Company Update

2019. 11. 22

스튜디오드래곤 (253450)

기다리던 손님

- 넷플릭스, 스튜디오드래곤 지분 4.99%를 인수하며 전략적 파트너십 강화. 향후 3년간 21편 이상의 작품에 대한 사업 협력으로 장기적인 사업 계약 체결
- 이번 계약으로 글로벌 OTT의 국내 진출 본격화까지 안정적인 수급처 확보, 기존대비 상향된 제작 및 판매수익률 확보해 이익 개선 견인 전망
- 해외 시장 공략에 박차를 가할 것, 미디어 업종 top pick 유지

WHAT'S THE STORY

넷플릭스, 스튜디오드래곤 지분 투자 계약 체결: 21일, 스튜디오드래곤은 공시를 통해 모회사 CJ ENM이 보유하고 있는 지분 4.99%(약 140만주)를 글로벌 OTT 사업자인 넷플릭스에 1년 내 매각할 수 있는 매도권(Right to sell)을 부여 받으며 지분 투자 계약을 체결했다고 공시했다. 넷플릭스 오리지널 드라마 콘텐츠 제작 및 방영권 판매에 대한 계약으로 2020년부터 향후 3년간 21편 이상의 작품에 대한 사업 협력이다. 제작 및 방영권 판매 금액은 작품별 개별 계약을 진행하며 방영권은 기존과 동일하게 스튜디오드래곤이 IP를 보유하고 CJ ENM이 유통권을 보유한 콘텐츠 중 상호 합의 작품을 넷플릭스에 방영권 형태로 판매하기로 했다.

성공적인 계약으로 판단: 이번 계약은 스튜디오드래곤 입장에서 취할 건 제대로 취한 계약으로 잘한 딜로 판단된다. 계약 조건에 따르면 3년간 넷플릭스와 제휴를 맺었기에 최소 3년간은 공고히 관계를 가져갈 수 있게 됐다. 넷플릭스로부터 제작비를 지원받으며 경쟁력 있는 콘텐츠를 글로벌 시장에 제작, 유통할 폭넓은 기회를 안정적으로 확보하게 됐다.

한편 디즈니+, 애플TV+, HBO Max 등 갓 출시 혹은 출시될 글로벌 OTT가 국내 및 아시아 시장 진출을 본격화할 때까지 안정적인 수급처를 확보함으로써 시간을 번 셈이다. 금년 넷플릭스향으로 스튜디오드래곤은 이미 오리지널 1편, 동시 방영권 판매 7편(방영 포함)으로 연평균 7편(3년간 21편 이상)을 이미 하고 있는 것으로 보이지만 최소 편수만 정해놓았기에 회사의 제작 캐파에 따라 늘어날 여지가 크다. 캡티브 채널에 더해 또 하나의 확실한 수요처를 가지게 됐다는 점에서 긍정적이다.

이와 함께 넷플릭스의 보유 지분이 4.99%인 점을 감안하면, 넷플릭스와 장기적 관계를 가져가되 지상파, 기타 OTT 등으로의 판매에 제약을 받을 수준은 아니어서, 추가 성장 가능성은 여전히 열려 있다.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	380	496	598	663
영업이익 (십억원)	40	45	71	86
순이익 (십억원)	36	40	75	91
EPS (adj) (원)	1,278	1,438	2,676	3,247
EPS (adj) growth (%)	21.7	12.5	86.1	21.3
EBITDA margin (%)	30.3	26.5	30.0	30.7
ROE (%)	9.3	9.6	15.7	16.2
P/E (adj) (배)	65.3	58.0	31.2	25.7
P/B (배)	5.8	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA (배)	19.0	16.3	11.6	9.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

최민하
Analyst
minha22.choi@samsung.com
02 2020 7798

곽호인
Research Associate
hoin.kwak@samsung.com
02 2020 7763

AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	94,000원 (12.7%)
현재주가	83,400원
시가총액	2.3조원
Shares (float)	28,095,260주 (25.3%)
52주 최저/최고	54,000원/114,100원
60 일-평균거래대금	84.2억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	23.2	4.1	-20.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	25.7	15.3	-12.9

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	94,000	94,000	0.0%
2019E EPS	1,438	1,438	0.0%
2020E EPS	2,676	2,676	0.0%

