

2019년 11월 22일 | Equity Research

스튜디오드래곤 (253450)

투자 의견	현재주가(11월 21일)	목표주가	Analyst 이기훈
BUY	83,400원	92,000원	02-3771-7722 sacredkh@hanafn.com

지분, 기간, 숨겨진 합의까지 완벽한 딜

1) 3년간 제작비 부담을 벗어나 안정적인 고성장 가능성이 가능해졌다

2019년 예상 제작 편수 30편 중 이미 7편(오리지널 1편 포함)을 넷플릭스에 판매했기에 21편의 개런티 제작/판매 공시가 실적 추정에 미치는 영향은 없다. 그러나, 지분/기간/구조 모두 상당히 긍정적인 딜로 판단한다. 특히, 디즈니+/애플TV 진출 전 가파르게 증가하고 있는 제작비에 대한 부분이 ENM의 고민이었는데 이를 해결한 것도 긍정적이다. 아스달연대기 시즌2는 2021년 방영으로 지연되었지만, 2020년 1) 캡티브 30편, 논-캡티브 최대 6편 제작, 2) 미국 지사 설립 및 드라마 제작 참여 가시화, 그리고 3) 타 OTT 수주 가시화 등이 예상된다. 지속 최선호주로 제시한다.

2) 넷플릭스에 CJ ENM의 보유 지분 4.99% 매각 (권리) 공시

21일 공시를 통해 1) CJ ENM이 보유한 스튜디오드래곤의 지분 4.99%(최대 약 140만주)를 넷플릭스가 1년 내 인수하는 지분 투자 계약을 발표했다. 행사 가격은 행사 시점에 협의할 계획이다. 또한, 2) 2020년 1월부터 3년 간 넷플릭스와 오리지널 제작 및 방영권 판매를 21편 이상 협력하게 된다. 볼륨딜 형태의 구작 판매도 포함된 것으로 추정된다.

3) 지분, 기간, 그리고 숨겨진 합의까지 모두 완벽한 딜

금일 공시는 지분, 기간, 구조 관점에서 상당히 긍정적인 딜로 판단한다. 우선, 1년 내 매각하게 될 4.99%의 지분은 향후 글로벌 OTT 전쟁에 있어 넷플릭스에 귀속될만한 수준의 지분은 아니다. 기간 역시 3년 간을 보장 받았는데, 2021년 이후로 예상되는 디즈니+/애플TV의 진출 전 2년 간 안정적인 제작비를 확보했다는 점이다. 특히, OTT들의 아시아 드라마 제작사 수급에 있어 스튜디오드래곤의 레버리지가 높을 수 밖에 없기에 3년이라는 계약 기간을 감안 시 넷플릭스향 리쿱(제작비 지원) 비율이 기존 대비 상향될 가능성이 높은 것으로 추정된다. ENM의 제작비 부담도 완화될 것이다.

표 1. 넷플릭스-스튜디오드래곤 드라마 콘텐츠 제작 및 방영권 판매 계약 세부내용

구분	내용
계약 체결일	2019년 11월 21일
계약 기간	2020년 1월 1일부터 3년
계약 내용	3년간 21편 이상 사업 협력
1) 콘텐츠 제작	스튜디오드래곤이 넷플릭스 오리지널 드라마 제작/공급
2) 방영권 판매	스튜디오드래곤(IP), CJ ENM(유통권) 보유 콘텐츠 중 합작작 넷플릭스에 방영권 판매

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

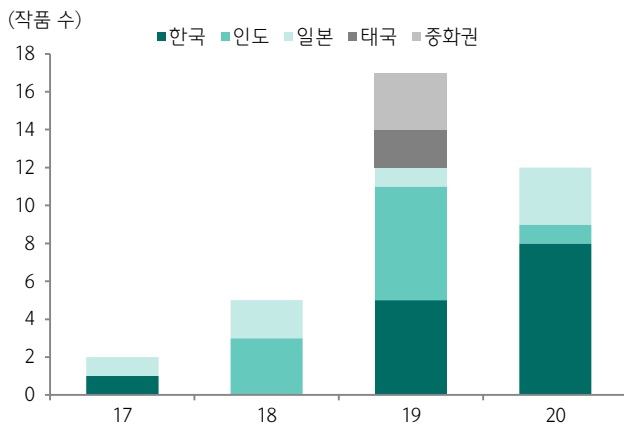
표 2. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F
매출액	287	380	499	606	80	74	124	102	112	128	131	127
편성	131	178	220	308	41	34	49	54	44	58	61	57
판매	112	162	236	252	32	29	63	38	56	60	60	60
기타	44	39	43	46	7	11	11	10	12	10	10	11
오리지널				40								
매출총이익	47	56	64	100	14	11	25	7	15	15	15	18
GPM	16%	15%	13%	16%	17%	14%	20%	6%	13%	12%	12%	14%
영업이익	33	40	45	77	11	7	22	0	11	11	11	12
OPM	11%	11%	9%	13%	13%	10%	17%	0%	10%	8%	8%	9%
순이익	24	36	38	65	8	9	17	2	9	7	12	10

