



# 스튜디오드래곤 (253450)

## 3Q22 Review: 플랫폼 확장

2022년 11월 9일

Media / Advertisers 최용현  
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

### 투자 의견 Buy, 목표주가 90,000원 유지

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 90,000원 (상승여력 29.9%)을 유지한다. 목표주가는 DCF Valuation으로 산정했으며, 2023E 기준 Implied P/E 43.9배 수준이다.

### 3Q22 Review: 해외 성장성 확인

3Q22 매출액은 2,289억원 (97.2% YoY, 45.3% QoQ), 영업이익 189억원 (29.9% YoY, -29.9% QoQ)을 기록하며 매출액 기준 컨센서스를 62.8% 상회했다. ① 판매 매출액은 4Q22 인식될 것으로 예상되었던 오리지널 작품 (<커넥트>, <형사록>, <The Big Door Prize 7화>)이 3Q22 선인식되면서 1,658억원 (+155.2% YoY), ② 편성 매출액은 Non-Captive 작품 1편이 반영되면서 593억원 (+64.0% YoY)을 기록했다. 스튜디오드래곤은 3Q22 판매처를 넷플릭스/디즈니/애플/아마존/쿠팡으로 확대하며 오리지널 작품 7개를 판매하였다. 다만 외형 성장에도 불구하고 신규 플랫폼의 낮은 리콥율로 영업이익률은 8.3%에 그쳤다.

### 4Q22E: 3Q22 미인식분 추가 인식

4Q22 매출액은 1,508억원 (+2.0% YoY), 영업이익 119억원 (+87.4% YoY)을 전망한다. 판매 매출액은 동시방영 2편과 오리지널 작품 4편 방영 (<더글로리>, <아일랜드 2화>, <The Big Door Prize 3화>, <셀러브리티>)으로 967억원, 편성 매출은 편성 회차 감소로 435억원 (-18.2% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익률은 연말 감가상각 이슈, 3Q22와 유사한 오리지널 리콥율 지속으로 7.9%로 예상되나 12월 방영예정인 <환혼2>, <미생2>의 글로벌 판매 여부에 따라 추가 수익성 개선 가능성이 존재한다.

### 글로벌 확장에 주목

스튜디오드래곤은 시즌2 작품과 해외 작품 제작을 늘려 외형 성장을 이어나갈 전망이다. 2023년에는 캡티브 의존도를 낮추고, 글로벌 OTT 향 매출을 늘릴 것으로 판단된다. 국가별로는 미국뿐만 아니라 일본 향 작품도 가시화되면서 국내를 넘어 글로벌 스튜디오로 한층 더 도약할 것으로 예상된다.

## Buy 유지

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| 목표주가 (유지, 원)                   | 90,000  |
| Dividend yield* (%)            | 0.0     |
| Total return (%)               | 29.9    |
| 현재가 (11/8, 원)                  | 69,300  |
| Consensus target price (원)     | 102,083 |
| 시가총액 (조원)                      | 2.1     |
| ※ Dividend Yield는 12개월 Forward |         |

#### Earnings Forecast & Valuation

| 결산기말          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)     | 487   | 658   | 799   | 1,039 |
| 영업이익 (십억원)    | 53    | 76    | 92    | 141   |
| 지배주주순이익 (십억원) | 39    | 62    | 71    | 115   |
| EPS (원)       | 1,301 | 2,052 | 2,367 | 3,826 |
| 증감률 (%)       | 24.6  | 57.7  | 15.4  | 61.6  |
| P/E (x)       | 69.9  | 33.8  | 29.3  | 18.1  |
| EV/EBITDA (x) | 17.6  | 10.4  | 9.9   | 7.4   |
| P/B (x)       | 4.0   | 3.0   | 2.7   | 2.4   |
| ROE (%)       | 6.0   | 8.9   | 9.7   | 14.0  |
| 배당수익률 (%)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

#### Trading Data

|                |                  |
|----------------|------------------|
| Free float (%) | 45.1             |
| 거래대금 (3m, 십억원) | 6.2              |
| 외국인 지분율 (%)    | 10.8             |
| 주요주주 지분율 (%)   | CJ ENM 외 3인 54.9 |
|                | 네이버 6.3          |

