

## Tech팀

## 최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

## 스튜디오드래곤 (253450)

## 확실히 늘어난 공급 채널 효과

- 1분기 영업이익은 216억원으로 전년 동기 대비 19.3% 증가해 컨센서스 7% 상회. 다수의 OTT 플랫폼으로 콘텐츠를 공급하며 수익 호전 견인
- 콘텐츠 공급 플랫폼 다각화 지속. 글로벌 동시 방영 채널에 '아마존 프라임'이 추가됐으며 협상력 향상으로 넷플릭스와 재계약, 디즈니플러스와 볼룸딜 계약 성사
- 금년 콘텐츠 라인업 감안 시 2분기는 감익이 예상되나, 하반기부터 이익 개선에 본격적으로 속도가 붙을 것. BUY 의견 유지

## ▶ AT A GLANCE

|                |                     |       |
|----------------|---------------------|-------|
| 투자의견           | BUY                 |       |
| 목표주가           | 96,000원             | 41.2% |
| 현재주가           | 68,000원             |       |
| 시가총액           | 2.0조원               |       |
| Shares (float) | 30,058,498주 (45.2%) |       |
| 52주 최저/최고      | 59,100원/88,900원     |       |
| 60일-평균거래대금     | 140.2억원             |       |

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

|                     | 1M   | 6M    | 12M   |
|---------------------|------|-------|-------|
| 스튜디오드래곤 (%)         | -4.0 | 4.6   | -20.3 |
| Kosdaq 지수 대비 (%pts) | -2.6 | -14.1 | -15.1 |

## ▶ KEY CHANGES

| (원)       | New    | Old    | Diff  |
|-----------|--------|--------|-------|
| 투자의견      | BUY    | BUY    |       |
| 목표주가      | 96,000 | 96,000 | 0.0%  |
| 2023E EPS | 2,201  | 2,322  | -5.2% |
| 2024E EPS | 2,849  | 2,930  | -2.8% |

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

|                 |         |
|-----------------|---------|
| No of estimates | 14      |
| Target price    | 101,143 |
| Recommendation  | 4.0     |

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## WHAT'S THE STORY?

**1Q23 실적 Review- 컨센서스 소폭 상회:** 1분기 매출액은 2,111억원(+74.4% YoY), 영업이익 216억원(+19.3% YoY)으로 컨센서스를 7% 웃돌았다. 전년동기와 전분기 대비 OTT 오리지널 작품이 늘었고 다양한 플랫폼으로 동시방영이 확대되면서 실적 개선을 견인했다. OTT항 작품은 오리지널 1) 넷플릭스: '더 글로리: Part2', 2) 티빙/아마존 프라임: '아일랜드 Part1/2', '방과 후 전쟁활동 Part1', 3) 쿠팡플레이 '미끼 Part1/2', 4) 디즈니플러스: 판도라: 조작된 낙원, 7월 방영 예정인 '형사록 시즌2'의 3개 에피소드는 납품이 완료돼 1분기 실적에 반영된 것으로 확인된다. 디즈니플러스와 볼룸딜(정해진 기간 내에 콘텐츠를 공급) 계약이 성사돼 '판도라: 조작된 낙원'부터 공급이 시작됐다.

**공급 플랫폼 다각화 효과 본격화:** 콘텐츠 공급 플랫폼 다각화가 지속되고 있다. 5월 방영을 시작한 '구미호전 1938'은 글로벌은 '아마존 프라임'을 통해 동시 방영된다. 동시 방영 채널이 티빙을 비롯해 넷플릭스, 디즈니플러스에 아마존 프라임까지 가세했다. 넷플릭스와 재계약, 디즈니플러스와 신규 계약에 따른 동시 방영 작품의 수익성 향상 효과도 점차 나타날 것이다. 로컬 작품 제작도 올해부터 본격화된다. 애플TV+ 오리지널 'The Big Door Prize'는 시즌1이 공개됐고, 현재 시즌2를 제작 중이다. 다수의 해외 로컬 작품을 기획 개발 중에 있어 내년 이후부터는 연 2편 정도의 작품을 공급하고 이를 점차 확대해 나갈 수 있을 것으로 예상된다.

**BUY 유지:** 목표주가 96,000원(12MF EV/EBITDA 12.2배 적용)을 유지한다. 캡티브 채널이 수목 슬롯을 유연하게 편성하기로 하는 등 영업 환경이 우호적이진 않지만, 풍성한 레퍼런스에 기반해 공급 플랫폼이 다각화되면서 안정적인 이익 개선이 예상된다. 2분기는 전년 동기 일시에 다수의 구작을 OTT에 판매한 기저 부담으로 감익이 예상되나, 콘텐츠 라인업 감안 시 하반기부터는 이익 개선에 속도가 붙을 것이다.

