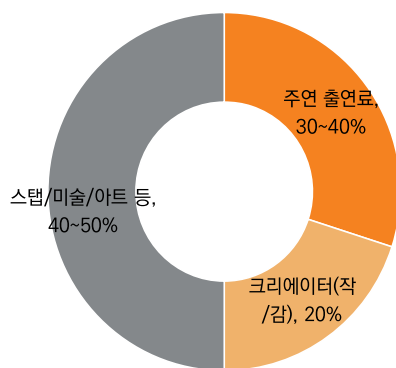
Jonathan Gottshcall의 책 스토리텔링 애니멀에서 말하는 것처럼 사람은 재미있는 이야기에 매료되고 드라마 사업은 그것을 판다. 올해 4월 tvN에서 방영된 선재업고투어는 신드롬 그 자체였다. 선재업고투어 덕에 월요병이 나았다는 얘기도 심심찮게 들려왔다. 주연 배우가 모두 주연 경험이 없었던 만큼 IP의 대박을 누구도 예견하지 못했다.

드라마IP는 이러한 확장성을 가지고 있다. 해당 드라마를 수익화할 수 있을 뿐만 아니라 드라마의 구성인물에 대한 애정이 출연자 그 자체로 이어지게 하는 간접적인 수익을 창출한다. 송중기, 김수현 배우 모두 좋은 역할과 좋은 연기가 결합돼 스타가 될 수 있었다.

드라마 제작사는 이 점에 착안해 후방 산업에 대한 협상력을 키울 수 있다. 후방산업에 대한 협상력 증가는 곧 C의 효율화로 이어진다. 현재 드라마 산업의 침체를 불러온 것은 결국 제작비다. TV 방송사가 감당할 수 없을 만큼 커진 제작비로 편성 편수가 줄어들고 글로벌 스트리밍 플랫폼의 시장 지배력이 강화됐다. 제작비 증가에는 시청자들의 높아진 눈높이, CG의 증가 등 다양한 원인이 있지만 배우의 출연료 상승이 가장 주된 것으로 꼽힌다.

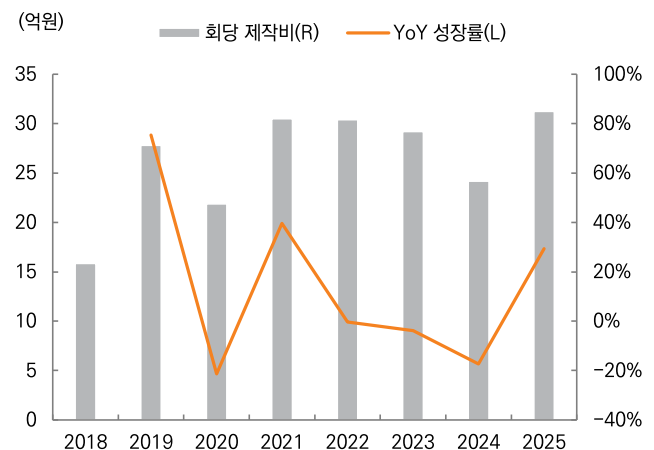
스튜디오드래곤은 이후 신인 배우의 기용으로 C의 효율화를 꾀하고자 한다. 또한 고도화되고 있는 생성AI 기술을 활용해 제작의 생산성을 증대한다면 리콥울 상향 이상의 이익률 개선이 가능하다.

그림 223. 드라마 제작비 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 224. 국내 주요 드라마 평균 회당 제작비 추이



자료: KCA, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 실적추정 및 Valuation

#### 실적 리뷰 및 전망

##### 3Q24 Review

당분기 매출 903억원, 영업이익은 -9억원으로 컨센서스 1,293억원, 영업이익 60억원을 하회했다. 전년 대비 매출은 -58.5%, 영업이익은 적자 전환했다. 3Q23 방영편수 75회 대비 16회차가 감소했고 아스달 연대기2, 스위트홈 같은 대작이 없었던 탓에 제작비 규모 감소로 이익의 절대 크기 역시 감소했다.

##### 4Q24 Preview

4분기 추정 매출액 1,057억원으로 전년대비 34.4% 감소할 것으로 추정한다. 그러나 영업이익은 570억원으로 흑전할 것으로 기대된다.