SAMSUNG vs THE STREET

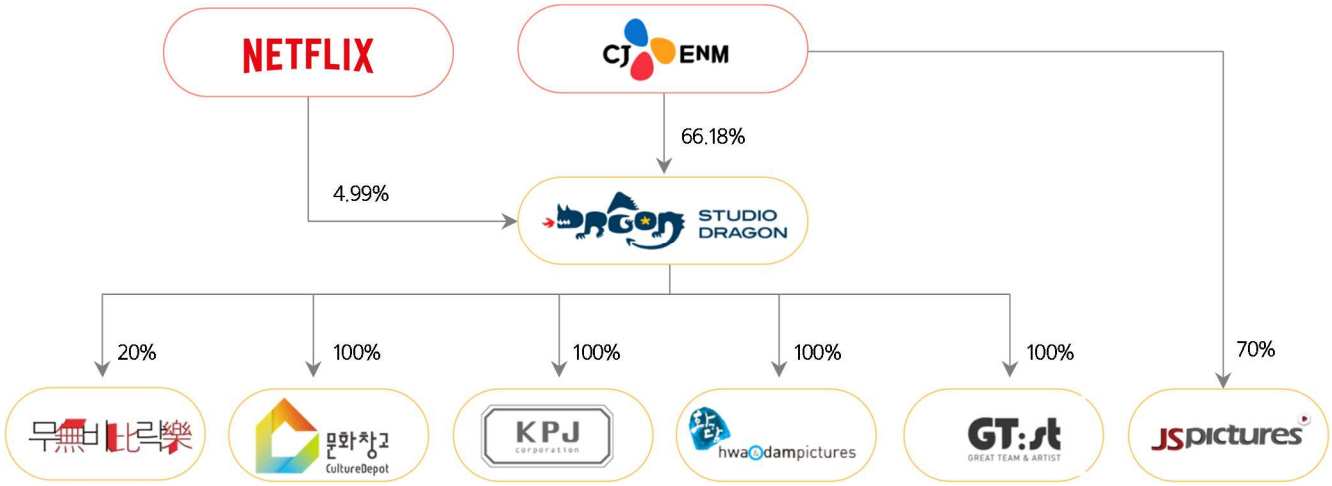
No of estimates	23
Target price	95,043
Recommendation	4.0

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

우호적인 수익률 확보해 이익 개선 견인: 또 하나의 긍정적인 점은 이번 딜을 통해 넷플릭스향 판매에 대해 기존대비 상향된 수익률을 확보한 것으로 추정된다. 오리지널 콘텐츠의 경우 제작수익률을 높이고, 동시 스트리밍 작품에 대해서도 제작비대비 판매금액을 좀 더 높이는 형태로 계약을 가져갈 수 있게 되어 매출총이익률 개선에 따른 이익 전망치 상향 가능성 또한 크다.

사업 경쟁력 강화 가속화될 전망: 17년 11월 스튜디오드래곤 상장 당시부터, CJ ENM은 역량 강화, 시장 입지 확대 등을 위해 글로벌 제작사, 혹은 OTT와의 지분 제휴 가능성에 대해 지속적으로 언급한 바 있다. 기존에 추구해온 대로 글로벌 최대 OTT를 장기 전략적 파트너로 맞이해 스튜디오드래곤은 안정적인 수요를 확보하며 성장성 강화의 기반을 마련했다. 내년 미국 법인 설립과 함께 해외 사업 확대를 본격화할 것으로 예상되는데 이번 딜은 실질적인 도움이 될 것이다. 글로벌 OTT 사업자 증가에 따른 콘텐츠의 중요성이 높아지는 가운데 글로벌 역량을 인정받아 해외 시장 공략에 박차를 가할 전망이다. 스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 94,000원, 미디어 업종 내 top pick 의견을 유지한다.