## 분기 실적

| (십억원)          | 1Q23  | 증감 (%)  |         | 차이 (%)  |         |
|----------------|-------|---------|---------|---------|---------|
|                |       | 전년동기 대비 | 전분기 대비  | 삼성증권 추정 | 컨센서스 추정 |
| 매출액            | 211.1 | 74.4    | 10.9    | 20.1    | 26.7    |
| 영업이익           | 21.6  | 19.3    | 1,732.1 | 10.1    | 7.1     |
| 세전이익           | 22.1  | 10.0    | 흑전      | 2.7     | -1.4    |
| 순이익            | 18.4  | 17.8    | 흑전      | 13.1    | 13.6    |
| <b>이익률 (%)</b> |       |         |         |         |         |
| 영업이익           | 10.2  |         |         |         |         |
| 세전이익           | 10.5  |         |         |         |         |
| 순이익            | 8.7   |         |         |         |         |

자료: 스튜디오드래곤, Fnguide, 삼성증권 추정

## Valuation summary

|                      | 2022   | 2023E  | 2024E  |
|----------------------|--------|--------|--------|
| <b>Valuation (배)</b> |        |        |        |
| P/E                  | 51.1   | 30.9   | 23.9   |
| P/B                  | 3.9    | 3.0    | 2.7    |
| EV/EBITDA            | 12.1   | 9.0    | 7.8    |
| Div yield (%)        | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EPS 증가율 (%)          | 29.4   | 30.7   | 29.4   |
| ROE (%)              | 7.5    | 9.8    | 11.8   |
| <b>주당지표 (원)</b>      |        |        |        |
| EPS                  | 1,684  | 2,201  | 2,849  |
| BVPS                 | 21,982 | 22,758 | 25,607 |
| DPS                  | 0      | 0      | 0      |