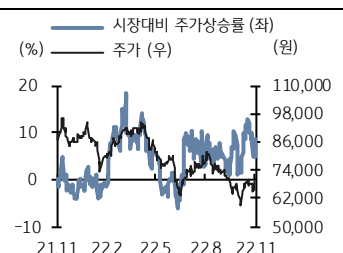
#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

| 주가상승률 (%)  | 1M  | 3M   | 6M    | 12M   |
|------------|-----|------|-------|-------|
| 절대수익률      | 9.7 | -9.4 | -17.0 | -22.3 |
| 시장대비 상대수익률 | 7.4 | 5.5  | 2.8   | 8.6   |

#### Risk & Total Return (annualized over three years)



#### Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

## 투자의견과 위험요소 점검

|                           |                                |                                                                                                    |                                                                                           |  |
|---------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| Bull-case Scenario        | 108,000 원 (Implied P/E 52.6 배) | <div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>                                            | <b>Base-case Scenario: 향후 추가 동인</b><br>1) 넷플릭스 재계약시 동시방영 리스크율 10% 개선<br>2) 2023E 해외 제작 2편 |  |
| Base-case Scenario (목표주가) | 90,000 원 (Implied P/E 43.9 배)  |                                                                                                    |                                                                                           |  |
| Bear-case Scenario        | 72,000 원 (Implied P/E 35.1 배)  |                                                                                                    |                                                                                           |  |
| 현재주가                      | 69,300 원                       |                                                                                                    |                                                                                           |  |
|                           |                                | <b>Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소</b><br>1) 넷플릭스 재계약시 동시방영 리스크율 20% 개선<br>2) 2023E 해외 제작 3편 이상 |                                                                                           |  |
|                           |                                | <b>Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소</b><br>1) 넷플릭스 재계약시 동시방영 리스크율 한자릿수 개선<br>2) 2023E 해외 제작 없음   |                                                                                           |  |

## 실적추정 변경

| (십억원, %) | 수정 전  |       | 수정 후  |       | 변동률   |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 매출액      | 628.4 | 753.8 | 658.3 | 799.3 | 4.8   | 6.0   |
| 영업이익     | 84.7  | 101.0 | 75.9  | 92.2  | -10.3 | -8.6  |
| 지배주주순이익  | 70.1  | 78.0  | 61.6  | 71.1  | -12.0 | -8.8  |

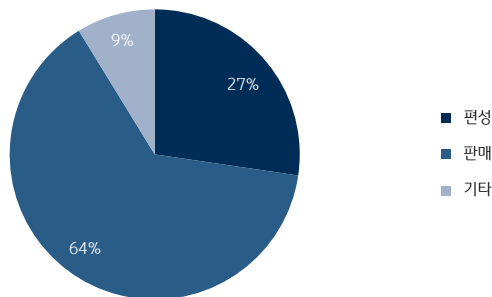
자료: KB증권 추정

## 컨센서스 비교

| (십억원, %) | KB증권  |       | 컨센서스  |       | 차이    |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 매출액      | 658.3 | 799.3 | 609.3 | 726.0 | 8.0   | 10.1  |
| 영업이익     | 75.9  | 92.2  | 85.7  | 103.7 | -11.4 | -11.1 |
| 지배주주순이익  | 61.6  | 71.1  | 70.5  | 81.1  | -12.6 | -12.3 |

자료: Quantiwise, KB증권 추정

## 매출액 구성 (2022년, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

## PEER 그룹 비교

| (십억원, X, %) | 시가총액      | 12M. Fwd P/E | EPS 5yr CAGR | 12M. Fwd P/B | 12M Fwd EV/EBITDA | EBITDA 5yr CAGR |
|-------------|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-----------------|
| 스튜디오드래곤     | 2,080.0   | 35.7         | (17.4)       | 3.09         | 12.4              | 31.3            |
| 콘텐츠트라이앵글    | 460.4     | N/A          | N/A          | 2.71         | 18.2              | 19.9            |
| 넷플릭스        | 158,727.3 | 27.0         | 90.4         | 5.61         | 20.8              | 73.1            |
| 월트디즈니       | 252,526.5 | 40.0         | (25.6)       | 1.93         | 20.2              | (11.9)          |

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, KB증권

## 밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):  
DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정  
WACC 10.72%, 영구성장률 3.4% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:  
108,000원 ~ 72,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:  
2022E Implied P/E 43.9배