그림 1. 스튜디오드래곤의 지배구조



참고: 11월 21일 공시에 의거, 1년 내에 넷플릭스가 CJ ENM으로부터 스튜디오드래곤 지분 4.99% 인수
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 1. 넷플릭스 동시방영 드라마 라인업

프로그램	국내 방영시점	국내 방송사	회차	제작사
맨투맨	2017.4.21~6.10	JTBC	16	마운틴무브먼트스토리, 드라마하우스
비밀의 숲	2017.6.10~7.30	tvN	16	스튜디오드래곤, 씨그널엔터테인먼트, IOK 미디어
비정규직아이돌	2017.11.27	SBS	5	SBS, YG케이플러스(넷플릭스선공개)
화유기	2017.12.28~2018.3.04	tvN	20	스튜디오드래곤, 제이에스픽쳐스
라이브	2018.3.10~5.6	tvN	18	스튜디오드래곤, 지티스트(GT:st)
밥 잘 사주는 예쁜 누나	2018.3.30~5.19	JTBC	16	드라마하우스
미스터선샤인	2018.7.7~9.30	tvN	24	스튜디오드래곤, 화앤담픽쳐스
SKY 캐슬	2018.11.28~2019.2.1	JTBC	20	HB엔터테인먼트, 드라마하우스
일단 뜨겁게 청소하라!!	2018.11.26~2019.1.29	JTBC	16	드라마하우스, 오형제
사의 찬미	2018.11.27~12.4	SBS	6	더스토리웍스
알함브라 궁전의 추억	2018.12.1~2019.1.20	tvN	16	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어
로맨스는 별책부록	2019.1.26~3.17	tvN	16	스튜디오드래곤, 귤앤그림 미디어
봄밤	2019.5.22~7.11	MBC	32	스튜디오드래곤, 제이에스픽쳐스
어비스	2019.5.6~6.25	tvN	16	스튜디오드래곤
아스달 연대기	2019.6.1~9.22	tvN	18	스튜디오드래곤, KPJ
보좌관 시즌1	2019.6.14~7.13	JTBC	10	스튜디오앤뉴
60일, 지정생존자	2019.7.1~8.20	tvN	16	스튜디오드래곤
동백꽃 필 무렵	2019.9.18~	KBS	16	팬엔터테인먼트
배가본드	2019.9.20~	SBS	16	셀트리온엔터테인먼트
모두의 거짓말	2019.10.12~	OCN	16	스튜디오드래곤
나의 나라	2019.10.14~	JTBC	16	셀트리온엔터테인먼트
보좌관 시즌2	2019.11.11~	JTBC	10	스튜디오앤뉴
사랑의 불시착	2019.12.14~	tvN	16	스튜디오드래곤, 문화창고

참고: 회색 하이라이트한 작품은 스튜디오드래곤 제작
자료: 각 사, 넷플릭스, 언론자료, 삼성증권

표 2. 스튜디오드래곤-넷플릭스: 드라마 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약 세부내용

내용	상세
계약명	드라마 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약 체결
계약 체결일	2019년 11월 21일
계약 내용	넷플릭스가 CJ ENM에 스튜디오드래곤 보통주 매도권 부여(최대 1,404,818주, 4.99%)
행사 기간	계약 체결일로부터 1년 이내
계약 주체	
1) 콘텐츠 제작	스튜디오드래곤, 넷플릭스
2) 방영권 판매	스튜디오드래곤, CJ ENM, 넷플릭스
계약 기간	2020년 1월 1일부터 3년
계약 세부내용	콘텐츠 제작 및 방영권 판매 등 3년간 21편 이상 사업 협력
1) 콘텐츠 제작	스튜디오드래곤이넷플릭스 오리지널 드라마 제작·공급
2) 방영권 판매	스튜디오드래곤이 IP를 보유하고, CJ ENM이 유통권을 보유한 콘텐츠 중 합의 작품을 넷플릭스에 방영권 형태로 판매
기타	콘텐츠 제작 및 방영권 판매 금액은 작품별 개별 계약 진행

