

2024. 4. 15

## Tech팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

강영훈

Research Associate

yeonghoon.kang@samsung.com

### ▶ AT A GLANCE

|                |                     |       |
|----------------|---------------------|-------|
| 투자 의견          | <b>BUY</b>          |       |
| 목표주가           | 55,000원             | 31.0% |
| 현재주가           | 42,000원             |       |
| 시가총액           | 1.3조원               |       |
| Shares (float) | 30,058,498주 (45.2%) |       |
| 52주 최저/최고      | 42,000원/70,700원     |       |
| 60일-평균거래대금     | 32.5억원              |       |

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

|                     | 1M   | 6M    | 12M   |
|---------------------|------|-------|-------|
| 스튜디오드래곤 (%)         | -7.1 | -14.3 | -39.5 |
| Kosdaq 지수 대비 (%pts) | -3.9 | -16.8 | -37.4 |

### ▶ KEY CHANGES

| (원)       | New    | Old    | Diff   |
|-----------|--------|--------|--------|
| 투자 의견     | BUY    | BUY    |        |
| 목표주가      | 55,000 | 68,000 | -19.1% |
| 2024E EPS | 1,301  | 2,062  | -36.9% |
| 2025E EPS | 1,549  | 2,439  | -36.5% |

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

|                                                     |        |
|-----------------------------------------------------|--------|
| No of estimates                                     | 12     |
| Target price                                        | 62,583 |
| Recommendation                                      | 3.9    |
| BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1 |        |

## 스튜디오드래곤 (253450)

### 상반기 보릿고개를 넘기자

- 1분기 영업이익은 방영 편수 감소로 141억원으로 전년 동기 대비 감익 예상. TV 채널 방영작 전부가 글로벌 OTT에 동시 방영되면서 신작 판매의 수익성은 확보했을 것
- 편성 일정 고려 시 상반기까지는 저조한 실적 예상. 하반기는 상반기 대비 개선 전망
- 단단한 체력을 갖고 있는 제작사인 것은 확실. 긴 호흡에서 접근이 필요

### WHAT'S THE STORY?

**1Q24 실적 Preview- 눈높이를 낮추자:** 1분기 매출액은 1,573억원(-25.5% YoY), 영업이익 141억원(-34.8% YoY)으로 컨센서스를 밑돌 것으로 예상된다. 1분기 방영 회차는 64회(TV 54회, OTT 10회)로 전년 동기(112회- TV 73회, OTT 39회) 대비 크게 줄어 외형 및 이익 감소를 피하기는 어려울 전망이다(그림 4). 다만 이번 분기에 TV에서 방영된 작품들은 전부 넷플릭스, 디즈니플러스, 아마존 프라임비디오 등 글로벌 OTT에 동시 방영됨에 따라 구작 매출 기여도가 크지 않았음에도 신작 판매의 수익성은 확보한 것으로 파악된다. 또한 ‘내 남편과 결혼해줘’, ‘눈물의 여왕’ 등 TV채널로 공개된 작품들이 시청률 측면에서도 좋은 성과를 얻었기 때문에 전년 동기와 비교할 때 시청률과 연계된 인센티브도 일부 반영됐을 가능성이 크다. OTT향으로는 넷플릭스 ‘돌풍(10부)’이 있었다.

**상반기까지는 불가피한 보릿고개 전망:** OTT 오리지널 콘텐츠 납품 시점에 따른 변수는 있지만 현재까지 예측 가능한 편성 일정을 고려할 때 금년 상반기까지는 전년 동기 대비 저조한 실적이 예상된다. 2분기는 TV 채널 방영 회차가 적은 데다가, 직전 분기 방영작의 상각비 부담이 가중될 수 있다. 24년 제작 편수 가이드선으로 24편(TV 13편+, OTT 11편+) 이상을 제시한 바 있고 콘텐츠 공개 일정 등에 따르면 하반기 실적은 상반기 대비 개선될 전망이다. 드라마 IP를 활용한 넷마블의 MMORPG ‘아스달 연대기: 세 개의 세력’이 4월 24일 정식 출시되는데, 미니멈 개런티와 게임의 성적에 따른 수익 배분(RS)이 반영될 수 있다.

**어려운 업황을 단단히 버티는 힘:** 콘텐츠 업황의 봄은 아직이지만 스튜디오드래곤이 단단히 버틸 수 있는 힘과 기초 체력을 갖고 있는 제작사임은 분명하다. 점진적인 업황 개선과 콘텐츠 공급 채널 확대를 통해 성과를 키워갈 것으로 긴 호흡에서 접근이 필요하다. 영업 상황을 반영해 24년 순이익 추정치를 37% 하향하고, 밸류에이션 시점을 이연해, 목표주가를 55,000원(12MF EV/EBITDA 8.6배(최근 3년 평균 30% 할인))으로 19% 낮춘다.

