



# 스튜디오드래곤 (253450)

## Cash flow 개선도 시작

2023년 4월 18일

미디어 / 광고 최용현  
02-6114-2915 yonghyun.choi@kbfg.com

### 투자 의견 Buy, 목표주가 93,000원 유지

스튜디오드래곤에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 93,000원을 유지한다. 목표주가는 DCF Valuation으로 산정했으며, Free cash flow는 2024년을 기점으로 (+)로 돌아설 것으로 추정한다. 1) 수익성 개선, 2) 매출채권 회수율이 빨라진데 기인한다. 현 주가는 2023/2024E P/E 29.7배/21.5배로 강력한 수요가 계속되는 가운데 협상력 강화, 현금흐름 개선에 따른 고성장 지속 가능성을 고려하면 Peer 대비 Valuation 프리미엄 요인은 충분하다.

### 선순환 구조 구축

#### 2024년 OPM +1.5%p YoY 개선 전망

스튜디오드래곤이 그동안 현금흐름이 적자를 기록한 주요한 요인은 매출액 성장에도 불구하고 1) 낮은 영업이익률, 2) 긴 현금 회수기간으로 쌓이고 있던 매출채권의 영향이 크다. 하지만 주요 OTT와의 재계약으로 2가지 문제 모두 해결될 것이다. 재계약으로 Prebuy와 Original 모두 조건이 개선되었다. 다만 2023년 방영 예정인 Original 작품은 대부분 2022년부터 준비된 것이므로 개선된 조건이 아니다. 따라서 2023년에는 Prebuy 작품만 마진 개선이 반영되고 2024년부터 본격적으로 수익성 (2024E OPM 11.1%, +1.5%p YoY)이 올라갈 것이다. 또한 현금 흐름도 개선될 전망이다. 재계약 이후 방영 작품은 매출채권 회수율이 높아졌다. 장기적으로 콘텐츠 수요는 향후 계속 강할 것으로 예상하기 때문에 현금 흐름 개선에 따른 재무적 부담 감소로 공격적 투자 → 고성장 → 재투자로 이어지는 선순환 구조가 구축될 것이다.

### 2023년도는 상반기보다 하반기

1Q23 매출액은 1,699억원 (40.3% YoY, -10.8% QoQ), 영업이익 190억원 (4.8% YoY, OPM 11.2%)을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 하회할 전망이다. 에피소드 편수는 OTT 36편, TV 73편으로 각각 전년 동기 대비 +15편, +20편 늘어났지만 구작 판매를 통한 매출이 줄어든 것으로 추정된다. 2Q23에는 전년 대비 라인업 수가 적고, 구작 판매 감소로 영업이익 기준 전년 대비 역성장이 예상된다. 하지만 선 집행되고 있는 투자 규모, Big door prize 2 제작이 확정된 점을 감안하면 하반기와 2024년은 시장 예상을 상회하는 성장이 가능할 것이다.

## Buy 유지

목표주가 (유지, 원) 93,000

|                            |         |
|----------------------------|---------|
| Dividend yield* (%)        | 0.0     |
| Total return (%)           | 32.5    |
| 현재가 (4/17, 원)              | 70,200  |
| Consensus target price (원) | 102,154 |
| 시가총액 (조원)                  | 2.1     |

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

#### Trading Data

|                |                  |
|----------------|------------------|
| Free float (%) | 45.2             |
| 거래대금 (3m, 십억원) | 14.5             |
| 외국인 지분율 (%)    | 10.5             |
| 주요주주 지분율 (%)   | CJ ENM 외 3인 54.8 |
|                | 네이버 6.3          |

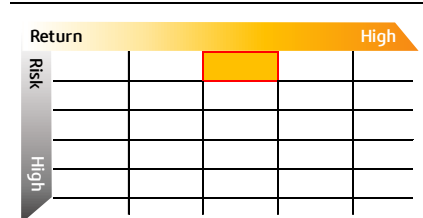
#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

| 주가상승률 (%)  | 1M    | 3M    | 6M    | 12M   |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률      | -2.0  | -10.3 | 8.8   | -25.2 |
| 시장대비 상대수익률 | -14.0 | -30.0 | -19.0 | -24.5 |