표 1. 실적 추이와 전망

| (십억원, %)      | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21  | 1Q22  | 2Q22    | 3Q22  | 4Q22   | 1Q23    | 2Q23E   | 3Q23E   | 4Q23E   | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 117.1 | 106.0 | 116.1 | 147.9 | 121.1 | 157.5   | 228.9 | 190.5  | 211.1   | 139.1   | 199.4   | 251.0   | 487.1 | 697.9 | 800.6 | 940.3 |
| 편성            | 43.8  | 28.2  | 36.2  | 53.2  | 35.4  | 43.8    | 59.4  | 54.0   | 43.2    | 38.0    | 60.9    | 52.1    | 161.3 | 192.5 | 194.1 | 203.3 |
| 판매            | 63.2  | 67.5  | 64.9  | 79.8  | 77.7  | 103.9   | 165.8 | 132.8  | 211.1   | 139.1   | 199.4   | 251.0   | 275.5 | 480.2 | 591.1 | 720.1 |
| 기타            | 10.1  | 10.3  | 15.0  | 14.9  | 8.0   | 9.8     | 3.8   | 3.7    | 180.3   | 113.1   | 165.7   | 220.0   | 50.3  | 25.2  | 15.3  | 16.8  |
| 매출총이익         | 23.7  | 20.3  | 21.0  | 14.8  | 25.5  | 35.4    | 27.4  | 11.7   | 30.8    | 26.0    | 33.7    | 31.0    | 79.8  | 100.0 | 121.5 | 148.1 |
| 판관비           | 5.8   | 6.5   | 6.4   | 8.4   | 7.4   | 8.4     | 8.4   | 10.5   | 9.2     | 8.5     | 9.3     | 11.2    | 27.2  | 34.8  | 38.2  | 41.0  |
| 영업이익          | 17.9  | 13.8  | 14.6  | 6.3   | 18.1  | 27.0    | 18.9  | 1.2    | 21.6    | 17.5    | 24.4    | 19.8    | 52.6  | 65.2  | 83.3  | 107.0 |
| 영업외손익         | 3.2   | 0.3   | 3.9   | (7.9) | 2.0   | 3.0     | 6.5   | (18.1) | 0.5     | 0.2     | 0.4     | (0.7)   | -0.6  | -6.6  | 0.3   | 3.3   |
| 세전이익          | 21.1  | 14.0  | 18.5  | (1.6) | 20.1  | 30.0    | 25.5  | (17.0) | 22.1    | 17.7    | 24.8    | 19.0    | 52.0  | 58.6  | 83.7  | 110.4 |
| 지배주주순이익       | 15.6  | 9.5   | 14.8  | (0.8) | 15.6  | 25.6    | 17.8  | (8.5)  | 18.4    | 13.7    | 19.3    | 14.8    | 39.0  | 50.6  | 66.2  | 85.6  |
| 매출총이익률 (%)    | 20.2  | 19.2  | 18.1  | 10.0  | 21.1  | 22.5    | 12.0  | 6.1    | 14.6    | 18.7    | 16.9    | 12.3    | 16.4  | 14.3  | 15.2  | 15.7  |
| 영업이익률 (%)     | 15.3  | 13.0  | 12.6  | 4.3   | 15.0  | 17.1    | 8.3   | 0.6    | 10.2    | 12.6    | 12.2    | 7.9     | 10.8  | 9.3   | 10.4  | 11.4  |
| 지배주주순이익률 (%)  | 13.3  | 8.9   | 12.8  | (0.5) | 12.9  | 16.2    | 7.8   | (4.4)  | 8.7     | 9.9     | 9.7     | 5.9     | 8.0   | 7.2   | 8.3   | 9.1   |
| (% YoY)       |       |       |       |       |       |         |       |        |         |         |         |         |       |       |       |       |
| 매출액           | -2.7  | -34.3 | 9.2   | 7.4   | 3.4   | 48.5    | 97.2  | 28.8   | 74.4    | -11.7   | -12.9   | 31.8    | -7.3  | 43.3  | 14.7  | 17.5  |
| 편성            | -3.2  | -56.9 | -20.8 | 30.7  | -19.1 | 55.4    | 64.0  | 1.5    | 21.9    | -13.2   | 2.6     | -3.5    | -18.1 | 19.4  | 0.8   | 4.7   |
| 판매            | -5.5  | -10.8 | 27.7  | -7.5  | 23.0  | 53.8    | 155.2 | 66.4   | 171.6   | 33.8    | 20.3    | 88.9    | -1.5  | 74.3  | 23.1  | 21.8  |
| 기타            | 24.0  | -49.3 | 54.0  | 39.3  | -21.5 | -5.1    | -74.8 | -75.3  | 2,166.3 | 1,057.1 | 4,293.7 | 5,880.1 | 2.9   | -49.9 | -39.3 | 9.8   |
| 매출총이익         | 42.2  | -6.9  | -1.3  | -1.7  | 7.8   | 74.0    | 30.5  | -20.7  | 20.8    | -26.5   | 23.1    | 164.7   | 6.7   | 25.4  | 21.5  | 21.8  |
| 판관비           | 14.0  | 33.6  | 21.0  | -19.1 | 27.7  | 28.1    | 31.7  | 25.1   | 24.3    | 1.1     | 10.0    | 6.7     | 5.8   | 27.9  | 9.9   | 7.3   |
| 영업이익          | 53.6  | -18.2 | -9.0  | 37.6  | 1.4   | 95.7    | 29.9  | -81.4  | 19.3    | -35.0   | 28.9    | 1,574.5 | 7.0   | 24.0  | 27.7  | 28.5  |
| 영업외손익         | 642.7 | -20.8 | 흑전    | 적지    | -37.8 | 1,085.2 | 67.8  | 적지     | -75.6   | -94.5   | -93.4   | 적지      | 적지    | 적지    | 흑전    | 871.4 |
| 세전이익          | 75.3  | -18.2 | 21.3  | 적지    | -4.6  | 113.7   | 37.9  | 적지     | 10.0    | -41.0   | -2.4    | 흑전      | 25.2  | 12.7  | 42.7  | 31.9  |
| 지배주주순이익       | 82.2  | -29.1 | 39.6  | 적지    | 0.4   | 170.2   | 20.5  | 적지     | 17.8    | -46.3   | 8.1     | 흑전      | 31.8  | 29.5  | 30.9  | 29.4  |
| 매출총이익률 (%p)   | 6.4   | 5.7   | -1.9  | -0.9  | 0.9   | 3.3     | -6.1  | -3.8   | -6.5    | -3.8    | 4.9     | 6.2     | 2.2   | -2.0  | 0.9   | 0.6   |
| 영업이익률 (%p)    | 5.6   | 2.6   | -2.5  | 0.9   | -0.3  | 4.1     | -4.3  | -3.7   | -4.7    | -4.5    | 4.0     | 7.3     | 1.5   | -1.4  | 1.1   | 1.0   |
| 지배주주순이익률 (%p) | 6.2   | 0.7   | 2.8   | 1.6   | -0.4  | 7.3     | -5.0  | -3.9   | -4.2    | -6.4    | 1.9     | 10.3    | 2.4   | -0.8  | 1.0   | 0.8   |