### SUMMARY FINANCIAL DATA

|                      | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)            | 753   | 663   | 778   | 884   |
| 영업이익 (십억원)           | 56    | 53    | 65    | 78    |
| 순이익 (십억원)            | 30    | 39    | 47    | 55    |
| EPS (adj) (원)        | 1,001 | 1,301 | 1,549 | 1,820 |
| EPS (adj) growth (%) | -40.6 | 30.0  | 19.1  | 17.5  |
| EBITDA margin (%)    | 32.1  | 28.2  | 24.3  | 23.7  |
| ROE (%)              | 4.4   | 5.5   | 6.3   | 6.9   |
| P/E (adj) (배)        | 51.5  | 32.3  | 27.1  | 23.1  |
| P/B (배)              | 2.2   | 1.8   | 1.6   | 1.5   |
| EV/EBITDA (배)        | 6.5   | 6.4   | 6.3   | 5.4   |
| Dividend yield (%)   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

표 1. 1분기 실적 전망과 컨센서스

| (십억원)          | 1Q23  | 4Q23   | 1Q24E | QoQ (%) | YoY (%) | 컨센서스  | 차이 (%) |
|----------------|-------|--------|-------|---------|---------|-------|--------|
| 매출액            | 211.1 | 161.1  | 157.3 | -2.4    | -25.5   | 167.0 | -5.8   |
| 영업이익           | 21.6  | (3.8)  | 14.1  | 흑전      | -34.8   | 17.5  | -19.6  |
| 영업이익률 (% , %p) | 10.2  | (2.4)  | 9.0   | 흑전      | -1.3    | 10.5  | -1.5   |
| 세전이익           | 22.1  | (25.8) | 12.6  | 흑전      | -43.2   | 19.7  | -36.3  |
| 지배주주순이익        | 18.4  | (16.7) | 9.8   | 흑전      | -46.8   | 15.0  | -34.6  |