우선 방영 작품이 흑자 달성히 확실한 OTT 오리지널 작품 편수가 19편으로 전체의 44%(vs. 3Q24 31%)를 차지한다(나의 해리에게 9편, 줄거나 나쁜 동재 10편). 현재 방영 중인 정년이가 디즈니플러스 동시방영 중인데다가 디즈니 산하 OTT 플랫폼인 hulu에서도 공개돼 리쿠플이 좋을 것으로 예상된다. 또한 드라마 내에서 주인공들이 선보이는 여성국극에 대한 호평도 이어지고 있어 판권 외 부가 수익 창출도 이뤄질 수 있을 것으로 보인다. 정년이 후속작인 주지훈, 정유미 주연의 사랑은 외나무다리에서 역시 디즈니플러스에서 공개 예정이며 라쿠텐 비키 역시 판권을 구매했다. KBS 조선 로코 녹두전의 임예진 작가 작품인데 해당 작품을 통해 장동윤과 강태오의 인기가 급등했던 것을 고려하면 이번 작품 역시 로맨스 코미디의 장점을 십분 살려 호평을 받을 확률이 높다. 무형자산상각비 역시 눈물의 여왕 상각비가 3Q보다 절반으로 감소하며 이익 개선에 기여할 것이다.

##### 2025 Preview

매출액 6,395억원, 영업이익 516억원으로 각각 전년대비 21.8%, 51.6% 증가할 것으로 추정한다.

우선 가장 기초가 되는 편성 편수가 약 50회 정도 증가할 것으로 판단한다. tvN 수목드라마, 일본향 작품이 예정돼 있는 데다 오리지널OTT가 추가될 여지가 있다. 더욱 기대되는 것은 리쿠플(P)의 상승이다. 넷플릭스와의 계약 갱신이 예정돼 있는 데다가 로맨스코미디를 중심으로 디즈니플러스, 아마존프라임비디오, 라쿠텐비키, Viu의 수요가 증가하고 있다.

광고 수요 악화로 전방 사업자의 수요는 최소였는데 역설적으로 K-콘텐츠에 대한 위상 확대 후방 사업자에 대한 협상력은 높아지며 비용은 최대였다. 그러나 위기에 대한 체질 개선과 전략 구상으로 254년 이후 실적 개선이 시작될 것이다.

표 64. 실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	105.7	753.1	525.2	639.5	720.7
YoY 성장률(%)	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-34.4	7.9	-30.3	21.8	12.7
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	33.8	154.1	133.4	147.6	176.2
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	67.5	588.9	375.7	466.9	512.5
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.3	10.1	16.0	25.0	32.0
매출 총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.2	87.9	67.9	84.8	101.7
매출총이익률(%)	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.6	14.4	11.7	12.9	13.3	14.1
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	49.8	398.3	246.1	319.7	338.7
무형자산상각비	46.4	41.3	46.0	49.0	50.1	38.5	26.1	23.9	182.6	138.6	148.6	182.7
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	5.7	55.9	36.7	51.6	64.3
영업이익률(%)	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	5.4	7.4	7.0	8.1	8.9
지배주주순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	11.1	30.1	33.3	46.6	58.6
Key data												
편성편수	98	83	75	79	71	32	59	43	331	205	251	277
Total ASP	2.2	2.0	3.1	2.0	2.7	4.3	1.6	2.5	2.3	2.6	2.5	2.6
편당 제작비	1.6	1.5	2.3	1.7	1.9	4.2	1.1	1.6	1.7	2.0	2.0	1.9

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 65. Valuation

(십억원)

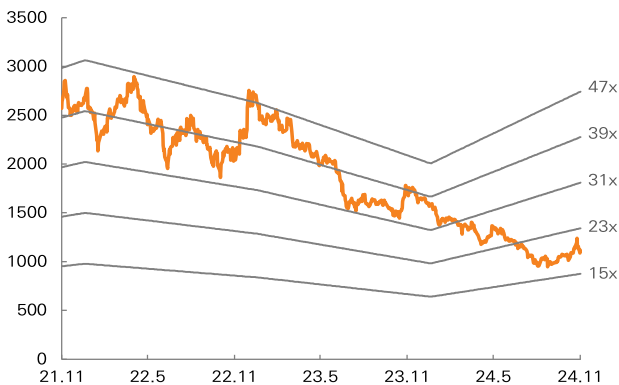
항목	값	
25F EBIT	51.6	- 드라마 제작 수요 증가에 따른 기대감을 반영해 최근 3년 EV/EBIT
Target EV/EBIT	32.5x	평균의 +1SD 적용
(- 순차입금)	-133.3	- 최근 3년은 코로나 이후 드라마 제작 수요가 급감한 시기
적정 시가총액	1,835	
희석주식수(천주)	30,058	
목표주가(원)	61,000	천의자리 반올림
현재주가(원)	43,250	
상승여력	41.0%	