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 2. 2023년 이후 드라마 제작 라인업

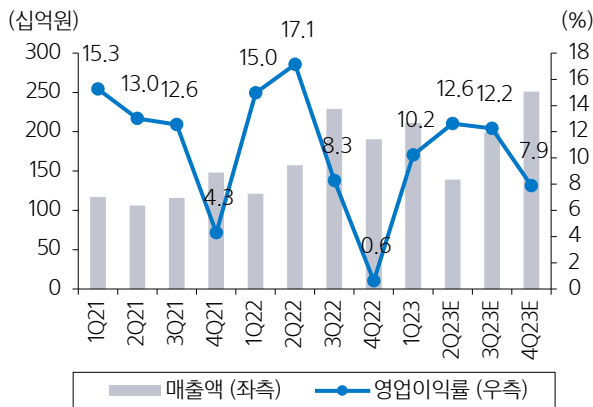
| 연도   | No.    | 편성      | 타이틀                               | 방송일           | 에피소드 | 작가              | 연출        | 주연            | 요일 |
|------|--------|---------|-----------------------------------|---------------|------|-----------------|-----------|---------------|----|
| 2023 | 1      | tvN     | 환혼: 빛과 그림자 (Part 2)               | 22.12.10~1.8  | 10   | 홍정은, 홍미란        | 박준화       | 이재욱, 황민현      | 토일 |
|      | 2      |         | 미씽: 그들이 있었다2                      | 22.12.19~1.31 | 14   | 반기리, 정소영        | 민연홍       | 고수, 허준호, 안소희  | 월화 |
|      | 3      |         | 조선 정신과 의사 유세풍 시즌2                 | 1.11~2.9      | 10   | 박슬기, 최민호        | 박원국       | 김민재, 김향기, 김상경 | 수목 |
|      | 4      |         | 일타스캔들                             | 1.14~3.5      | 16   | 양희승             | 유제원       | 전도연, 정경호      | 토일 |
|      | 5      |         | 청춘월담                              | 2.6~4.11      | 20   | 정현정             | 이종재       | 박형식, 전소니      | 월화 |
|      | 6      |         | 성스러운 아이들                          | 2.15~3.23     | 12   | 이천금             | 박소연       | 김민규, 고보결      | 수목 |
|      | 7      |         | 판도라: 조작된 낙원                       | 3.11~4.30     | 16   | 현지민             | 최영훈       | 이지아, 이상윤      | 토일 |
|      | 8      |         | 스틸라- 일곱 개의 조선통보                   | 4.12~5.18     | 12   | 신경일             | 최준배       | 주원, 이주우       | 수목 |
|      | 9      |         | 패밀리                               | 4.17~5.23     | 12   | 정유선             | 장정도       | 장혁, 장나라       | 월화 |
|      | 10     |         | 구미호전1938 (아마존 프라임)                | 5.6~6.11      | 12   | 한우리             | 강신호, 조남형  | 이동욱, 김소연, 김범  | 토일 |
|      | 11     |         | 이로운 사기                            | 5.29~7.18     | 16   | 한우주             | 이수현       | 천우희, 김동욱      | 월화 |
|      | 12     |         | 이번 생도 잘 부탁해                       | 6.17~7.23     | 12   | 최영림             | 이나정       | 신혜선, 안보현      | 토일 |
|      | 13     |         | 소용없어 거짓말                          | 7월            | 16   | 서정은             | 남성우       | 김소현, 황민현      | 월화 |
|      | 14     |         | 경이로운 소문2: 카운터 펀치                  | 7.29~9.3      | 12   | 김새봄             | 유선동       | 조병기, 유준상      | 토일 |
|      | 15     |         | 아라문의 검: 아스달 연대기                   | 2023년 9월      | 12   | 김영현, 박상연        | 김광식       | 신세경, 이준기      | 토일 |
|      | 16     |         | 웨딩 임파서블                           | 2023년         | 12   | 박슬기             | 권영일       | 전종서, 문상민      | 월화 |
|      | 17     |         | 눈물의 여왕                            | 2023년         |      | 박지은             | 김희원       | 김수현, 김지원      | 토일 |
|      | 18     | TVING   | 아일랜드 Part1 (아마존 프라임)              | 22.12.30~1.13 | 6    | 오보현             | 배종        | 김남길, 이다희      |    |
|      | 18-(2) |         | 아일랜드 Part2 (아마존 프라임)              | 2.24~3.10     | 6    | 오보현             | 배종        | 김남길, 이다희      |    |
|      | 19     |         | 방과 후 전쟁활동 Part1                   | 3.31          | 6    | 이남규             | 성용일       | 신현수, 이순원      |    |
|      | 19-(2) |         | 방과 후 전쟁활동 Part2                   | 4.21          | 4    | 이남규             | 성용일       | 신현수, 이순원      |    |
|      | 20     | Netflix | 더 글로리 Part2                       | 3.10          | 8    | 김은숙             | 안길호       | 송혜교, 이도현      |    |
|      | 21     |         | 셀러브리티 (4Q22 납품)                   | 2023년         | 12   | 김이영             | 김철규       | 이청아, 박규영, 전효성 |    |
|      | 22     |         | 도작: 칼의 소리                         | 2023년         |      | 한정훈             | 황준혁       | 김남길, 서현       |    |
|      | 23     |         | 경성크리처 시즌1                         | 2023년         | 10   | 강은경             | 정동윤       | 박서준, 한소희      |    |
|      | 24     |         | 이두나!                              | 2023년         | 8    | 장유하             | 이정호       | 수지, 양세종       |    |
|      | 25     |         | 스위트홈 2                            | 2023년         |      |                 | 이응복       | 송강, 이진욱       |    |
|      | 26     | 디즈니+    | 형사록 시즌2 (1H23 납품)                 | 2023년 7월      | 8    | 임창세             | 한동화       | 이성민, 정진영      |    |
|      | 27     | 애플TV+   | The Big Door Prize (3Q22~4Q22 납품) | 3.31~5.17     | 10   | David West Read | Anu Valia | Chris O'Dowd  |    |
|      | 28     |         | The Big Door Prize 시즌2            | 2023년         |      |                 |           |               |    |
|      | 29     | 쿠팡플레이   | 미끼 Part 1                         | 1.27~2.10     | 6    | 김진욱             | 김홍선       | 장근석, 허성태      | 금  |
|      | 29-(2) |         | 미끼 Part 2 (1Q23 납품)               | 4.7~4.21      | 6    | 김진욱             | 김홍선       | 장근석, 허성태      | 금  |
| TBD  | 1      | tvN     | 마에스트라                             | TBD           |      | 최이윤, 홍정희        | 김정권       | 이영애, 이무생      |    |
|      | 2      | TBD     | 별들에게 물어봐                          | TBD           |      | 서숙향             | 박신우       | 공효진, 이민호, 오정세 |    |
|      | 3      |         | 자백의 대가                            | TBD           |      | 권종관             | 심나연       | 송혜교, 한소희      |    |
|      | 4      |         | 무인도의 디바                           | TBD           |      | 박혜련             | 오충환       | 박은빈, 채종협      |    |
|      | 5      |         | 하이라키                              | TBD           |      |                 |           | 노정의, 이채민      |    |
|      | 6      |         | 설계자들(The Plotters)                | TBD           |      |                 |           | *유니버설스튜디오 공동  |    |
|      | 7      |         | Mastermind                        | TBD           |      |                 |           | *CBS스튜디오 공동   |    |
|      | 8      | Netflix | 스위트홈 3                            | 2024년         |      |                 | 이응복       | 송강, 이진욱       |    |
|      | 9      |         | 경성크리처 시즌2                         | TBD           |      | 강은경             | 정동윤       | 박서준, 한소희      |    |
|      | 10     |         | 돌풍                                | TBD           |      | 박경수             | 김용완       | 설경구, 김희애      |    |
|      | 11     |         | 사랑의 불시착 미국 리메이크                   | TBD           |      |                 |           |               |    |