자료: 스튜디오드래곤, WiseFn, 삼성증권

표 2. 실적 추이와 전망

| (십억원, %)      | 1Q22  | 2Q22    | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 121.1 | 157.5   | 228.9 | 190.5 | 211.1 | 163.5 | 217.4 | 161.1 | 157.3 | 120.5 | 196.3 | 189.5 | 697.9 | 753.1 | 663.4 | 778.2 |
| 편성            | 35.4  | 43.8    | 59.4  | 54.0  | 43.2  | 42.5  | 35.0  | 33.4  | 38.2  | 26.4  | 29.6  | 30.3  | 192.5 | 154.1 | 124.6 | 140.1 |
| 판매            | 77.7  | 103.9   | 165.8 | 132.8 | 211.1 | 163.5 | 217.4 | 161.1 | 157.3 | 120.5 | 196.3 | 189.5 | 480.2 | 588.9 | 522.5 | 620.9 |
| 기타            | 8.0   | 9.8     | 3.8   | 3.7   | 2.3   | 2.1   | 2.3   | 3.4   | 3.6   | 4.9   | 3.7   | 4.0   | 25.2  | 10.1  | 16.3  | 17.2  |
| 매출총이익         | 25.5  | 35.4    | 27.4  | 11.7  | 30.8  | 23.9  | 28.8  | 4.3   | 22.1  | 14.2  | 25.8  | 22.8  | 100.0 | 87.9  | 84.9  | 98.6  |
| 판관비           | 7.4   | 8.4     | 8.4   | 10.5  | 9.2   | 7.7   | 6.9   | 8.2   | 8.1   | 7.8   | 7.4   | 8.5   | 34.8  | 32.0  | 31.8  | 34.1  |
| 영업이익          | 18.1  | 27.0    | 18.9  | 1.2   | 21.6  | 16.3  | 21.9  | -3.8  | 14.1  | 6.3   | 18.5  | 14.3  | 65.2  | 55.9  | 53.2  | 64.5  |
| 영업외손익         | 2.0   | 3.0     | 6.5   | -18.1 | 0.5   | -0.4  | 3.3   | -22.0 | -1.5  | 0.5   | 0.9   | -2.9  | -6.6  | -18.7 | -3.0  | -4.8  |
| 세전이익          | 20.1  | 30.0    | 25.5  | -17.0 | 22.1  | 15.8  | 25.1  | -25.8 | 12.6  | 6.9   | 19.4  | 11.4  | 58.6  | 37.2  | 50.1  | 59.7  |
| 지배주주순이익       | 15.6  | 25.6    | 17.8  | -8.5  | 18.4  | 10.2  | 18.2  | -16.7 | 9.8   | 5.3   | 15.1  | 8.9   | 50.6  | 30.1  | 39.1  | 46.6  |
| 매출총이익률 (%)    | 21.1  | 22.5    | 12.0  | 6.1   | 14.6  | 14.6  | 13.2  | 2.7   | 14.1  | 11.8  | 13.2  | 12.0  | 14.3  | 11.7  | 12.8  | 12.7  |
| 영업이익률 (%)     | 15.0  | 17.1    | 8.3   | 0.6   | 10.2  | 9.9   | 10.1  | -2.4  | 9.0   | 5.2   | 9.4   | 7.6   | 9.3   | 7.4   | 8.0   | 8.3   |
| 지배주주순이익률 (%)  | 12.9  | 16.2    | 7.8   | -4.4  | 8.7   | 6.2   | 8.4   | -10.4 | 6.2   | 4.4   | 7.7   | 4.7   | 7.2   | 4.0   | 5.9   | 6.0   |
| (% YoY)       |       |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액           | 3.4   | 48.5    | 97.2  | 28.8  | 74.4  | 3.8   | -5.0  | -15.4 | -25.5 | -26.3 | -9.7  | 17.6  | 43.3  | 7.9   | -11.9 | 17.3  |
| 편성            | -19.1 | 55.4    | 64.0  | 1.5   | 21.9  | -3.1  | -41.0 | -38.1 | -11.5 | -37.8 | -15.4 | -9.1  | 19.4  | -20.0 | -19.1 | 12.4  |
| 판매            | 23.0  | 53.8    | 155.2 | 66.4  | 171.6 | 57.3  | 31.2  | 21.3  | -25.5 | -26.3 | -9.7  | 17.6  | 74.3  | 22.6  | -11.3 | 18.8  |
| 기타            | -21.5 | -5.1    | -74.8 | -75.3 | -71.0 | -78.4 | -38.3 | -7.8  | 57.4  | 132.6 | 58.7  | 19.2  | -49.9 | -59.7 | 60.6  | 5.4   |
| 매출총이익         | 7.8   | 74.0    | 30.5  | -20.7 | 20.8  | -32.4 | 5.2   | -63.1 | -28.2 | -40.8 | -10.3 | 428.4 | 25.4  | -12.1 | -3.3  | 16.1  |
| 판관비           | 27.7  | 28.1    | 31.7  | 25.1  | 24.3  | -8.7  | -17.8 | -22.4 | -12.7 | 2.3   | 6.2   | 4.1   | 27.9  | -8.0  | -0.7  | 7.3   |
| 영업이익          | 1.4   | 95.7    | 29.9  | -81.4 | 19.3  | -39.8 | 15.4  | 적전    | -34.8 | -61.1 | -15.5 | 흑전    | 24.0  | -14.3 | -4.8  | 21.4  |
| 영업외손익         | -37.8 | 1,085.2 | 67.8  | 적지    | -75.6 | 적전    | -49.9 | 적지    | 적전    | 흑전    | -72.4 | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    |
| 세전이익          | -4.6  | 113.7   | 37.9  | 적지    | 10.0  | -47.3 | -1.3  | 적지    | -43.2 | -56.7 | -22.9 | 흑전    | 12.7  | -36.5 | 34.7  | 19.1  |
| 지배주주순이익       | 0.4   | 170.2   | 20.5  | 적지    | 17.8  | -60.1 | 1.9   | 적지    | -46.8 | -47.5 | -16.9 | 흑전    | 29.5  | -40.5 | 30.0  | 19.1  |
| 매출총이익률 (%p)   | 0.9   | 3.3     | -6.1  | -3.8  | -6.5  | -7.8  | 1.3   | -3.5  | -0.5  | -2.9  | -0.1  | 9.4   | -2.0  | -2.7  | 1.1   | -0.1  |
| 영업이익률 (%p)    | -0.3  | 4.1     | -4.3  | -3.7  | -4.7  | -7.2  | 1.8   | -3.0  | -1.3  | -4.7  | -0.6  | 9.9   | -1.4  | -1.9  | 0.6   | 0.3   |
| 지배주주순이익률 (%p) | -0.4  | 7.3     | -5.0  | -3.9  | -4.2  | -10.0 | 0.6   | -5.9  | -2.5  | -1.8  | -0.7  | 15.0  | -0.8  | -3.3  | 1.9   | 0.1   |

