

스튜디오드래곤(253450)

드라마 선점을 위한 지분 확보, OTT 경쟁은 P에서 Q로

공시 1: 넷플릭스와 협력 강화

- 스튜디오드래곤은 넷플릭스와 2020년부터 3년 동안 21편 이상의 작품에 대해 오리지널 콘텐츠 제작 또는 글로벌 방영권 판매 계약을 체결했다고 11월 21일 공시
- 넷플릭스와의 계약 없이도 올해 이미 7편 이상의 작품을 넷플릭스 오리지널 또는 글로벌 동시 방영작으로 판매했음. 내년에도 최소 7편 이상의 드라마 납품을 보증해주는 대신 리쿱율(제작비 지원 비율)을 높일 수 있을 것(넷플릭스 오리지널 마진율 10~15% → 20~25% / 동시방영 리쿱률 50~60% → 55~65%)

공시 2: 스튜디오드래곤 지분 매각

- 넷플릭스는 CJ ENM에게 스튜디오드래곤 지분 4.99%의 매도권(Right to sell)을 부여함. CJ ENM은 1년 이내에 매도권을 행사할 예정이며 매도 가격은 행사일 직전 5영업일의 증가 평균. 매도권 행사 이후 CJ ENM의 스튜디오드래곤 지분율은 71.2%에서 66.2%로 하락
- 넷플릭스가 스튜디오드래곤 지분을 확보하며 매년 7편 이상의 프리미엄 콘텐츠를 선점할 수 있게 됨에 따라 향후 스튜디오드래곤 지분 가치가 더욱 부각될 전망. CJ ENM의 스튜디오드래곤 잔여 지분 추가 매각 기대감도 유효

넷플릭스는 OTT 경쟁의 전환에 대비하는 중

- 글로벌 OTT 경쟁은 구독료(P) 인하로 시작되었음. 디즈니플러스는 넷플릭스보다 낮은 가격을, 애플TV플러스는 디즈니플러스보다 낮은 가격을 책정했고, 디즈니플러스는 다시 애플TV플러스보다 낮은 가격을 제시
- 구독료(P)가 낮아지고, 콘텐츠 비용(C)이 높아지고, 미국 구독자(Q1) 확보가 어려워진 만큼 글로벌 OTT들은 2021년부터 해외 구독자(Q2)에 집중할 것
- 넷플릭스는 아시아 구독자를 확보하고 2021년부터 본격화될 경쟁 OTT의 해외 진출에 대비하기 위해 2023년까지 한국의 프리미엄 콘텐츠를 선점한 것

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	287	380	480	560	649
증가율(%)	85.7	32.4	26.6	16.5	16.0
영업이익(십억원)	33	40	44	81	104
순이익(십억원)	24	36	38	68	85
EPS(원)	1,053	1,278	1,350	2,428	3,041
증가율(%)	178.5	21.4	5.7	79.8	25.2
EBITDA(십억원)	74	115	152	190	231
PER(x)	61.7	72.3	61.8	34.3	27.4
EV/EBITDA(x)	22.1	21.1	14.7	11.7	9.6
PBR(x)	4.9	6.5	5.3	4.6	4.0
ROE(%)	9.5	9.3	9.0	14.4	15.5
DY(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

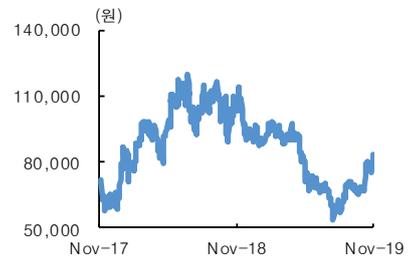
Stock Data

KOSPI(11/21)	2,097
주가(11/21)	83,400
시가총액(십억원)	2,343
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	114,100/54,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,030
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.3/2.8
주요주주(%)	CJ ENM 외 5 인 74.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.2	4.1	(20.4)
KOSDAQ 대비(%p)	25.2	13.8	(11.8)