참고: 1. 연녹색 음영처리된 작품은 넷플릭스 오리지널 혹은 동시방영; 2. 주황색 음영처리된 작품은 디즈니플러스 오리지널 혹은 동시방영

3. 하늘색 음영처리된 작품은 TVING 오리지널 혹은 동시방영; 4. 보라색 음영처리된 작품은 아마존프라임 오리지널 혹은 동시방영

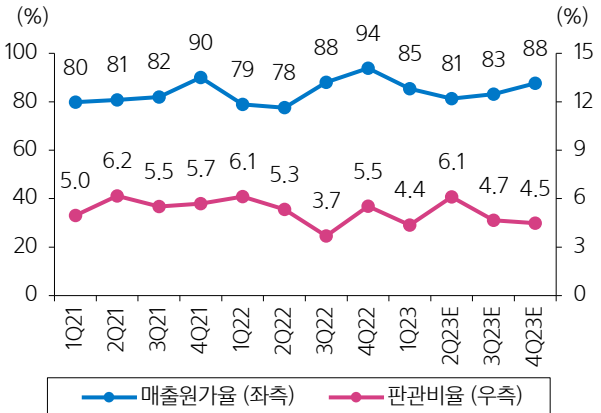
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



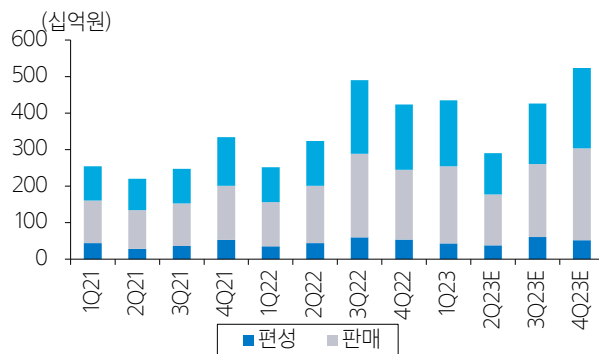
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 분기 매출원가율 및 판관비율



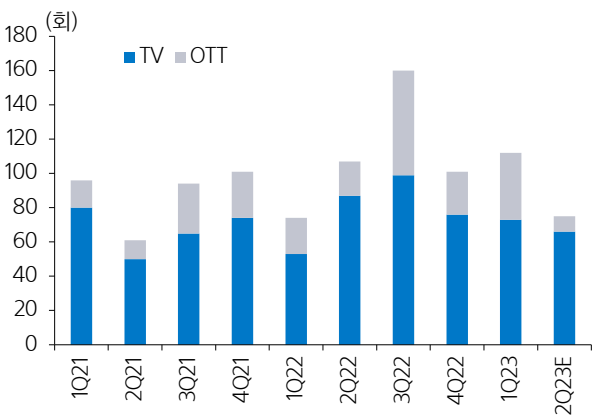
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 부문별 매출액



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 분기 채널별 콘텐츠 공급 에피소드 수



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. 티빙 &lt;방과 후 전쟁활동: Part2&gt;, 4/21