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 2024 드라마 제작 라인업

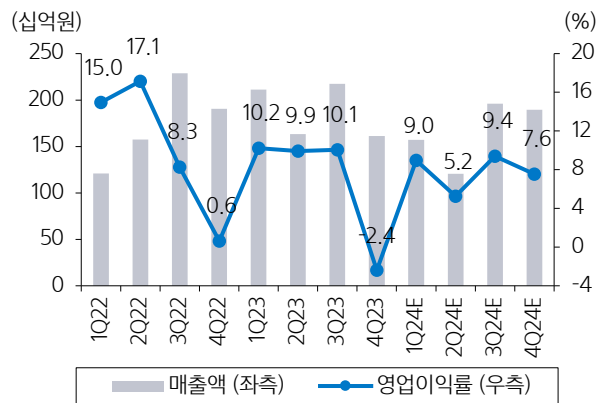
| 연도   | No. | 편성      | 타이틀                                   | 방송일          | 에피소드 | 작가              | 연출                        | 주연            | 요일 |
|------|-----|---------|---------------------------------------|--------------|------|-----------------|---------------------------|---------------|----|
| 2024 | 1   | tvN     | 마에스트라                                 | 23.12.9~1.14 | 12   | 최이윤, 홍정희        | 김정권                       | 이영애, 이무생      | 토일 |
|      | 2   |         | 내 남편과 결혼해줘                            | 1.1~2.20     | 16   | 신유담             | 박원국                       | 박민영, 나인우      | 월화 |
|      | 3   |         | 세작: 매혹된 자들                            | 1.21~3.3     | 16   | 김선덕, 신하은        | 조남국                       | 조정석, 신세경      | 토일 |
|      | 4   |         | 웨딩 임파서블                               | 2.26~4.2     | 12   | 박슬기             | 권영일                       | 전종서, 문상민      | 월화 |
|      | 5   |         | 눈물의 여왕                                | 3.9~4.28     | 16   | 박지은             | 김희원                       | 김수현, 김지원      | 토일 |
|      | 6   |         | 졸업                                    | 5.11~6.30    | 16   | 박경화             | 안판석                       | 정려원, 위하준      | 토일 |
|      | 7   |         | 플레이어2: 꾀들의 전쟁                         | 6.3~7.9      | 12   | 박상문, 최슬기        | 소재현, 이수현                  | 송승헌, 오연서      | 월화 |
|      | 8   |         | 감사합니다                                 | 24년 7월       | 16   | 최민호             | 권영일                       | 신하균, 이정하, 진구  | 월화 |
|      | 9   |         | 엄마친구아들                                | 24년 8월       |      | 신하은             | 유제원                       | 정해인, 정소민      | 토일 |
|      | 10  |         | 정년이                                   | 24년 10월      |      | 최효비             | 정지인                       | 김태리, 신예은      | 토일 |
|      | 11  |         | 원경 (tvN X TVING)                      | 24년 12월      | 13   | 이영미             | 김상호                       | 차주영, 이현욱      | 월화 |
|      | 12  | TVING   | 스터디그룹                                 | 2H24         | 10   | 엄선호             | 이장훈                       | 황민현, 한지은      |    |
|      | 13  |         | 좋거나 나쁜 동재 (파라마운트)                     | 2024년        |      | 황하정, 김상원        | 박건호                       | 이준혁, 박성웅      |    |
|      | 14  | Netflix | 경성크리처 시즌1 part2 (4Q23 납품)             | 1.5          | 3    | 강은경             | 정동윤                       | 박서준, 한소희      |    |
|      | 15  |         | 하이라키                                  | 2Q24         | 7    | 추혜미             | 배현진                       | 노정의, 이채민      |    |
|      | 16  |         | 스위트홈 시즌3                              | 2Q24         | 8    |                 | 이응복                       | 송강, 이진욱       |    |
|      | 17  |         | 경성크리처 시즌2                             | 3Q24         | 7    | 강은경             | 정동윤                       | 박서준, 한소희      |    |
|      | 18  |         | 돌풍 (1Q24~2Q24 납품)                     | 4Q24         | 12   | 박경수             | 김용완                       | 설경구, 김희애      |    |
|      | 19  |         | 트렁크 (지티스트 제작)                         | 4Q24         | 8    | 박은영             | 김규태                       | 서현진, 공유       |    |
|      | 20  |         | 탄금                                    | TBD          | 12   | 김진아             | 김홍선                       | 이재욱, 조보아      |    |
|      | 21  | 애플TV+   | The Big Door Prize 시즌2 (3Q23~4Q23 납품) | 4.24~6.12    | 10   | David West Read | Anu Valia                 | Chris O'Dowd  |    |
|      | 22  | 일본      | (일본) 아수라처럼                            | TBD          |      |                 | 고레에다 히로카즈 미야자와 리에, 아오이 유우 |               |    |
| TBD  | 1   | tvN     | 사랑은 외나무 다리에서                          | TBD          |      | 임예진             | 박준화                       | 주지훈, 정유미      |    |
|      | 2   |         | 별들에게 물어봐                              | TBD          | 20   | 서숙향             | 박신우                       | 이민호, 공효진, 오정세 |    |
|      | 3   | TBD     | 다 이루어질지니                              | TBD          | 12   | 김은숙             | 이병헌                       | 김우빈, 수지       |    |
|      | 4   |         | 자백의 대가                                | TBD          |      | 권종관             | 이정효                       | 전도연           |    |
|      | 5   |         | 그놈은 흑염룡                               | TBD          |      |                 | 이수현                       | 문가영, 최현욱      |    |
|      | 6   |         | 나도 반대하는 나의 연애                         | TBD          |      | 김은              | 이응복                       |               |    |
|      | 7   |         | 설계자들(The Plotters)                    | TBD          |      |                 |                           | *유니버설스튜디오 공동  |    |
|      | 8   |         | Mastermind                            | TBD          |      |                 |                           | *CBS스튜디오 공동   |    |
|      | 9   | Netflix | (미국) 사랑의 불시착 리메이크                     | TBD          |      |                 |                           |               |    |