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 225. 12MF EV/EBIT 밴드차트1

그림 226. 12MF EV/EBIT 밴드차트2

(십억원)



(x)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤 (253450)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	753	525	639	721
매출원가	665	457	555	619
매출총이익	88	68	84	102
판매비와관리비	32	31	33	37
조정영업이익	56	37	52	64
영업이익	56	37	52	64
비영업손익	-19	0	4	8
금융손익	-4	-1	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	37	56	72
계속사업법인세비용	7	7	10	13
계속사업이익	30	30	46	59
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	33	47	59
지배주주	30	33	47	59
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	47	33	47	59
지배주주	47	33	47	59
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	242	151	122	108
FCF	42	159	107	90
EBITDA 마진율 (%)	32.1	28.8	19.1	15.0
영업이익률 (%)	7.4	7.0	8.1	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	6.3	7.4	8.2

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	405	495	641	763
현금 및 현금성자산	158	322	431	527
매출채권 및 기타채권	149	104	127	143
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	98	69	83	93
비유동자산	688	569	501	459
관계기업투자등	12	9	10	12
유형자산	12	10	9	7
무형자산	359	247	178	136
자산총계	1,092	1,063	1,141	1,222
유동부채	368	308	338	359
매입채무 및 기타채무	69	48	59	66
단기금융부채	172	171	172	172
기타유동부채	127	89	107	121
비유동부채	16	14	15	16
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	6	4	5	6
부채총계	384	322	354	376
지배주주지분	708	741	788	846
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	322	381
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	708	741	788	846

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	45	159	107	90
당기순이익	30	33	47	59
비현금수익비용가감	216	121	75	49
유형자산감가상각비	3	2	2	1
무형자산상각비	183	112	69	42
기타	30	7	4	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-179	12	-6	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	45	-23	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-3	2	1
법인세납부	-22	-7	-9	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	10	13	16
유형자산처분(취득)	-3	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	1	-1	0
기타투자활동	6	9	14	16
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-9	-8	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-8	-8	-9
현금의 증가	35	164	109	96
기초현금	124	158	322	431
기말현금	158	322	431	527

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

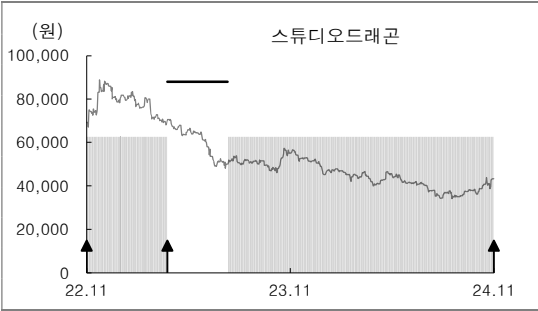
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	51.5	39.2	27.5	22.1
P/CF (x)	6.3	8.4	10.6	12.0
P/B (x)	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	6.5	7.6	8.5	8.8
EPS (원)	1,001	1,098	1,564	1,950
CFPS (원)	8,185	5,126	4,051	3,577
BPS (원)	23,546	24,644	26,208	28,157
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	-30.3	21.8	12.7
EBITDA증가율 (%)	10.7	-37.6	-19.3	-11.8
조정영업이익증가율 (%)	-14.3	-34.3	40.5	24.6
EPS증가율 (%)	-40.6	9.7	42.4	24.7
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.2	5.5	5.4
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	48.7	48.4	64.5	61.6
ROA (%)	2.8	3.1	4.3	5.0
ROE (%)	4.4	4.6	6.1	7.2
ROIC (%)	8.5	6.5	11.7	16.7
부채비율 (%)	54.3	43.5	44.9	44.4
유동비율 (%)	109.9	160.6	189.5	212.2
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-19.4	-32.1	-41.2
조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	4.2	5.9	7.4



투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
스튜디오드래곤 (253450)				
2024.11.18	매수	61,000	-	-
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-
2023.04.13	매수	88,000	-31.44	-19.77
2021.12.15	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
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>
<p>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.</p>