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

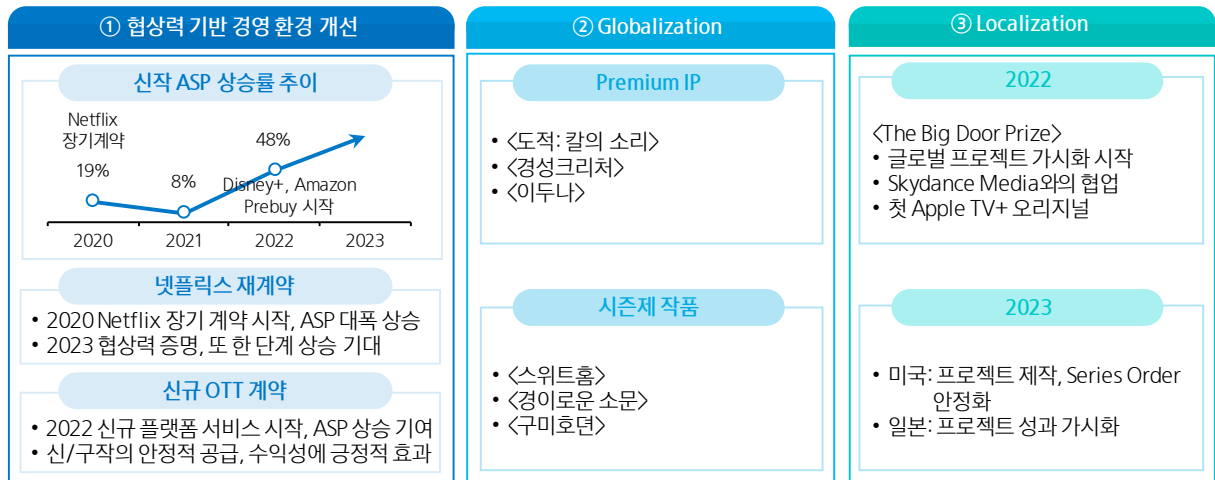
그림 6. tvN &lt;구미호뎐1938&gt;, 5/6

참고: 아마존프라임 글로벌 동시 방영  
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 7. tvN &lt;이번 생도 잘 부탁해&gt;, 6/17

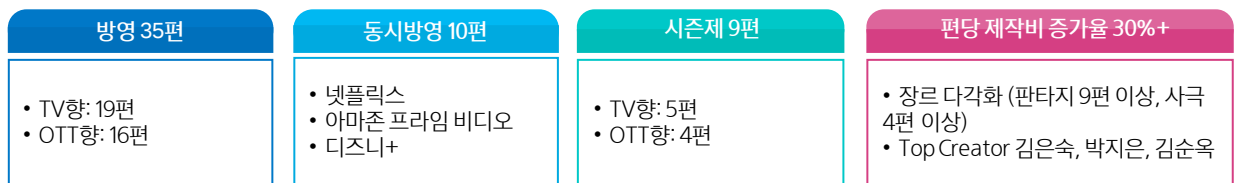
참고: 넷플릭스 글로벌 동시 방영  
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 8. 2023년 전략



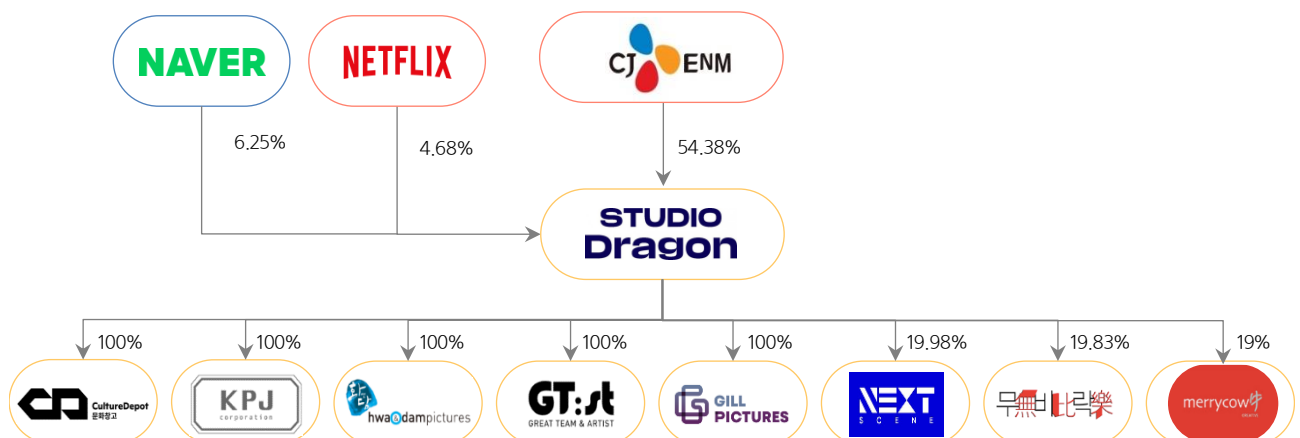
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 9. 2023년 목표