참고: 1. 연녹색 음영 처리된 작품은 넷플릭스 오리지널 혹은 동시 방영; 2. 주황색 음영 처리된 작품은 디즈니플러스 오리지널 혹은 동시 방영

3. 하늘색 음영 처리된 작품은 TVING 오리지널 혹은 동시 방영; 4. 보라색 음영 처리된 작품은 아마존프라임 오리지널 혹은 동시 방영

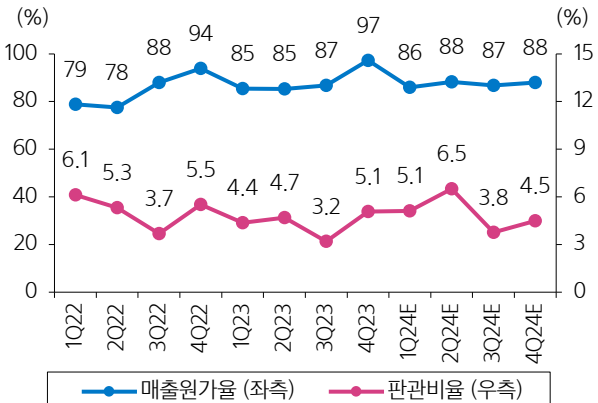
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 1. 분기 매출액과 영업이익률



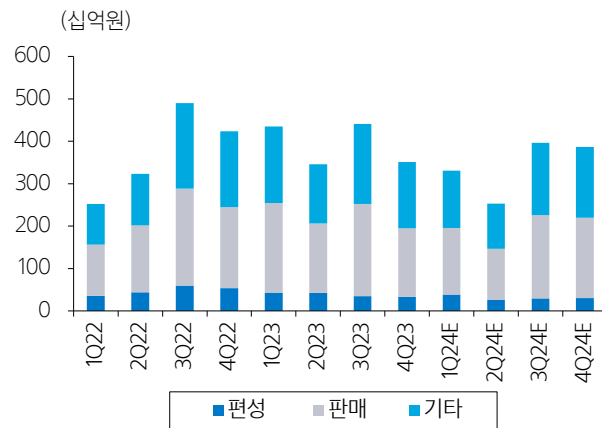
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 2. 분기 매출원가율 및 판관비율



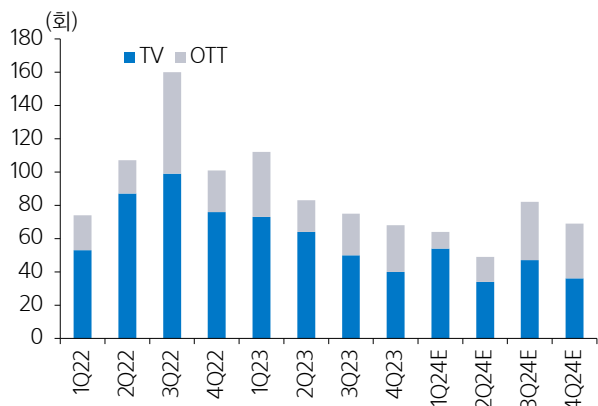
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 3. 분기 부문별 매출액



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 4. 분기 채널별 콘텐츠 공급 에피소드 수



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 5. tvN &lt;내 남편과 결혼해줘&gt;, 1/1



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 6. tvN &lt;세작: 매혹된 자들&gt;, 1/21



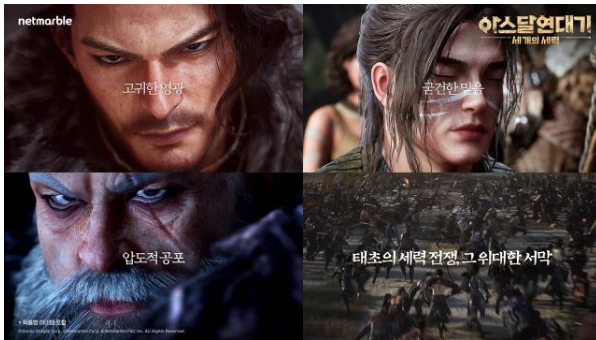
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 7. tvN &lt;눈물의 여왕&gt;, 3/9



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 8. 게임 &lt;아스달 연대기: 세 개의 세력&gt; 4/24 출시 예정