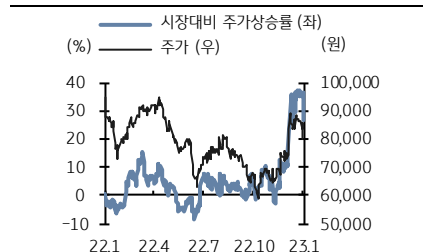
#### Earnings Forecast & Valuation

| 결산기말          | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)     | 663   | 802   | 1,003 | 1,253 |
| 영업이익 (십억원)    | 74    | 90    | 133   | 179   |
| 지배주주순이익 (십억원) | 61    | 74    | 111   | 150   |
| EPS (원)       | 2,030 | 2,452 | 3,697 | 5,004 |
| 증감률 (%)       | 56.0  | 20.8  | 50.8  | 35.4  |
| P/E (x)       | 42.4  | 32.6  | 21.6  | 16.0  |
| EV/EBITDA (x) | 12.0  | 10.3  | 8.2   | 6.3   |
| P/B (x)       | 3.8   | 3.2   | 2.8   | 2.4   |
| ROE (%)       | 8.9   | 10.3  | 13.7  | 16.0  |
| 배당수익률 (%)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

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

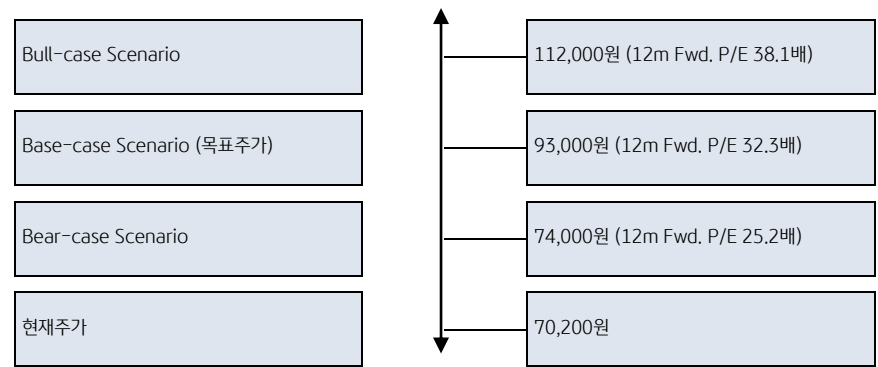


#### Stock Price & Relative Performance



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2023년 Pre-buy 에피소드 170편
- 2) 2023년 OTT 오리지널 에피소드 130편

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2023년 Pre-buy 에피소드 180편 이상
- 2) 2023년 OTT 오리지널 에피소드 140편 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2023년 Pre-buy 에피소드 150편 이하
- 2) 2023년 OTT 오리지널 에피소드 110편 이하

실적추정 변경

| (십억원, %) | 수정 전  |         | 수정 후  |         | 변동률   |       |
|----------|-------|---------|-------|---------|-------|-------|
|          | 2023E | 2024E   | 2023E | 2024E   | 2023E | 2024E |
| 매출액      | 802.0 | 1,003.0 | 866.9 | 1,045.5 | 8.1   | 4.2   |
| 영업이익     | 90.0  | 133.0   | 83.1  | 116.4   | -7.6  | -12.5 |
| 지배주주순이익  | 74.0  | 111.0   | 69.1  | 95.3    | -6.6  | -14.2 |