## 실적민감도 분석

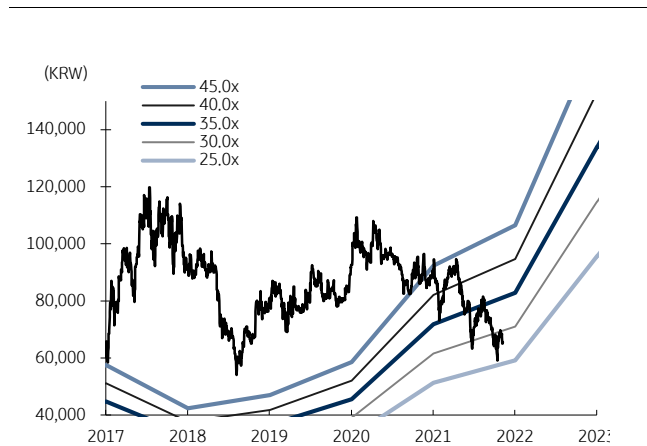
| (%)         | EPS 변동률 |       |
|-------------|---------|-------|
|             | 2022E   | 2023E |
| 환율 1% 상승 시  | +2.5    | +1.1  |
| 금리 1%p 상승 시 | -0.2    | 0.1   |

표 1. 스튜디오드래곤 상대 지표

| (십억원, x, 천주, 원) | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/S             | 5.1x   | 6.8x   | 4.8x   | 5.0x   | 5.6x   | 3.2x   | 2.6x   |
| 매출액             | 287    | 380    | 469    | 526    | 487    | 658    | 799    |
| YoY %           | 85.7   | 32.4   | 23.5   | 12.2   | (7.3)  | 35.1   | 21.4   |
| EV / EBITDA     | 22.1x  | 21.1x  | 14.9x  | 16.2x  | 17.6x  | 10.4x  | 9.9x   |
| EBITDA          | 74     | 115    | 146    | 165    | 152    | 199    | 194    |
| YoY %           | 91.4   | 55.1   | 26.4   | 13.6   | (8.3)  | 31.3   | (2.6)  |
| P/E             | 61.9x  | 72.3x  | 85.9x  | 88.7x  | 69.9x  | 33.8x  | 29.3x  |
| EPS             | 1,050  | 1,278  | 941    | 1,044  | 1,301  | 2,052  | 2,367  |
| YoY %           | 84.5   | 21.7   | (26.3) | 10.9   | 24.6   | 57.7   | 15.3   |
| P/B             | 4.95x  | 6.46x  | 5.31x  | 4.56x  | 3.99x  | 3.00x  | 2.72x  |
| BVPS            | 13,141 | 14,305 | 15,242 | 20,309 | 22,785 | 23,105 | 25,472 |
| YoY %           | 112.8  | 8.9    | 6.5    | 33.2   | 12.2   | 1.4    | 10.2   |
| 기준주가            | 65,000 | 92,400 | 80,900 | 92,600 | 91,000 | 69,300 | 69,300 |
| 기준주식수           | 22,711 | 28,038 | 28,068 | 28,369 | 30,008 | 30,036 | 30,058 |
| 기준시가총액          | 1,822  | 2,592  | 2,273  | 2,778  | 2,731  | 2,080  | 2,080  |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

그림 1. 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 2. 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