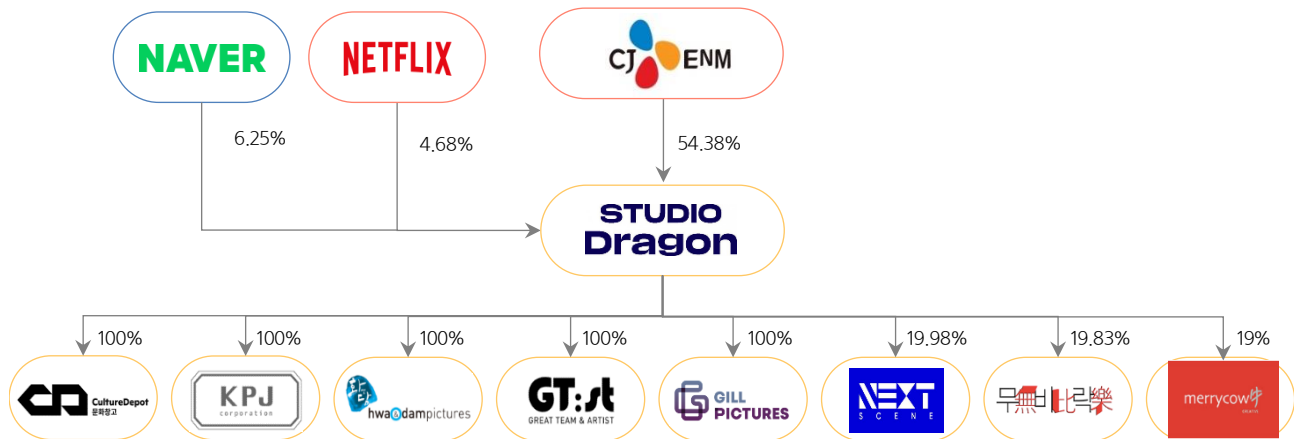
자료: 넷마블, 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 9. 일본 드라마 '아수라처럼' 제작



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 10. 지배구조



참고: 23년 말 기준

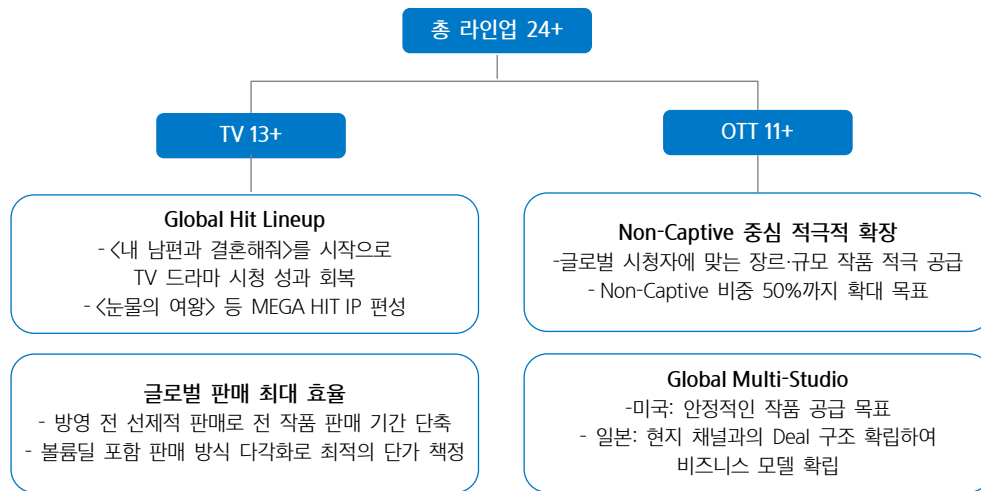
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 4. 24년 전략: 글로벌 메이저 스튜디오 스텝업

|                | 외형 성장기 (17~23년) | 수익성 집중기 (24년~) |
|----------------|-----------------|----------------|
| Non-Captive 비중 | 13%             | 50%+           |
| 자체기획 비중        | 26%             | 50%+           |
| 플랫폼 전략         | Volume Deal     | Volume Deal+   |
| 편성 전략          | 기획 → 편성/판매      | 기획 = 편성/판매     |

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

그림 11. 24년 전략: 전략적 터닝 포인트



자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 5. 이익 추정치 변경

| (십억원)     | 2024E |       |       | 2025E |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 변경 전  | 변경 후  | %     | 변경 전  | 변경 후  | %     |
| 매출액       | 828.4 | 663.4 | -19.9 | 941.6 | 778.2 | -17.4 |
| 영업이익      | 80.5  | 53.2  | -33.9 | 92.0  | 64.5  | -29.9 |
| 영업이익률 (%) | 9.7   | 8.0   | -1.7  | 9.8   | 8.3   | -1.5  |
| 세전이익      | 79.9  | 50.1  | -37.2 | 94.5  | 59.7  | -36.8 |
| 지배주주순이익   | 62.0  | 39.1  | -36.9 | 73.3  | 46.6  | -36.5 |