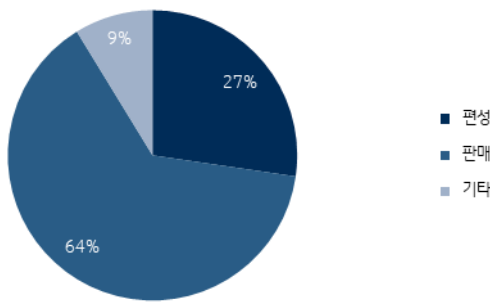
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

| (십억원, %) | KB증권  |         | 컨센서스  |       | 차이    |       |
|----------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2023E | 2024E   | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 매출액      | 866.9 | 1,045.5 | 810.4 | 931.7 | 7.0   | 12.2  |
| 영업이익     | 83.1  | 116.4   | 89.1  | 107.7 | -6.7  | 8.1   |
| 지배주주순이익  | 69.1  | 95.3    | 71.6  | 84.6  | -3.5  | 12.5  |

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2023년, %)



자료: 스튜디오드래곤, KB증권

PEER 그룹 비교

| (조원, X, %) | 시가총액  | P/E   |       | P/B   |       | EV/EBITDA |       | ROE   |       | 배당수익률 |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            |       | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E     | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 스튜디오드래곤    | 2.1   | 29.4  | 24.5  | 2.76  | 2.49  | 9.1       | 8.3   | 9.8   | 10.7  | 0.0   | 0.0   |
| 씨제이엔엠      | 1.8   | 18.4  | 11.0  | 0.49  | 0.47  | 3.8       | 3.5   | 2.6   | 4.3   | 1.9   | 2.2   |
| 넷플릭스       | 198.1 | 29.1  | 22.6  | 6.09  | 4.87  | 21.3      | 17.2  | 21.8  | 22.0  | 0.0   | 0.0   |
| 월트디즈니      | 239.8 | 24.6  | 18.4  | 1.84  | 1.70  | 15.1      | 12.7  | 7.3   | 9.2   | 0.8   | 1.1   |

자료: Bloomberg 컨센서스 기준

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정

WACC 8.63%, 영구성장률 2% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

112,000원 ~ 74,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12m Fwd. P/E 32.3배

실적민감도 분석

| (% )        | EPS 변동률 |       |
|-------------|---------|-------|
|             | 2023E   | 2024E |
| 환율 1% 상승 시  | +1.1    | +1.1  |
| 금리 1%p 상승 시 | -0.6    | 0.1   |