표 2. 스튜디오드래곤 실적 추정

| (십억원, %)  | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21  | 1Q22  | 2Q22E | 3Q22  | 4Q22E | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 117.1 | 106.0 | 116.1 | 147.9 | 121.1 | 157.5 | 228.9 | 150.8 | 525.7 | 487.1 | 658.3 | 799.3 |
| 편성        | 43.8  | 28.2  | 36.2  | 53.2  | 35.4  | 43.8  | 59.4  | 43.5  | 197.0 | 161.3 | 182.0 | 180.2 |
| 판매        | 63.2  | 67.5  | 64.9  | 79.8  | 77.7  | 103.9 | 165.8 | 97.8  | 279.7 | 275.5 | 445.2 | 579.5 |
| 기타        | 10.1  | 10.3  | 15.0  | 14.9  | 8.0   | 9.8   | 3.8   | 9.6   | 49.0  | 50.3  | 31.1  | 39.6  |
| YoY %     | -2.7  | -34.3 | 9.2   | 7.4   | 3.4   | 48.5  | 97.2  | 2.0   | 12.2  | -7.3  | 35.1  | 21.4  |
| 편성        | -3.2  | -56.9 | -20.8 | 30.7  | -19.1 | 55.4  | 64.0  | -18.2 | -5.6  | -18.1 | 12.9  | -1.0  |
| 판매        | -5.5  | -10.8 | 27.7  | -7.5  | 23.0  | 53.8  | 155.2 | 22.5  | 27.6  | -1.5  | 61.6  | 30.2  |
| 기타        | 24.0  | -49.5 | 54.0  | 38.5  | -21.5 | -5.1  | -74.8 | -35.8 | 20.3  | 2.6   | -38.2 | 27.6  |
| QoQ %     | -15.0 | -9.5  | 9.5   | 27.4  | -18.1 | 30.0  | 45.3  | -34.1 |       |       |       |       |
| 편성        | 7.5   | -35.6 | 28.4  | 46.9  | -33.4 | 23.7  | 35.5  | -26.8 |       |       |       |       |
| 판매        | -26.7 | 6.9   | -3.9  | 22.9  | -2.6  | 33.7  | 59.5  | -41.0 |       |       |       |       |
| 기타        | -5.8  | 1.6   | 45.3  | -0.4  | -46.6 | 22.8  | -61.4 | 153.7 |       |       |       |       |
| 영업이익      | 17.9  | 13.8  | 14.6  | 6.3   | 18.1  | 27.0  | 18.9  | 11.9  | 49.1  | 52.6  | 75.9  | 92.2  |
| (YoY %)   | 53.6  | -18.2 | -9.0  | 37.6  | 1.4   | 95.7  | 29.9  | 87.4  | 71.1  | 7.0   | 44.4  | 21.5  |
| (QoQ %)   | 287.6 | -22.8 | 5.6   | -56.5 | 185.4 | 49.1  | -29.9 | -37.2 |       |       |       |       |
| 영업이익률 (%) | 15.3  | 13.0  | 12.6  | 4.3   | 15.0  | 17.1  | 8.3   | 7.9   | 9.3   | 10.8  | 11.5  | 11.5  |
| 지배주주순이익   | 15.6  | 9.5   | 14.8  | -0.8  | 15.6  | 25.6  | 17.8  | 2.6   | 29.6  | 39.0  | 61.6  | 71.1  |
| (YoY %)   | 82.2  | -29.1 | 39.6  | 적지    | 0.4   | 170.2 | 20.5  | 흑전    | 12.1  | 31.8  | 57.8  | 15.4  |
| (QoQ %)   | 흑전    | -39.2 | 56.4  | 적전    | 흑전    | 63.8  | -30.3 | -85.4 |       |       |       |       |
| 순이익률 (%)  | 13.3  | 8.9   | 12.8  | -0.5  | 12.9  | 16.2  | 7.8   | 1.7   | 5.6   | 8.0   | 9.4   | 8.9   |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 3. 넷플릭스 동시방영 리쿱을 개선에 따른 매출총이익 증가 시나리오 분석

| (억원)                 | 리쿱을 개선 % |    |     |     |     |  |
|----------------------|----------|----|-----|-----|-----|--|
| 동시방영 편수: 6 편         | 3%       | 5% | 7%  | 10% | 13% |  |
| 드라마 제작비              |          |    |     |     |     |  |
| 720(편당 평균 제작비 120)   | 22       | 36 | 50  | 72  | 94  |  |
| 840(편당 평균 제작비 140)   | 25       | 42 | 59  | 84  | 109 |  |
| 960(편당 평균 제작비 160)   | 29       | 48 | 67  | 96  | 125 |  |
| 1,080(편당 평균 제작비 180) | 32       | 54 | 76  | 108 | 140 |  |
| 1,200(편당 평균 제작비 200) | 36       | 60 | 84  | 120 | 156 |  |
| 1,320(편당 평균 제작비 220) | 40       | 66 | 92  | 132 | 172 |  |
| 1,440(편당 평균 제작비 240) | 43       | 72 | 101 | 144 | 187 |  |