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

## 포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액              | 698   | 753   | 663   | 778   | 884   |
| 매출원가             | 598   | 665   | 578   | 680   | 770   |
| 매출총이익            | 100   | 88    | 85    | 99    | 114   |
| (매출총이익률, %)      | 14.3  | 11.7  | 12.8  | 12.7  | 12.9  |
| 판매 및 일반관리비       | 35    | 32    | 32    | 34    | 37    |
| 영업이익             | 65    | 56    | 53    | 65    | 78    |
| (영업이익률, %)       | 9.3   | 7.4   | 8.0   | 8.3   | 8.8   |
| 영업외손익            | -7    | -19   | -3    | -5    | -8    |
| 금융수익             | 21    | 15    | 10    | 10    | 11    |
| 금융비용             | 19    | 18    | 8     | 6     | 4     |
| 지분법손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | -9    | -16   | -5    | -10   | -15   |
| 세전이익             | 59    | 37    | 50    | 60    | 70    |
| 법인세              | 8     | 7     | 11    | 13    | 15    |
| (법인세율, %)        | 13.7  | 19.2  | 22.0  | 22.0  | 22.0  |
| 계속사업이익           | 51    | 30    | 39    | 47    | 55    |
| 중단사업이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 순이익              | 51    | 30    | 39    | 47    | 55    |
| (순이익률, %)        | 7.2   | 4.0   | 5.9   | 6.0   | 6.2   |
| 지배주주순이익          | 51    | 30    | 39    | 47    | 55    |
| 비지배주주순이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA           | 219   | 242   | 187   | 189   | 210   |
| (EBITDA 이익률, %)  | 31.3  | 32.1  | 28.2  | 24.3  | 23.7  |
| EPS (지배주주)       | 1,684 | 1,001 | 1,301 | 1,549 | 1,820 |
| EPS (연결기준)       | 1,684 | 1,001 | 1,301 | 1,549 | 1,820 |
| 수정 EPS (원)*      | 1,684 | 1,001 | 1,301 | 1,549 | 1,820 |

## 현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동에서의 현금흐름     | -63  | 45   | 189   | 172   | 207   |
| 당기순이익            | 51   | 30   | 39    | 47    | 55    |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 176  | 216  | 146   | 137   | 146   |
| 유형자산 감가상각비       | 3    | 3    | 2     | 2     | 1     |
| 무형자산 상각비         | 150  | 183  | 132   | 123   | 131   |
| 기타               | 23   | 30   | 12    | 13    | 14    |
| 영업활동 자산부채 변동     | -280 | -179 | 15    | 1     | 22    |
| 투자활동에서의 현금흐름     | -43  | -1   | -75   | -144  | -143  |
| 유형자산 증감          | -4   | -3   | 0     | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 증감      | 0    | -4   | 2     | -1    | 0     |
| 기타               | -39  | 6    | -77   | -143  | -144  |
| 재무활동에서의 현금흐름     | 165  | -9   | -11   | -9    | -9    |
| 차입금의 증가(감소)      | 172  | -1   | -2    | 0     | 0     |
| 자본금의 증가(감소)      | 3    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | -9   | -8   | -9    | -9    | -9    |
| 현금증감             | 59   | 35   | 80    | 15    | 50    |
| 기초현금             | 65   | 124  | 158   | 238   | 253   |
| 기말현금             | 124  | 158  | 238   | 253   | 304   |
| Gross cash flow  | 226  | 246  | 185   | 184   | 201   |
| Free cash flow   | -67  | 42   | 189   | 172   | 207   |

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

## 재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산             | 400   | 405   | 437   | 450   | 503   |
| 현금 및 현금등가물       | 124   | 158   | 238   | 253   | 304   |
| 매출채권             | 142   | 149   | 115   | 118   | 117   |
| 재고자산             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타               | 135   | 97    | 84    | 80    | 82    |
| 비유동자산            | 691   | 688   | 637   | 670   | 696   |
| 투자자산             | 150   | 175   | 174   | 179   | 183   |
| 유형자산             | 11    | 12    | 10    | 9     | 7     |
| 무형자산             | 378   | 359   | 318   | 337   | 359   |
| 기타               | 152   | 141   | 135   | 146   | 146   |
| 자산총계             | 1,091 | 1,092 | 1,074 | 1,120 | 1,199 |
| 유동부채             | 416   | 368   | 338   | 336   | 359   |
| 매입채무             | 16    | 11    | 14    | 15    | 17    |
| 단기차입금            | 170   | 170   | 170   | 170   | 170   |
| 기타 유동부채          | 230   | 187   | 154   | 151   | 172   |
| 비유동부채            | 14    | 16    | 16    | 16    | 17    |
| 사채 및 장기차입금       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타 비유동부채         | 14    | 16    | 16    | 16    | 17    |
| 부채총계             | 430   | 384   | 353   | 353   | 376   |
| 자배주주지분           | 661   | 708   | 721   | 767   | 822   |
| 자본금              | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 자본잉여금            | 473   | 473   | 473   | 473   | 473   |
| 이익잉여금            | 213   | 242   | 281   | 328   | 382   |
| 기타               | -40   | -23   | -49   | -49   | -49   |
| 비지배주주지분          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계             | 661   | 708   | 721   | 767   | 822   |
| 순부채              | 59    | 23    | -58   | -73   | -124  |