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권

표 3. 넷플릭스의 국내 오리지널 콘텐츠

프로그램	방영시점	제작사	콘텐츠 유형	회차
옥자	2017.6.29	플랜 B 엔터테인먼트	영화	-
얼티밋비스트마스터: 최강자서바이벌 시즌1 한국편	2017.2.24	25/7 Production	예능	10
유병재: 블랙 코미디	2018.3.16	YG엔터테인먼트	스탠드업 코미디	-
범인은 바로 너!	2018.5.4~6.1	컴퍼니 상상	예능	10
유병재: B의 농담	2018.8.17	YG엔터테인먼트	스탠드업 코미디	-
얼티밋비스트마스터: 최강자서바이벌 시즌3 한국편	2018.8.31	25/7 Production	예능	9
YG전자	2018.10.5	YG엔터테인먼트	예능	8
라바 아일랜드	2018.10.19	투바 엔터테인먼트	애니메이션	13
킹덤 시즌1	2019.1.25	에이스토리	드라마	6
라바 아일랜드 시즌2	2019.3.1	투바 엔터테인먼트	애니메이션	13
페르소나	2019.4.11	미스틱스토리	드라마	4
첫사랑은 처음이라서	2019.4.18	에이스토리	드라마	8
첫사랑은 처음이라서 시즌2	2019.7.26	에이스토리	드라마	8
좋아하면 울리는	2019.8.22	스튜디오드래곤	드라마	8
박나래: 농염주의보	2019.10.16	컴퍼니 상상	스탠드업 코미디	-
범인은 바로 너! 시즌 2	2019.11.8	컴퍼니 상상	예능	
나 홀로 그대	2020년	스튜디오드래곤	드라마	
보건교사 안은영	2020년	오보이 프로젝트	드라마	
킹덤 시즌2	2020년	에이스토리	드라마	
오징어게임	2020년	싸이런픽쳐스	드라마	
인간수업	2020년	스튜디오 329	드라마	
투게더	2020년	컴퍼니 상상	예능	
무브 투 헤븐: 나는 유품정리사입니다	2020년	김성호 감독	영화	
좋아하면 울리는 시즌 2	2020년	스튜디오드래곤	드라마	

자료: 넷플릭스, 언론보도, 삼성증권

표 4. 글로벌 OTT 런칭현황

회사	OTT 서비스	요금제	구독료	출시일
넷플릭스	NETFLIX	프리미엄	월 15.99달러	2007년
		스탠다드	월 12.99달러	
		베이직	월 8.99달러	
아마존	prime video	아마존 프라임	월 12.99달러 (연 119달러)	2006년
		프라임 비디오	월 5.99달러	2016년
디즈니	Disney+	단일	월 6.99달러	2019년 11월 12일
	hulu	광고 포함	월 5.99달러	2007년
		광고 제거	월 11.99달러	
		라이브 TV 포함	월 44.99달러	
	ESPN+	단일	월 4.99달러	2018년 5월
애플	tv+	단일	월 4.99달러	2019년 11월 1일
AT&T	HBO max	HBO Max	월 14.99달러	2020년 5월
	AT&T TV NOW	Ultimate	월 84.99달러	2016년 11월
		Choice	월 69.99달러	
		Select	월 59.99달러	
컴캐스트	peacock	미공개	미공개	2020년 4월
구글	YouTube TV	단일	월 49.99달러	2017년 2월
	YouTube Premium	단일	월 11.99달러	2017년 10월
CBS	CBS ALL ACCESS	Commercial Free	월 9.99달러	2014년 10월
		Limited Commercials	월 5.99달러	

자료: 각 사, 언론보도, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**287**	**380**	**496**	**598**	**663**
매출원가	240	324	433	506	554
매출총이익	**47**	**56**	**63**	**92**	**109**
(매출총이익률, %)	16.4	14.6	12.8	15.4	16.4
판매 및 일반관리비	14	16	19	21	22
영업이익	**33**	**40**	**45**	**71**	**86**
(영업이익률, %)	11.5	10.5	9.0	11.9	13.0
영업외손익	**(3)**	**6**	**7**	**10**	**12**
금융수익	1	7	14	17	18
금융비용	3	1	7	6	5
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전이익	**30**	**46**	**51**	**81**	**99**
법인세	6	10	11	6	8
(법인세율, %)	21.2	21.5	21.5	7.6	7.6
계속사업이익	24	36	40	75	91
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	24	36	40	75	91
(순이익률, %)	8.3	9.4	8.1	12.6	13.8
지배주주순이익	24	36	40	75	91
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	74	115	132	179	204
(EBITDA 이익률, %)	25.9	30.3	26.5	30.0	30.7
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
수정 EPS (원)*	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	**290**	**247**	**322**	**400**	**490**
현금 및 현금등가물	51	153	157	202	264
매출채권	55	69	74	99	104
재고자산	1	1	1	1	1
기타	182	25	90	97	120
비유동자산	**170**	**265**	**263**	**290**	**308**
투자자산	4	4	4	5	6
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	213	235	250
기타	37	62	45	50	52
자산총계	**459**	**512**	**585**	**690**	**798**
유동부채	**91**	**108**	**140**	**170**	**188**
매입채무	6	20	18	26	27
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	85	89	122	144	161
비유동부채	**0**	**3**	**3**	**3**	**2**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	3	3	3	2
부채총계	**91**	**111**	**143**	**173**	**190**
지배주주지분	**368**	**401**	**442**	**517**	**608**
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	108	183	274
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**368**	**401**	**442**	**517**	**608**
순부채	(183)	(153)	(205)	(256)	(334)