자료: KB증권 추정

그림 3. tvN 방송 라인업

|    | 4월                    |    |    |    |    | 5월                    |    |    |    |    | 6월             |    |    |    |    |
|----|-----------------------|----|----|----|----|-----------------------|----|----|----|----|----------------|----|----|----|----|
|    | 1주                    | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 | 1주                    | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 | 1주             | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 |
| 월화 | 군검사도베르만(16부)          |    |    |    |    | 내과박원장 (6부)            |    |    |    |    | 링크 (16부, D)    |    |    |    |    |
| 수목 | 킬힐 (14부)              |    |    |    |    | 살인자의쇼핑목록 (8부)         |    |    |    |    | 이브(16부, N)     |    |    |    |    |
| 토일 | 스물다 우리들의 블루스 (20부, N) |    |    |    |    |                       |    |    |    |    | 환혼 (20부, N)    |    |    |    |    |
| 금토 | 별동별 (16부)             |    |    |    |    |                       |    |    |    |    | O'PENING       |    |    |    |    |
|    | 7월                    |    |    |    |    | 8월                    |    |    |    |    | 9월             |    |    |    |    |
|    | 1주                    | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 | 1주                    | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 | 1주             | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 |
| 월화 | 링크 (16부, D)           |    |    |    |    | 조선정신과의사유세풍 (16부)      |    |    |    |    | 멘탈코치제갈길 (16부)  |    |    |    |    |
| 수목 | 이브(16부, N)            |    |    |    |    | 아다마스 (16부, N)         |    |    |    |    | 월수금화목토 (16부)   |    |    |    |    |
| 토일 | 환혼 (20부, N)           |    |    |    |    |                       |    |    |    |    | 작은아씨들 (12부, N) |    |    |    |    |
| 금토 | O'PENING              |    |    |    |    | 아직 최선을 다하지 않았을뿐 (12부) |    |    |    |    | 블라인드 (16부)     |    |    |    |    |
|    | 10월                   |    |    |    |    | 11월                   |    |    |    |    | 12월            |    |    |    |    |
|    | 1주                    | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 | 1주                    | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 | 1주             | 2주 | 3주 | 4주 | 5주 |
| 월화 | 멘탈코치제갈길 (16부)         |    |    |    |    | 연예인매니저로살아남기 (12부, N)  |    |    |    |    | 미생2 (12부)      |    |    |    |    |
| 수목 | 월수금화목토 (16부)          |    |    |    |    | 유미의세포들2 (14부)         |    |    |    |    |                |    |    |    |    |
| 토일 | 작은아씨들 슈룹 (16부, N)     |    |    |    |    |                       |    |    |    |    | 환혼2 (10부)      |    |    |    |    |
| 금토 | 블라인드(16부)             |    |    |    |    |                       |    |    |    |    |                |    |    |    |    |

자료: KB증권 추정

주: N은 넷플릭스, D는 디즈니 동시방영 작품

표 4. 스튜디오드래곤 DCF Valuation

| (십억원, %, 천주, 원)          | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E                                       | 2025E      | 2026E   | 2027E   | Terminal |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------------------------------------------|------------|---------|---------|----------|
| Adj. Free cashflow       |         |         | -32.8   | 33.4                                        | 123.7      | 185.8   | 246.4   | 3,459.0  |
| 잉여현금흐름 (FCF)             | (11.0)  | (31.2)  | (33.3)  | 51.8                                        | 143.6      | 197.5   | 259.9   |          |
| % of 매출액                 | -2.3%   | -4.7%   | -4.2%   | 5.0%                                        | 11.1%      | 12.2%   | 13.3%   |          |
| NOPLAT                   | 39.6    | 58.6    | 69.8    | 105.6                                       | 146.2      | 198.3   | 258.4   |          |
| 영업이익                     | 52.6    | 75.9    | 92.2    | 141.2                                       | 194.0      | 264.5   | 343.7   |          |
| 법인세비용                    | 13.0    | 17.4    | 22.5    | 35.6                                        | 47.9       | 66.2    | 85.3    |          |
| 감가상각비                    | 99.1    | 123.1   | 101.7   | 110.7                                       | 120.3      | 130.8   | 142.2   |          |
| (-)운전자본 증감               | (154.9) | (212.4) | (200.1) | (167.4)                                     | (129.0)    | (141.3) | (154.0) |          |
| (-)유형자산투자                | (1.8)   | (4.6)   | (6.0)   | (5.0)                                       | (4.5)      | (4.5)   | (4.5)   |          |
| (-)무형자산투자                | (0.8)   | 0.1     | 0.0     | (1.5)                                       | (1.5)      | (1.6)   | (1.6)   |          |
| 기타                       | 7.9     | 4.0     | 1.4     | 9.4                                         | 12.2       | 15.8    | 19.4    |          |
| WACC                     |         | 10.72   |         | WACC 10.72% (무위험수익률 3.49%, 시장위험 프리미엄 7.16%) |            |         |         |          |
| 영구성장률                    |         | 3.4     |         | 최근 1년 평균 국고채 30년 수익률                        |            |         |         |          |
| 할인계수                     |         |         | 1.00    | 0.90                                        | 0.82       | 0.74    | 0.67    | 0.67     |
| Discounted Free Cashflow |         |         | (32.8)  | 30.1                                        | 100.9      | 136.9   | 163.9   | 2,301.4  |
| Total PV of FCFF         |         | 399.1   |         |                                             |            |         |         |          |
| PV of Terminal Value     |         | 2,301.4 |         |                                             |            |         |         |          |
| 현금흐름 합산                  |         | 2,700.5 |         |                                             |            |         |         |          |
| (-) 순차입금                 |         | -14.5   |         |                                             | 2022E      |         |         |          |
| (+)비연결 관계기업투자            |         | 4.0     |         |                                             | 2022E      |         |         |          |
| (-)비지배주주지분               |         | 0.0     |         |                                             | 2022E      |         |         |          |
| 적정 기업가치                  |         | 2,719.0 |         |                                             |            |         |         |          |
| 총 주식수                    |         | 30,036  |         |                                             |            |         |         |          |
| 목표주가                     |         | 90,000  |         |                                             |            |         |         |          |
| 현재주가                     |         | 69,300  |         |                                             | 22/11/8 종가 |         |         |          |
| Upside                   |         | 29.9    |         |                                             |            |         |         |          |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 5. WACC 산출내역