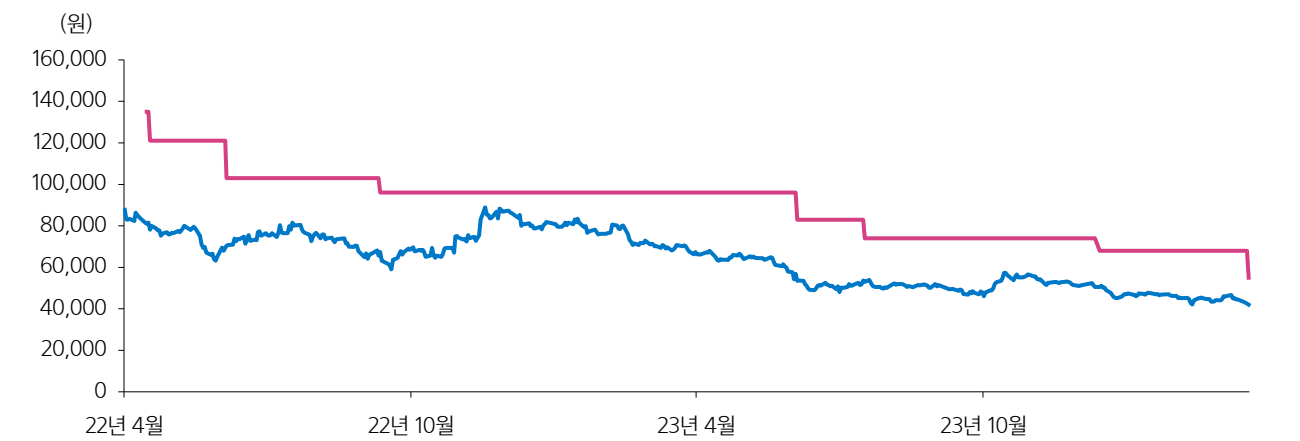
## 재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준     | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 증감률 (%)        |        |        |        |        |        |
| 매출액            | 43.3   | 7.9    | -11.9  | 17.3   | 13.6   |
| 영업이익           | 24.0   | -14.3  | -4.8   | 21.4   | 20.5   |
| 순이익            | 29.5   | -40.5  | 30.0   | 19.1   | 17.5   |
| 수정 EPS**       | 29.4   | -40.6  | 30.0   | 19.1   | 17.5   |
| 주당지표           |        |        |        |        |        |
| EPS (지배주주)     | 1,684  | 1,001  | 1,301  | 1,549  | 1,820  |
| EPS (연결기준)     | 1,684  | 1,001  | 1,301  | 1,549  | 1,820  |
| 수정 EPS**       | 1,684  | 1,001  | 1,301  | 1,549  | 1,820  |
| BPS            | 21,982 | 23,546 | 23,984 | 25,533 | 27,353 |
| DPS (보통주)      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Valuations (배) |        |        |        |        |        |
| P/E***         | 51.1   | 51.5   | 32.3   | 27.1   | 23.1   |
| P/B***         | 3.9    | 2.2    | 1.8    | 1.6    | 1.5    |
| EV/EBITDA      | 12.1   | 6.5    | 6.4    | 6.3    | 5.4    |
| 비율             |        |        |        |        |        |
| ROE (%)        | 7.5    | 4.4    | 5.5    | 6.3    | 6.9    |
| ROA (%)        | 5.1    | 2.8    | 3.6    | 4.2    | 4.7    |
| ROIC (%)       | 12.1   | 8.5    | 8.3    | 10.5   | 12.4   |
| 배당성향 (%)       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 순부채비율 (%)      | 8.9    | 3.3    | -8.1   | -9.6   | -15.1  |
| 이자보상배율 (배)     | 13.2   | 6.4    | 6.1    | 7.5    | 9.0    |

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 4월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 4월 12일 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   | 2023/6/29 | 8/11   | 2024/1/8 | 4/15  |
|--------------|----------|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|----------|-------|
| 투자의견         | BUY      | BUY      | BUY       | BUY    | BUY    | BUY       | BUY    | BUY      | BUY   |
| TP (₩)       | 135000   | 135000   | 121000    | 103000 | 96000  | 83000     | 74000  | 68000    | 55000 |
| 과리율 (평균)     | -33.60   | -39.75   | -39.04    | -28.47 | -24.88 | -38.39    | -30.14 | -32.59   |       |
| 과리율 (최대or최소) | -25.78   | -39.56   | -33.88    | -20.87 | -7.40  | -35.30    | -22.57 | -24.71   |       |

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

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 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 2024.03.31 기준

매수(77.6%) 중립(22.4%) 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