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	**(7)**	**(29)**	**129**	**182**	**207**
당기순이익	24	36	40	75	91
현금유출입이없는 비용 및 수익	46	74	91	110	119
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	41	75	87	108	117
기타	5	(1)	4	2	2
영업활동 자산부채 변동	(73)	(139)	9	3	4
투자활동에서의 현금흐름	**(141)**	**141**	**(126)**	**(137)**	**(144)**
유형자산 증감	(0)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(143)	139	(48)	(7)	(15)
기타	2	2	(78)	(130)	(129)
재무활동에서의 현금흐름	**188**	**(10)**	**(0)**	**(0)**	**(1)**
차입금의 증가(감소)	(18)	(8)	0	0	(1)
자본금의 증가(감소)	208	1	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(2)	(2)	(0)	(0)	(0)
현금증감	40	102	4	45	62
기초현금	12	51	153	157	202
기말현금	51	153	157	202	264
Gross cash flow	**70**	**110**	**132**	**185**	**210**
Free cash flow	**(7)**	**(29)**	**129**	**182**	**207**

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

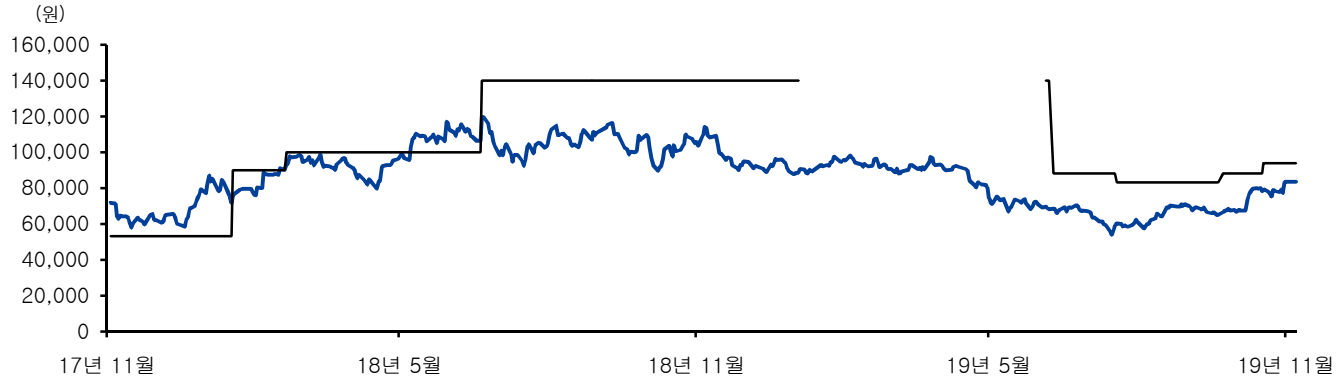
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	85.7	32.4	30.7	20.5	10.9
영업이익	98.3	21.0	11.7	60.2	21.0
순이익	192.9	50.3	12.6	86.3	21.3
수정 EPS**	84.5	21.7	12.5	86.1	21.3
주당지표					
EPS (지배주주)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
EPS (연결기준)	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
수정 EPS**	1,050	1,278	1,438	2,676	3,247
BPS	13,141	14,305	15,720	18,395	21,642
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	79.4	65.3	58.0	31.2	25.7
P/B***	6.3	5.8	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA	29.1	19.0	16.3	11.6	9.9
비율					
ROE (%)	9.5	9.3	9.6	15.7	16.2
ROA (%)	6.8	7.4	7.4	11.8	12.3
ROIC (%)	15.6	15.0	17.3	27.3	30.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(49.5)	(38.2)	(46.3)	(49.5)	(54.9)
이자보상배율 (배)	19.0	343.0	1,090.9	1,747.1	2,818.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12	2019/7/1	8/9	10/14	11/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000	88,000	83,000	88,000	94,000
괴리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	(27.09)	(26.53)	(21.77)	(17.92)	
괴리율 (최대or최소)	64.15	1.11	17.10	(14.43)	(20.00)	(14.46)	(8.98)	

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)