표 10. 스튜디오드래곤 실적 추정

| (십억원, %)  | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23E  | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 121.1 | 157.5 | 228.9 | 190.5 | 169.9  | 173.2 | 260.1 | 263.7  | 487.1 | 697.9 | 866.9 | 1045.5 |
| 편성        | 35.4  | 43.8  | 59.4  | 54.0  | 49.8   | 52.1  | 64.6  | 64.6   | 161.3 | 192.5 | 231.0 | 267.4  |
| 판매        | 77.7  | 103.9 | 165.8 | 132.8 | 116.3  | 117.2 | 191.5 | 195.0  | 275.5 | 480.2 | 620.0 | 760.3  |
| 기타        | 8.0   | 9.8   | 3.8   | 3.7   | 3.8    | 3.9   | 4.0   | 4.1    | 50.3  | 25.2  | 15.9  | 17.8   |
| YoY %     | 3.4   | 48.5  | 97.2  | 28.8  | 40.3   | 10.0  | 13.6  | 38.4   | -7.3  | 43.3  | 24.2  | 20.6   |
| 편성        | -19.1 | 55.4  | 64.0  | 1.5   | 40.7   | 19.0  | 8.8   | 19.7   | -18.1 | 19.4  | 20.0  | 15.7   |
| 판매        | 23.0  | 53.8  | 155.2 | 66.4  | 49.6   | 12.8  | 15.5  | 46.8   | -1.5  | 74.3  | 29.1  | 22.6   |
| 기타        | -21.5 | -5.1  | -74.8 | -75.3 | -52.4  | -60.1 | 6.6   | 12.6   | 2.6   | -49.9 | -37.0 | 12.6   |
| QoQ %     | -18.1 | 30.0  | 45.3  | -16.8 | -10.8  | 2.0   | 50.1  | 1.4    |       |       |       |        |
| 편성        | -33.4 | 23.7  | 35.5  | -9.1  | -7.7   | 4.6   | 23.9  | 0.0    |       |       |       |        |
| 판매        | -2.6  | 33.7  | 59.5  | -19.9 | -12.4  | 0.8   | 63.3  | 1.8    |       |       |       |        |
| 기타        | -46.6 | 22.8  | -61.4 | -2.4  | 3.0    | 3.0   | 3.0   | 3.0    |       |       |       |        |
| 영업이익      | 18.1  | 27.0  | 18.9  | 1.2   | 19.0   | 21.5  | 23.3  | 19.4   | 52.6  | 65.2  | 83.1  | 116.4  |
| (YoY %)   | 1.4   | 95.7  | 29.9  | -81.4 | 4.8    | -20.2 | 22.9  | 1540.5 | 7.0   | 24.0  | 27.5  | 39.9   |
| (QoQ %)   | 185.4 | 49.1  | -29.9 | -93.8 | 1508.7 | 13.5  | 8.0   | -16.8  |       |       |       |        |
| 영업이익률 (%) | 15.0  | 17.1  | 8.3   | 0.6   | 11.2   | 12.4  | 8.9   | 7.3    | 10.8  | 9.3   | 9.6   | 11.1   |
| 지배주주순이익   | 15.6  | 25.6  | 17.8  | -8.5  | 16.2   | 19.3  | 23.5  | 10.1   | 39.0  | 50.6  | 69.1  | 95.3   |
| (YoY %)   | 0.4   | 170.2 | 20.5  | 적지    | 3.8    | -24.6 | 31.9  | 흑전     | 31.8  | 29.5  | 36.7  | 37.8   |
| (QoQ %)   | 흑전    | 63.8  | -30.3 | 적전    | 흑전     | 19.0  | 22.0  | -57.1  |       |       |       |        |
| 순이익률 (%)  | 12.9  | 16.2  | 7.8   | -4.4  | 9.5    | 11.1  | 9.0   | 3.8    | 8.0   | 7.2   | 8.0   | 9.1    |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 11. 스튜디오드래곤 상대 지표

| (십억원, x, 천주, 원) | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EV/Sales        | 5.7x   | 6.4x   | 4.6x   | 5.1x   | 5.5x   | 3.8x   | 2.6x   | 2.1x   |
| 매출액             | 287    | 380    | 469    | 526    | 487    | 698    | 867    | 1,045  |
| YoY %           | 85.7   | 32.4   | 23.5   | 12.2   | (7.3)  | 43.3   | 24.2   | 20.6   |
| EV / EBITDA     | 22.1x  | 21.1x  | 14.9x  | 16.2x  | 17.6x  | 12.1x  | 7.5x   | 5.8x   |
| EBITDA          | 74     | 115    | 146    | 165    | 152    | 219    | 294    | 376    |
| YoY %           | 91.4   | 55.1   | 26.4   | 13.6   | (8.3)  | 44.1   | 34.7   | 27.8   |
| P/E             | 61.9x  | 72.3x  | 85.9x  | 88.7x  | 69.9x  | 51.1x  | 30.5x  | 22.2x  |
| EPS             | 1,050  | 1,278  | 941    | 1,044  | 1,301  | 1,684  | 2,299  | 3,169  |
| YoY %           | 84.5   | 21.7   | (26.3) | 10.9   | 24.6   | 29.4   | 36.5   | 37.8   |
| P/B             | 4.95x  | 6.46x  | 5.31x  | 4.56x  | 3.99x  | 3.91x  | 2.89x  | 2.56x  |
| BPS             | 13,141 | 14,305 | 15,242 | 20,309 | 22,785 | 21,982 | 24,281 | 27,450 |
| YoY %           | 112.8  | 8.9    | 6.5    | 33.2   | 12.2   | (3.5)  | 10.5   | 13.1   |
| 기준주가            | 65,000 | 92,400 | 80,900 | 92,600 | 91,000 | 86,000 | 70,200 | 70,200 |
| 기준주식수           | 22,711 | 28,038 | 28,068 | 28,369 | 30,008 | 30,020 | 30,058 | 30,058 |
| 기준시가총액          | 1,822  | 2,592  | 2,273  | 2,778  | 2,731  | 2,585  | 2,110  | 2,110  |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