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

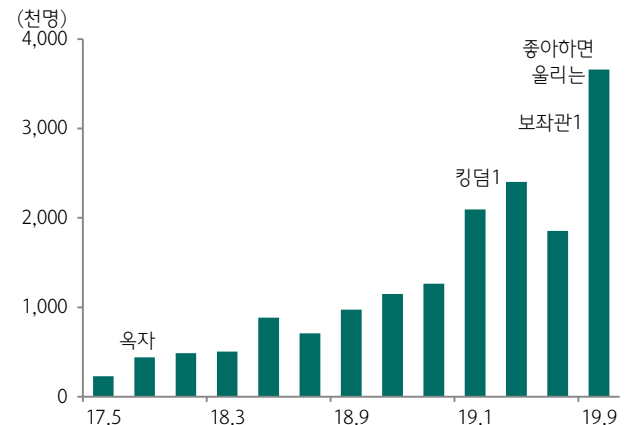
그림 1. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 참조, 하나금융투자

주: 20년은 현재 제작된 작품만 기록, 시즌 연장 혹은 신규 제작이 20년에 결정되지 않은 경우 기록되지 않음.

그림 2. 한국 넷플릭스 순이용자 증가 추이



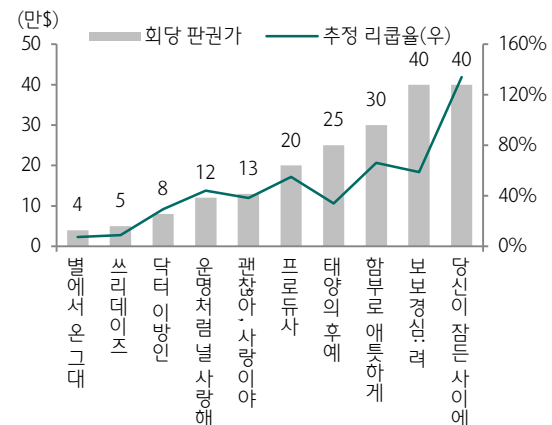
자료: Statista, 하나금융투자

그림 3. 미국 드라마 제작 참여 및 넷플릭스 오리지널 확대



자료: 언론, 하나금융투자

그림 4. 중국형 드라마 판매 판권 추이



자료: 언론, 하나금융투자

표 3. 2019년 스튜디오드래곤 라인업 중 넷플릭스 판매작(방영권 판매작은 오픈 녹색, 오리지널은 짙은 녹색 하이라이트)

		방영시작	제목	연출	작가	출연진	회차
tvN	월/화	01월 07일	왕이 된 남자	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영	16
		03월 11일	사이코메트리 그녀석	김병수	양진아	박진영, 신예은	16
		05월 06일	어비스	유제원, 주상규	문수연	박보영, 안효섭	16
		07월 01일	60일, 지정생존자	유종선	김태희	지진희, 이준혁	16
		08월 26일	위대한 쇼	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈	16
		10월 21일	유령을 잡아라	신윤섭	소원, 이영주	김선호, 문근영	16
		12월 16일	블랙독	황준혁	박주연	서현진, 라미란	16
	수/목	02월 06일	진심이 닿다	박준화, 최지영	이명숙, 최보림	유인나, 이동욱	16
		04월 10일	그녀의 사생활	홍종찬 외 2	김혜영	박민영, 김재욱	16
		06월 05일	검색어를 입력하세요: www	정지현, 권영일	권도은	임수정, 이다희	16
		09월 25일	청일전자 미쓰리	한동화	박정화	이예리, 김상경	16
		11월 20일	싸이코패스 다이어리	이종재	류용재	윤시윤, 정인선	16
	금	09월 20일	쌈니다 천리마마트	백승룡	김솔지	김병철, 이동휘	12
	토/일	01월 26일	로맨스는 별책부록	이정효	정현정	이나영, 이종석	16
		03월 23일	자백	김철규, 윤연기	임희철	이준호, 유재명	16
		06월 01일	아스달연대기 1,2	김원석	김영현, 박상연	장동건, 송중기	12
		07월 13일	호텔델루나	오충환	홍정은, 홍미란	이지은, 여진구	16
		09월 07일	아스달연대기 3				6
		09월 28일	날 녹여주오	신우철	백미경	지창욱, 원진아	16
		12월 중	사랑의 불시착	이정효	박지은	현빈, 손예진	
OCN	수/목	03월 06일	빙의	최도훈	박희강	송새벽, 고준희	16
		05월 08일	구해줘 2	이권	서주연	엄채구, 천호진	16
		07월 17일	미스터리간제	성용일	장흥철	윤균상, 금새록	16
		09월 18일	달리는 조사관	김용수	백정철	이요원, 최귀화	
	토/일	03월 23일	킬잇	남성우, 안지숙	손현수, 최명진	장기용, 나나	12
		05월 11일	보이스 3	남기훈	마진원	이하나, 이진욱	16
		07월 06일	왓쳐	안길호	한상운	한석규, 서강준	16
기타		10월 12일	모두의 거짓말	이윤정	전영신, 원유정	이민기, 이유영	16
	지상파	05월 22일	봄밤	안판석	김은	한지민, 정해인	32
		07월 19일	의사요한	조수원	김지운	지성, 이세영	32
	넷플릭스	08월 22일	좋아하면 울리는 1	이나정	천계영	김소현, 송강, 정가람	8
	오리지널	미상	나홀로 그대 1	이상엽	류용재	윤현민, 고성희	12-15

자료: 언론 보도 집계, 하나금융투자

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 11월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.