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 10. 지배구조



참고: 22년 4분기 말 기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

| (십억원)     | 2023E |       |      | 2024E |       |      |
|-----------|-------|-------|------|-------|-------|------|
|           | 변경 전  | 변경 후  | %    | 변경 전  | 변경 후  | %    |
| 매출액       | 805.7 | 800.6 | -0.6 | 959.1 | 940.3 | -2.0 |
| 영업이익      | 89.4  | 83.3  | -6.8 | 110.8 | 107.0 | -3.3 |
| 영업이익률 (%) | 11.1  | 10.4  | -0.7 | 11.5  | 11.4  | -0.2 |
| 세전이익      | 92.3  | 83.7  | -9.4 | 116.5 | 110.4 | -5.3 |
| 지배주주순이익   | 69.8  | 66.2  | -5.2 | 88.1  | 85.6  | -2.8 |

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

## 포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액              | 487   | 698   | 801   | 940   | 1,075 |
| 매출원가             | 407   | 598   | 679   | 792   | 900   |
| 매출총이익            | 80    | 100   | 122   | 148   | 175   |
| (매출총이익률, %)      | 16.4  | 14.3  | 15.2  | 15.7  | 16.3  |
| 판매 및 일반관리비       | 27    | 35    | 38    | 41    | 44    |
| 영업이익             | 53    | 65    | 83    | 107   | 131   |
| (영업이익률, %)       | 10.8  | 9.3   | 10.4  | 11.4  | 12.2  |
| 영업외손익            | -1    | -7    | 0     | 3     | 5     |
| 금융수익             | 14    | 21    | 20    | 22    | 23    |
| 금융비용             | 10    | 19    | 15    | 12    | 9     |
| 지분법손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | -5    | -9    | -5    | -6    | -8    |
| 세전이익             | 52    | 59    | 84    | 110   | 136   |
| 법인세              | 13    | 8     | 17    | 25    | 30    |
| (법인세율, %)        | 24.9  | 13.7  | 20.9  | 22.4  | 22.4  |
| 계속사업이익           | 39    | 51    | 66    | 86    | 106   |
| 중단사업이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 순이익              | 39    | 51    | 66    | 86    | 106   |
| (순이익률, %)        | 8.0   | 7.2   | 8.3   | 9.1   | 9.8   |
| 지배주주순이익          | 39    | 51    | 66    | 86    | 106   |
| 비지배주주순이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA           | 152   | 219   | 234   | 262   | 296   |
| (EBITDA 이익률, %)  | 31.1  | 31.3  | 29.2  | 27.9  | 27.5  |
| EPS (지배주주)       | 1,301 | 1,684 | 2,201 | 2,849 | 3,512 |
| EPS (연결기준)       | 1,301 | 1,684 | 2,201 | 2,849 | 3,512 |
| 수정 EPS (원)*      | 1,301 | 1,684 | 2,201 | 2,849 | 3,512 |

## 현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동에서의 현금흐름     | -8   | -63  | 226   | 241   | 287   |
| 당기순이익            | 39   | 51   | 66    | 86    | 106   |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 119  | 176  | 173   | 185   | 199   |
| 유형자산 감가상각비       | 4    | 3    | 2     | 2     | 1     |
| 무형자산 상각비         | 95   | 150  | 148   | 154   | 164   |
| 기타               | 20   | 23   | 23    | 30    | 34    |
| 영업활동 자산부채 변동     | -155 | -280 | 4     | -5    | 13    |
| 투자활동에서의 현금흐름     | 27   | -43  | -167  | -189  | -203  |
| 유형자산 증감          | -2   | -4   | 0     | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 증감      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | 28   | -39  | -167  | -189  | -203  |
| 재무활동에서의 현금흐름     | -3   | 165  | -13   | -9    | -9    |
| 차입금의 증가(감소)      | 0    | 172  | -3    | 0     | 0     |
| 자본금의 증가(감소)      | 0    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | -4   | -9   | -9    | -9    | -9    |
| 현금증감             | 16   | 59   | 6     | 39    | 72    |
| 기초현금             | 49   | 65   | 124   | 130   | 169   |
| 기말현금             | 65   | 124  | 130   | 169   | 241   |
| Gross cash flow  | 158  | 226  | 240   | 270   | 305   |
| Free cash flow   | -11  | -67  | 226   | 241   | 287   |

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

## 재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2021 | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산             | 233  | 400   | 395   | 454   | 518   |
| 현금 및 현금등가물       | 65   | 124   | 130   | 169   | 241   |
| 매출채권             | 124  | 142   | 158   | 163   | 163   |
| 재고자산             | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | 44   | 135   | 106   | 122   | 115   |
| 비유동자산            | 652  | 691   | 713   | 755   | 801   |
| 투자자산             | 241  | 150   | 153   | 156   | 159   |
| 유형자산             | 8    | 11    | 9     | 7     | 6     |
| 무형자산             | 298  | 378   | 410   | 441   | 477   |
| 기타               | 105  | 152   | 142   | 150   | 159   |
| 자산총계             | 884  | 1,091 | 1,108 | 1,209 | 1,319 |
| 유동부채             | 184  | 416   | 410   | 425   | 430   |
| 매입채무             | 17   | 16    | 26    | 29    | 37    |
| 단기차입금            | 0    | 170   | 170   | 170   | 170   |
| 기타 유동부채          | 167  | 230   | 214   | 227   | 223   |
| 비유동부채            | 17   | 14    | 13    | 14    | 14    |
| 사채 및 장기차입금       | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타 비유동부채         | 17   | 14    | 13    | 14    | 14    |
| 부채총계             | 200  | 430   | 424   | 439   | 444   |
| 자배주주지분           | 684  | 661   | 684   | 770   | 875   |
| 자본금              | 15   | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 자본잉여금            | 470  | 473   | 473   | 473   | 473   |
| 이익잉여금            | 162  | 213   | 279   | 364   | 470   |
| 기타               | 37   | -40   | -83   | -83   | -83   |
| 비지배주주지분          | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계             | 684  | 661   | 684   | 770   | 875   |
| 순부채              | -54  | 59    | 50    | 10    | -62   |