표 12. 스튜디오드래곤 DCF Valuation

| (십억원, %, 천주, 원) | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | Terminal |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 세후영업이익          | 26.6   | 30.1    | 22.1    | 37.2    | 39.6    | 57.2    | 65.9    | 92.5    | 127.1   | 175.1   | 238.0   | 319.9   |          |
| 영업이익            | 33.0   | 39.9    | 28.7    | 49.1    | 52.6    | 65.2    | 83.1    | 116.4   | 163.1   | 224.6   | 305.1   | 409.9   |          |
| 법인세비용           | (6.4)  | (9.8)   | (6.6)   | (11.9)  | (13.0)  | (8.1)   | (17.3)  | (23.8)  | (36.0)  | (49.5)  | (67.2)  | (90.0)  |          |
| 감가상각비           | 41.3   | 75.3    | 116.8   | 116.2   | 99.1    | 153.3   | 211.1   | 259.6   | 298.3   | 332.2   | 363.7   | 394.3   |          |
| 유형자산상각비         | 0.3    | 0.3     | 1.8     | 2.9     | 3.8     | 3.3     | 3.8     | 3.9     | 3.9     | 3.9     | 4.0     | 4.0     |          |
| 무형자산상각비         | 41.0   | 75.0    | 115.0   | 113.3   | 95.3    | 150.0   | 207.3   | 255.7   | 294.4   | 328.2   | 359.7   | 390.3   |          |
| (-)운전자본 증감      | (72.9) | (139.4) | (142.9) | (144.1) | (154.9) | (279.6) | (38.0)  | 26.6    | (27.7)  | (35.6)  | (43.3)  | (52.6)  |          |
| 매출채권감소 (증가)     | (13.7) | (27.2)  | (21.8)  | (31.4)  | 2.2     | (35.2)  | (42.4)  | 26.5    | (32.1)  | (41.0)  | (49.9)  | (60.6)  |          |
| 재고자산감소 (증가)     | (2.1)  | 0.3     | 0.6     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |          |
| 매입채무증가 (감소)     | 9.0    | 25.9    | 8.6     | (11.5)  | 18.7    | 11.7    | 4.4     | 0.1     | 4.4     | 5.4     | 6.6     | 8.0     |          |
| 운전자본 기타         | (66.1) | (138.4) | (130.2) | (101.2) | (175.8) | (256.0) | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |          |
| (-)유형자산투자       | (0.0)  | (0.2)   | (0.5)   | (7.2)   | (1.8)   | (3.9)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   |          |
| (-)무형자산투자       | (0.2)  | (0.1)   | (0.3)   | (1.2)   | (0.8)   | (2.5)   | (282.6) | (339.2) | (362.9) | (388.3) | (415.5) | (444.6) |          |
| 기타              | (2.1)  | 5.0     | (8.2)   | (4.1)   | 7.9     | 6.2     | 3.2     | 2.7     | 16.9    | 23.0    | 30.7    | 40.3    |          |
| 잉여현금흐름 (FCF)    | (7.5)  | (29.4)  | (13.0)  | (3.1)   | (11.0)  | (69.3)  | (44.4)  | 38.3    | 47.6    | 102.4   | 169.6   | 253.2   | 3,898.2  |
| (십억원, %, 천주, 원) | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | Terminal |
| 영업활동현금흐름        | (7.2)  | (29.1)  | (12.2)  | 5.2     | (8.4)   | (62.9)  | 242.2   | 381.5   | 414.5   | 494.8   | 589.1   | 701.8   |          |
| 유형자산투자          | (0.0)  | (0.2)   | (0.5)   | (7.2)   | (1.8)   | (3.9)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   | (4.0)   |          |
| 무형자산투자          | (0.2)  | (0.1)   | (0.3)   | (1.2)   | (0.8)   | (2.5)   | (282.6) | (339.2) | (362.9) | (388.3) | (415.5) | (444.6) |          |
| 잉여현금흐름 (FCF)    | (7.5)  | (29.4)  | (13.0)  | (3.1)   | (11.0)  | (69.3)  | (44.4)  | 38.3    | 47.6    | 102.4   | 169.6   | 253.2   | 3,898.2  |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