주가추이



자료: FnGuide

오태완

taewan.oh@truefriend.com

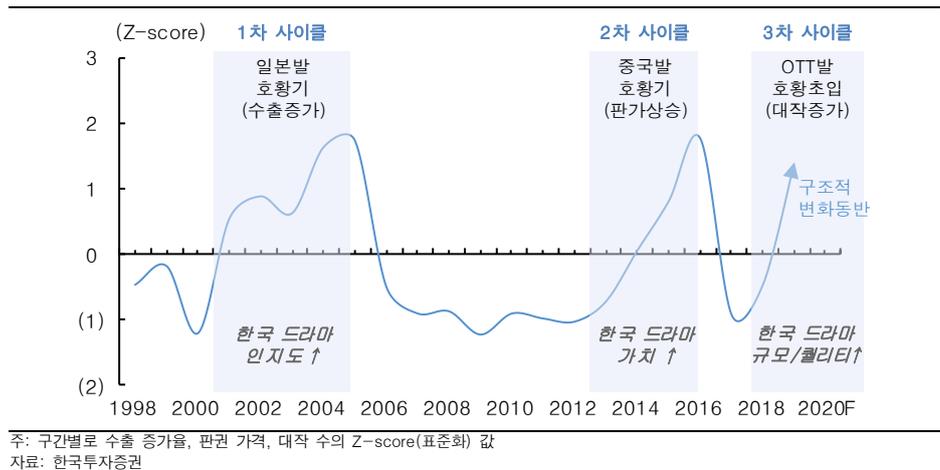
이번 계약은 넷플릭스, 스튜디오드래곤, CJ ENM 모두가 승자

- 넷플릭스가 원했던 것은 연간 최소 7편 이상의 프리미엄 콘텐츠를 오리지널 또는 동시방영의 방식으로 공급받는 것
- 스튜디오드래곤이 원했던 것은 넷플릭스를 통해 글로벌 시장에 진출하고, 오리지널 콘텐츠의 제작 마진과 동시 방영 작품의 리콥률을 더 높이는 것
- CJ ENM이 원했던 것은 유리한 조건으로 스튜디오드래곤 지분을 매각해 사업 경쟁력 강화를 위한 투자 재원을 확보하고, 넷플릭스와의 협력을 통해 프리미엄 콘텐츠를 제작하는 것

스튜디오드래곤에 대한 우려를 해소, 목표주가 10만원 유지

- 우리나라의 세 번째 드라마 사이클 초입 구간을 이끌고 있는 넷플릭스의 시선이 2021년에 맞춰진 것처럼 투자의 시선을 조금 더 늘릴 수 있다면 '아스달연대기'의 편성 지연 우려를 덜 수 있음. 더불어 넷플릭스 리콥률 상승에 따른 해외 유통 수익 증가도 기대 요인으로 작용할 것
- 이번 이사회에서 CJ ENM의 프리미엄 콘텐츠 제작 의지를 다시 확인한 만큼 콘텐츠 제작비 축소 우려도 어느 정도 해소 가능

[그림 1] 한국 드라마 사이클



[그림 2] 글로벌 OTT 경쟁 구조(1+3+3 구조)



자료: 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 OTT 수익 구조

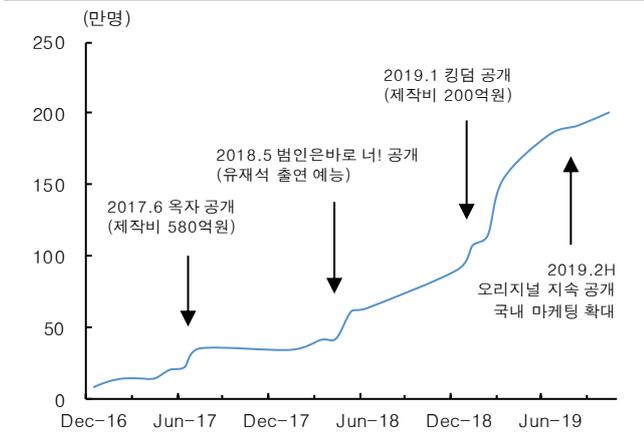
$$\pi = P \times Q - C$$

이 식에서:

- π (이익) = 수익
- P (구독료) = 가격
- Q (구독자 수) = 수량
- C (콘텐츠 비용) = 비용

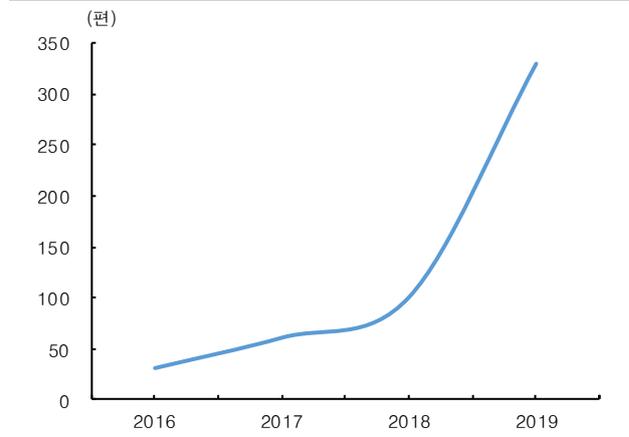
자료: 한국투자증권

[그림 4] 넷플릭스 한국 유료 구독자 추이



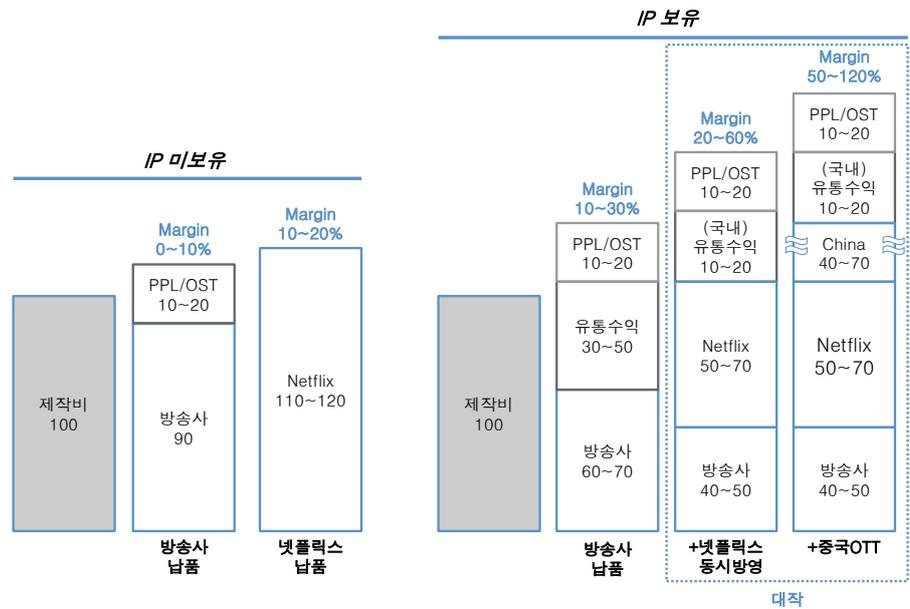
자료: 와이즈엠, 한국투자증권

[그림 5] 넷플릭스 제공 한국 콘텐츠 수



주: 2019년 상반기 기준
자료: 언론사 종합, 한국투자증권

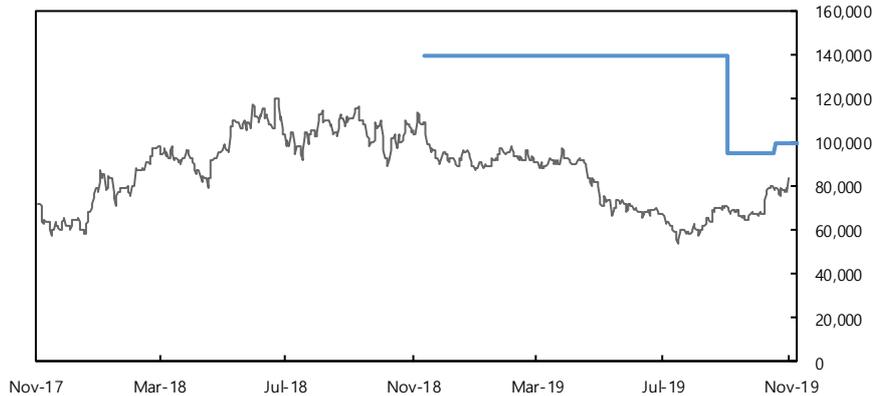
[그림 6] 드라마 제작사 수익 구조



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
스튜디오드래곤 (253450)	2018.12.03	매수	140,000원	-42.1	-22.1
	2019.09.23	매수	95,000원	-26.1	-15.7
	2019.11.08	매수	100,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 11월 22일 현재 스튜디오드래곤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2019. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81%	19%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.