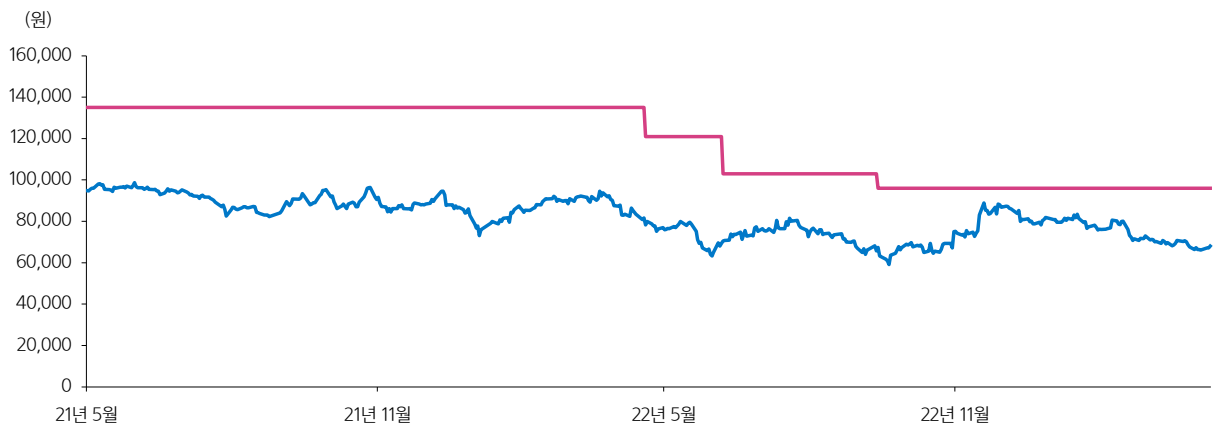
## 재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%)        |        |        |        |        |        |
| 매출액            | -7.3   | 43.3   | 14.7   | 17.5   | 14.4   |
| 영업이익           | 7.0    | 24.0   | 27.7   | 28.5   | 22.2   |
| 순이익            | 31.8   | 29.5   | 30.9   | 29.4   | 23.3   |
| 수정 EPS**       | 24.6   | 29.4   | 30.7   | 29.4   | 23.3   |
| 주당지표           |        |        |        |        |        |
| EPS (지배주주)     | 1,301  | 1,684  | 2,201  | 2,849  | 3,512  |
| EPS (연결기준)     | 1,301  | 1,684  | 2,201  | 2,849  | 3,512  |
| 수정 EPS**       | 1,301  | 1,684  | 2,201  | 2,849  | 3,512  |
| BPS            | 22,785 | 21,982 | 22,758 | 25,607 | 29,119 |
| DPS (보통주)      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Valuations (배) |        |        |        |        |        |
| P/E***         | 69.9   | 51.1   | 30.9   | 23.9   | 19.4   |
| P/B***         | 4.0    | 3.9    | 3.0    | 2.7    | 2.3    |
| EV/EBITDA      | 17.7   | 12.1   | 9.0    | 7.8    | 6.7    |
| 비율             |        |        |        |        |        |
| ROE (%)        | 6.0    | 7.5    | 9.8    | 11.8   | 12.8   |
| ROA (%)        | 4.8    | 5.1    | 6.0    | 7.4    | 8.3    |
| ROIC (%)       | 10.9   | 12.1   | 11.9   | 14.1   | 16.2   |
| 배당성향 (%)       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 순부채비율 (%)      | -7.8   | 8.9    | 7.3    | 1.3    | -7.0   |
| 이자보상배율 (배)     | 67.6   | 13.2   | 9.0    | 11.7   | 14.3   |

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 5월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 5월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

| 일 자          | 2021/5/7 | 2022/5/7 | 2022/5/12 | 6/30   | 10/6  |
|--------------|----------|----------|-----------|--------|-------|
| 투자의견         | BUY      | BUY      | BUY       | BUY    | BUY   |
| TP (₩)       | 135000   | 135000   | 121000    | 103000 | 96000 |
| 과리율 (평균)     | -33.60   | -39.75   | -39.04    | -28.47 |       |
| 과리율 (최대or최소) | -25.78   | -39.56   | -33.88    | -20.87 |       |

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ( $\pm 5\%$ ) 예상

**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones**  
Sustainability Indices  
Powered by the S&P Global CSA