| (십억원, %)                     | 변경전   | 변경후   | 비고                                   |
|------------------------------|-------|-------|--------------------------------------|
| COE (A) = a + b x c          | 10.86 | 10.86 |                                      |
| Risk free rate (a)           | 3.49  | 3.49  | 최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률                 |
| 조정 beta (b)                  | 1.03  | 1.03  | Adj. Beta                            |
| Risk premium (c = d - e)     | 7.16  | 7.16  |                                      |
| Market (d)                   | 10.61 | 10.61 | 2001년~2021년 WMI500 연평균 total return  |
| Risk free rate (e)           | 3.45  | 3.45  | 2001년~2021년 통안채 1년물 연평균 total return |
| COD (B)                      | 4.53  | 7.59  | 채권 발행 YTD 가중평균                       |
| 적정주주가치                       | 2,701 | 2,703 | 목표주가가 의미하는 유통주식의 가치                  |
| 차입금                          | 121   | 121   | 차입금                                  |
| 주식가치 가중치 (f)                 | 0.96  | 0.96  |                                      |
| 차입금 가중치 (g)                  | 0.04  | 0.04  |                                      |
| WACC (C) = (A x f) + (B x g) | 10.59 | 10.72 |                                      |

자료: KB증권 추정

원: 변경전 기준일 10/17

| 포괄손익계산서 |          |          |          |          |          |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)   | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| (적용기준)  | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) |
| 매출액     | 526      | 487      | 658      | 799      | 1,039    |
| 매출원가    | 451      | 407      | 550      | 673      | 854      |
| 매출총이익   | 75       | 80       | 108      | 126      | 185      |
| 판매비와관리비 | 26       | 27       | 32       | 34       | 44       |
| 영업이익    | 49       | 53       | 76       | 92       | 141      |
| EBITDA  | 165      | 152      | 199      | 194      | 252      |
| 영업외손익   | -8       | -1       | 3        | 1        | 9        |
| 이자수익    | 2        | 1        | 0        | 0        | 0        |
| 이자비용    | 1        | 1        | 0        | 2        | 2        |
| 지분법손익   | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 기타영업외손익 | -9       | -1       | 3        | 3        | 11       |
| 세전이익    | 42       | 52       | 79       | 94       | 151      |
| 법인세비용   | 12       | 13       | 17       | 22       | 36       |
| 당기순이익   | 30       | 39       | 62       | 71       | 115      |
| 지배주주순이익 | 30       | 39       | 62       | 71       | 115      |
| 수정순이익   | 30       | 39       | 62       | 71       | 115      |

| 성장성 및 수익성 비율 |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (%)          | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 매출액 성장률      | 12.2  | -7.4  | 35.2  | 21.4  | 30.0  |
| 영업이익 성장률     | 71.2  | 7.0   | 44.4  | 21.5  | 53.1  |
| EBITDA 성장률   | 13.6  | -8.3  | 31.3  | -2.6  | 29.9  |
| 지배기업순이익 성장률  | 12.1  | 31.8  | 57.9  | 15.4  | 61.6  |
| 매출총이익률       | 14.2  | 16.4  | 16.4  | 15.8  | 17.8  |
| 영업이익률        | 9.3   | 10.8  | 11.5  | 11.5  | 13.6  |
| EBITDA이익률    | 31.5  | 31.1  | 30.2  | 24.3  | 24.2  |
| 세전이익률        | 7.9   | 10.7  | 12.0  | 11.7  | 14.5  |
| 지배기업순이익률     | 5.6   | 8.0   | 9.4   | 8.9   | 11.1  |

| 현금흐름표         |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)         | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 영업활동 현금흐름     | 5     | -8    | -27   | -27   | 58    |
| 당기순이익         | 30    | 39    | 62    | 71    | 115   |
| 유형자산상각비       | 116   | 99    | 123   | 102   | 111   |
| 기타비현금손익 조정    | 19    | 20    | 16    | 22    | 36    |
| 운전자본증감        | -144  | -155  | -212  | -200  | -167  |
| 매출채권감소 (증가)   | -31   | 2     | -3    | -23   | -109  |
| 재고자산감소 (증가)   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무증가 (감소)   | -11   | 19    | 18    | 3     | 7     |
| 기타운전자본증감      | -101  | -176  | -227  | -180  | -65   |
| 기타영업현금흐름      | -15   | -11   | -15   | -22   | -36   |
| 투자활동 현금흐름     | -16   | 27    | -20   | -27   | -18   |
| 유형자산투자감소 (증가) | -7    | -2    | -5    | -6    | -5    |
| 무형자산투자감소 (증가) | -1    | -1    | 0     | 0     | -2    |
| 투자자산감소 (증가)   | -9    | 28    | -6    | 0     | -8    |
| 기타투자현금흐름      | 1     | 1     | -9    | -21   | -4    |
| 재무활동 현금흐름     | 0     | -3    | 109   | 212   | 46    |
| 금융부채 증감       | -1    | -2    | 106   | 16    | 38    |
| 자본의 증감        | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 당기지급액     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타재무현금흐름      | 1     | -1    | 3     | 196   | 8     |
| 기타현금흐름        | 0     | 0     | 2     | 0     | 0     |
| 현금의 증가 (감소)   | -11   | 16    | 64    | 157   | 86    |
| 기말현금          | 49    | 65    | 129   | 286   | 372   |
| 잉여현금흐름 (FCF)  | -3    | -11   | -31   | -33   | 52    |
| 순현금흐름         | -16   | -30   | -48   | 142   | 50    |
| 순현금 (순차입금)    | 93    | 63    | 14    | 156   | 206   |

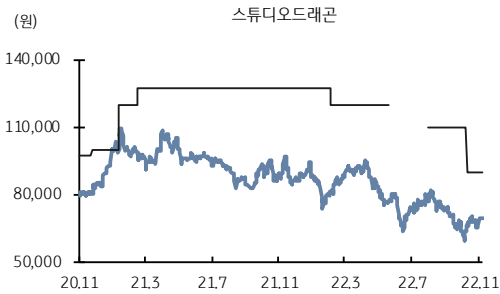
자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

| 재무상태표      |          |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)      | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| (적용기준)     | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) |
| 자산총계       | 757      | 884      | 1,063    | 1,178    | 1,414    |
| 유동자산       | 228      | 233      | 318      | 500      | 715      |
| 현금 및 현금성자산 | 49       | 65       | 129      | 286      | 372      |
| 단기금융자산     | 52       | 5        | 7        | 7        | 9        |
| 매출채권       | 107      | 124      | 128      | 151      | 260      |
| 재고자산       | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 기타유동자산     | 21       | 39       | 54       | 57       | 74       |
| 비유동자산      | 529      | 652      | 745      | 678      | 700      |
| 투자자산       | 180      | 241      | 248      | 255      | 263      |
| 유형자산       | 8        | 8        | 10       | 11       | 11       |
| 무형자산       | 230      | 298      | 296      | 199      | 211      |
| 기타비유동자산    | 111      | 105      | 192      | 213      | 215      |
| 부채총계       | 148      | 200      | 368      | 413      | 534      |
| 유동부채       | 132      | 184      | 335      | 377      | 490      |
| 매입채무       | 6        | 17       | 21       | 23       | 30       |
| 단기금융부채     | 0        | 0        | 113      | 127      | 166      |
| 기타유동부채     | 126      | 167      | 201      | 227      | 295      |
| 비유동부채      | 16       | 17       | 33       | 35       | 43       |
| 장기금융부채     | 8        | 7        | 8        | 10       | 10       |
| 기타비유동부채    | 8        | 9        | 25       | 26       | 34       |
| 자본총계       | 609      | 684      | 695      | 766      | 881      |
| 자본금        | 15       | 15       | 15       | 15       | 15       |
| 자본잉여금      | 470      | 470      | 470      | 470      | 470      |
| 기타자본항목     | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 기타포괄손익누계액  | 2        | 37       | -14      | -14      | -14      |
| 이익잉여금      | 123      | 162      | 223      | 295      | 410      |
| 지배자본 계     | 609      | 684      | 695      | 766      | 881      |
| 비지배자본      | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |

| 주요투자지표      |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (X, %, 원)   | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| Multiples   |        |        |        |        |        |
| P/E         | 88.7   | 69.9   | 33.8   | 29.3   | 18.1   |
| P/B         | 4.6    | 4.0    | 3.0    | 2.7    | 2.4    |
| P/S         | 5.0    | 5.6    | 3.2    | 2.6    | 2.0    |
| EV/EBITDA   | 16.2   | 17.6   | 10.4   | 9.9    | 7.4    |
| EV/EBIT     | 54.7   | 50.8   | 27.2   | 20.9   | 13.3   |
| 배당수익률       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EPS         | 1,044  | 1,301  | 2,052  | 2,367  | 3,826  |
| BVPS        | 20,309 | 22,785 | 23,105 | 25,472 | 29,297 |
| SPS (주당매출액) | 18,532 | 16,233 | 21,917 | 26,592 | 34,570 |
| DPS (주당배당금) | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당성향 (%)    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 수익성지표       |        |        |        |        |        |
| ROE         | 5.7    | 6.0    | 8.9    | 9.7    | 14.0   |
| ROA         | 4.4    | 4.8    | 6.3    | 6.4    | 8.9    |
| ROIC        | 5.7    | 6.1    | 8.2    | 8.5    | 12.0   |
| 안정성지표       |        |        |        |        |        |
| 부채비율        | 24.3   | 29.3   | 53.0   | 53.9   | 60.6   |
| 순차입비율       | 순현금    | 순현금    | 순현금    | 순현금    | 순현금    |
| 유동비율        | 1.7    | 1.3    | 1.0    | 1.3    | 1.5    |
| 이자보상배율 (배)  | 84.8   | 67.6   | 188.8  | 44.6   | 68.3   |
| 활동성지표       |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율      | 0.8    | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.8    |
| 매출채권회전율     | 5.5    | 4.2    | 5.2    | 5.8    | 5.1    |
| 매입채무회전율     | 43.2   | 42.6   | 35.1   | 36.6   | 39.0   |
| 재고자산회전율     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

## 투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

### 스튜디오드래곤 (253450)

| 변경일      | 투자의견 | 애널리스트 | 목표주가<br>(원) | 괴리율    |
|----------|------|-------|-------------|--------|
|          |      |       |             | 평균     |
| 20-10-27 | Buy  | 이동륜   | 97,000      | -17.39 |
| 20-11-30 | Buy  | 이동륜   | 100,000     | -9.63  |
| 21-01-18 | Buy  | 이동륜   | 120,000     | -15.59 |
| 21-02-23 | Buy  | 이동륜   | 127,000     | -27.54 |
| 22-02-11 | Buy  | 이동륜   | 120,000     | -32.37 |
| 22-08-08 | Buy  | 최용현   | 110,000     | -35.02 |
| 22-10-17 | Buy  | 최용현   | 90,000      |        |

### 투자등급 비율 (2022. 09. 30 기준)

| 매수 (Buy) | 중립 (Hold) | 매도 (Sell) |
|----------|-----------|-----------|
| 86.0     | 14.0      | -         |

### 투자의견 분류 및 기준

#### 종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

|             |                  |               |
|-------------|------------------|---------------|
| Buy: 15% 초과 | Hold: 15% ~ -15% | Sell: -15% 초과 |
|-------------|------------------|---------------|

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.  
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

#### 산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

|                    |                   |                    |
|--------------------|-------------------|--------------------|
| Positive: 시장수익률 상회 | Neutral: 시장수익률 수준 | Negative: 시장수익률 하회 |
|--------------------|-------------------|--------------------|

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.  
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.