주: 주: 스튜디오드래곤의 콘텐츠 투자는 영업활동현금흐름이지만 무형자산투자 (투자활동현금흐름)로 반영하여 계산

표 13. DCF Valuation

| (십억원, 천주, 원, %)             | 수치             |
|-----------------------------|----------------|
| 2023~2028 Casfh Flow 의 현재가치 | 416.9          |
| (+) 영구가치의 현재가치 (영구성장률 2%)   | 2,471.6        |
| <b>Enterprise Value</b>     | <b>2,888.5</b> |
| (-)순차입금                     | 103.4          |
| (-)비지배주주지분                  | 0.0            |
| (+)비연결 관계기업투자               | 12.6           |
| <b>Equity Value</b>         | <b>2,797.7</b> |
| (÷) 주식수                     | 30,058.5       |
| <b>목표주가</b>                 | <b>93,000</b>  |
| 현재주가                        | 70,200         |
| Upside                      | 32.5           |

자료: KB증권 추정

표 14. WACC 산출 내역

| (십억원, %)                            | 변경후         | 비고                                   |
|-------------------------------------|-------------|--------------------------------------|
| <b>COE (A) = a + b x c</b>          | <b>8.91</b> |                                      |
| Risk free rate (a)                  | 3.61        | 최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률                 |
| 조정 beta (b)                         | 0.98        | Adj. Beta                            |
| Risk premium (c = d - e)            | 5.41        |                                      |
| Market (d)                          | 8.72        | 2001년~2021년 WMI500 연평균 total return  |
| Risk free rate (e)                  | 3.32        | 2001년~2021년 통안채 1년물 연평균 total return |
| <b>COD (B)</b>                      | <b>4.27</b> | 해당 기업 단기차입금 발행 평균 금리                 |
| 적정주주가치                              | 2,797       | 목표주가가 의미하는 유통주식의 가치                  |
| 차입금                                 | 183         | 차입금                                  |
| 주식가치 가중치 (f)                        | 0.94        |                                      |
| 차입금 가중치 (g)                         | 0.06        |                                      |
| <b>WACC (C) = (A x f) + (B x g)</b> | <b>8.63</b> |                                      |

자료: KB증권 추정 (변경전 기준일 10/17)

| 포괄손익계산서<br>(십억원)<br>(적용기준) | 2021A<br>(IFRS-C) | 2022E<br>(IFRS-C) | 2023E<br>(IFRS-C) | 2024E<br>(IFRS-C) | 2025E<br>(IFRS-C) |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 매출액                        | 487               | 663               | 802               | 1,003             | 1,253             |
| 매출원가                       | 407               | 556               | 678               | 828               | 1,022             |
| 매출총이익                      | 80                | 106               | 124               | 175               | 231               |
| 판매비와관리비                    | 27                | 32                | 34                | 42                | 52                |
| 영업이익                       | 53                | 74                | 90                | 133               | 179               |
| EBITDA                     | 152               | 221               | 220               | 277               | 340               |
| 영업외손익                      | -1                | 4                 | 5                 | 12                | 15                |
| 이자수익                       | 1                 | 1                 | 3                 | 3                 | 3                 |
| 이자비용                       | 1                 | 0                 | 4                 | 4                 | 4                 |
| 지분법손익                      | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| 기타영업외손익                    | -1                | 4                 | 5                 | 12                | 15                |
| 세전이익                       | 52                | 78                | 94                | 144               | 194               |
| 법인세비용                      | 13                | 17                | 21                | 33                | 43                |
| 당기순이익                      | 39                | 61                | 74                | 111               | 150               |
| 지배주주순이익                    | 39                | 61                | 74                | 111               | 150               |
| 수정순이익                      | 39                | 61                | 74                | 111               | 150               |

| 성장성 및 수익성 비율<br>(%) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 성장률             | -7.4  | 36.0  | 21.1  | 25.0  | 25.0  |
| 영업이익 성장률            | 7.0   | 41.0  | 21.0  | 47.9  | 34.9  |
| EBITDA 성장률          | -8.3  | 45.5  | -0.4  | 26.2  | 22.5  |
| 지배기업순이익 성장률         | 31.8  | 56.1  | 20.9  | 50.8  | 35.4  |
| 매출총이익률              | 16.4  | 16.0  | 15.4  | 17.4  | 18.4  |
| 영업이익률               | 10.8  | 11.2  | 11.2  | 13.2  | 14.3  |
| EBITDA이익률           | 31.1  | 33.5  | 27.4  | 27.7  | 27.1  |
| 세전이익률               | 10.7  | 11.8  | 11.8  | 14.4  | 15.5  |
| 지배기업순이익률            | 8.0   | 9.2   | 9.2   | 11.1  | 12.0  |

| 현금흐름표<br>(십억원) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | -8    | -28   | -3    | 16    | 123   |
| 당기순이익          | 39    | 61    | 74    | 111   | 150   |
| 유무형자산상각비       | 99    | 146   | 130   | 145   | 161   |
| 기타비현금손익 조정     | 20    | 13    | 21    | 33    | 43    |
| 운전자본증감         | -155  | -239  | -207  | -240  | -188  |
| 매출채권감소 (증가)    | 2     | 22    | -20   | -123  | -63   |
| 재고자산감소 (증가)    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무증가 (감소)    | 19    | 7     | 1     | 3     | 4     |
| 기타운전자본증감       | -176  | -267  | -189  | -120  | -129  |
| 기타영업현금흐름       | -11   | -10   | -21   | -33   | -43   |
| 투자활동 현금흐름      | 27    | -48   | -6    | -15   | -16   |
| 유형자산투자감소 (증가)  | -2    | -5    | -6    | -5    | -5    |
| 무형자산투자감소 (증가)  | -1    | -2    | 0     | -2    | -2    |
| 투자자산감소 (증가)    | 28    | -14   | 0     | -8    | -8    |
| 기타투자현금흐름       | 1     | -26   | 0     | -1    | -2    |
| 재무활동 현금흐름      | -3    | 138   | 232   | 54    | 67    |
| 금융부채 증감        | -2    | 174   | 25    | 53    | 66    |
| 자본의 증감         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금 당기지급액      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타재무현금흐름       | -1    | -36   | 207   | 1     | 2     |
| 기타현금흐름         | 0     | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증가 (감소)    | 16    | 69    | 222   | 55    | 175   |
| 기말현금           | 65    | 133   | 355   | 410   | 585   |
| 잉여현금흐름 (FCF)   | -11   | -35   | -9    | 10    | 117   |
| 순현금흐름          | -30   | -120  | 197   | 3     | 111   |
| 순현금 (순차입금)     | 63    | -57   | 140   | 143   | 254   |

자료: 스튜디오드래곤, KB증권 추정

| 재무상태표<br>(십억원)<br>(적용기준) | 2021A<br>(IFRS-C) | 2022E<br>(IFRS-C) | 2023E<br>(IFRS-C) | 2024E<br>(IFRS-C) | 2025E<br>(IFRS-C) |
|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 자산총계                     | 884               | 1,024             | 1,155             | 1,393             | 1,703             |
| 유동자산                     | 233               | 395               | 643               | 860               | 1,148             |
| 현금 및 현금성자산               | 65                | 133               | 355               | 410               | 585               |
| 단기금융자산                   | 5                 | 5                 | 5                 | 6                 | 8                 |
| 매출채권                     | 124               | 108               | 128               | 251               | 313               |
| 재고자산                     | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| 기타유동자산                   | 39                | 149               | 155               | 194               | 242               |
| 비유동자산                    | 652               | 628               | 512               | 533               | 555               |
| 투자자산                     | 241               | 248               | 255               | 263               | 271               |
| 유형자산                     | 8                 | 11                | 14                | 14                | 15                |
| 무형자산                     | 298               | 336               | 210               | 222               | 236               |
| 기타비유동자산                  | 105               | 33                | 33                | 33                | 33                |
| 부채총계                     | 200               | 461               | 518               | 646               | 805               |
| 유동부채                     | 184               | 448               | 504               | 630               | 787               |
| 매입채무                     | 17                | 11                | 13                | 16                | 20                |
| 단기금융부채                   | 0                 | 187               | 211               | 263               | 329               |
| 기타유동부채                   | 167               | 249               | 281               | 351               | 439               |
| 비유동부채                    | 17                | 13                | 15                | 16                | 17                |
| 장기금융부채                   | 7                 | 8                 | 10                | 10                | 10                |
| 기타비유동부채                  | 9                 | 5                 | 5                 | 6                 | 8                 |
| 자본총계                     | 684               | 682               | 755               | 867               | 1,017             |
| 자본금                      | 15                | 15                | 15                | 15                | 15                |
| 자본잉여금                    | 470               | 470               | 470               | 470               | 470               |
| 기타자본항목                   | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| 기타포괄손익누계액                | 37                | -26               | -26               | -26               | -26               |
| 이익잉여금                    | 162               | 223               | 296               | 408               | 558               |
| 지배지분 계                   | 684               | 682               | 755               | 867               | 1,017             |
| 비지배지분                    | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |

| 주요투자지표<br>(X, %, 원) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Multiples           |        |        |        |        |        |
| P/E                 | 69.9   | 42.4   | 32.6   | 21.6   | 16.0   |
| P/B                 | 4.0    | 3.8    | 3.2    | 2.8    | 2.4    |
| P/S                 | 5.6    | 3.9    | 3.0    | 2.4    | 1.9    |
| EV/EBITDA           | 17.6   | 12.0   | 10.3   | 8.2    | 6.3    |
| EV/EBIT             | 50.8   | 35.6   | 25.2   | 17.0   | 12.0   |
| 배당수익률               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EPS                 | 1,301  | 2,030  | 2,452  | 3,697  | 5,004  |
| BVPS                | 22,785 | 22,679 | 25,131 | 28,828 | 33,832 |
| SPS (주당매출액)         | 16,233 | 22,057 | 26,683 | 33,354 | 41,693 |
| DPS (주당배당금)         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당성향 (%)            | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 수익성지표               |        |        |        |        |        |
| ROE                 | 6.0    | 8.9    | 10.3   | 13.7   | 16.0   |
| ROA                 | 4.8    | 6.4    | 6.8    | 8.7    | 9.7    |
| ROIC                | 6.1    | 7.8    | 8.4    | 10.9   | 12.4   |
| 안정성지표               |        |        |        |        |        |
| 부채비율                | 29.3   | 67.6   | 68.6   | 74.5   | 79.1   |
| 순차입비율               | 순현금    | 8.3    | 순현금    | 순현금    | 순현금    |
| 유동비율                | 1.3    | 0.9    | 1.3    | 1.4    | 1.5    |
| 이자보상배율 (배)          | 67.6   | 184.3  | 23.8   | 35.2   | 47.5   |
| 활동성지표               |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율              | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.8    |
| 매출채권회전율             | 4.2    | 5.7    | 6.8    | 5.3    | 4.4    |
| 매입채무회전율             | 42.6   | 47.2   | 67.9   | 71.3   | 71.3   |
| 재고자산회전율             | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |