유진투자증권

2018. 10. 15

*Initiate: 미디어/엔터테인먼트*

# 新 한류, 불타오르네!

*Overweight(신규)*




미디어/엔터 한상웅
Tel. 02)368-6139
sangwoung@eugenefn.com

# *Glossary*

| 용어 | 정의 |
|---|---|
| **OTT**(Over the Top) | 인터넷을 통해 볼 수 있는 TV 서비스를 일컫는다. OTT는 전파나 케이블이 아닌 범용 인터넷망으로 영상 콘텐츠를 제공하는 서비스, 'Top'는 TV의 셋톱박스를 의미하지만 포괄적으로 인터넷 기반의 동영상 서비스 모두를 의미함 |
| **MCN**(Multi-Channel Network) | 다중 채널 네트워크. 인터넷방송 플랫폼에서 활동하는 1인 창작자들을 지원, 관리하며 수익을 공유하는 사업 |
| **한류(韓流)** | 1990년대 말부터 아시아에서 시작된 한국 대중문화 열풍으로, 한국 문화가 해외에서 인기를 끌며 소비되는 현상 |
| **혐한(嫌韓)** | 한국 문화, 한국인 등을 싫어하는 감정으로, 전통적으로 마찰이 잦은 일본, 중국 과의 문화적 편견과 오해에서 발생 |
| **OSMU**(One Source Multi Use) | 하나의 콘텐츠를 영화, 게임, 책 등의 다양한 방식으로 개발하여 판매하는 전략으로 최소의 투자 비용으로 높은 부가가치를 창출 |
| **RMC**(Ready-made Content) | 기성 제작 콘텐츠, 영화사나 방송사 같은 전문 제작 업체 및 내용과 관련 있는 전문가들이 제작하는 콘텐츠 |
| **오리지널 콘텐츠**(Original Content) | 동영상을 제공하는 사업자가 콘텐츠를 직접 기획하고 투자 · 제작하여 자사 플랫폼(서비스)에 독점 방식으로 제공하는 콘텐츠 |
| **MD**(Merchandise) | 기획 상품, 특정 주제와 관련되거나 홍보를 위한 기획 상품 |
| **PPL**(Product Placement) | 특정 기업의 협찬 대가로 드라마나 영화에 해당 기업의 상품이나 브랜드를 노출시키는 광고 기법 |
| **PP**(Program Provider) | '방송채널사용사업자' 또는 '프로그램공급자'를 의미, 케이블 TV나 위성방송에 자체 채널을 갖고 프로그램을 제작, 편성함 |

# Summary

**<보고서 작성 취지>**

- 당사에서는 본 보고서를 통해 한류의 과거와 현재, 세계적인 흥행을 이끌 수 있는 한국 콘텐츠만의 원동력을 살펴봄으로써 궁극적으로 한류의 미래를 가늠해보고자 한다.
- 일본과 동아시아를 중심으로 성장해 온 한류의 성공이 일본의 혐한기류, 사드로인한 중국과의 마찰로 성장이 다소 주춤해진 것이 아닌가라는 우려가 높다. 하지만 한국의 콘텐츠산업(드라마, 음악, 게임 등)은 국내 경제의 성장 둔화에도 불구하고 높은 성장세를 기록하고 있는 산업으로 각광받고 있고, 최근 BTS의 전 세계적인 열풍은, 유튜브와 같은 온라인을 통해 한류를 접하는 방식으로 한류 진출 지역을 확대하고 있는 양상으로 변화하고 있다.
- 아시아를 중심으로 성장해온 '한류' 콘텐츠는 이제 전 세계를 무대로 글로벌화 되고 있으며, 당사에서는 한류의 성장성은 여전히 유효하다고 판단한다.

**미디어 산업 투자 Idea**

| | |
|---|---|
| 문제제기 | • **중국, 일본의 동아시아 중심으로 성장해온 한류의 성장에 대한 우려**<br>→ 일본의 혐한기류, 중국과의 사드 배치에 따른 정치적 논란 과열 |
| 문제분석 | • **한류는 전 세계를 무대로 확대중, 지역 확대로 바람의 세기는 다소 주춤**<br>→ BTS를 통해 확인할 수 있는 새로운 한류의 신호탄은<br>→ 온라인 매체를 중심으로 간접 경험 확대되고 있다는 반증 |
| 분석결과 | • **한류의 글로벌 확산 여력 여전히 높아**<br>→ 1) 한글에 대한 관심 증가 추세, 2) 사전제작에 따른 한류 IP 활용도 증가<br>→ 한국만의 독특한 콘텐츠=한류를 통한 미디어 산업 변화에 대한 대응 가능 |
| 결론 | • **미디어 투자전략 1) 미디어 산업 변화의 발빠른 대응: CJ ENM(035760.KQ)**<br>→ OTT, MCN, 미디어커머스까지 선제적인 대응에 주목<br>• **미디어 투자전략 2) 글로벌 콘텐츠 제작 역량: 스튜디오드래곤(253450.KQ)**<br>→ 국내를 넘어 글로벌 OTT향 오리지널 콘텐츠 제작까지 확대중 |

자료: 유진투자증권

## Valuation Table

### 주요 업체 실적 및 밸류에이션 비교

| 구분 | | | CJ ENM (035760.KQ) | 스튜디오드래곤 (253450.KQ) | 에스엠 (041510.KQ) | JYP (035900.KQ) | 와이지엔터 (122870.KQ) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 및 목표주가 | | | BUY, 320,000원 | BUY, 130,000원 | BUY, 59,000원 | BUY, 44,000원 | BUY, 49,000원 |
| 현재주가 | | | 241,500원 | 100,400원 | 47,250원 | 36,050원 | 40,800원 |
| 실적 | 매출액 (십억원) | 2017A | 3,973 | 287 | 365 | 102 | 350 |
| | | **2018F** | **4,359** | **388** | **528** | **133** | **282** |
| | | 2019F | 4,882 | 498 | 635 | 158 | 321 |
| | 영업이익 (십억원) | 2017A | 288 | 33 | 11 | 19 | 25 |
| | | **2018F** | **336** | **66** | **43** | **29** | **12** |
| | | 2019F | 408 | 115 | 64 | 44 | 23 |
| | 지배주주순이익 (십억원) | 2017A | 565 | 24 | 4 | 16 | 18 |
| | | **2018F** | **303** | **58** | **35** | **22** | **11** |
| | | 2019F | 339 | 96 | 48 | 40 | 22 |
| 수익성 | 영업이익률(%) | 2017A | 7.2 | 11.5 | 3.0 | 19.0 | 7.2 |
| | | **2018F** | **7.7** | **16.9** | **8.2** | **22.1** | **4.1** |
| | | 2019F | 8.3 | 23.1 | 10.0 | 27.5 | 7.3 |
| | 지배주주순이익률(%) | 2017A | 13.5 | 8.3 | 1.2 | 15.8 | 3.8 |
| | | **2018F** | **6.9** | **14.9** | **6.6** | **16.2** | **6.8** |
| | | 2019F | 6.9 | 19.3 | 7.6 | 25.4 | 7.6 |
| | ROE(%) | 2017A | 13.5 | 9.5 | 1.3 | 21.4 | 5.7 |
| | | **2018F** | **9.5** | **14.5** | **9.1** | **23.0** | **3.1** |
| | | 2019F | 9.9 | 20.2 | 10.7 | 33.0 | 6.0 |
| 밸류에이션 | PER(배) | 2017A | 11.0 | 76.4 | 174.4 | 29.2 | 28.6 |
| | | **2018F** | **17.5** | **48.7** | **30.0** | **57.4** | **69.0** |
| | | 2019F | 15.6 | 29.3 | 22.4 | 30.8 | 34.0 |
| | PBR(배) | 2017A | 1.4 | 4.9 | 2.2 | 5.6 | 1.6 |
| | | **2018F** | **1.6** | **6.6** | **2.5** | **12.2** | **2.3** |
| | | 2019F | 1.5 | 5.4 | 2.3 | 8.7 | 2.1 |
| 성장성 | 매출액증가율(%) | 2017A | 7.2 | 85.7 | 4.4 | 38.8 | 8.7 |
| | | **2018F** | **9.7** | **35.3** | **44.6** | **29.7** | **(19.5)** |
| | | 2019F | 12.0 | 28.3 | 20.3 | 19.5 | 14.1 |
| | 영업이익증가율(%) | 2017A | 39.1 | 98.3 | (47.2) | 40.9 | (21.1) |
| | | **2018F** | **16.9** | **99.0** | **295.5** | **50.8** | **(54.1)** |
| | | 2019F | 21.2 | 75.6 | 47.5 | 48.7 | 103.0 |
| | EPS증가율(%) | 2017A | - | - | 17.3 | 91.4 | (15.6) |
| | | **2018F** | **(43.7)** | **142.5** | **691.4** | **33.2** | **(41.3)** |
| | | 2019F | 11.9 | 66.2 | 34.2 | 86.4 | 103.0 |

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2018.10.12 종가 기준

CJ ENM

## 미디어 투자전략 ① CJ ENM (035760.KQ) → OTT, MCN, 미디어 커머스 등 산업 변화에 선제적 대응

- **미디어 사업부와 커머스 사업부 동시 보유, 시너지를 통한 미디어 커머스 구현 가능**

  가치를 창출하는 미디어가 이익 창출로 변화하고 있음. 이미 주요 콘텐츠 내 커머스 확대를 위한 노력 지속중

  핵심역량은 미디어를 소비하는 과정에서 커머스를 인지하지 않을 정도로 자연스러운 연출

- **MCN 성장 속 DIA TV의 중요성 부각 될 것**

  OTT와 MCN은 미디어 산업이 피할 수 없는 변화 중 하나, 선제적인 크리에이터 확보로 활용도 증대 기대

### CJ ENM이 선보인 미디어 커머스 '코빅 마켓'




자료: CJ ENM, 유진투자증권

### '코빅 마켓'에서 판매 된 주요 제품

| 진행코너 | 출연진 | 판매상품 및 가격 |
|---|---|---|
| 나래바 X 필립스면도기 | 박나래, 이용진, 황제성 | 필립스면도기 S5000 올인원 (188,000원) |
| 이별여행 X 매그넘아이스크림 | 장도연, 이용진, 김용명 | 매그넘 아이스크림 36종, 비엔네타 1종(49,600원) |
| 석포빌라 X LG A9 | 이진호, 고장환, 이상준, 양배차, 안가연 | LG 코드제로 A9 (980,000원) |
| 부모님이 누구 X SEP립스틱 | 황제성, 김영의, 김기욱, 김나희 | SEP 립스틱 등 10종 (64,000원) |

자료: CJ ENM, 유진투자증권

**CJ ENM (035760.KQ): 목표주가 320,000원, 투자의견 BUY 제시**

### CJ ENM 목표주가 산정 식

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| **영업가치 (A)** | **5,648** | (A)=①+②+③+④ |
| ① 미디어사업 가치 | 3,703 | 12M FWD NOPLAT 115.7(십억원), 32.0배 적용, 국내외 미디어 사업자의 평균 PER 적용 |
| ② 커머스사업 가치 | 1,406 | 12M FWD NOPLAT 127.8(십억원), 11.0배 적용, 시장점유율 감안해 홈쇼핑 평균대비 10% 할증 |
| ③ 영화사업 가치 | 269 | 영화 사업을 영위하는 쇼박스 가치 적용 |
| ④ 음악사업 가치 | 270 | 12M FWD NOPLAT 15.0(십억원), 18.0배 적용, 지니뮤직의 2019년 기준 PER |
| **지분가치(B)** | **2,214** | (B)=①+②+③+④ |
| CJ헬로(지분율 54%) ① | 365 | 전일 시가총액 10% 할인(매각 가능성 및 경영권 프리미엄 감안) |
| 넷마블(지분율 22%) ② | 1,791 | 전일 시가총액 30% 할인 |
| 삼성생명(지분율 0.5%) ③ | 77 | 전일 시가총액 30% 할인 |
| **순차입금(C)** | **945.4** | **2018년 추정 기준** |
| **기업가치(D)=(A)+(B)-(C)** | **6,913** | |
| 주당가치 (원) | 315,301 | |
| **목표주가 (원)** | **320,000** | |
| 상승여력 (%) | 32.5% | |
| 현재주가 (원) | 241,500 | |

자료: 유진투자증권

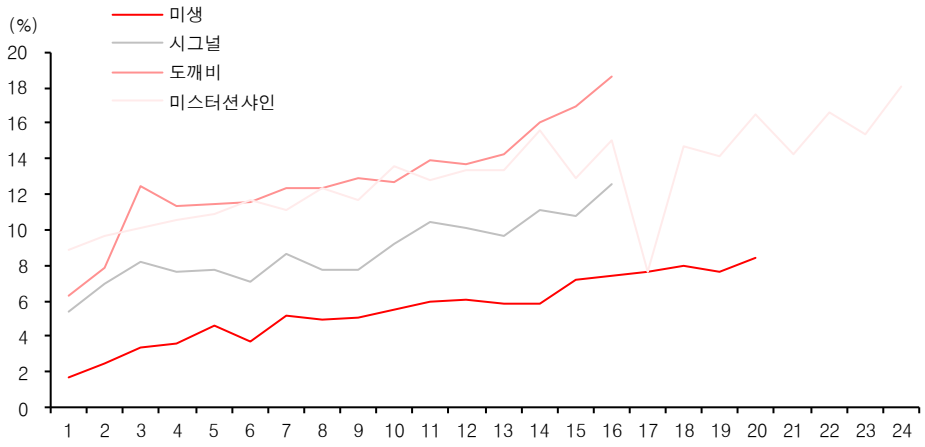
주: 지분가치는 전일(2018.10.12) 종가 기준의 시가총액 적용

## 미디어 투자전략 ② 스튜디오드래곤 (253450.KQ) → 글로벌 콘텐츠 제작 역량

- **다양한 국내 장르 드라마 제작과 해외 판권 판매로 차별화 된 콘텐츠 제작 역량 보유**
  · 종합 드라마 스튜디오로서 독자적인 제작/기획팀 운영을 통해 구현되는 독창적인 콘텐츠의 지속적 제작

- **글로벌 OTT향 오리지널 콘텐츠 제작을 통해 한국을 넘어 세계로**
  · 1) '미스터 션샤인'의 넷플릭스와의 판권 계약, 2) 글로벌 플랫폼의 아시아 내 경쟁력 확보를 위한 오리지널 콘텐츠 제작 기대

### 스튜디오드래곤 주요 콘텐츠 시청률 추이




자료: 닐슨미디어, 유진투자증권
주: 미스터션샤인 17회분(2018.09.01)은 2018 아시안게임 한일 축구 결승전 일정으로 시청률 감소 기록

**스튜디오드래곤(253450.KQ): 목표주가 130,000원, 투자의견 BUY 제시**

### 스튜디오드래곤 목표주가 산정 식

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 96.2 | 2019년 예상 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 38.0 | 넷플릭스가 동사와 유사한 연평균 성장률을 기록한 2013-2017년 평균 PER |
| **③기업가치** | **3,654** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 28,037,240 | |
| 주당가치 (원) | 130,341 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **130,000** | |
| 상승여력 (%) | 29.5% | |
| 현재주가 (원) | 100,400 | |

자료: 유진투자증권

**미디어 투자전략 ③ 에스엠(041510.KQ), JYP(035900.KQ), 와이지엔터(122870.KQ) → 한류의 중심 국내 엔터 3사**

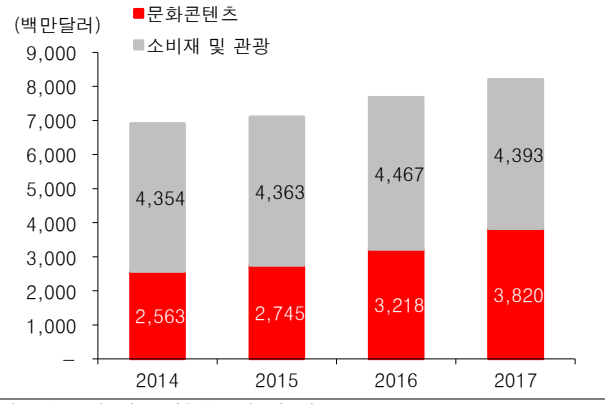
- **유튜브 등 온라인 플랫폼을 통해 국내 아티스트들의 인지도 확대**

  글로벌 인지도 확대에 따른 콘서트 및 앨범 판매, 음원 스트리밍 서비스 등의 증가로 수익 개선 기대

- **한국의 독특한 연습생 제도의 아티스트 육성을 통한 해외 진출 가속화**

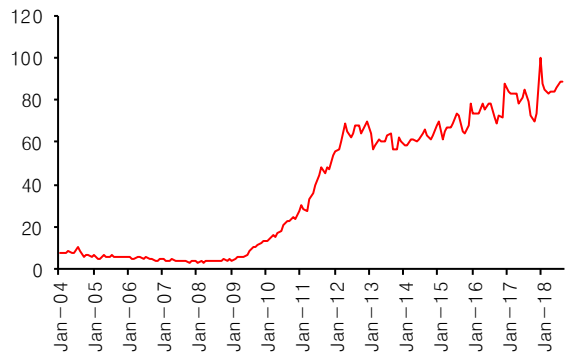
  국내 연습생의 해외 진출을 비롯, 국내 트레이닝 제도 기반의 해외 로컬 아티스트 데뷔를 통한 새로운 성장 모멘텀

**한류로 인한 총 수출액 추이**



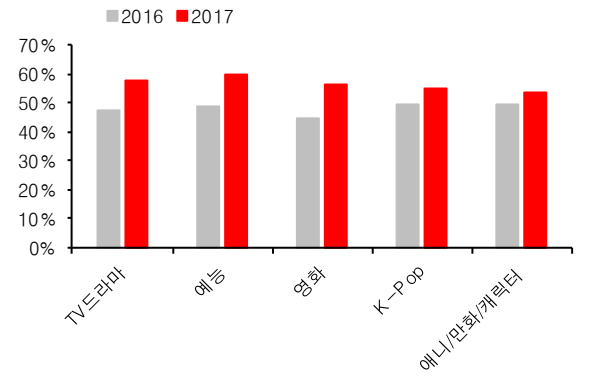

자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

**K-pop 관련 검색 트렌드**



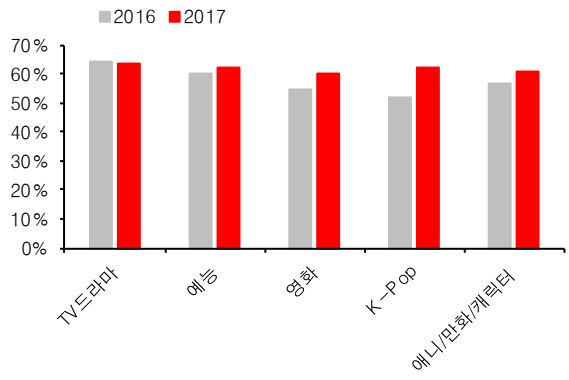

자료: Google, 유진투자증권

**온라인을 통한 한국 콘텐츠 주요 접촉 확대**




자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

**TV를 통한 한국 콘텐츠 주요 접촉은 비슷**




자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

**관심주: 에스엠(041510.KQ), JYP(035900.KQ), 와이지엔터(122870.KQ)**

## 에스엠(041510.KQ): 목표주가 59,000원, 투자의견 BUY 제시

### 에스엠 목표주가 산정 식

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 41.5 | 12개월 Forward 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 32.2 | 2013~2014년 동사의 평균 PER |
| **③기업가치** | **1,336** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 22,939,251 | |
| 주당가치 (원) | 58,559 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **59,000** | |
| 상승여력 (%) | 24.9% | |
| 현재주가 (원) | 47,250 | |

자료: 유진투자증권

## JYP(035900.KQ): 목표주가 44,000원, 투자의견 BUY 제시

### JYP 목표주가 산정 식

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 40.2 | 2019년 예상 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 38.0 | 2012년 에스엠의 PER의 상단 |
| **③기업가치** | **1,529** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 34,889,135 | |
| 주당가치 (원) | 43,820 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **44,000** | |
| 상승여력 (%) | 22.1% | |
| 현재주가 (원) | 36,050 | |

자료: 유진투자증권

## 와이지엔터(122870.KQ): 목표주가 49,000원, 투자의견 BUY 제시

### 와이지엔터 목표주가 산정 식

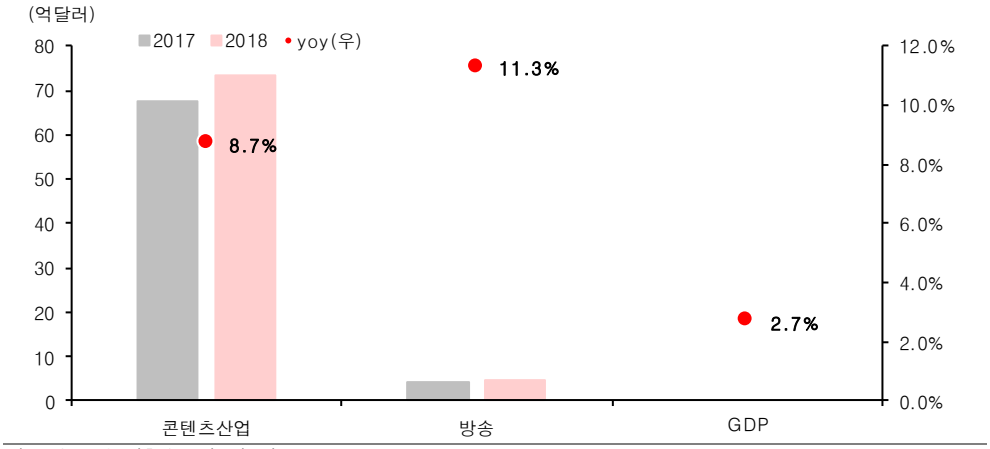
| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 34.8 | 2020년 예상 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 25.7 | 2014년 동사의 평균 PER에서 시간가치에 따른 할인율 25% 적용 |
| **③기업가치** | **894** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 18,185,709 | |
| 주당가치 (원) | 49,167 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **49,000** | |
| 상승여력 (%) | 20.1% | |
| 현재주가 (원) | 40,800 | |

자료: 유진투자증권

**한류의 현주소: 국내 GDP 2018년 2.7% 성장 전망, 국내 콘텐츠 산업과 방송산업의 수출액은 각각 8.7%, 11.3% 성장 예상**

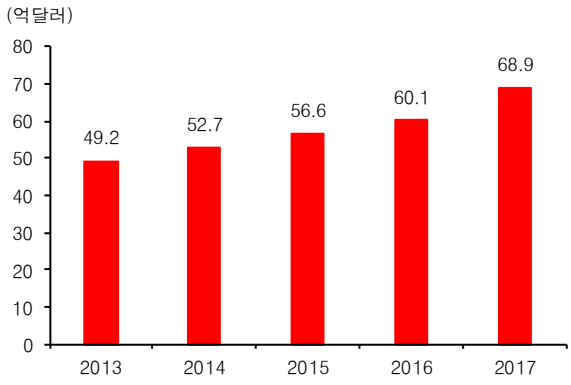
- 초창기 한류의 열풍을 이끌었던, 중국과 일본에서의 한류 열풍이 성숙기에 도달함에 따라 한류의 지속가능한 성장에 대한 의문과 우려감이 있다. 그러나 한류열풍은 이제 동아시아를 넘어 아시아 전역으로, 더 나아가 남미, 유럽, 북미 등 지역을 확대해나가고 있을 뿐, 한류가 성숙기에 도달했다는 결론은 지나친 비약이다. 국내 GDP가 2018년 2.7%의 성장이 전망되는 것과 비교해 국내 콘텐츠 산업과 방송산업의 2018년 수출액은 각각 8.7%, 11.3% 성장이 예상된다. 따라서 **전 세계 각국으로 뻗어나가고 있는 한류는 의심의 여지가 없다.**

콘텐츠 산업 수출액 및 국내 GDP 성장률 비교



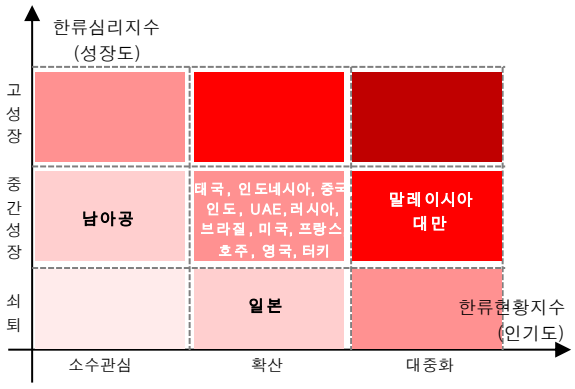

자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

국내 콘텐츠산업 수출액 추이




자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

국가별 한류지수 현황

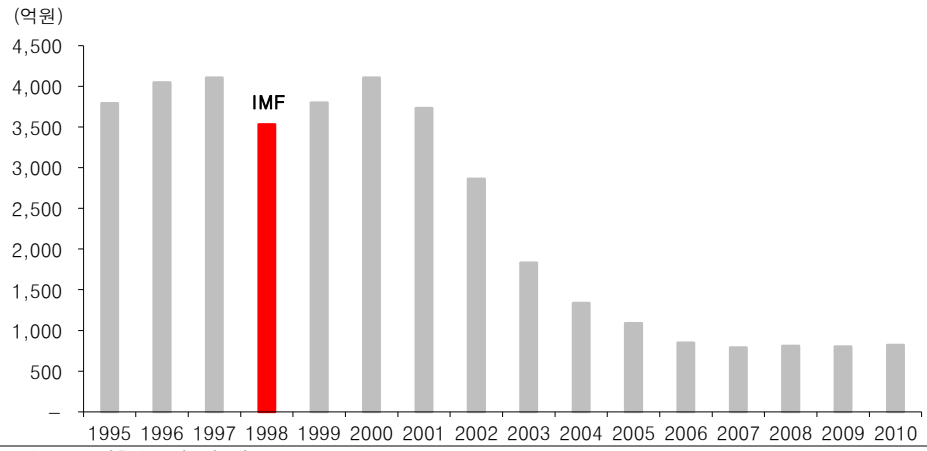



자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

## 한류의 시작: IMF위기가 기회로, 아시아를 넘어 세계로

- **IMF 이후 국내 음악산업의 구조적 침체는 음반관련 기업들이 해외진출을 촉진하는 촉매가** 되었다. 특히 당시 금융위기 타개를 위한 IMF 구제금융의 조치가 국내 주요 산업 부문의 소비시장 개방, 신흥 시장에 대한 투자 확대는 한류가 성장할 수 있는 기반을 마련하는 계기였다.
- 한국의 문화바람을 의미하는 '한류'의 어원은 중국 내에서 해외 문화의 유입에 대한 우려로 사용된 한류(寒流)의 변형, 한국 정부가 한국 문화열풍을 전 세계로 확대하기 위해 사용한 단어라거나 의견이 분분하다. 그러나 한류가 최초로 사용된 시기에 관해서는 대체적으로 1990년대 이후라는데 공통된 의견을 보이고 있다. 해당 시기에 한국 문화의 해외진출이 본격화되었기 때문이다. **아시아 중심으로 성장해온 한류 열풍은 유튜브, 페이스북 등 SNS와 IT 기술 개발에 따른 간접진출 확대로 한국을 넘어 전 세계로 활동영역을 확대**하고 있다. **빌보드 1위에 오르며 전 세계적인 신(新) 한류열풍을 이끌고 있는 BTS는 우연한 성공으로 치부할 수 없다.**

한국 음반 시장 규모 추이: 1998년 감소, 이후 급감




자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

중국 내 '사랑이 뭐길래' 방영 보도 모습




자료: MBC, 유진투자증권

일본 내 '겨울연가' 방영 당시 방일한 배용준

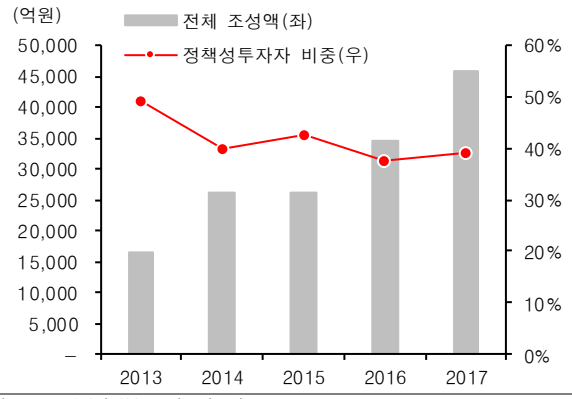


자료: 언론보도, 유진투자증권

## 한류의 성공요인: 한국의 역사, 문화, 사회현상을 모두 종합해서 살펴봐야

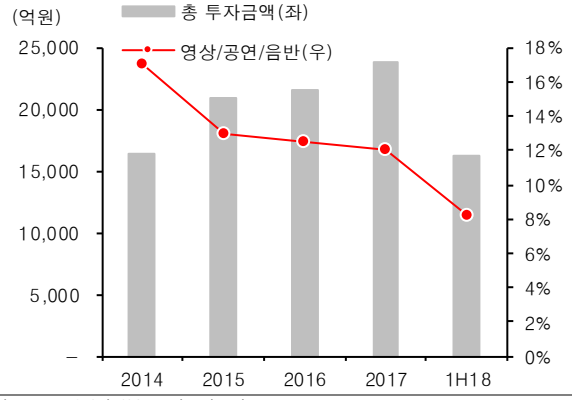
| | |
|---|---|
| **1) 역사적 관점** | ▪ **억압과 침략이 주를 이뤘던 이러한 근현대사**는 우리나라의 대중문화가 억압으로부터의 탈피와 불굴, 자유에 대한 의지를 내포하도록 했다. 이후 한국의 경제성장, 문화의 성숙, 자유로운 사회적 환경의 조성은 **자유를 표출하는 한류만의 독특한 특성으로 발현됐고, 세계적인 공감대 형성**을 이끌어 냈다. 1993년 서태지와 아이들의 2집 앨범 타이틀 곡 '하여가'는 기성세대의 간섭에 대한 불만, 1994년 3집의 '교실이데아'에는 학교교육을 비판하는 등 억압하는 것들로부터 자유를 갈망하는 곡을 통해 문화 대통령으로 만들었다. 또한 BTS에서는 10대 청소년들을 억압하는 것들로부터 스스로를 지키겠다는 의지를 담은 그룹명 '방탄소년단'에서부터 엿볼 수 있으며, 청소년의 자유를 향한 곡은 세계적인 인기를 끌고 있다. |
| **2) 정서적 관점** | ▪ 시대를 걸쳐 전해 내려오는 **한국의 정서에는 대표적으로 가족애, 정, 가부장주의를 예**로 들 수 있다. 한국 드라마가 초기 태동기부터 동아시아를 중심으로 빠르게 확산될 수 있었던 이유 중 하나는 아마 한국적 정서에 대한 관심과 공감에서 비롯됐다고 판단한다. 유교적인 특성으로 인해 겪게 되는 세대간의 갈등은 가족애를 중시하는 한국적 문화에서 발생할 수 있는 가족 내의 갈등상황이고, 서로를 이해하면서 해소되는 결말은 한국적인 기승전결의 스토리를 만들어 내고 있기 때문이다. |
| **3) 사회적 관점** | ▪ 사전검열제도 당시에는 한국 문화에서 외래 문화의 유입이 원천적으로 차단되어왔다. 해외의 팝은 한국 문화를 해치는 조속한 문화로 치부됐고, 1992년 데뷔한 '서태지와 아이들' 조차도 기존의 한국적 정서와 기성세대의 문화에 대한 도전으로 폄하되었다. 그러나 **문화 콘텐츠에 대한 사전심의제도는 한국 음악과 영화 등에서 은유, 비유 등의 표현 방법을 발달시키는 촉매**가 됐다. 한국의 대중 가요는 심의를 통과하기 위해 비유적인 표현의 활용이 극대화 됐기 때문이다. 이러한 한국 문화의 특성은 사회주의 이데올로기를 채택하고 있는 중국에서 간접적인 방식으로 자유라는 이데올로기를 표현하는 K-pop이 인기를 끌 수 있는 하나의 요인으로 작용한 것으로 판단한다. |
| **4) 정책적 관점** | ▪ 한류는 문화를 넘어 한국산 상품의 수출 확대에도 기여하고 있어, 정부에서도 한류를 문화현상으로 국한하지 않고 기간산업화하려는 노력을 지속해 왔다. 최근에는 문화산업을 '굴뚝없는 공장'으로 지칭하며, 정부차원에서 양질의 콘텐츠의 수급을 위한 모태펀드 출자로 투자를 확대하고 있다. |

### 주체별 벤처조합 출자금액 추이




자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권
주: 정책성출자자=정부기관, 산업은행, 성장사다리 펀드, 지자체, 공적기금

### 총 투자금액 및 문화분야 투자 추이




자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권
주: 2018년 상반기 감소된 부분은 문화분야 내 게임 투자 비중이 증가했기 때문

## 한류의 현재: 온라인 플랫폼의 성장과 한국어에 대한 관심 증가 속, 성장 여력 여전해

- 장르성을 인정받지 못해온 케이팝에 대한 재평가를 위해서는 아티스트 BTS가 수상한 빌보드 상에 주목할 필요가 있다. BTS가 2년 연속으로 수상한 상은 '탑 소셜 아티스트' 상으로 SNS에서의 영향력을 바탕으로 수상자가 정해진다는 특성이 있다. BTS의 수상에서 주목해야하는 것은 **미디어 산업에서 SNS의 영향력이 매우 커지고 있고, 온라인 미디어만을 활용해도 충분히 글로벌 인지도를 높일 수 있음을 증명한 사례라는 점**이다. OTT(Over the Top)와 SNS의 활성화로 한국 문화는 더 이상 마이너들만의 문화가 아닌 전 세계가 공감할 수 있는 문화로 변모하고 있다. 2012년 강남스타일의 전 세계적인 인기, SNS를 활용한 마케팅에 성공한 글로벌 아티스트 BTS(방탄소년단)은 새로운 한류 확산의 기폭제가 될 것이다.
- **국내 유학생의 증가는 한류에 대한 관심이 한글이라는 언어에 대한 관심으로의 확대, 한국 문화 전반으로 확대되는 과정**을 여실히 보여준다. 일본 애니메이션(문화)에 대한 전 세계적인 인기가 일본어 학습으로 이어졌던 것처럼 한국 문화는 이제 전 세계를 무대로 화려한 데뷔를 준비하고 있을 뿐이다. 언어는 한 국가의 문화를 이해하는 근간이기 때문이다. 특히 한국어라는 자국어를 보유하고 있는 대한민국에서 언어의 위상은 여타 국가와 비교하기 어렵다.

**2017년 빌보드 탑 소셜 아티스트상 수상**



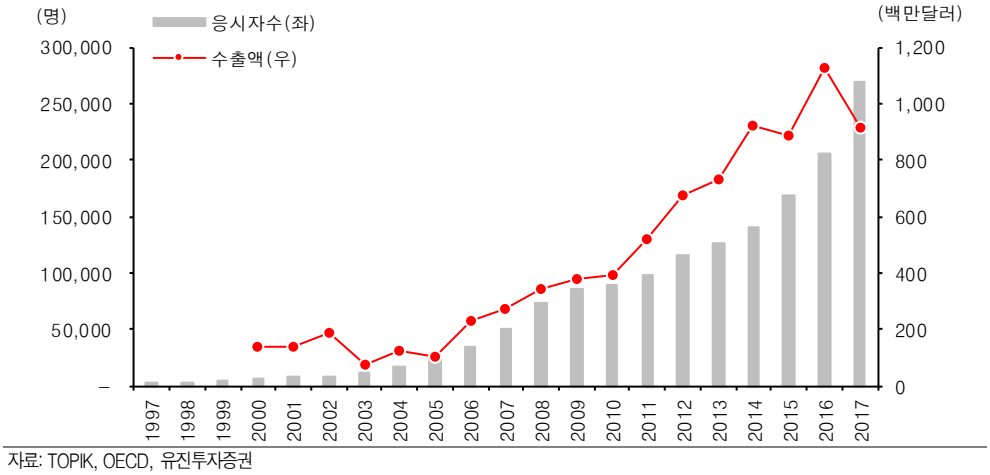

자료: 언론보도, 유진투자증권

**빌보드 탑 소셜 아티스트 상 2년 연속 수상**



자료: 언론보도, 유진투자증권

**한국어 능력시험 지원자 수 추이**



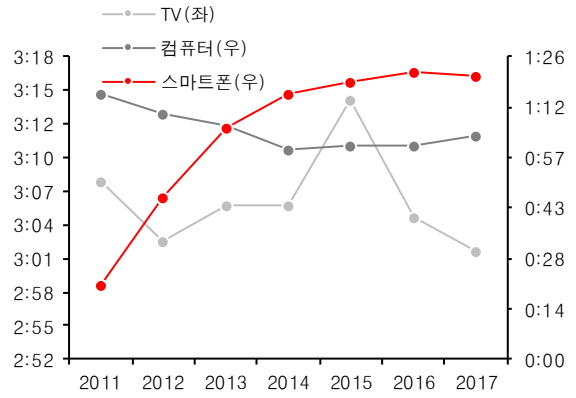

자료: TOPIK, OECD, 유진투자증권

주: OECD의 Personal, cultural, and recreational service는 Audio-visual(영화, 비디오, 라디오, TV프로그램, 뮤지컬 등)과 Artistic related service(배우, 가수, 댄서, 작가, 작곡가, 모델 등을 포함)

## 한류의 미래: 미디어 이용수단의 변화 물결과 OTT, MCN의 성장. 그럼에도 결국은 콘텐츠가 답

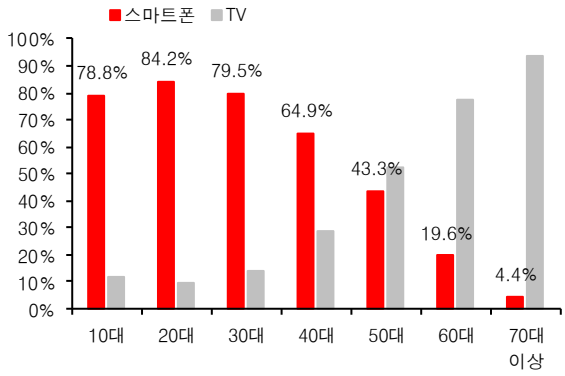
- **미디어 산업의 본질은 플랫폼이 아니라 콘텐츠에 있다.** 플랫폼의 지배력이 강화되는 상황에서, 플랫폼의 경쟁력은 양질의 콘텐츠를 얼마나 많이 유통하는가와 직결되기 때문이다. 당사가 국내 미디어 산업이 여전히 우상향할 것이라고 판단하는 이유다. **국내 영화/드라마 부문의 콘텐츠 제작 능력은 이미 세계적인 수준**이라 할 수 있다. 드라마는 중국을 비롯한 동남아시아, 넷플릭스에 이미 콘텐츠를 제공했고, 영화도 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작(영화 '옥자') 등을 통해 성공 가능성을 이미 확인했다.
- OTT는 Over The Top의 줄임말로 일반적으로는 셋톱박스(Top) 없이 온라인을 통해 시청하는 것을 지칭하지만, 포괄적으로는 온라인을 통해 시청하는 방송 서비스 전체를 의미한다. **OTT 사업의 핵심 역량 중 하나가 다량의 콘텐츠 확보 능력**이다. 온라인을 통해 소비되는 **콘텐츠의 경우 방대한 라이브러리 보유에 따른 재고관리, 물류비가 전무하기 때문에 다량의 콘텐츠 확보가 곧 경쟁력으로 이어지기 때문**이다.
- MCN은 다중 채널 네트워크(Multi-Channel Network)를 의미하는 말로 1인 방송 창작자들을 종합적으로 관리해주는 일종의 매니지먼트 서비스를 의미한다. MCN의 성장에 주목해야 하는 것은 **1) 인플루언서(Influencer)의 영향력 확대, 2) 창작자들의 권한 확대, 3) 1인 콘텐츠의 OSMU(One Source Multi Use) 가능성, 4) 다양한 주제에 대한 자유로운 방식을 통한 소통 콘텐츠 제작** 등 대기업형 콘텐츠 제작업체들이 선도해오던 미디어 산업에 변화를 이끌고 있기 때문이다.

**스마트폰을 활용한 미디어 이용 시간 증가**



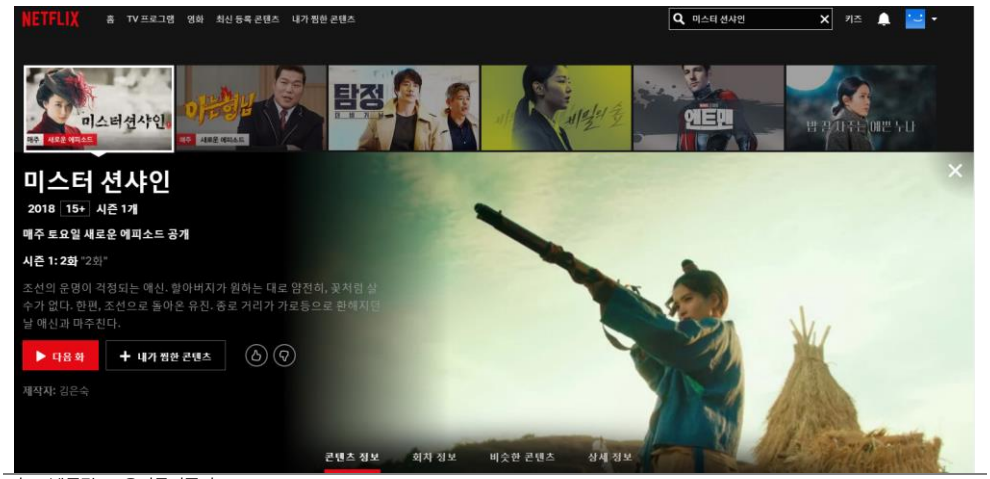

자료: 정보통신정책연구원, 유진투자증권

**연령별 일상생활 필수 매체: 스마트폰이 필수 매체로 자리매김**




자료: 정보통신정책연구원, 유진투자증권

**넷플릭스에 공급되고 있는 '미스터 션샤인'**




자료: 넷플릭스, 유진투자증권

# Contents


Summary 4

I. 한류, 끝나지 않은 이야기 16
1. 한류의 현주소
2. 한류의 시작
3. 한류의 성공요인

II. 한류의 현재 26
1. 새롭게 성장하는 한류

III. 한류와 한국 미디어의 미래 37
1. 한류의 미래를 가늠하기 위한 한국 미디어 산업의 이해
2. OTT 와 MCN 의 등장
3. 미디어 커머스, 새로운 수익 창출원
4. 한류의 확산 여력 여전히 높다

IV. 결론은 콘텐츠 57
1. 변화의 바람에도 콘텐츠가 핵심
2. 굴뚝없는 공장 = 문화콘텐츠 산업
3. 콘텐츠의 다양한 OSMU
4. 결론 및 추천주
5. Valuation Table

기업분석 63
CJ ENM(035760.KQ)
스튜디오드래곤(253450.KQ)
에스엠(041510.KQ)
JYP(035900.KQ)
와이지엔터(122870.KQ)

# I. 한류, 끝나지 않은 이야기

## 1. 한류의 현주소

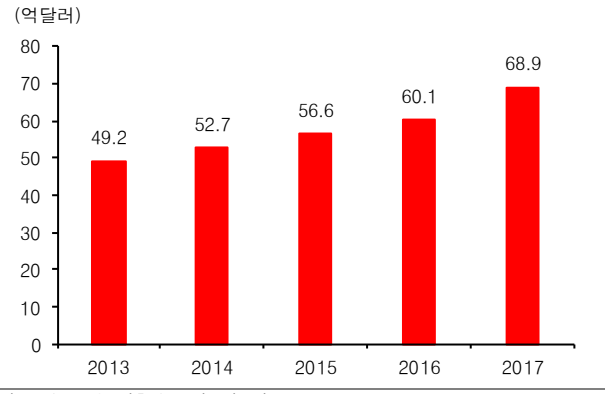
**국내 경제 성장 둔화에도 콘텐츠산업 수출액 고성장**

일본과 중국의 동아시아를 중심으로 성장한 한류의 성공 스토리는 일본의 혐한기류, 사드로 촉발된 중국과의 정치적 규제로 인해 성장의 큰 축이 주춤해진 것이 아닌가라는 우려가 지속되고 있다. 한류열풍은 태국, 인도네시아 등 동아시아와 남미, 유럽, 미국 등의 시장으로 확대 중이지만, 진출 지역이 확대되면서 한류 열풍의 세기는 다소 둔화되고 있기 때문이다.

하지만 한국의 콘텐츠산업(드라마, 음악, 게임 등)은 한국 경제 성장의 둔화에도 불구하고 지속적인 성장세를 기록하고 있는 산업으로 각광받고 있으며, 한류의 핵심 콘텐츠인 음악 부문의 수출액은 여전히 고성장을 보이고 있다.

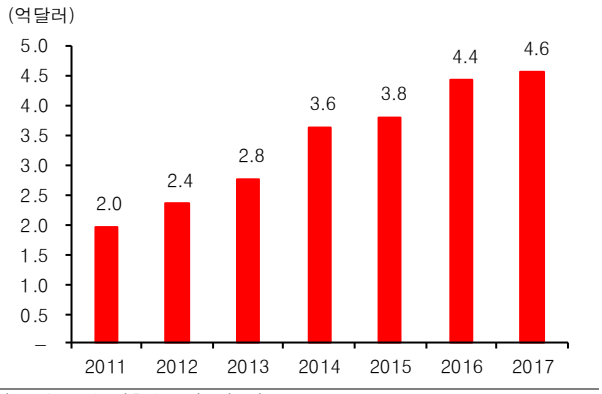
따라서 한류의 근원이 되는 한국 문화 산업의 경쟁력을 통해, 전 세계적인 문화로 자리매김할 수 있는 한류의 성장 여력을 살펴볼 필요가 있다.

도표 1 국내 콘텐츠산업 수출액 추이



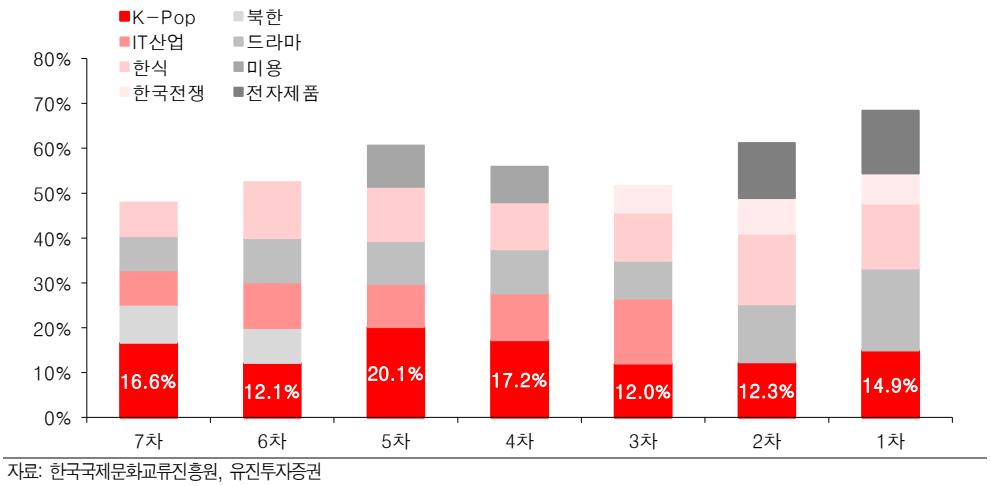

자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

도표 2 국내 음악 콘텐츠 수출액 추이




자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

도표 3 외국인들 대상으로 한 한국하면 떠오르는 연상 이미지에 대한 결과




자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권
주: 1차 2012.02, 2차 2012.11, 3차 2014.02, 4차 2014.11, 5차 2015.11, 6차 2016.11, 7차 2017.11 조사 결과

한류가 초창기에 동아시아(일본, 중국)를 중심으로 확산할 수 있었던 것은 '유교' 문화를 공유하는 문화적 공통분모의 영향이 컸다. 유교는 한국 드라마, 영화, 음악 등의 기반이 되는 문화로 이에 대한 거부감이 적은 일본, 중국을 통해 한류의 성장 기반이 마련됐기 때문이다.

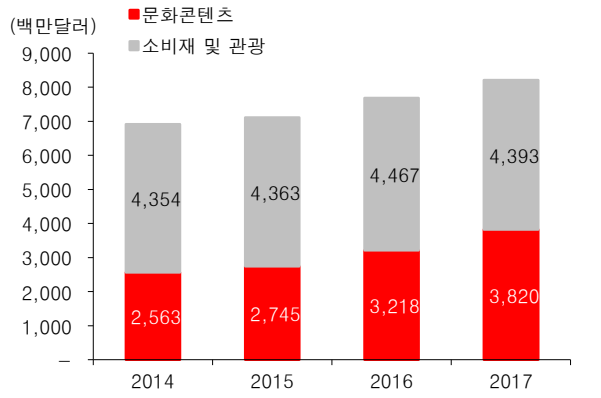
국내 GDP 성장 +2.7%
Vs.
콘텐츠 수출 성장 +8.7%
방송 수출 성장 +11.3%

초창기 한류의 열풍을 이끌었던, 중국과 일본에서의 한류 열풍이 성숙기에 도달함에 따라 한류의 지속가능한 성장에 대한 의문과 우려감이 있다. 그러나 한류열풍은 이제 동아시아를 넘어 아시아 전역으로, 더 나아가 남미, 유럽, 북미 등 지역을 확대해나가고 있을 뿐, 한류가 성숙기에 도달했다는 결론은 지나친 비약이다. **국내 GDP가 2018년 2.7%의 성장이 전망되는 것과 비교해 국내 콘텐츠 산업과 방송산업의 수출액은 각각 8.7%, 11.3% 성장이 예상**된다. 따라서 **전 세계 각국으로 뻗어나가고 있는 한류는 의심의 여지가 없다.**

특히 한류가 단순히 한국 문화에 대한 관심의 표출에서 그치지 않는다는 점에서, 수출 중심의 국내 산업구조에서 중요한 요소로 자리매김하고 있다. 구글을 통해 검색되는 한류, 한국 드라마에 대한 검색 트렌드가 국내 여행수지, 서비스 수입과 높은 연관관계를 보이고 있고, 한류를 통해 성장기를 맞이하고 있는 K-뷰티 제품의 수출에도 밀접하게 관련되기 때문이다.

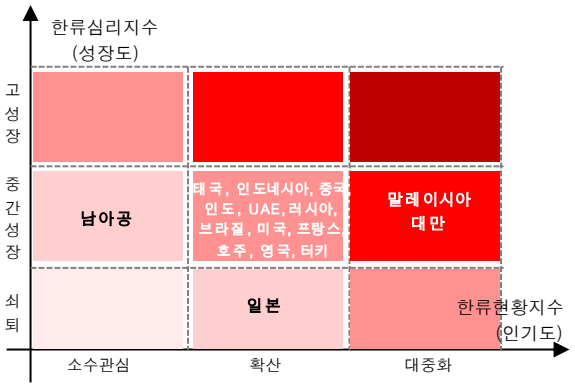
최근 한류지수가 '소수관심'기에서 '확산'기로 나아가고 있는 터키와 남아프리카공화국 향(向) 국내 화장품 수출이 한류에 대한 인터넷 검색 증가와 함께 확대되고 있는 점은 한류가 한국 제품에 대한 수출을 견인하는 하나의 요소라는 점을 보여주고 있다.

**도표 4 한류로 인한 총 수출액 추이**



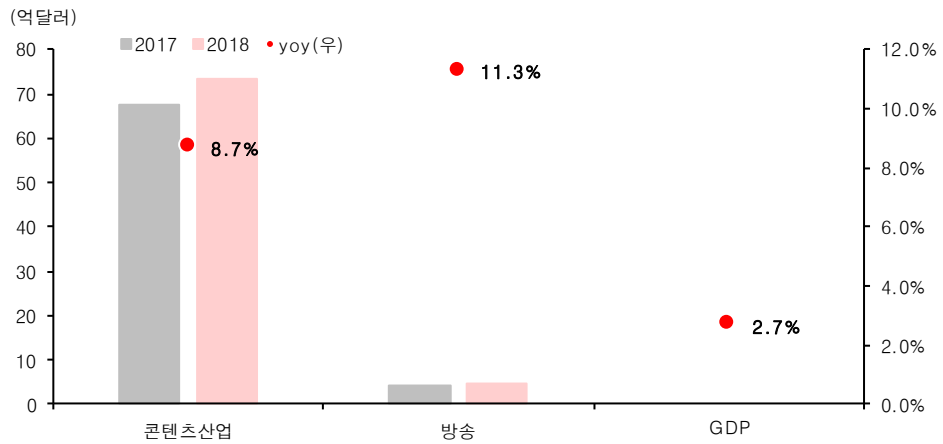

자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

**도표 5 국가별 한류지수 현황**



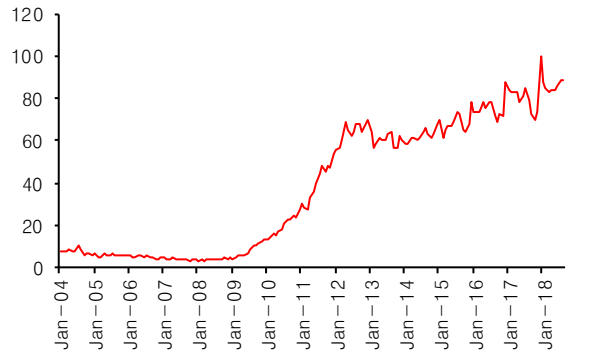

자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

**도표 6 콘텐츠 산업 수출액 및 국내 GDP 성장률 비교**



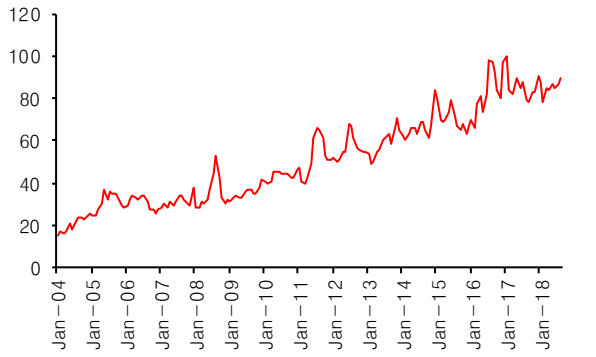

자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

도표 7 K-pop 관련 검색 트렌드



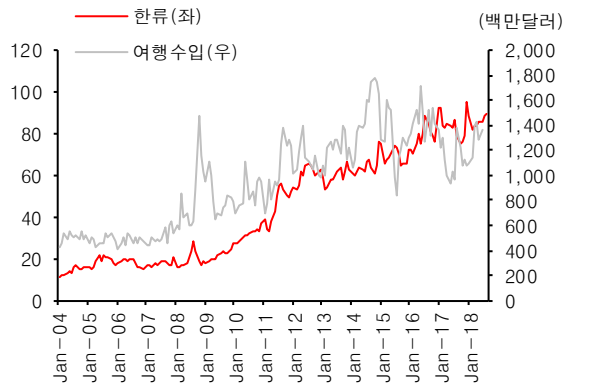

자료: Google, 유진투자증권

도표 8 한국드라마 관련 검색 트렌드



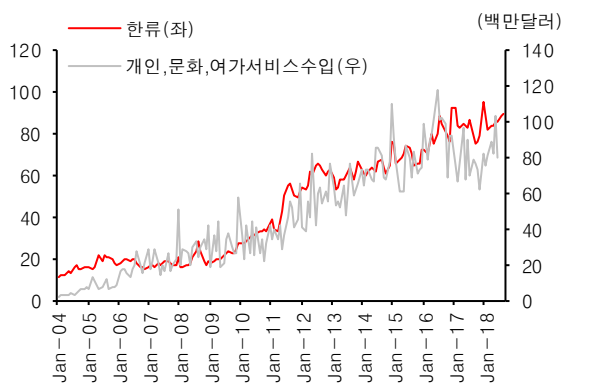

자료: Google, 유진투자증권

도표 9 한류 검색 트렌드/여행수입, 상관관계 0.82



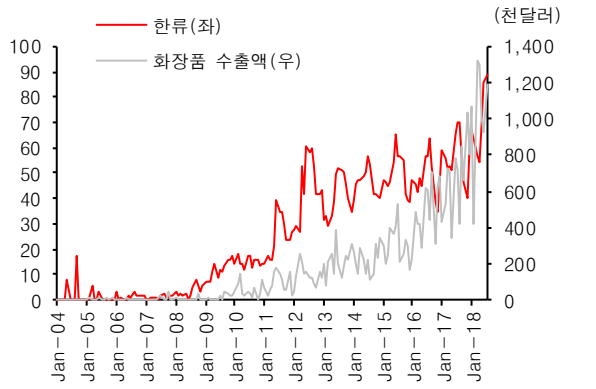

자료: Google, 한국은행, 유진투자증권

도표 10 한류 검색 트렌드/서비스수입, 상관관계 0.92



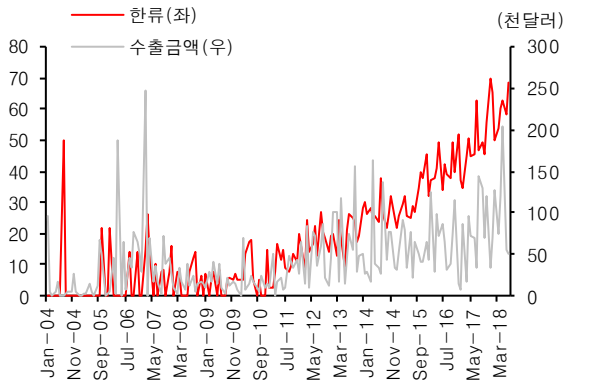

자료: Google, 한국은행, 유진투자증권

도표 11 터키 한류 검색 및 화장품 수출액 추이




자료: Google, 수출입무역통계, 유진투자증권

도표 12 남아공 한류 검색 및 화장품 수출액 추이




자료: Google, 수출입무역통계, 유진투자증권

## 2. 한류의 시작

### 1) IMF, 위기가 기회로

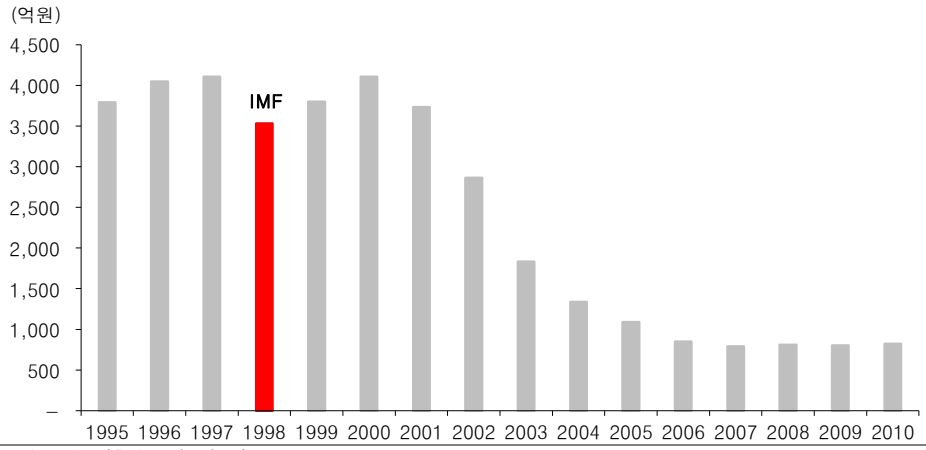
IMF 이후 국내 음악산업 구조적 침체로 해외진출 가속화

한국 문화가 세계로 눈을 돌리게 된 계기는 동아시아 금융위기와 한국의 IMF 구제금융이 이뤄진 1998년이었다. 국내의 음반산업은 IMF 이전인 1997년 말까지 지속적인 상승세를 보여왔다. 물리적 음반(카세트, 악보, CD 등) 산업의 규모로 보면 베스트셀러 앨범이 200~300백만장 이상 판매됐고, 100만장 이상이 판매되는 밀리언셀러 앨범도 연간 2, 3개씩 발매되어왔다. 당시에는 급성장을 지속하는 국내 음반산업으로 인해 국내 기업들의 해외진출은 활발히 이뤄지지 않았다.

**그러나 IMF 이후 국내 음악산업의 구조적 침체는 음반관련 기업들이 해외진출을 촉진하는 촉매**가 되었다. 특히 당시 금융위기 타개를 위한 IMF 구제금융의 조치가 국내 주요 산업 부문의 소비시장 개방, 신흥 시장에 대한 투자 확대는 한류가 성장할 수 있는 기반을 마련하는 계기였다.

**물론 국내 음반 산업의 정체가 MP3의 보급과, IT기술 확대에 따른 디지털 음원의 성장이라는 전 지구적 현상의 영향**도 있었으나, 사실상 **위기의 상황에서 찾아 낸 해외 진출이라는 신 성장동력 발굴을 통해** K-pop과 한류 열풍이 시작되었다고 평가한다.

도표 13 **한국 음반 시장 규모 추이: 1998년 감소, 이후 급감**




자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

### 2) 아시아를 넘어 세계로

한국의 문화바람을 의미하는 '한류'의 어원은 중국 내에서 해외 문화의 유입에 대한 우려로 사용된 한류(寒流)의 변형, 한국 정부가 한국 문화열풍을 전 세계로 확대하기 위해 사용한 단어라거나 의견이 분분하다. 그러나 한류가 최초로 사용된 시기에 관해서는 대체적으로 1990년대 이후라는데 공통된 의견을 보이고 있다. 해당 시기에 한국 문화의 해외진출이 본격화되었기 때문이다.

중국에서는 1993년 한국 드라마 <질투>, 1997년 <사랑이 뭐길래>의 방영과 함께 한국 드라마의 수출이 본격화 되었고, H.O.T의 앨범이 중국에서 발매되기도 했다. 일본에서는 2003년 수출된 드라마 <겨울연가>를 통해 한류가 본격화되기 시작했다. 당시 드라마 촬영지는 물론 방한일본인 관광객 수가 급증하는 등 긍정적인 효과도 이어졌다. 1997년 가수 클론은 대만에 진출해 성공적으로 콘서트를 개최하면서 한류 열풍의 지평을 열었다.

아시아 중심으로 성장해온 한류 열풍은 유튜브, 페이스북 등 SNS와 IT 기술 개발에 따른 간접진출 확대로 한국을 넘어 전 세계로 활동영역을 확대하고 있다. 빌보드 1위에 오르며 전 세계적인 신(新) 한류열풍을 이끌고 있는 BTS는 우연한 성공으로 치부할 수 없다.

국적을 초월해 세계적인 공감대를 얻을 수 있는 한국 문화의 독특성, 지속가능성으로 인한 성공요인은 어디서 찾아볼 수 있을까?

도표 14 중국 내 '사랑이 뭐길래' 방영 보도 모습




자료: MBC, 유진투자증권

도표 15 일본 내 '겨울연가' 방영 당시 방일한 배용준



자료: 언론보도, 유진투자증권

## 3. 한류의 성공요인

### 1) 역사적 관점: 억압의 역사, 자유와 창조를 향한 갈망

침략과 지배, 억압의 역사 → 자유를 표출하는 한류 특성으로 발현

**한류 열풍의 기반에는 한국 문화의 독특한 특성이 자리매김** 할 수 밖에 없다. 한류는 한국의 대중문화를 중심으로 파생된 문화이기 때문이다. 특히 한 나라의 대중문화가 형성되는데 있어서 가장 큰 영향을 미치는 것은 시대적 배경이 되는 역사적 상황이다. 따라서 한국이 겪어온 역사적 상황에 대한 이해가 필요하다.

한국의 근현대 역사는 침략과 지배, 억압의 역사로 정의할 수 있다. 한국 문화의 기반에는 국가를 잃고 식민지배를 받은 역사, 중국 및 열강의 침략과 이념의 대립이 난무했던 시대적 환경, 1970년대 군사문화와 1980년대 민주화운동을 통해 표출된 자유의 열망 등이 자리하고 있다.

억압과 침략이 주를 이뤘던 이러한 근현대사는 우리나라의 대중문화가 억압으로부터의 탈피와 불굴, 자유에 대한 의지를 내포하도록 했다. 이후 **한국의 경제성장, 문화의 성숙, 자유로운 사회적 환경의 조성은 자유를 표출하는 한류만의 독특한 특성으로 발현됐고, 세계적인 공감대 형성**을 이끌어 냈다.

1993년 서태지와 아이들의 2집 앨범 타이틀 곡 '하여가'는 기성세대의 간섭에 대한 불만, 1994년 3집의 '교실이데아'에는 학교교육을 비판하는 등 억압하는 것들로부터 자유를 갈망하는 곡을 통해 문화 대통령으로 만들었다. 또한 BTS에서는 10대 청소년들을 억압하는 것들로부터 스스로를 지키겠다는 의지를 담은 그룹명 '방탄소년단'에서부터 엿볼 수 있으며, 청소년의 자유를 향한 곡은 세계적인 인기를 끌고 있다.

도표 16 '서태지 붐'에 대한 1992년 당시 전문가들의 분석: 10대의 내면을 리듬으로 표출하는 역동성


'서 태 지' 사 태
전문가 11명 원인분석
"강한 자극 요구하는 10대 생체리듬에 딱맞아"
지금, 서태지와 아이들의 인기폭발은 하나의 '사태'라고 말할 수밖에 없다. 이 사태는 가히 폭풍우와 같다. 그들의 위치는 무대가 아니라 거리이다. 도시전체를 휩쓸고 다니는 것이다. 그들의 음악은 기성인의 어떤 속박도 없는 음악이다. 그들은 10대의 음악이법으로 10대에게 직접 호소한다. 그것은 10대의 생체리듬일 수도 있다. 이 현상을 어떻게 설명할 수 있을까? 각계 전문가들을 통해 '서태지와 아이들 신드롬'을 진단해 본다. (편집자)
이택천 (가요평론가)
송창의 (MBCTV '특종! TV연예' PD)
김수철 (가수)
이현 (디자이너)
이재석 (청화방송 대중음악담당PD)
김정수 (MBC 라디오 대중가요 담당PD)
신권철 (MBC FM '윤상의 밤의 디스크 쇼' PD)
신애라 (탤런트)
김재형 (제일기획 CF감독)
김완중 (분장사)
김재상 (MBCTV '일요일 일요일 밤에' 작가)

자료: TV저널, 유진투자증권

### 2) 한국적 정서: 가족애, 정, 가부장주의

한국 문화 콘텐츠에는 한국적 정서도 내포하고 있다. 시대를 걸쳐 전해 내려오는 **한국의 정서에는 대표적으로 가족애, 정, 가부장주의**를 예로 들 수 있다.

한국적 정서
→ 유교문화권 내 공감과 한국적 기승전결 스토리

**한국 드라마가 초기 태동기부터 동아시아를 중심으로 빠르게 확산될 수 있었던 이유 중 하나는 아마 한국적 정서에 대한 관심과 공감에서 비롯됐다고 판단**한다. 1990년대 중국 내 한국 드라마 열풍은 중국의 사회주의 체제와 대비되는 한국 문화에 대한 관심과 한국인들이 친구들과 나누는 우정, 한 지붕아래 삼대가 함께 살면서 보여지는 가족애에 대한 동경이 자리하고 있다.

또한 순수한 주인공이 겪게 되는 난관과 이를 헤쳐나가는 과정, 궁극적으로 주인공 주변 사람들의 동정(공감)과 아련함은 한국 문화의 대표적인 특성으로 볼 수 있다.

이러한 한국 문화의 특성은 전 세계 문화콘텐츠 시장을 선도하고 있는 고전적 할리우드의 선과 악의 대립이라는 이분법적 사고와 차이가 있다. 유교적인 특성으로 인해 겪게 되는 세대간의 갈등은 가족애를 중시하는 한국적 문화에서 발생할 수 있는 가족 내의 갈등상황이고, 서로를 이해하면서 해소되는 결말은 한국적인 기승전결의 스토리를 만들어 내고 있기 때문이다.

### 3) 사전검열/심의제도: 은유와 비유의 발달

사전검열제도
→ 표현의 방식에 은유와 비유가 발달

한국의 문화발달에는 정부의 '사전검열제도'도 중대한 영향을 미쳤다. 1920년대 영화가 제작되면서 당시 영화에 대한 사상적 통제가 시작되었으며, 해방 이후로도 영화는 '공연윤리위원회'의 검열이 1996년까지 지속되었다.

음악도 '음반 사전심의제도'가 1996년 6월 7일 폐지되기 까지 60년간 이어져 왔다. 음반 사전심의제도는 퇴폐, 국가안보에 영향을 미치는 음악들을 사전에 심의하고, 방송불가 판정을 하는 결과를 초래했다. 1975년도에는 한 해에만 225곡이 금지곡 명단에 오르기도 했다.

사전검열제도 당시에는 한국 문화에서 외래 문화의 유입이 원천적으로 차단되어왔다. 해외의 팝은 한국 문화를 해치는 조속한 문화로 치부됐고, 1992년 데뷔한 '서태지와 아이들' 조차도 기존의 한국적 정서와 기성세대의 문화에 대한 도전으로 폄하되었다.

그러나 문화 콘텐츠에 대한 사전심의제도는 한국 음악과 영화 등에서 은유, 비유 등의 표현 방법을 발달시키는 촉매가 됐다. 한국의 대중 가요는 심의를 통과하기 위해 비유적인 표현의 활용이 극대화 됐기 때문이다. **이러한 한국 문화의 특성은 사회주의 이데올로기를 채택하고 있는 중국에서 간접적인 방식으로 자유라는 이데올로기를 표현하는 K-pop이 인기를 끌 수 있는 하나의 요인으로 작용한 것으로 판단**한다.

### 4) 다국적 멤버: 글로벌 시장을 지향

한류 열풍의 중심인 K-pop의 급성장을 만들어낸 시스템의 핵심은 '아이돌 시스템'이다. 한국의 '아이돌 시스템'은 연습생을 발탁하고, 매니지먼트 회사는 노래, 춤, 연기 등의 트레이닝에 투자해 아이돌 가수를 데뷔시키는 형태이다. 아이돌 스타는 데뷔 이전부터 연습생으로서 체계적으로 계획되고, 각개의 전문가의 트레이닝을 통해 최고 수준의 아티스트로서 앨범을 발매하게 된다.

한국의 독특한 매니지먼트 시스템은 아이돌 가수의 데뷔 이전부터 글로벌을 지향하고 있다. 이미 주요 아이돌 그룹은 다양한 국적의 멤버들을 합류시키고 있다. 글로벌 멤버의 영입이 곧 글로벌을 지향하는 것은 아니지만 다양한 언어를 구사하는 멤버의 영입은 해당 국가의 방송 출연, 인터뷰 등을 보다 용이하게 만든다.

주요 아이돌 그룹의 멤버가 한국인으로만 구성된 그룹을 찾아보기 어렵고, 중국, 일본, 태국 등 한류 열풍이 거센 지역의 멤버가 포함된 것은 단순히 구성원의 월등한 실력에서만 이유를 찾을 수는 없다.

도표 17 외국인 멤버 그룹

| 그룹명 | 외국인 멤버 | 외국인 멤버 수 | 전체 멤버 수 |
|---|---|---|---|
| 엑소 | 레이(중국), 루한(중국), 타오(중국), 크리스(중국계 캐나다) | 1(4) | 9(12) |
| 트와이스 | 모모(일본), 미나(일본), 사나(일본), 쯔위(대만) | 4 | 9 |
| 블랙핑크 | 리사 (태국), 로제 (뉴질랜드 교포) | 2 | 4 |
| 세븐틴 | 조슈아(미국), 준(중국), 디에잇(중국), 버논(미국 이중국적) | 4 | 13 |
| 워너원 | 라이관린(대만) | 1 | 11 |
| 우주소녀 | 성소(중국), 선의(중국), 미기(중국) | 3 | 13 |
| 갓세븐 | 마크(미국), 잭슨(중국), 뱀뱀(태국) | 3 | 7 |
| 크로스진 | 타쿠야(일본) | 1 | 5 |
| NCT | 텐(태국), 쟈니(미국), 유타(일본), 쿤(중국), 윈윈(중국), 루카스(홍콩), 마크(캐나다), 런쥔(중국), 천러(중국) | 9 | 18 |

자료: 유진투자증권
주: 괄호안은 최초 멤버구성원 기준

### 5) 정부의 정책적 지원: 기간산업으로서의 한류

정부의 지원
→ 굴뚝없는 공장 지칭
모태펀드 출자, 투자확대

한류는 문화를 넘어 한국산 상품의 수출 확대에도 기여하고 있어, 정부에서도 한류를 문화현상으로 국한하지 않고 기간산업화하려는 노력을 지속해 왔다.

이미 앞서 언급했듯이 한국의 1998년 IMF는 한국 문화의 결정적인 변화의 시기였다. 당시 정부는 외환위기를 극복하기 위한 신 산업 육성을 추진했고, 문화 산업 육성을 위한 정책적 지원이 활발히 이뤄졌다. 1993년 문화부와 체육청소년부의 통합으로 출범했던 문화체육부가 1998년 문화관광부로 개편되고, 2008년 문화체육관광부로 개편된 일련의 과정에서도 문화 육성을 통한 관광수입 증대 등 실물 경제 개선을 위한 정부의 의지를 살펴볼 수 있다.

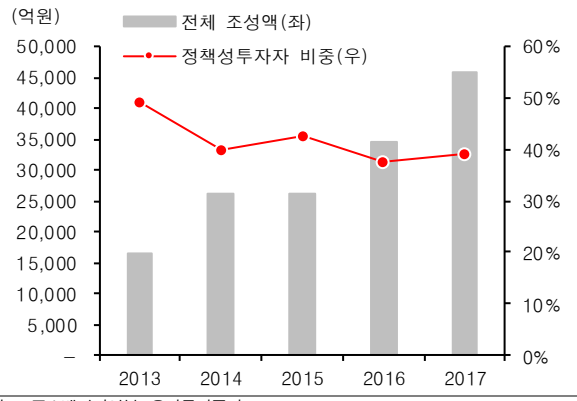
최근에는 문화산업을 '굴뚝없는 공장'으로 지칭하며, 정부차원에서 양질의 콘텐츠의 수급을 위한 모태펀드 출자로 투자를 확대하고 있다.

도표 18 역대 정부의 문화정책 이념 및 주요 특징

| 시기 | 이념 | 특징 |
|---|---|---|
| 제1, 2공화국(1948~1961) | 반공주의 | ▪ 문화에 대한 정책적 관심과 지원 미약<br>▪ 무위방임 시기 |
| 제3공화국(1961~1972) | 민족문화의 창달 | ▪ 문화행정 추진을 위한 법체계 확립<br>▪ 공보행정 우위의 문화행정<br>▪ 규제, 통제 중심의 문화행정 |
| 제4공화국(1972~1981) | 자주적 민족문화 | ▪ 전통문화 계승과 새로운 민족문화 창조<br>▪ 올바른 민족사관의 정립<br>▪ 대국민 홍보용 문화사업 |
| 제5공화국(1981~1988) | 문화의 민주화 | ▪ 민족문화의 주체성 확립<br>▪ 문화시설 확충 및 재정 확대<br>▪ 지역 문화의 균형적 발전 |
| 제6공화국(1988~1993) | 문화주의 | ▪ 생활문화 및 문화균점화<br>▪ 문화복지 및 문화향수권 강조<br>▪ 통일문화 기반 조성 노력 |
| 문민정부(1993~1998) | 세계화의 민주화 | ▪ 민족정기의 확립 강조<br>▪ 우리 문화의 세계화 강조<br>▪ 문화산업 육성 시작 |
| 국민의 정부(1998~2003) | 창의적 문화국가 | ▪ 진흥 위주 문화정책으로 전환<br>▪ 문화산업의 본격적인 육성<br>▪ 문화예산 1% 및 1조원 달성 |
| 참여정부(2003~2008) | 참여, 자율, 분권 | ▪ 새로운 문화행정 시스템과 민간 자율성 강화<br>▪ 수요자 중심의 문화행정<br>▪ 문화행적의 영역과 대상 확대<br>▪ 문화분권 정책 실시 |
| 이명박 정부(2008~2013) | 품격 있는 문화국가 | ▪ 예술 자체의 완성도와 가치 제고<br>▪ 사회적 약자의 문화향유 기회 확대<br>▪ 정부, 지자체, 민간 간의 역할 분담<br>▪ 선택과 집중 등 지원방식의 개편 |
| 박근혜 정부(2013~2017) | 문화융성 | ▪ 문화의 융성<br>▪ 문화를 통한 융성<br>▪ 창조경제 진흥 |

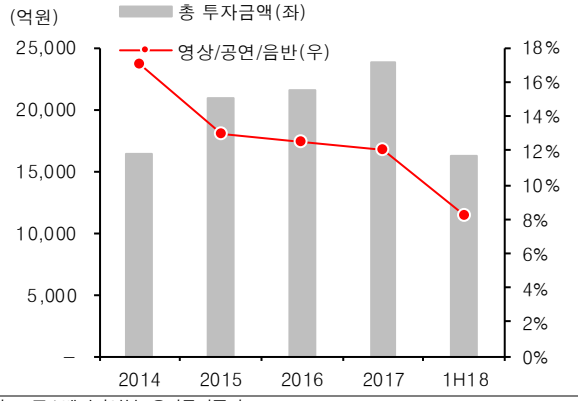
자료: 문화예술 정책, 문화정책의 역사적 변동과 전망 서적 참조, 유진투자증권

**도표 19 주체별 벤처조합 출자금액 추이**



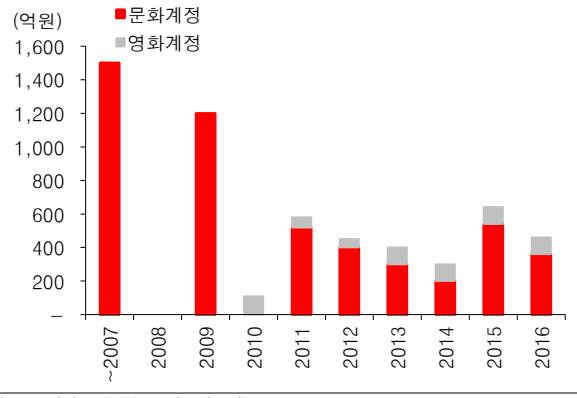

자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권
주: 정책성출자자=정부기관, 산업은행, 성장사다리 펀드, 지자체, 공적기금

**도표 20 총 투자금액 및 문화분야 투자 추이**



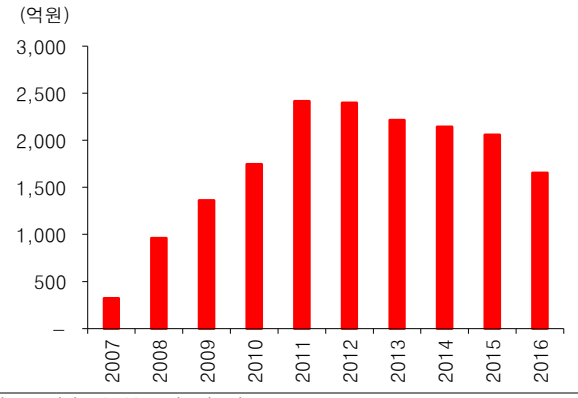

자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권
주: 2018년 상반기 감소된 부분은 문화분야 내 게임 투자 비중이 증가했기 때문

**도표 21 문화계정 및 영화계정 출자금액 추이**




자료: 문화체육관광부, 유진투자증권

**도표 22 문화계정투자금액 추이**




자료: 문화체육관광부, 유진투자증권

# II. 한류의 현재

## 1. 새롭게 성장하는 한류

### 1) BTS가 쏘아 올린 신 한류의 신호탄

**빌보드 2회 연속 수상 BTS 한류의 글로벌 인지도 확대**

2년 연속 빌보드 글로벌 '탑 소셜 아티스트(Top Social Artist)'상을 수상한 BTS를 이변의 주인공으로만 치부할 수 없다.

원더걸스의 미국 진출, 2012년 싸이의 강남스타일 열풍에도 불구하고 미국 빌보드에서 케이팝(K-POP)의 위상은 하나의 장르가 아닌 아류로 평가되어 왔다. 특히 강남스타일도 B급 감수성이라는 웃음 코드로 세계적인 인기를 얻었을 뿐, 음악에 대한 평가는 사실상 부각되지 못했다.

장르성을 인정받지 못해온 케이팝에 대한 재평가를 위해서는 아티스트 BTS가 수상한 빌보드 상에 주목할 필요가 있다. BTS가 2년 연속으로 수상한 상은 '탑 소셜 아티스트'상으로 SNS에서의 영향력을 바탕으로 수상자가 정해진다는 특성이 있다. 저스틴 비버, 테일러 스위프트 등 세계적인 팝 스타들과의 경쟁에서 BTS가 수상자로 선정된 것은, BTS의 온라인 마케팅 전략이 성공적이었기 때문이다.

하지만 BTS의 수상에서 주목해야하는 것은 **미디어 산업에서 SNS의 영향력이 매우 커지고 있고, 온라인 미디어만을 활용해도 충분히 글로벌 인지도를 높일 수 있음을 증명한 사례라는 점**이다. 온라인을 통한 접근성 강화로 한류는 하나의 음악 장르로서 글로벌 인지도를 확대하고 있다.

이제 BTS는 열풍의 주인공이 아니라 전 세계적으로 팬덤을 보유한 아티스트로서 ARMY(아미, BTS 팬클럽명)의 문화, 나아가 한국 문화와 케이팝을 전 세계로 전파하고 있다.

도표 23 BTS 월드 투어 주요 일정, 사실상 매진 상태




자료: 빅히트엔터테인먼트, 유진투자증권

도표 24 2017년 빌보드 탑 소셜 아티스트상 수상



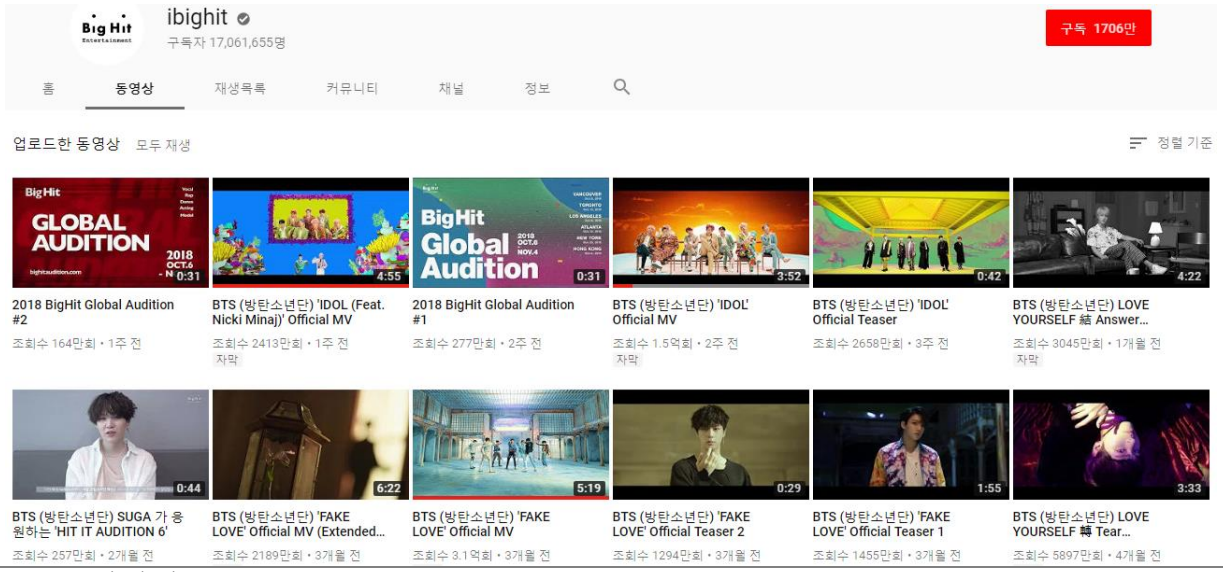

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 25 빌보드 탑 소셜 아티스트 상 2년 연속 수상




자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 26 그룹 BTS의 소속사 빅히트 유튜브 채널 구독자 수 1,700만명 상회




자료: Youtube, 유진투자증권

### 2) 온라인 플랫폼 확대: 한국에 대한 간접 경험 증가

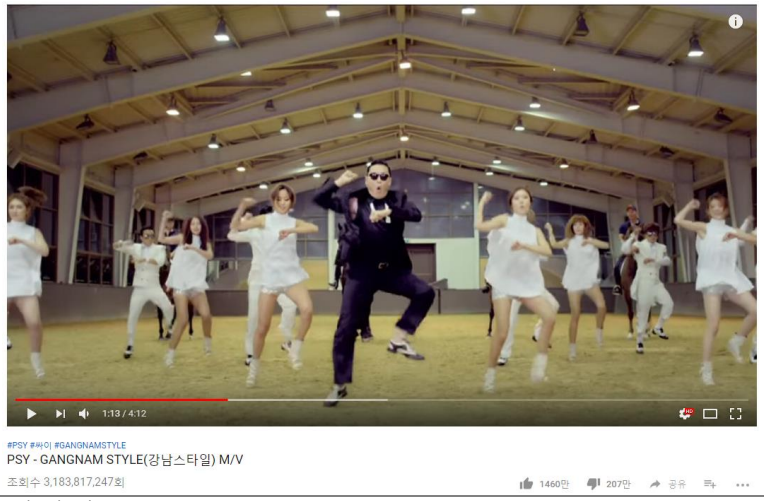
BTS의 성공 한 편에는 인터넷의 발달에 따른 모호해진 국가간의 경계도 영향을 미쳤다.

온라인을 통한 미디어 소비
→ 한류의 간접 경험 증가

인터넷 플랫폼이 발달하기 이전, 해외의 음악, 드라마 등을 시청하기 위해서는 케이블TV, 위성TV 가입을 통해 수신하거나 음반, 영상을 직접 구매해야만 했다. 하지만 인터넷 미디어 플랫폼의 다양화와 유튜브의 성공적인 안착은 한국 문화에 관심이 있는 전 세계 어느 곳 누구라도 손쉽게 한국 문화를 접할 수 있는 환경을 조성했다.

OTT(Over the Top)와 SNS의 활성화로 한국 문화는 더 이상 마이너들 만의 문화가 아닌 전 세계가 공감할 수 있는 문화로 변모하고 있다. 2012년 강남스타일의 전 세계적인 인기, SNS를 활용한 마케팅에 성공한 글로벌 아티스트 BTS(방탄소년단)은 새로운 한류 확산의 기폭제가 될 것이다.

도표 27 유튜브 내 30억뷰 이상을 기록한 싸이의 강남스타일 뮤직비디오




자료: Youtube, 유진투자증권

도표 28 93주 연속 빌보드 SOCIAL 50부문 1위를 기록중인 BTS




자료: Billboard, 유진투자증권
주: 2018.09.29 기준

도표 29 유튜브 24시간 동안의 조회수 상위 30개 중 7개가 K-pop

| 순위 | 비디오 | 조회수 |
|---|---|---|
| 1 | Taylor Swift - Look What You Made Me Do | 49,917,438 |
| **2** | **BTS (방탄소년단) 'IDOL' Official MV** | **43,542,569** |
| **3** | **PSY - GENTLEMAN M/V** | **38,409,306** |
| **4** | **BTS (방탄소년단) 'FAKE LOVE' Official MV** | **32,995,404** |
| **5** | **BLACKPINK - '뚜두뚜두 (DDU-DU DDU-DU)' M/V** | **32,522,894** |
| 6 | KILLSHOT [Official Audio] | 28,233,005 |
| 7 | Adele - Hello | 26,979,972 |
| 8 | Miley Cyrus - Wrecking Ball | 26,132,100 |
| 9 | Luis Fonsi - Despacito ft. Daddy Yankee | 25,794,523 |
| 10 | Luis Fonsi, Daddy Yankee - Despacito (Remix Audio) ft. Justin Bieber | 23,769,639 |
| 11 | XXXTENTACION - SAD! (Official Music Video) | 22,654,871 |
| 12 | Taylor Swift - Look What You Made Me Do (Lyric Video) | 21,781,732 |
| 13 | Drake - In My Feelings | 21,543,875 |
| 14 | Shakira - Can't Remember to Forget You ft. Rihanna | 21,402,026 |
| **15** | **BTS (방탄소년단) 'DNA' Official MV** | **21,096,937** |
| 16 | Daddy Yankee, RedOne, French Montana & Dinah Jane \| "Boom Boom" (Video Oficial) | 20,970,757 |
| 17 | Nicky Jam x J. Balvin - X (EQUIS) \| Video Oficial \| Prod. Afro Bros & Jeon | 20,681,395 |
| 18 | Nicki Minaj - Anaconda | 20,653,481 |
| 19 | Taylor Swift - …Ready For It? | 20,425,804 |
| 20 | Avicii - Wake Me Up (Official Video) | 19,979,393 |
| **21** | **TWICE(트와이스) "Dance The Night Away" M/V** | **19,312,257** |
| 22 | Jaha Tum Rahoge \| #ZeeMusicOriginals \|Maheruh\|Amit Dolawat & Drisha More\|Altamash Faridi\| Kalyan B | 19,291,162 |
| 23 | DILBAR \| Satyameva Jayate \| John Abraham Nora Fatehi \| Tanishk B Neha Kakkar Ikka Dhvani \| T-Series | 19,098,680 |
| **24** | **PSY - HANGOVER (feat. Snoop Dogg) M/V** | **19,039,952** |
| 25 | Luis Fonsi, Demi Lovato - Échame La Culpa | 18,955,579 |
| 26 | Taylor Swift - Bad Blood ft. Kendrick Lamar | 18,406,324 |
| 27 | Atif A: Dekhte Dekhte Song \| Batti Gul Meter Chalu \| Shahid K Shraddha K \| Nusrat Saab Rochak Manoj | 18,312,009 |
| 28 | J. Balvin, Jeon, Anitta - Machika | 18,253,826 |
| 29 | Childish Gambino - This Is America (Official Video) | 17,580,736 |
| 30 | Karol G - Mi Cama | 17,303,382 |

자료: Youtube, 유진투자증권
주: 발표 후 24시간이 아닌 특정 일 기준의 조회수임

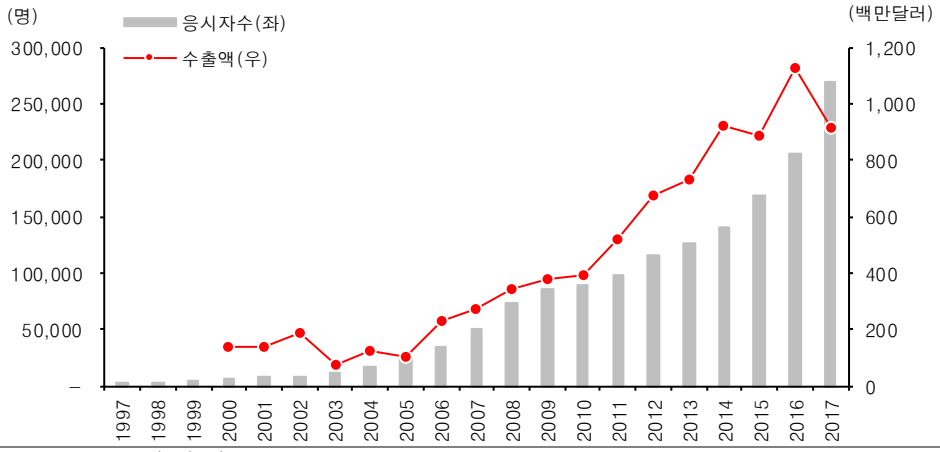
### 3) 언어, 문화를 이해하기 위한 출발점

한글, 문화 이해의 시작
관심증가가 수출 증가로
이어질 것

**국내 유학생의 증가는 한류에 대한 관심이 한글이라는 언어에 대한 관심으로의 확대, 한국 문화 전반으로 확대되는 과정**을 여실히 보여준다. 일본 애니메이션(문화)에 대한 전 세계적인 인기가 일본어 학습으로 이어졌던 것처럼 한국 문화는 이제 전 세계를 무대로 화려한 데뷔를 준비하고 있을 뿐이다.

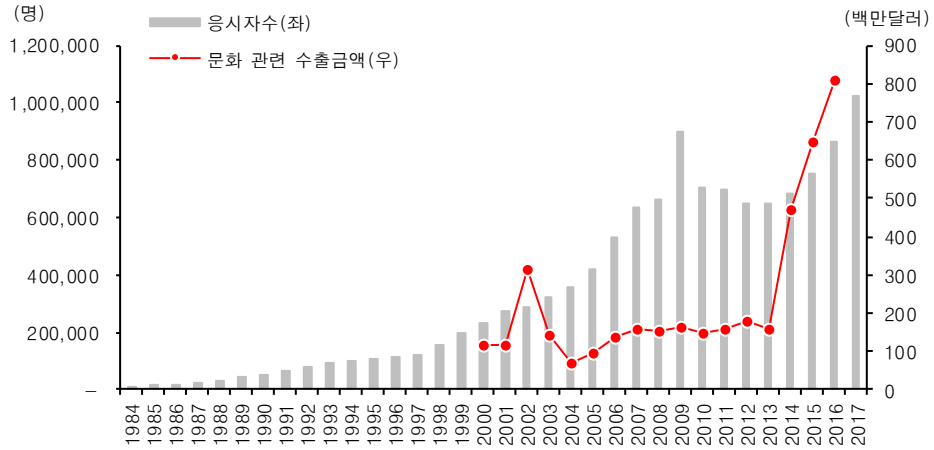
또한 **한국 문화에 관심을 갖는 외국인들이 한류에 대한 가장 큰 불편사항으로 '공용어나 자국어 등 다국어로 된 정보 부족'을 뽑았다는 점에서 한국어 학습 외국인 증가에 따른 정보 확대도 기대**된다. 한류의 새로운 성장동력은 한국이 아닌 해외에서부터 재생산될 개연성이 높아지고 있다.

**도표 30 한국어 능력시험 지원자 수 추이**



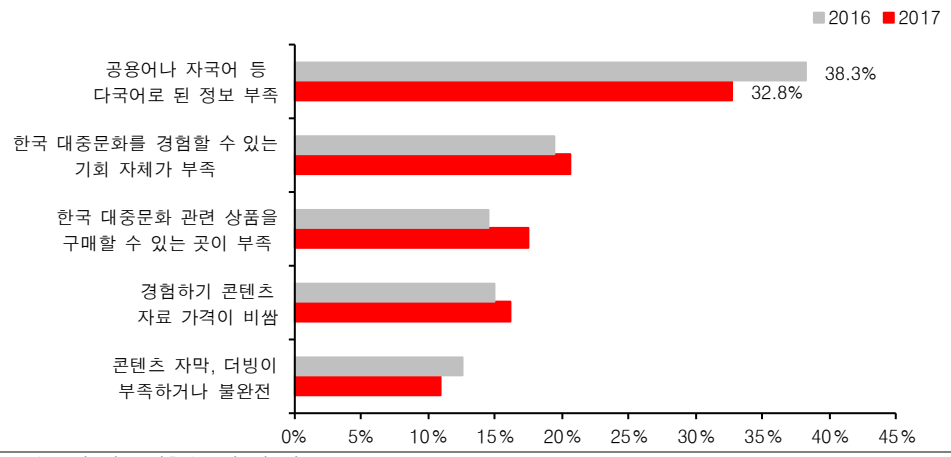

자료: TOPIK, OECD, 유진투자증권
주: OECD의 Personal, cultural, and recreational service는 Audio-visual(영화, 비디오, 라디오, TV프로그램, 뮤지컬 등)과 Artistic related service(배우, 가수, 댄서, 작가, 작곡가, 모델 등을 포함)

**도표 31 일본어 능력시험(JLPT) 응시자 및 일본의 문화관련 수출액 추이**



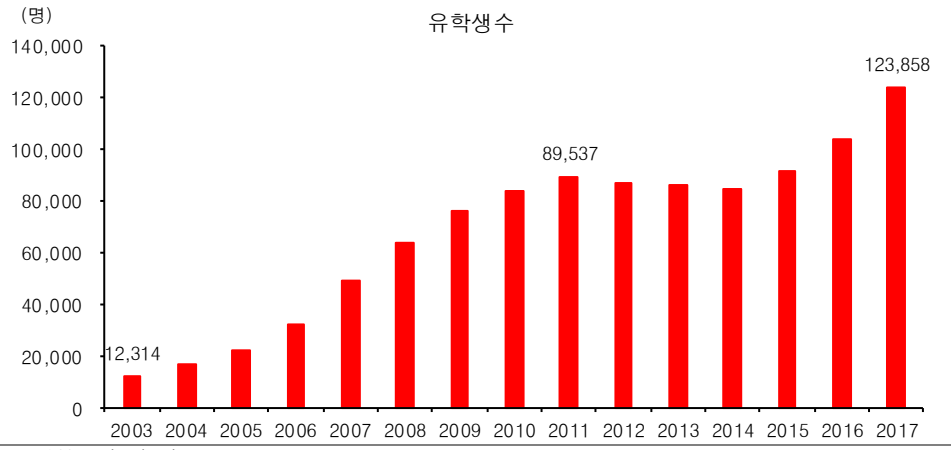

자료: 일본국제교육지원협회, OECD, 유진투자증권
주: OECD의 Personal, cultural, and recreational service는 Audio-visual(영화, 비디오, 라디오, TV프로그램, 뮤지컬 등)과 Artistic related service(배우, 가수, 댄서, 작가, 작곡가, 모델 등을 포함)

도표 32 한류콘텐츠 이용 시 불편한 점




자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

도표 33 국내 외국인 유학생 수 추이



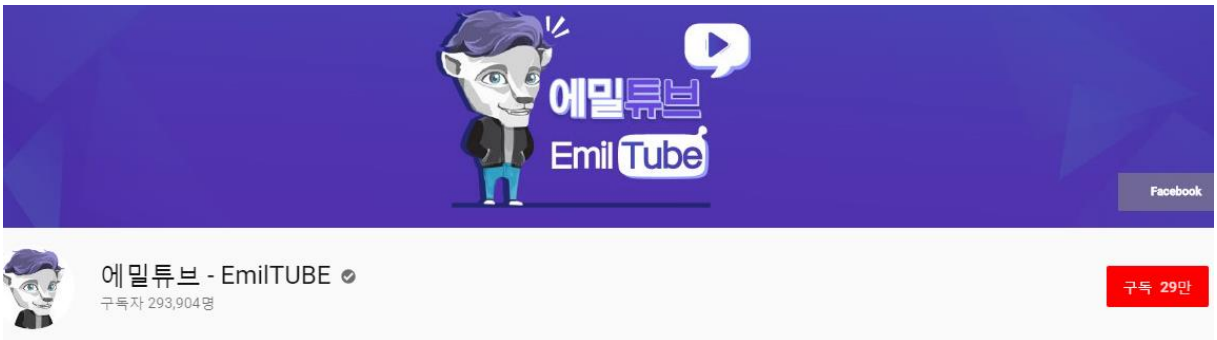

자료: 교육부, 유진투자증권
주: ※ '03년도까지는 전문대학, 4년제대학, 대학원대학에 재학중인 외국인 유학생을 조사, '04년도부터 전문대학, 4년제대학, 대학원대학, 원격대학, 각종학교에 재학중인 외국인 유학생을 모두 조사

한국을 소개하는 유튜버(크리에이터)들의 구독자가 증가한다는 점도 주목할 필요가 있다. 능숙하게 한국어를 구사하는 해당 유튜버들은 외국인의 시선에서 바라본 한국 문화를 콘텐츠화 한다는 점에서 영상을 시청하는 외국인들에게 한국에 대한 관심을 확대하는데 기여하고 있다.

이들의 콘텐츠는 한국 문화 소개에서 나아가 한국의 드라마, 영화 등에 대한 리뷰를 통해 구독자들에게 한국에 대한 호기심과 관심을 유발한다는 것에 주목할 필요가 있다. 생소한 언어일 수 있는 한국어를 유창하게 구사하면서, 자신들의 출신 국 친구들을 초청하는 형식에서 외국인들의 생생한 반응은 한국에 대한 흥미 유발을 하기에 충분하다.

도표 34 한국 문화를 소개하는 유튜브 내 주요 외국인 크리에이터




자료: Youtube, 유진투자증권

**언어에는 문화가 반영 → 한글 학습이 한국 문화 이해의 시작**

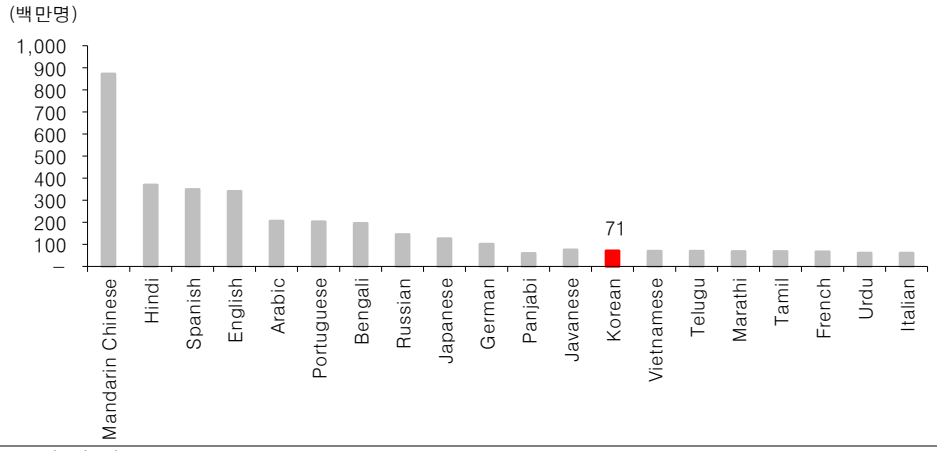
한국어를 학습하는 외국인의 증가추세도 한류의 지속 가능한 성장을 견인할 하나의 축이 될 것이다. 언어는 한 국가의 문화를 이해하는 근간이기 때문이다. 특히 한국어라는 자국어를 보유하고 있는 대한민국에서 언어의 위상은 여타 국가와 비교하기 어렵다. 이론적인 것을 떠나 신조어(新造語)만 보더라도 우리 사회의 시대상을 투영하고 있다는 것을 보면, 언어에 대한 이해가 곧 한국 문화 이해의 시작이 된다.

2018년 직장인들의 공감을 사고 있는 신조어들을 살펴보면,

- 사축(社蓄): 회사에서 가축처럼 일하는 직장인
- 퇴준생: 취업 이후에도 회사를 다니며 퇴사를 준비하는 직원 등에서 직장인들의 애환
- 혼코노: 혼자 코인노래방
- 좋페: 좋아요를 누르며 페메(페이스북 메신저)를 보낸다
- 맥세권: 맥도날드 배달 가능 지역
- 워라벨: Work and Balance 일과 삶의 균형 등 시대상이 투영되어있다.

**해당 신조어에는 코인노래방, 페이스북, 맥도날드 등 유행하는 상품, 서비스 등은 물론 일과 삶의 균형을 추구하는 시대적 가치관**도 찾아 볼 수 있다. 이런 측면에서 **한국어를 학습하는 것은 단순한 언어 습득이 아니라, 한국 문화를 이해하기 위한 신호탄이 시작됐다고 판단**할 필요가 있다.

**도표 35 언어별 모국어 사용 인구 수**




자료: 유진투자증권

**도표 36 2018년 신조어를 통해 본 문화 현상**

| 신조어 | 의미 | 신조어 | 의미 |
|---|---|---|---|
| **쉼표족** | **쉬는걸 포기하고 일하는 사람들** | **워라벨** | **Work and Balance 일과 삶의 균형** |
| **혼코노** | **혼자 코인노래방** | **맥세권** | **맥도날드 배달 가능 지역** |
| 문찐 | 문화찐따 | 법블레스유 | 법이 아녔음 너는 이미 끝났다 |
| 번달번줌 | 번호 달라고 하면 번호 줌 | TMI | Too much information 과한정보 |
| 일코노미 | 혼자만의 소비생활 | 좋페 | 좋아요를 누르며 페메를 보낸다 |
| 이생망 | 이번 생은 망했다 | 탕진잼 | 탕진+재미 |
| 갑분싸 | 갑자기 분위기 싸해짐 | 팬아저 | 팬이 아니여도 저장 |

자료: 유진투자증권

도표 37 시대별 신조어 및 의미

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1970년대 | | 2007년 | |
| 따오기 | 미니스커트, 동요 '따오기'의 가사 중 '보일 듯이 보이지 않는'에서 유래 | 88만원 세대 | 취업난, 비정규직 공포에 시달리는 20대, 비정규직의 월평균 급여를 상징 |
| 1980년대 | | 2008년 | |
| 부패공화국 | 한보사건 등 부패 사건들이 잇따르면서 등장한 신조어 | 김여사 | 현대판 아줌마 지칭, 생활은 풍요롭지만 교양 수준은 그대로인 여성을 일컫음 |
| 1990년대 | | 2009년 | |
| 소통령 | 대통령의 차남이 국가 주요 인사권을 좌지우지한다고 해서 유행 | 경제자살 | 불경기로 어려워서 자살을 한다'는 뜻 |
| 2000년 | | 2010년 | |
| 사오정 | 45세가 정년', 정년이 아닌데도 직장에서 내몰리는 40대 직장인의 처지 | 금턴 | 금처럼 소중한 인턴, 주요 대기업이 인턴십을 정규직 채용 관문으로 삼으면서 등장 |
| 2001년 | | 2011년 | |
| 엽기녀 | 영화 '엽기적인 그녀'의 유행으로 등장, 비정상적이고 괴이한 행동을 하는 여자 | 삼포세대 | 경제적 이유로 연애, 결혼, 출산을 포기한 청년층을 의미 |
| 2002년 | | 2012년 | |
| 기러기 아빠 | 자녀를 외국에 공부시키기 위해 아내와 자녀를 보내고, 홀로 국내에서 생활하는 남자 | 대전동 아빠 | 자식 교육을 위해 서울 대치동에 전세를 얻는 아버지 |
| 2003년 | | 2013년 | |
| 이태백 | 이십대 태반이 백수', 이십대 대부분이 일정한 직업을 잡지 못함을 비유 | 하우스 푸어 | 내 집을 가지고 있지만 가난한 사람', 저금리 바탕으로 과도한 차입으로 주택 구매 |
| 2004년 | | 2014년 | |
| 캥거루족 | 과잉보호 및 취업난으로 나이가 들어도 부모의 품을 떠나지 못하는 젊은이 | 오포세대 | 2011년 삼포세대에 인간관계, 내 집 마련을 포기한 세대 |
| 2005년 | | 2015년 | |
| 줌마렐라 | 경제적 능력을 갖추고, 시간과 돈을 투자하며 적극적 사회 활동을 하는 기혼 여성 | 헬조선 | 조선처럼 자산, 소득수준에 따라 신분이 고착화되는 사회 부조리 반영 |
| 2006년 | | 2016년 | |
| 구글 스토킹 | 인터넷 사이트 구글과 스토킹의 합성어, 온라인 상에서 주변인의 현재 모습을 엿보는 행위 | 노케미족 | 화학물질이 들어간 제품을 거부하는 사람, 가습기살균제 사망사건 이후 등장 |

자료: 유진투자증권

### 4) 케이콘, 한류 전도사로 자리매김

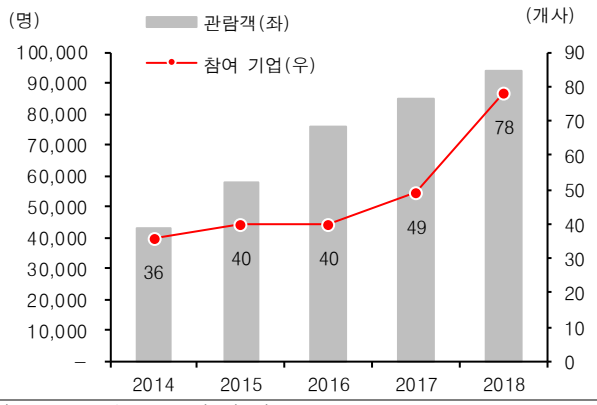
CJ ENM은 지난 2012년 미국 캘리포니아 어바인을 시작으로 미국, 유럽, 아시아, 중동 등 총 20차례에 걸쳐 케이콘을 개최해왔다. 케이콘은 한국 문화를 체험할 수 있는 교육 프로그램, K팝 콘서트, 전시회 등 다채로운 콘텐츠를 결합해 한국 문화 알리미로 자리매김하고 있다.

케이콘에서는 한국의 K뷰티 제품을 체험하고 K팝 인기가수들의 공연도 관람할 수 있는 행사다. 지난 8월 10~12일 미국 로스엔젤레스에서 개최된 행사 중 K팝 콘서트의 2만 5,000여개의 전 좌석은 티켓 가격이 최저 60달러(약 7만원)에서 최대 1,700달러(약 192만원)에도 불구하고 전 좌석 매진을 기록했다. 적지 않은 수준의 비용을 지불하면서 한국 문화 체험을 위해 많은 사람들이 몰리고 있다는 것을 알 수 있다.

초기 행사는 한국 문화 콘텐츠 사업을 선도하고 있는 CJ ENM의 콘텐츠를 홍보하는 수준이었으나, 최근에는 한국 유튜버, 중소기업 제품 등 참석자가 늘어나면서 한국 문화를 알리는데 높은 기여를 하고 있다. 한류가 시작된 일본과 대만의 반한(反韓) 문화 확산, 중국의 한한령에 따른 한국 문화 수출 중단 등 한류가 일시적인 열풍으로 머물 것이라는 평가는 근시안적인 사고라고 판단한다.

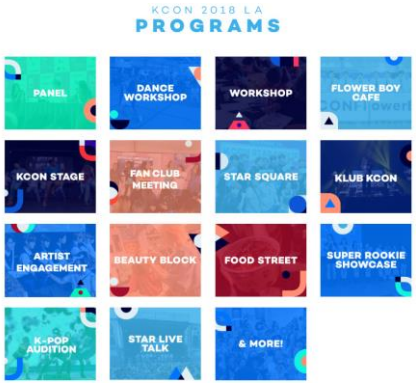
이제 전 세계로 향해 뻗어나가고 있는 한국 문화는 열풍이 아니라 한국이라는 글로벌 문화 현상으로 바라봐야 할 필요성이 있다.

도표 38 LA 케이콘 관람객 및 참여 중소기업 수 추이




자료: CJ ENM, 언론보도, 유진투자증권

도표 39 다채로운 프로그램으로 구성 된 케이콘




자료: KCON, 유진투자증권

도표 40 케이콘 2018 LA 현장 모습




자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 41 케이콘 2018 LA K-Pop 공연 현장




자료: 언론보도, CJ ENM, 유진투자증권

# III. 한류와 한국 미디어의 미래

## 1. 한류의 미래를 가늠하기 위한 한국 미디어 산업의 이해

### 1) 국내 미디어 산업의 역사

플랫폼 중심의 미디어 산업
지상파의 영향력 감소
→ 플랫폼 간 경쟁 확대

한류의 미래의 발전 방향과 성공 가능성을 가늠해 보기 위해서는 미디어 산업에 대한 이해가 필요하다. 한류라는 하나의 거대한 문화의 흐름은 미디어라는 수단을 통해 전 세계로 유통되어, 문화의 흐름을 형성하기 때문이다.

**초창기 국내 미디어 산업 성장의 중심에는 방송사(플랫폼)가** 있었다. 당시의 국내 방송산업은 정부의 인허가와 주파수 등의 독점적 권리를 받은 지상파 3사(KBS, MBC, SBS)가 콘텐츠를 TV로 송출할 수 있는 핵심 자원이었다. 그러나 케이블TV의 성장, 종합편성 채널의 출현, IPTV의 보급이 확대됨에 따라 지상파 중심의 미디어 산업의 성장은 변화를 맞이했다.

플랫폼(지상파, CATV, 종편채널 등)이 다양화 됨에 따라 콘텐츠 유통의 채널이 확대되었고, 상대적으로 지상파의 영향력이 낮아졌다. 또한 **플랫폼의 증가 대비 콘텐츠 증가가 상대적으로 미미해, 양질의 콘텐츠를 확보하기 위한 플랫폼간의 경쟁이 치열**해지고 있다.

플랫폼의 경쟁력
결국은 콘텐츠가 답

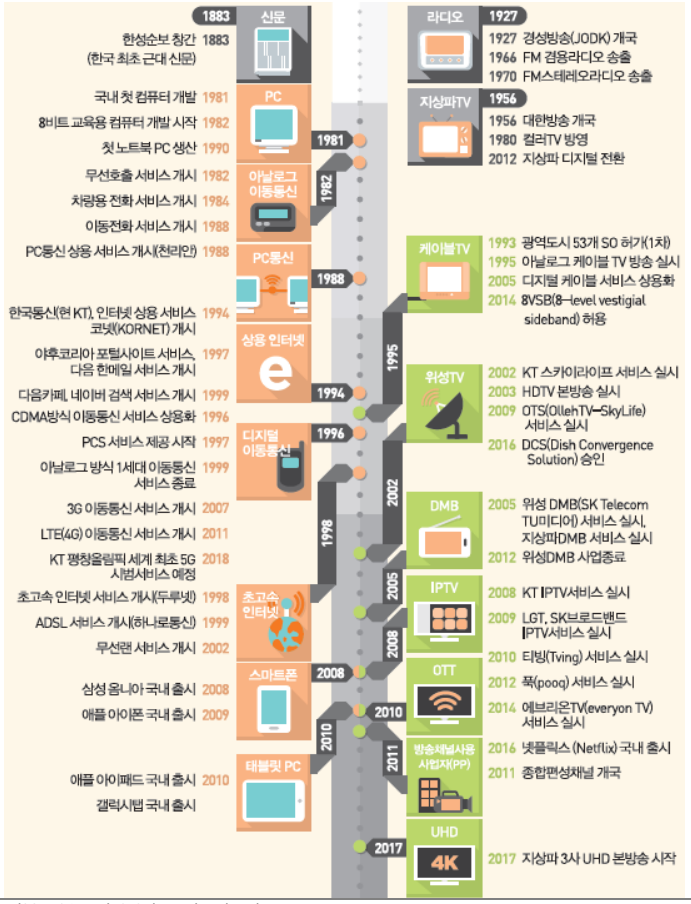
플랫폼간의 콘텐츠 확보 경쟁은 제작사의 콘텐츠에 대한 투자 확대와 미디어 산업 생태계의 변화를 이끌었다. 방송을 통해 송출되는 대표적인 미디어 콘텐츠인 '드라마'가 하나의 독립적인 산업으로 인정받아 성장해 오면서, 중국 시장과 글로벌 시장까지 진출영역을 확대해 온 변화의 과정을 통해 미디어 산업 생태계의 변화 양상을 이해할 수 있다.

도표 42 한국 드라마 산업의 변화

| 2002~ | 2011~ | 2012~ | 2016~ |
|---|---|---|---|
| – 드라마 '겨울연가' 일본 수출, '욘사마' 열풍<br>–드라마 시장, 독립적 산업으로 인정 | – TV조선, JTBC, 채널A 등 종합편성채널 개국<br>– 지상파방송사 인력, 종편으로 대거 이동<br>– 초기 드라마 실패로 일부 종편 채널 드라마 축소 | – 독도 등 정치적 이슈 혐한류 확산, 일본 진출 엔터 산업 타격<br>– 중국 시장 개척 후, '별에서 온 그대', '태양의 후예' 수익 창출 및 산업 견인 | – 한반도 사드 배치 등 외부 변수에 따른 중국 정부의 한한령(限韓令) 정책<br>– 국내 드라마 산업 재편<br>– 드라마 제작사 '스튜디오드래곤' 상장 |

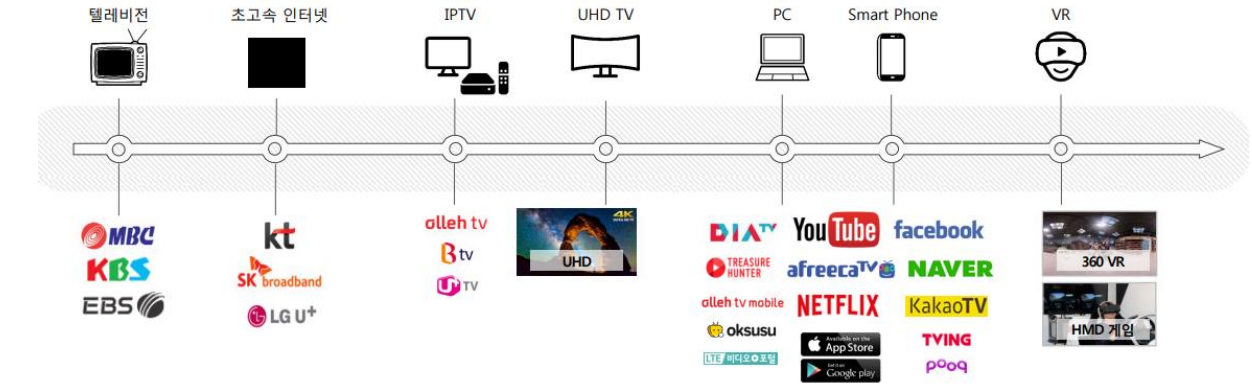
자료: 산업 자료, 유진투자증권

도표 43 미디어 산업 연대기




자료: 과학기술정보통신부, 방송통신위원회, 유진투자증권

도표 44 미디어 산업, 기술발전으로 새로운 유형의 시장 창출




자료: KT경제경영연구소, 유진투자증권

## 2) 미디어 이용 수단의 변화

**온라인 미디어 이용 확대: 양방향 미디어 수요 증가**

한국의 문화를 형성하는 미디어와 콘텐츠는 분리해서 이해할 수 없다. 콘텐츠가 내용이라면, 미디어는 콘텐츠를 어떠한 매체나 방법으로 유통하는 하나의 수단이기 때문이다. 방송매체라는 미디어를 통해 방영되는 드라마라는 콘텐츠가 있는 것이고, 영화라는 미디어에 멜로, 액션, 스릴러 등의 다양한 콘텐츠가 유통될 뿐이다.

최근 한국의 미디어 산업에 대한 의견이 분분하다.

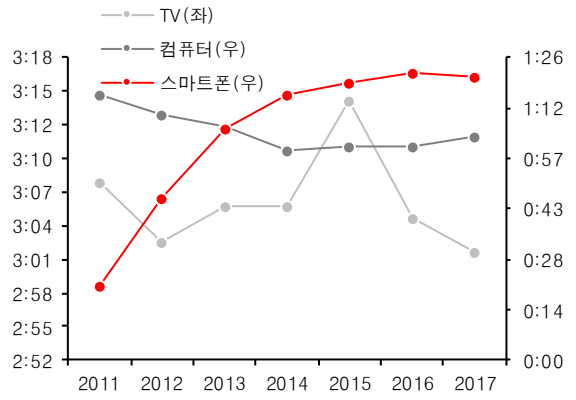
일부에서는 아시아를 중심으로 '한류'라는 한국 문화에 대한 관심의 증대가 국내 미디어 산업의 성장을 이끌어왔고, 국내 미디어 산업은 아시아 권역에서는 성숙기지만 기타 지역에서는 성장기에 진입하고 있다고 평가한다.

한편으로는 1980년 국내 최초의 컬러 방송이 시작 된 이후, HD방송, UHD방송 등 고화질 방송과 IPTV의 출현, 최근 OTT 사업자까지 미디어 산업에 가세하며 빠르게 나타나는 변화의 물결 속 국내 미디어산업은 한류라는 제한 된 콘텐츠에 국한된 것은 아닌가 우려를 표명한다.

**V-log, 개인방송 등 미디어 형태 다변화 중**

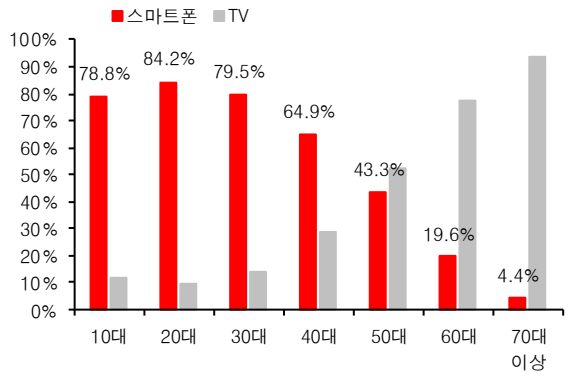
하지만 국내 미디어 산업과 한류의 성장은 플랫폼의 변화에 따라 변화를 거듭하고 있다. 라디오, 영화, 드라마 등으로 이어지는 과정에서 국내 미디어 산업도 콘텐츠를 다양화하며 함께 성장해왔기 때문이다. **최근의 온라인 플랫폼과 스마트폰 보급 확대 등은 일방향의 미디어가 아닌 양방향(On-Demand) 형태의 미디어 수요를 유발하고 있을 뿐이다.** 이에 맞춰 국내 미디어와 콘텐츠는 V-log(Video+Blog, 브이로그), 실시간 개인방송 등 형태의 변화로 대응하고 있다.

도표 45 스마트폰을 활용한 미디어 이용 시간 증가



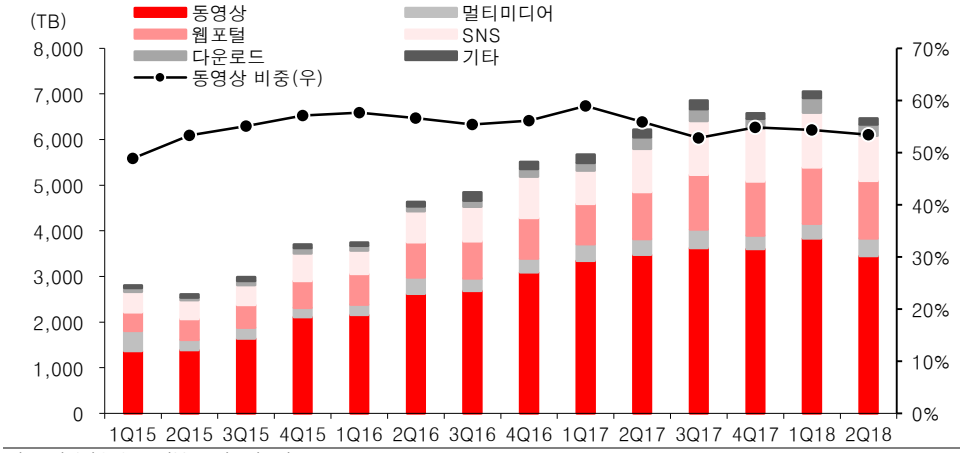

자료: 정보통신정책연구원, 유진투자증권

도표 46 스마트폰이 필수 매체로 자리매김 중



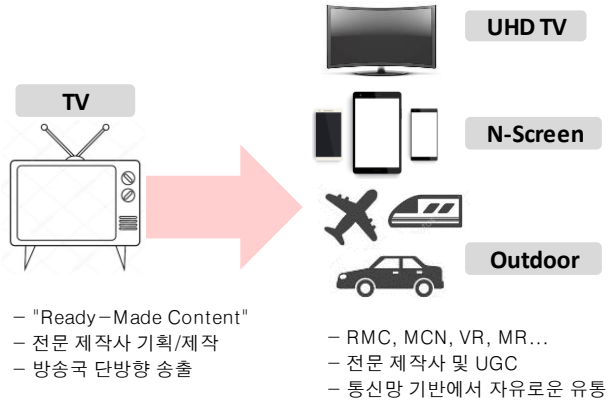

자료: 정보통신정책연구원, 유진투자증권

도표 47 콘텐츠 유형별 무선데이터 트래픽 현황 및 동영상 비중 추이



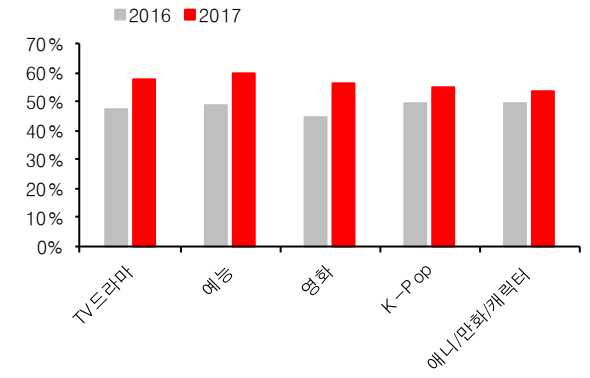

자료: 과학기술정보통신부, 유진투자증권

도표 48 미디어 산업은 현재 변화 중



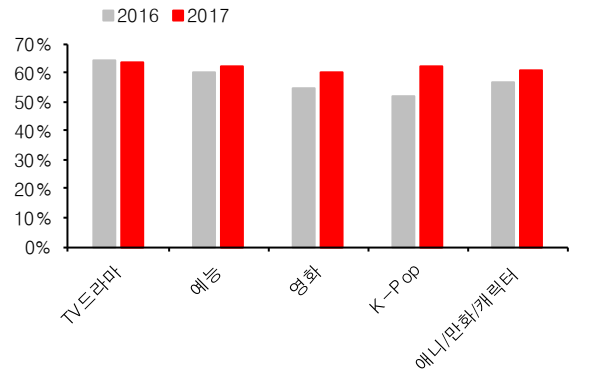

자료: KT경제경영연구소 참고, 유진투자증권

도표 49 온라인을 통한 한국 콘텐츠 주요 접촉 확대




자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

도표 50 TV를 통한 한국 콘텐츠 주요 접촉은 비슷




자료: 한국국제문화교류진흥원, 유진투자증권

### 3) 미디어 산업, 사전제작의 도입

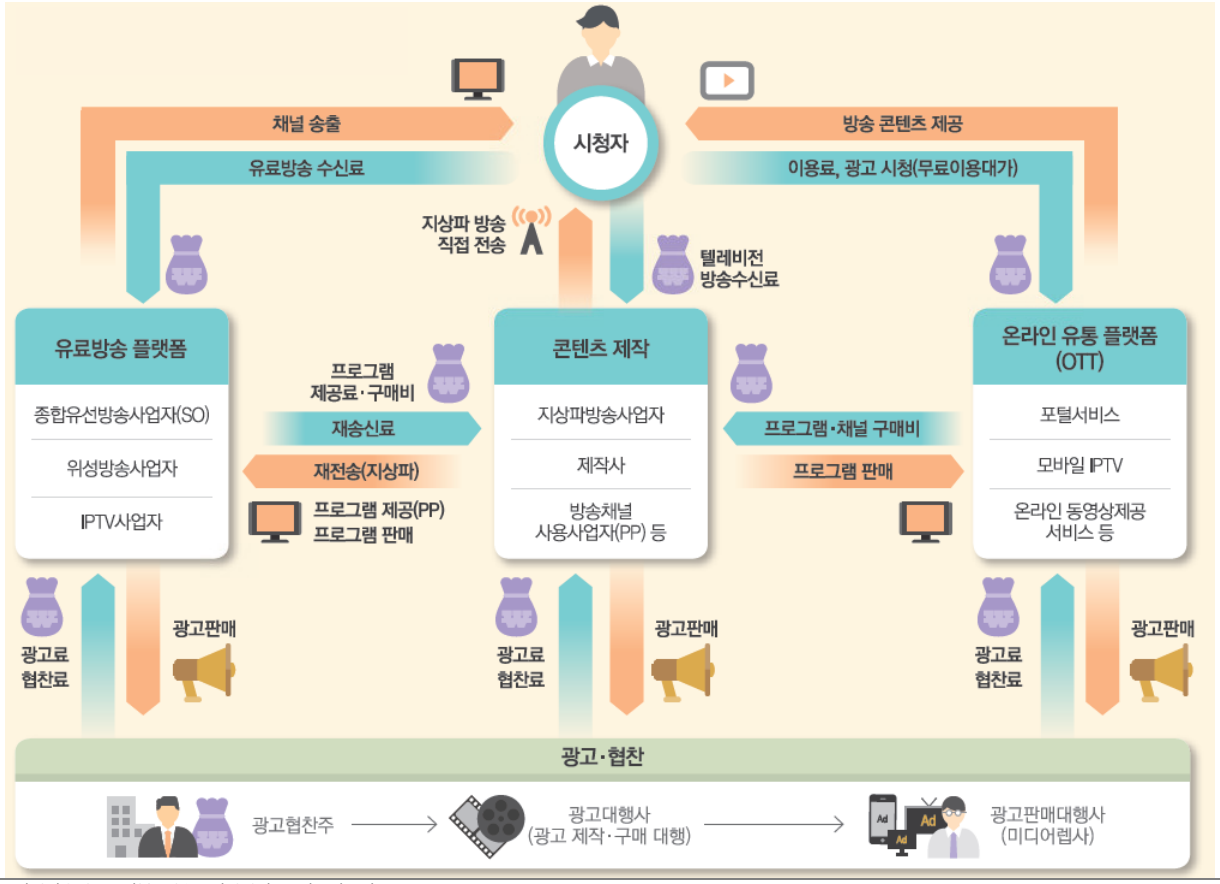
**콘텐츠의 영향력 확대: ① '사전제작' 자리매김**

플랫폼과 콘텐츠(제작자) 관계에서 플랫폼이 우위에 있던 시절에는 콘텐츠가 기획(시놉시스, 출연진 등) 단계에서 방송국의 편성을 받는 것이 가장 중요했다. 편성을 받지 못하면 완성된 작품도 실제 방영으로 이어질 수 없기 때문이다. 당시 플랫폼들은 편성이 완료된 후 실제 방송으로 이어지는 기간이 매우 긴박하게 이뤄져, 콘텐츠 제작과정에서 '쪽대본(당일 대본이 완료되어 촬영으로 이어지는 형태)'이 빈번했다.

**콘텐츠의 영향력이 확대됨에 따라 나타난 가장 큰 산업의 변화는 '사전제작'이 미디어 산업의 주요 흐름으로 자리매김 했다는 점**이다. 물론 반사전제작(일부 사전제작 후, 방영과 함께 추가적인 촬영 진행)에서 사전제작으로 변화되는 과정에서 중국의 국내 콘텐츠 수요 증가의 영향을 무시할 수는 없다.

또한 사전제작의 확대로 콘텐츠 제작자 입장에서는 초기 투자비용이 증가했지만, 반대로 양질의 콘텐츠를 필요로 하는 플랫폼들이 판권 획득을 목적으로 작품 완성 이전에 선행 투자가 이뤄질 수 있는 환경이 조성됐다는 점이 중요하다.

도표 51 방송시장 유통 구조




자료: 과학기술정보통신부, 방송통신위원회, 유진투자증권

### 4) 사전제작, 한류 IP 활용 가능성 확대

**콘텐츠의 영향력 확대: ② 활용 가능한 IP 극대화**

사전제작 드라마가 기본으로 자리매김하면서, 콘텐츠의 완성도도 함께 높아지고 있다. 쪽대본으로 당일 대본완성 후 촬영이 이뤄지면, 상대적으로 편집을 비롯한 후반작업에 투자할 수 있는 여건을 조성하기 어렵기 때문이다.

반면에 사전제작 드라마는 방송되기 이전까지 촬영분에 대한 후반작업이 가능하기 때문에 완성도 높은 작품을 만들 수 있다. 물론 사전제작 콘텐츠의 경우 방영에 따른 시청자의 반응에 대응할 수 없다는 점에서 한계도 공존한다.

하지만 영화의 제작 방식과 동일하게 진행되는 사전제작 드라마는 배우들이 연기에 보다 집중할 수 있는 환경을 마련하고, 연출, 촬영 등의 제작진의 원활한 소통을 가능하게 한다. 완성도 높은 드라마 제작을 위한 제작비 증가 등의 부작용에도, 사전제작 드라마는 중국 등 해외 수출을 보다 용이하게 할 수 있기 때문에 해외 판권 수익을 높이는 가장 중요한 수단이 된다. 중국의 경우 광전총국의 사전 검열의 승인을 받아야 하기 때문에, 사전제작이 아닌 경우 사실상 동시방영이 불가능하기 때문이다.

또한 사전제작을 통해 드라마가 방영이 되면 더 이상 추가적인 이윤을 창출할 수 없는 구조의 탈피가 가능하다. 예를들어, 한 편의 드라마를 통해서 발생하는 **다양한 지적재산권(IP)에 한류의 요소들을 활용해 수익모델을 창출하기 위한 사전 작업을 가능하게 하고 있기 때문**이다.

도표 52 드라마에서 발생하는 지적재산권(IP)

| | | |
|---|---|---|
| 국내방영권 | 최초 방영권 | ■ 미니시리즈 기준 회당 1.5억 ~ 2억원 수준 |
| | 재방영권 | ■ 지상파에 초판 방영권과 함께 패키지로 판매 또는 PP(Program Provider)에 판매 |
| 해외 판권 | 드라마 판권 주요 수출국은 일본, 중국, 대만 등<br>중국 판권 가격은 사전 제작 드라마 기준 회당 30 ~ 40만 달러에 형성 | |
| PPL | 통상 미니시리즈 기준 제작비의 20~30%를 PPL(Product Placement)로 조달 | |
| VOD | IPTV, 디지털케이블, OTT 등의 다양한 미디어 플랫폼의 확산과 다시 보기 시청 형태 증가로 매출 증가 | |
| OST | 드라마 흥행과 비례해 OST 수익 증가<br>최근 음원 다운로드, 스트리밍 수익 발생 및 정산 | |
| 기타 부가 관련 | 드라마 리메이크권, MD(Merchandise, 기획 상품)사업 등 다양한 사업으로 확장 가능 | |

자료: 언론보도 종합, 유진투자증권

## 2. OTT와 MCN의 등장

### 1) OTT(Over the Top)

**미디어 산업변화: ① OTT의 출현**

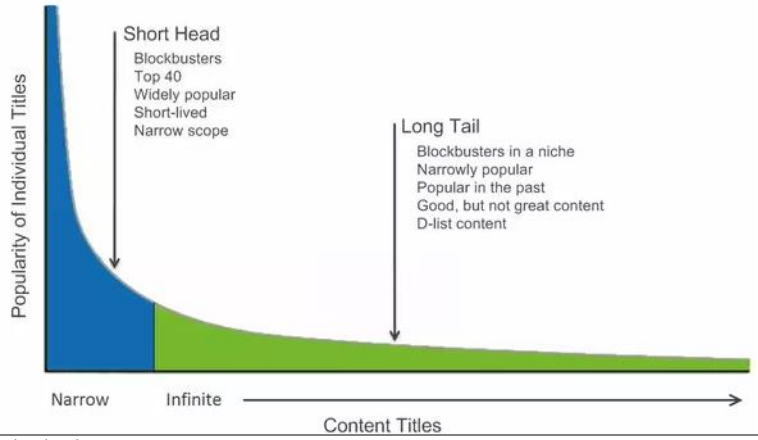
OTT는 Over The Top의 줄임말로 일반적으로는 셋톱박스(Top) 없이 온라인을 통해 시청하는 것을 지칭하지만, 포괄적으로는 온라인을 통해 시청하는 방송 서비스 전체를 의미한다.

국내에서는 넷플릭스가 서비스를 시작하면서 OTT 사업자에 대한 인식이 높아졌으나, 넷플릭스 이전부터 Pooq(푹티비), tving(티빙), oksusu(옥수수) 등 OTT 사업자가 이미 다수 존재했다. 국내에서는 넷플릭스가 OTT 후발주자였음에도 불구하고 OTT 사업의 대표 기업으로 평가되고 있다. 이는 **넷플릭스가 다른 OTT 사업자 대비 더 많은 콘텐츠 라이브러리를 확보하고 있기 때문**으로 판단한다. **OTT 사업의 핵심 역량 중 하나가 다량의 콘텐츠 확보 능력**이기 때문이다.

**OTT의 경쟁력: 방대한 라이브러리 확보**

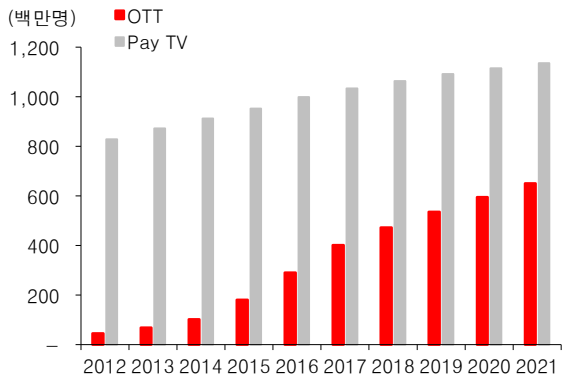
미디어 산업에서는 롱테일(The Long Tail) 현상이 적용된다. 롱테일 법칙은 상위 20%가 전체 매출의 80%를 차지한다는 파레토의 법칙에 대비되는 개념이다. 전통적인 비즈니스 모델이 재고관리, 물류 등의 이유로 잘 팔리는 주요 제품을 진열해 판매했다면, 미디어 산업에서는 재고, 물류비 등이 매우 낮아져 비인기 상품에 대한 진열 및 판매도 가능하다. 특히 **온라인을 통해 소비되는 콘텐츠의 경우 방대한 라이브러리 보유에 따른 재고관리, 물류비가 전무하기 때문에 다량의 콘텐츠 확보가 곧 경쟁력**으로 이어진다.

도표 53 롱테일 법칙



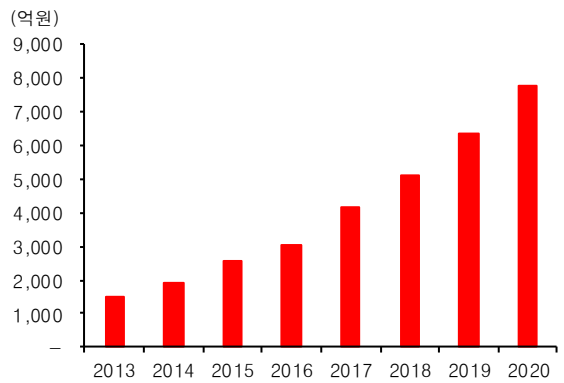

자료: Quora, 유진투자증권

도표 54 전 세계 OTT 및 유료방송 가입자 수 전망




자료: IHS Markit, 유진투자증권

도표 55 국내 OTT 시장 전망



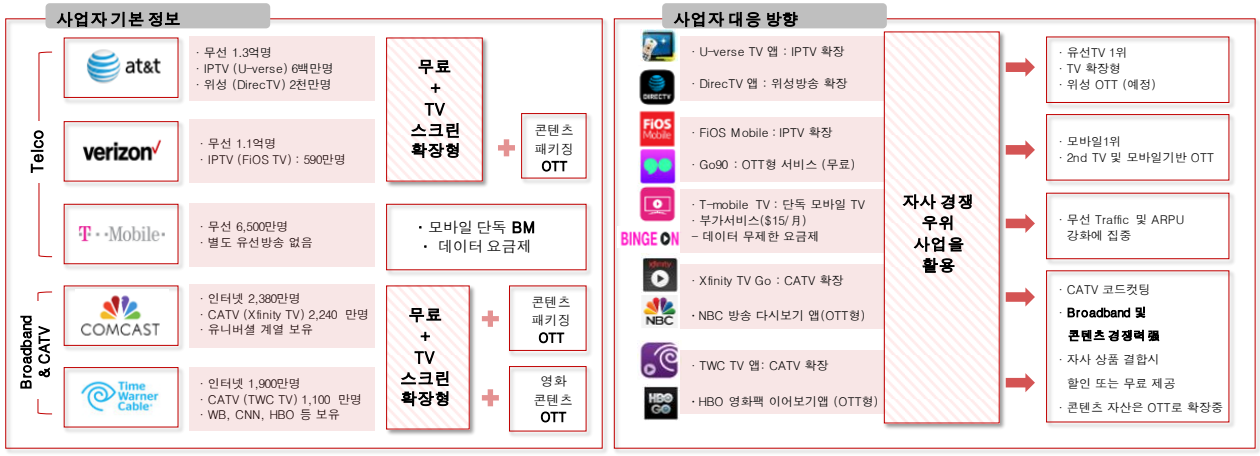

자료: 방송통신위원회, 유진투자증권

글로벌 업체들의 OTT 사업 진출이 본격화되는 과정에서, 자체 콘텐츠 라이브러리를 확보하고 있는 콘텐츠 제작 업체들의 시장 진출이 빨라지고 있다. 이러한 전략의 기반에는 자체 콘텐츠 제작역량과 보유한 라이브러리를 활용해 신규 수익원을 창출 할 수 있다는 확신이 자리하고 있다고 판단한다. 미디어 콘텐츠의 소비 수단이 OTT로 확장됨에 따라 자체 OTT의 확보가 선택이 아닌 필수가 되어가고 있기 때문이다.

현재 글로벌 OTT의 선두 사업자로 손꼽히는 넷플릭스는 플랫폼 점유율 확보를 위해 오리지널 콘텐츠 제작 및 라이브러리를 확대하고 있다. 또한 넷플릭스의 경쟁력도 넷플릭스에서만 볼 수 있는 오리지널 콘텐츠를 통해 강화되고 있다. 하우스 오브 카드(House of Cards)의 글로벌 흥행으로 오리지널 콘텐츠의 영향력이 확인됐고, 국내에서는 영화 옥자를 통해서 넷플릭스의 콘텐츠에 대한 관심이 높아진 상황이다.

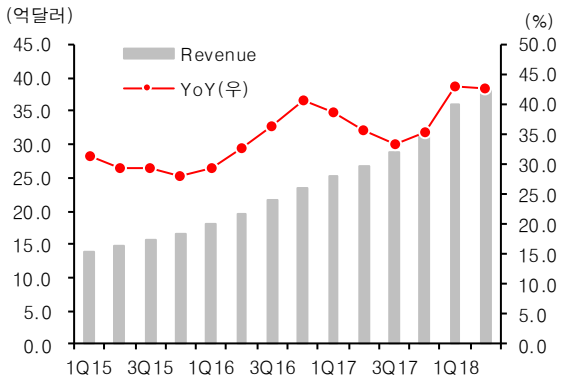
2018년 넷플릭스의 콘텐츠 확보를 위한 투자금액은 연간 80억달러(약 9조원)에 육박할 것으로 알려지고 있다. '아마존 프라임 비디오' 사업을 통해 OTT 사업에 진출한 아마존도 2018년에만 연간 50억달러(약 5.6조원)을 투자할 계획을 발표하기도 했다.

**도표 56 해외 주요 사업자의 OTT관련 시장 대응 현황**



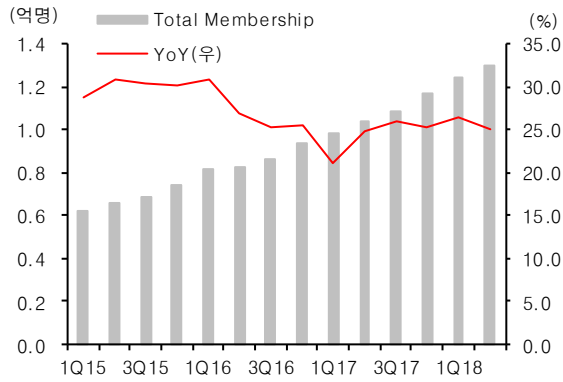

자료: KT경영경제연구소, 유진투자증권

**도표 57 넷플릭스 매출 추이**




자료: Netflix, 유진투자증권

**도표 58 넷플릭스 가입자 추이**



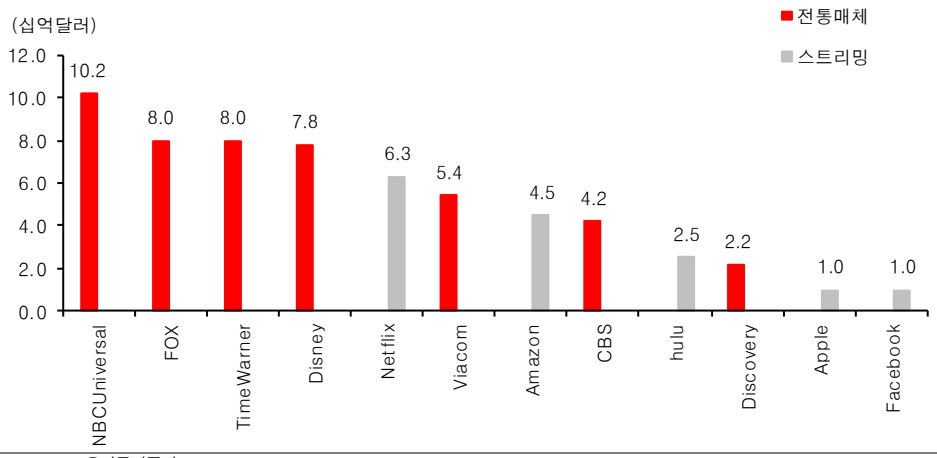

자료: Netflix, 유진투자증권

**디즈니 넷플릭스와 제휴 중단 자체 OTT 진출 선언**

가장 눈에 띄는 OTT 후발주자는 픽사(Pixar) 애니메이션과 마블(MARVEL)을 보유하고 있는 디즈니(Disney)다. 디즈니는 2019년부터 넷플릭스와의 독점적 콘텐츠 제공을 중단하고, 자체 OTT 사업을 2019년 하반기에 런칭한다고 발표했다. 디즈니의 자체 OTT 사업 진출은 2012년 넷플릭스와 디즈니의 콘텐츠에 대한 4년 독점권 계약에 총 3억달러의 투자가 진행된것과 무관하지 않다. 넷플릭스의 대규모 투자로 디즈니는 단기적으로 수익이 증가했지만, 넷플릭스의 입장에서는 2017년 북미 매출 62억 달러대비 해당 투자금액은 북미 매출의 고작 5% 수준에 불과하기 때문이다.

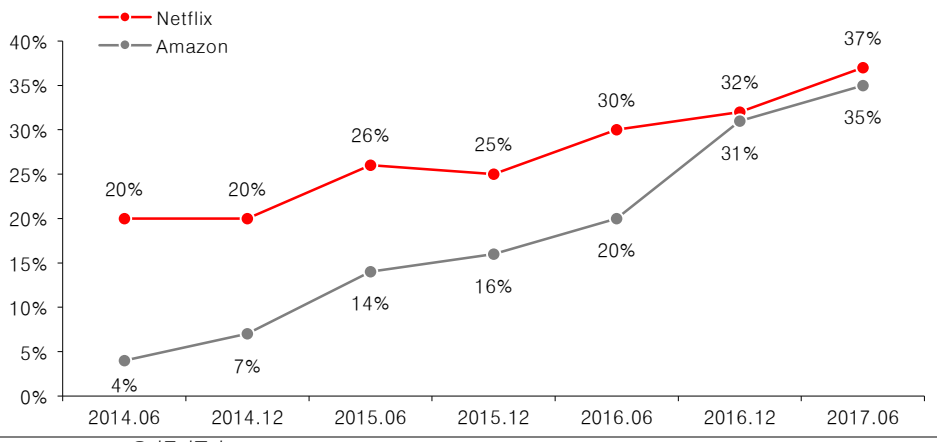
글로벌 OTT 사업자의 증가에 따라 콘텐츠 수급 경쟁이 치열해질 것으로 예상한다. 이미 넷플릭스도 글로벌 콘텐츠 수급 균형에 대한 고민을 언론을 통해 밝히고 있는 가운데, OTT 사업자간의 자체 오리지널 콘텐츠 강화 및 우수한 글로벌 콘텐츠 확보를 위한 투자가 확대될 것으로 예상된다.

**도표 59 주요 업체들의 콘텐츠 투자금 비교(2017년 기준)**




자료: Statista, 유진투자증권

**도표 60 콘텐츠 시청시 자체 오리지널 콘텐츠 선호 비중**




자료: 451 Research, 유진투자증권

### 2) MCN(Multi-Channel Network)

미디어 산업변화: ② MCN의 출현

MCN은 다중 채널 네트워크(Multi-Channel Network)를 의미하는 말로 1인 방송 창작자들을 종합적으로 관리해주는 일종의 매니지먼트 서비스를 의미한다. 유튜브, 아프리카TV 등 온라인 동영상 플랫폼이 확대되고, 1인 창작자들이 확대되면서 보다 체계화된 설비 활용 및 관리를 위해 창작자들이 MCN 가입이 증가하고 있다.

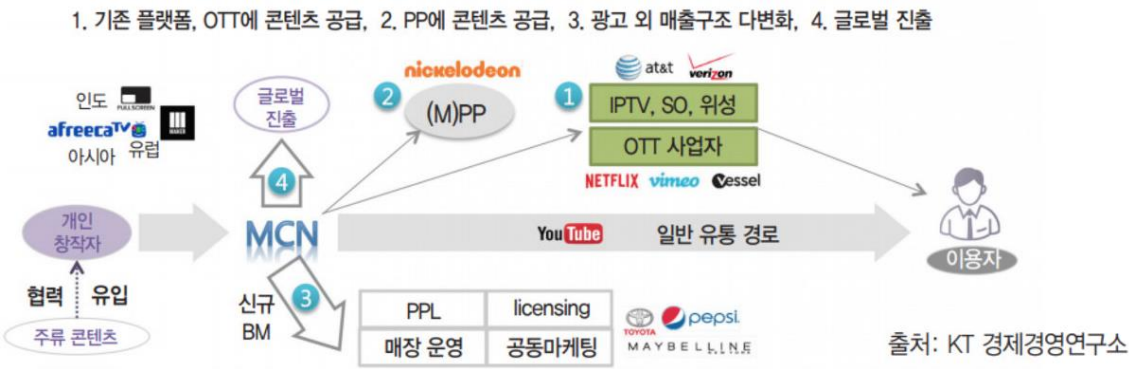
MCN 출현으로 인한 변화: 개인 창장작의 권한 확대

1인 창작자들의 증가와 MCN의 증가를 단순히 플랫폼 증가에 따른 결과물로 치부해서는 안 된다. 창작자와 MCN의 성장 배경에는 **1) 콘텐츠 제작에 대한 제작비 감소(스마트폰 활용), 2) 아마추어-프로의 콘텐츠 간의 모호한 경계, 3) 짧은 재생시간의 동영상 소비 확대, 4) 모바일 중심으로의 미디어 콘텐츠 소비 변화** 등 복합적인 원인이 작용하고 있다. 특히 MCN의 성장에 주목해야하는 것은 **1) 인플루언서(Influencer)의 영향력 확대, 2) 창작자들의 권한 확대, 3) 1인 콘텐츠의 OSMU(One Source Multi Use) 가능성, 4) 다양한 주제에 대한 자유로운 방식을 통한 소통 콘텐츠 제작** 등 대기업형 콘텐츠 제작업체들이 선도해오던 미디어 산업에 변화를 이끌고 있기 때문이다.

국내 영상콘텐츠 기업들은 개인방송을 진행하는 제작자를 지원 관리하기 위해 자체적인 MCN 서비스의 제공도 증가하고 있다. CJ ENM의 다이아 TV(DIA: Digital Influence & Artists), 트레져 헌터(Treasure Hunter), 아프리카 TV, 판도라 TV를 비롯해 KBS의 예띠 스튜디오, SBS의 모비딕, MBC의 엠빅TV 등 지상파방송사도 MCN 사업을 추진하고 있다.

MCN은 콘텐츠 제작자의 영향력 증가, 콘텐츠 출연자의 자체 채널 운영 등을 통해 플랫폼 사업자의 권한을 낮추는 동시에 기존의 미디어 산업의 헤게모니를 변화시키고 있다.

도표 61 MCN 생태계 구현도




자료: KT경제연구소, 유진투자증권

### 3) Data 활용의 중요성 증가

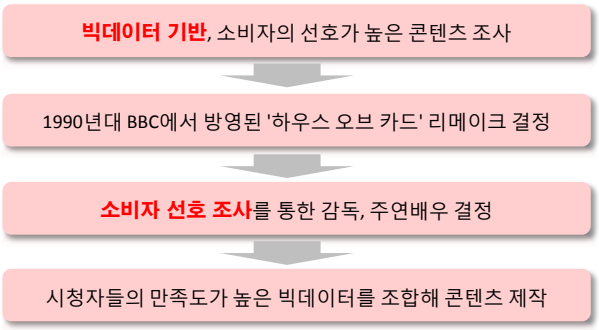
데이터를 활용한 콘텐츠 → 성공 가시성 높아

2013년 처음으로 선보인 넷플릭스 오리지널 드라마 '하우스 오브 카드(House of Cards)'는 기존의 방송국 모두로부터 방영이 거절된 작품이었다. 방송국 모두가 실패할 것으로 예견해 파일럿 조차도 편성될 수 없었던 하우스 오브 카드에 넷플릭스는 파일럿 작품 제작이 아닌 시즌2까지의 제작을 사전 계약했다. 총 26시간(시즌별 에피소드 13개)의 편성 확보는 작가들이 작품에 집중할 수 있는 환경을 마련했고, 기존의 틀에서 벗어나 한 개의 시즌을 한번에 공개하는 전략을 구사했다.

넷플릭스의 과감한 콘텐츠 투자 결정이 어떤 절차로 이루어질 수 있었을까?

넷플릭스가 하우스 오브 카드에 확실한 투자를 결정할 수 있었던 것은 넷플릭스가 보유하고 있는 데이터를 기반으로 의사결정이 이뤄졌기 때문이다.

도표 62 '하우스 오브 카드' 투자 및 제작 과정에 빅데이터 중요 요소로 작용




자료: 유진투자증권

도표 63 넷플릭스, 국내 콘텐츠 투자 확대중

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 영화 '옥자' | 제작비 전액(약 570억원) 투자, 넷플릭스를 통해 글로벌 개봉 |
| 웹툰 '좋아하면 울리는' | 웹툰 기반 12부작 드라마 제작 투자 |
| 드라마 '킹덤' | 김은희 작가 차기작 드라마 제작 투자 |
| JTBC, tvN 콘텐츠 | 인기 콘텐츠 다시보기 서비스 제공 |
| 롯데엔터테인먼트, NEW 제휴 | 밀정, 더킹, 판도라 등 국내 영화 글로벌 방영 서비스 |

자료: 언론보도 종합, 유진투자증권

온라인을 통한 콘텐츠 소비 확대는 콘텐츠를 소비하는 시청자의 관심, 흥미를 유발하는 요소에 대한 분석을 가능케 했다. 넷플릭스의 경우, 시청자가 어떤 기기를 사용하고 있는지, 어떤 장면을 건너뛰고, 어떤 장면을 되돌려 보는지, 한번 시청할 때 얼마나 오랫동안 보는지 등 다양한 데이터를 수집해 분석하고 있다.

수집된 데이터는 마케팅 및 프로모션에서 사용될 수도 있지만, 제작사 입장에서는 소비자가 원하는 콘텐츠를 제작하는 원천이 될 수 있다. 넷플릭스가 자체 오리지널 콘텐츠 제작에 매년 수십억 달러를 투자하는 것 또한 자체 플랫폼을 통해 확보한 데이터를 기반으로 시청자가 원하는 콘텐츠를 만들 수 있다는 확신이 있기 때문이다.

이제 콘텐츠를 제작해 시청자를 모으는 시대에서 시청자의 관심사를 모아 콘텐츠를 제작하는 시대가 도래했다. 따라서 콘텐츠를 소비하는 소비자들에 대한 정확한 데이터와 관심사의 파악이 중요해지고 있다.

즉, 콘텐츠라는 창작물을 만들어내는 미디어 산업에서 데이터의 중요성이 확대되고 있다. 이에 따라 아마존, 넷플릭스 등 주요 플랫폼 사업자들은 자체 경쟁력 강화를 위해 콘텐츠 제작 업체와 축적된 데이터를 제작자와 공유하지 않는 쪽으로 변화하고 있다.

**도표 64 빅데이터를 활용한 콘텐츠 사업**

| 기업 | 활용 서비스 | 주요 내용 |
|---|---|---|
| 넷플릭스 | VOD 서비스 | 가입자의 시청 이력과 평점 정보, 위치정보 등을 활용하여 맞춤형 영상 콘텐츠 추천 알고리즘 개발/운영 |
| 판도라 | 음악 서비스 | 가입자의 청취 이력, 음악을 들은 장소와 시간 등의 다양한 행동 패턴을 분석하여 취향에 맞는 음악을 추천하는 알고리즘을 개발/운영 |
| 왓챠 | 영화 추천 | 사용자의 영화 평점을 축적하고 분석하여 취향에 맞는 영화를 추천해주는 서비스 제공 |
| 샤잠(Shazam) | 음악 검색 | 카페나 바에서 들리는 음악을 들려주면 음악의 음향 지문(acoustic fingerprint)을 분석해 3,500만 곡의 기존 음원과 신속하게 비교하여 결과를 찾아주는 서비스 제공 |
| SK플래닛 | T스토어 | 구매, 이용 후기 관련 의견 마이닝을 통해 다양한 어플리케이션 콘텐츠 추천 |

자료: 언론보도 종합, 유진투자증권

**도표 65 주요 플랫폼 업체들이 콘텐츠 파트너사에게 제공하는 데이터 현황**

| 플랫폼 | 결재 관련 데이터 | 고객 관련 데이터 | 고객 대상 직접 프로모션 |
|---|---|---|---|
| 아이튠즈 | 제공 | 고객 ID, 우편번호 | 불가 |
| 아마존 | 제공 | 미제공 | 불가 |
| 구글 플레이 | 미제공 | 미제공 | 불가 |
| 넷플릭스 | 미제공 | 미제공 | 불가 |

자료: Streaming Sharing Stealing, 유진투자증권

## 3. 미디어 커머스, 새로운 수익 창출원

### 1) 미디어 커머스란?

미디어 산업변화:
③ 미디어 커머스의 출현

미디어 커머스에 대한 정의는 다소 생소한 개념일 수 있지만, 실제 적용사례들은 손 쉽게 찾아볼 수 있다. 변화하는 온라인과 미디어 산업에서는 새로운 개념의 출현과 산업 내 적용이 매우 빠른 주기로 반복되기 때문이다. 초창기 OTT가 출현했을 당시만 하더라도 OTT의 대명사 넷플릭스의 성장을 예견한 사람은 드물었지만, 넷플릭스의 성장과 함께 Hulu, iQIYI 등 새로운 플랫폼 서비스 가입자가 빠르게 늘고 있는 것과 같은 이치다.

미디어 커머스는 미디어와 커머스가 결합된 개념으로, 콘텐츠 소비와 제품 구매간의 경계를 허물고, 무형의 콘텐츠 소비가 유형의 제품 소비로 이어지도록 한다는 의미다. 최근 페이스북, 인스타그램 등의 SNS에서 1분 내외의 재미있는 콘텐츠가 결론에서는 제품 홍보를 위한 영상인 것을 확인하는 경우가 종종 나타난다. 이와 같은 콘텐츠가 미디어 커머서의 대표라고 볼 수 있다.

**이미 다양한 형태의 미디어 커머스가 시장에 공개됐으나, 아직까지 확실한 성공 사례를 찾아보긴 어렵다.** 미디어 커머스의 핵심이 콘텐츠를 시청하는 과정에서 제품 판매 목적을 희석시키는 것이 필요하기 때문이다. 따라서 미디어 커머스의 사례를 살펴보면, 향후의 미디어 커머스 변화 방향을 가늠할 수 있다.

도표 66 '비디오 커머스'를 통한 상품 구매 과정



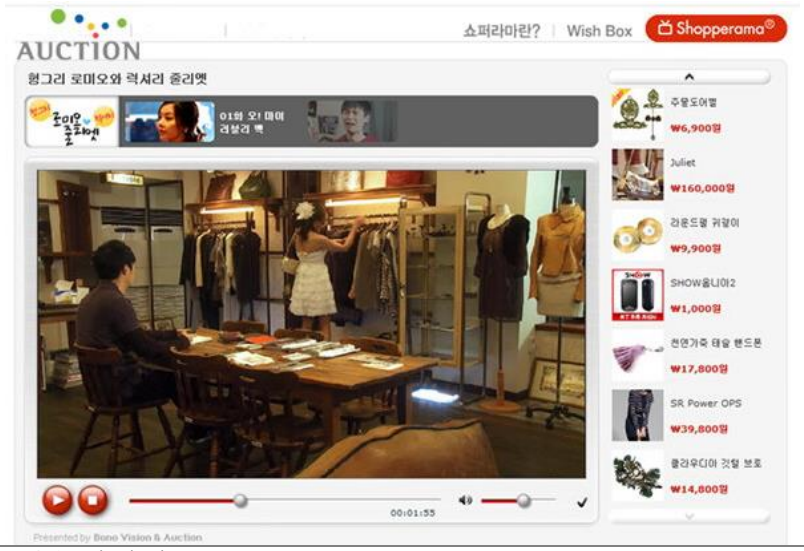

자료: 언론보도, 유진투자증권

## 2) 쇼퍼라마

드라마와 쇼핑(커머스)을 결합한 개념은 이미 시장에 선보인바 있다. 쇼퍼라마(Shopperma)로 정의된 쇼핑과 드라마의 결합은 국내에서 세계 최초로 상용화됐다. 지난 2010년 인터넷몰 옥션은 온라인으로 즐길 수 있는 '헝그리 로미오, 럭셔리 줄리엣'이란 드라마 콘텐츠를 공개했다. 기존의 TV와 달리 콘텐츠를 소비하는 과정에서 마음에 드는 상품을 실시간으로 클릭해 구매할 수 있도록 한 것이다.

미디어 커머스의 초기 형태로 볼 수 있는 쇼퍼라마는 사실상 성공적으로 자리매김하지 못했다. 쇼퍼라마라는 개념이 소비자에게 생소하게 다가갔기 때문이다. 사후적으로 쇼퍼라마의 실패는 미디어 커머스로서 콘텐츠에 상품을 자연스럽게 녹여내지 못한 결과라는 평가도 있다.

도표 67 온라인 쇼핑몰 옥션이 추진한 쇼퍼라마 '헝그리 로미오와 럭셔리 줄리엣'




자료: 언론보도, 옥션, 유진투자증권

### 3) PPL(제품 간접 광고, Product Placement)

최근의 콘텐츠 시장에서 PPL(제품 간접 광고, Product Placement)은 제작사에게 중요한 수입원으로 자리매김했다. 콘텐츠 제작사 입장에서 PPL은 높아지는 제작비를 대응하기 위한 필수적 요소이기 때문이다.

과도한 PPL로 인한 논란이 나타나기도 하지만, 콘텐츠에 자연스럽게 녹아 들어있는 PPL은 소비자의 호기심 자극은 물론 제품에 대한 관심을 각인하는데 있어 중요한 수단이 되고 있다.

특히 최근의 PPL 시장은 현대극에 국한될 것이라는 편견을 넘어서, 시대극에도 자연스럽게 제품 간접 광고를 녹여내고 있다.

그러나 PPL은 제품 및 브랜드에 대한 인지도 상승에는 효과적으로 작용하고 있으나, 실제 판매로 직접 연결되지 못한다는 한계점이 있다.

도표 68 시대극 드라마 '미스터 션샤인'에 노출된 제품 간접 광고




자료: 언론보도, 유진투자증권

### 3) O2O2O(On-air to Online to Offline)

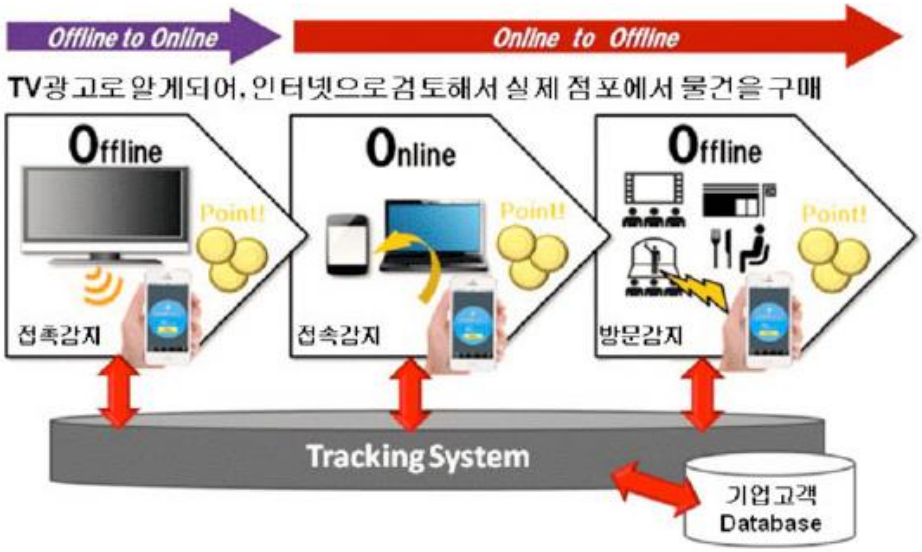
O2O(Online to Offline)은 온라인을 이용하고 있는 소비자들을 오프라인 상점으로 연결시킨다는 개념이다. 더 나아가 방송과의 결합을 추구하는 개념이 O2O2O(OnAir to Online to Offline)이다.

지난 2013년 일본의 니혼TV는 새로운 광고 솔루션으로서 O2O2O 프로젝트를 발표하고, 2014년 MWC(Mobile World Congress)에서 선보인바 있다. 해당 솔루션은 TV를 시청하는 시청자들이 상품을 구매하는 전 과정을 데이터로 축적함으로써, 데이터 기반의 마케팅 정보를 광고주에게 제공할 수 있다는 점에서 높은 관심을 이끌었다.

현재의 O2O2O는 불특정 시청자에게 이뤄지는 마케팅 방법을 실제 구매로 이어지는 특정 시청자들로 타깃을 설정하는 방식으로 전환시켜, 광고주들이 보다 효율적인 마케팅 전략을 수립할 수 있도록 지원하는 수단으로만 활용되고 있다.

현재 미디어 커머스로서의 O2O2O는 의미가 퇴색되었다. 하지만 특정 콘텐츠를 소비하는 시청자들을 분석, 파악함과 동시에 관련 콘텐츠에 적용할 수 있는 광고주들이 협업이 이뤄진다면 콘텐츠가 오프라인 소비로 직결되는 소비 형태가 만들어질 것으로 예상한다.

도표 69 니혼TV가 구현한 O2O2O 프로젝트 개요




자료: 니혼TV, 유진투자증권

### 4) T2O(Television to Offline)

T2O란 Television to Offline으로 2014년 중국의 알리바바를 통해 처음으로 등장했다. 알리바바는 TV에 방송되는 프로그램 전용 온라인 몰을 개설해 방송에서 나온 제품을 판매해 T2O를 구현했다. 대표적인 예로 국내에서 흥행했던 '아빠 어디가'의 중국판 시즌2가 있다. 방송에 출연하는 스타 및 아이들이 입는 옷을 티몰에서 판매하고, 방송에 나온 여행지는 타오바오를 통해 예약할 수 있도록 했다.

알리바바의 T2O 비즈니스 모델은 성공적으로 자리매김 하지는 못했으나, 드라마 제작에 직접 투자해 드라마 로고를 인식해 쇼핑몰로 이어지는 시스템 및 자체 셋톱박스를 통한 쇼핑몰 연계 등의 사업 다각화를 지속하고 있다.

국내에서는 비디오태그(VIDEOtag) 기술을 활용해 동영상과 커머스의 결합을 시도하고 있다. 국내 스타트업 기업인 핑거플러스는 비디오태그 서비스를 카카오TV 및 OTT로 확대하고 있다. 비디오태그 기술은 비전인식 기술을 영상에 적용해 영상 프레임에 상품 정보를 연결하는 것이 핵심이다. 이를 통해 방송 후 8시간 내에 영상클립 속에 정보를 넣어 서비스를 구현하게 된다. 영상 속에 노출되는 장소, 상품, 인물 등에 대한 정보를 태그 형태로 확인할 수 있으며, 현재는 네이버TV, 카카오TV, 판도라TV 등 인터넷 플랫폼 업체들이 관련 서비스를 공급하고 있다.

**도표 70 비디오태그 서비스 구동 장면**




자료: 언론보도, 유진투자증권

**도표 71 비디오태그 기술을 적용한 영상 클립**




자료: 핑거플러스, SBS, 유진투자증권

**도표 72 영상클립 내 제품 정보 모습**




자료: 핑거플러스, SBS, 유진투자증권

### 5) 미디어 커머스의 사례들, 미디어의 방향성 제시

지금까지 선보인 다양한 형태의 미디어 커머스는 사실상 실패로 평가된다. 그나마 성공적으로 안착하고 있는 PPL도 과도한 PPL을 통한 브랜드 및 제품 노출이라는 이유로 언론의 뭇매를 맞으면서 '노이즈 마케팅'의 일환으로 전락하고 있다.

미디어 커머스의 실패의 원인은 콘텐츠에 출연하는 배우의 초상권, 출연료 이외의 광고료 등 복합적인 문제의 해결이 선행과, 시청자들이 콘텐츠에서 상업성을 인식하지 않고 자연스럽게 스며들 수 있어야 하는 어려움이 있기 때문이다. 또한 지금까지의 실패 사례는 미디어와 커머스를 별개로 구분하고, 콘텐츠의 제작이전 기획단계부터 적용할 수 있는 체계적인 시스템의 부재로 인해 발생한 경우가 많다. 지금까지의 미디어 커머스가 PPL 위주로 이뤄진 것도, 콘텐츠 기획 단계부터 적용할 수 없었기 때문이다.

국내 콘텐츠의 대표로 볼 수 있는 드라마는 'Pre-프로덕션(기획, 시나리오, 출연배우 확정 등) → 프로덕션(연출, 제작 등) → Post-프로덕션(편집, 컴퓨터그래픽, 음향 등)'의 제작 과정을 거치게 된다. **드라마의 기획 단계부터 커머스와 결합된다면 하나의 콘텐츠 속에 커머스가 자연스럽게 녹아 드는 연출이 가능**해진다. 최근 SNS를 기반으로 인플루언서 마케팅이 큰 폭의 성장을 보이고 있다는 것에서도 페이스북, 인스타그램의 미디어를 커머스의 매체로 활용도가 증가하고 있다는 점이 확인 가능하다.

궁극적으로 지금까지의 미디어 커머스 사례들은 미디어 커머스의 성공 가시성을 높이는 학습과정으로서 새로운 개념이 자리매김하는 과도기로 판단한다.

## 4. 한류의 확산 여력 여전히 높다

### 1) 미스터 션샤인, 미디어 산업의 변곡점

미스터 션샤인의 성공: 글로벌 OTT향/높은 제작비 드라마의 수익성 확보 등 → 한류 확산 여력 높아

지난 7월 7일부터 tvN에서 방영된 '미스터 션샤인'을 기점으로 대한민국 미디어 산업과 한류 열풍에 변화가 시작될 것으로 예상한다.

한류의 주요 콘텐츠들이 가성비가 좋은 상품으로 분류되어온 것과 달리, 총 제작비만 430억원(회당 약 18억원) 규모로 추정되는 대작 미스터 션샤인은 100% 사선제작과 더불어 국내 방영과 동시에 글로벌 OTT 사업자인 넷플릭스에 판매가 완료되었기 때문이다. 정확한 판매가격이 공시되지는 않았으나, 지난 6월 21일 방영권 라이선스 계약에 대한 의무공시(코스닥의 경우 전년도 매출액의 10% 이상일 경우 의무공시에 해당)를 감안하면 판매 수익이 약 300억원 수준(회당 약 13억원)으로 예상된다.

미국 드라마 로스트가 회당 400만 달러(약 45억원)의 제작비가 들어간 것과 비교하면, 아직 한국의 대작 드라마는 제작비 측면에서 미국의 드라마와 큰 차이를 보이고 있다. 그러나 한국과 미국의 배우 출연료 차이를 감안해서 본다면, 결코 한국 드라마의 제작비가 낮다고 평가하긴 어렵다.

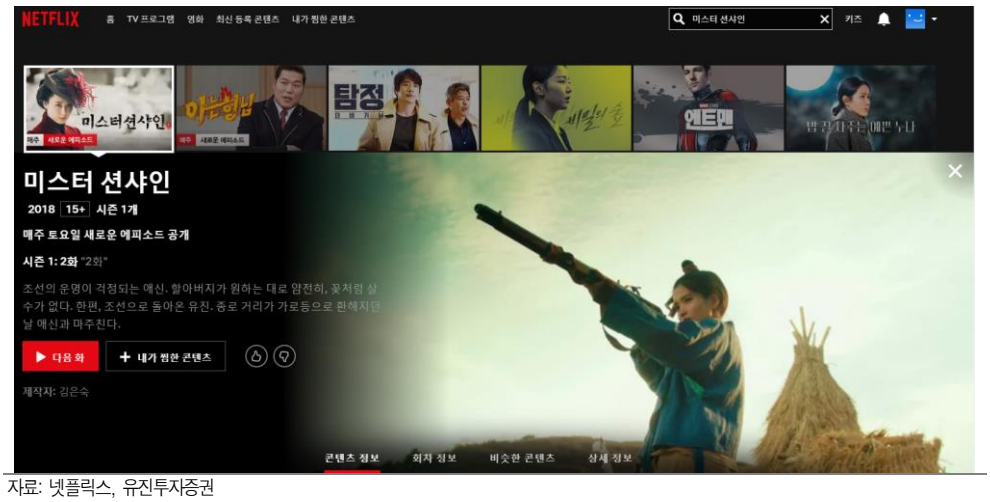
미스터 션샤인을 시작으로 국내 미디어 산업의 변화를 예상하는 것은 **1) 아시아 권역을 중심으로 수출되던 콘텐츠가 글로벌 OTT향으로 동시 방영됨에 따른 글로벌 성공 가시성이 높아졌고, 2) 높은 제작비가 투자되는 콘텐츠의 수익성 확보 가능성이 높아졌으며, 3) 기존 국내 드라마의 성공 방정식(극 초반의 캐릭터 설정 파악, 출생의 비밀 등)을 탈피한 작품**이라는 점 때문이다. 이제 한류 콘텐츠는 아시아를 넘어 전 세계를 향해 나아가기 시작했다.

도표 73 주요 드라마의 제작비 추이

| 드라마 | 총 제작비(억원) | 제작편수(회) | 회당 제작비(억원) |
|---|---|---|---|
| 미스터 션샤인 | 430 | 24 | 18 |
| 도깨비 | 150 | 16 | 9 |
| 태양의 후예 | 130 | 16 | 8 |
| 태왕사신기 | 430 | 24 | 18 |
| 별에서 온 그대 | 130 | 22 | 6 |

자료: 언론보도 종합, 유진투자증권

도표 74 넷플릭스에 공급되고 있는 '미스터 션샤인'




자료: 넷플릭스, 유진투자증권

### 2) 비정형적 구매패턴, 미디어 커머스를 통한 한류 판매 확대될 것

구매패턴의 변화: 정보 습득 창구 확대 / 유통 채널 다각화 / 디지털화 등 →미디어 커머스 성공 기대

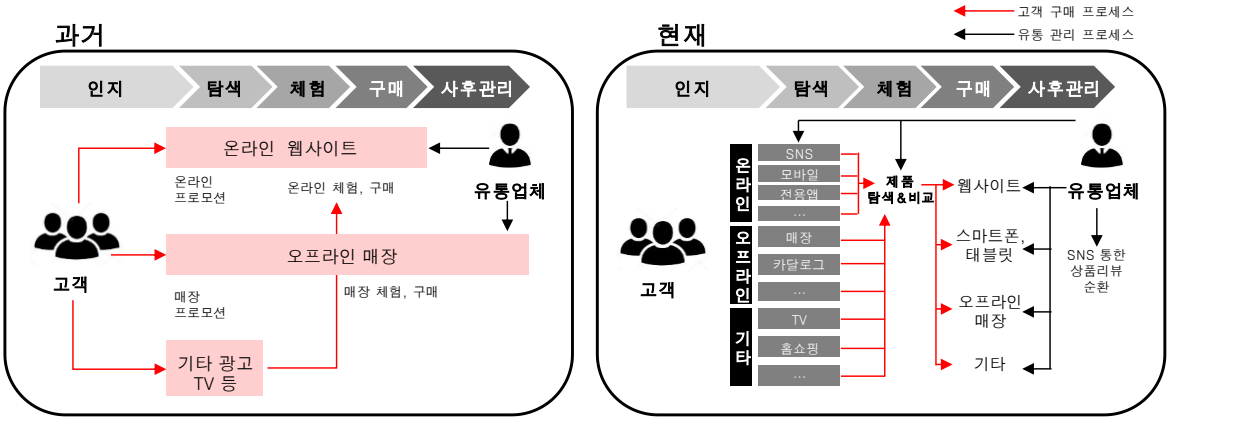
소비자가 제품을 구입하는 의사결정 과정의 변화는 미디어 커머스의 성공가능성을 높이고 있다. 과거 고객들은 구매를 희망하는 제품에 대한 정보를 습득할 수 있는 창구가 제한적이었다. TV, 신문, 라디오 등의 광고나 공식 홈페이지에서 정보를 습득하고, 직접 오프라인 매장을 방문해 제품을 검증하고 구입하는 절차로 구매가 이뤄졌다.

반면 현재의 소비자가 구매를 결정하는 과정에는 정보의 홍수라고 할 수 있을 정도로 다양한 채널을 통해 정보를 습득하고 있다. 온라인에서는 공식 홈페이지 이외에 SNS, 유튜브의 제품 후기를 검색해 볼 수 있고, 온라인 상에서도 최저가 구매를 위한 가격비교를 손쉽게 할 수 있으며, 쿠팡 등의 소셜커머스를 통한 구매도 가능해졌다.

다시말해 현재의 소비자는 제품 구매를 결정 하는 과정에서 특정 매체로부터 큰 영향을 받음에도 불구하고, 고객의 상이한 정보 습득 과정과 구매 패턴으로 인해 특정 형태를 보이고 있지 않다는 것이다. 이러한 비정형적 구매 패턴에서는 미디어가 소비자가 구매 결정을 하는 수단이 아닌 제품이나 서비스에 대한 관심을 유발한다는 측면에서 매우 활용도가 높은 접근법이다. 또한 미디어에 대한 노출이 많은 현대 사회에서 단시간에 소비자의 관심을 이끈다면, 실제 구매결정에 결정적인 영향을 미칠 수 있다는 점에 주목해야 한다.

특히 한류에 대한 관심이 다양한 콘텐츠 분야로 확대되는 과정에서 접하게 되는 한국과 관련된 다양한 상품, 서비스들은 단순히 미디어를 통해 노출 되는 것이 아니라, 시청자가 소비자로 입장이 바뀌면서 무형의 콘텐츠 소비가 유형의 상품 구매로 이어질 것으로 예상한다.

도표 75 소비자의 구매 프로세스: 비정형적 구매 패턴으로 변화




**정형적 구매 패턴**

상품 인지부터 구매까지 제한된 정형적 온, 오프라인 채널 구매 프로세스
- 매장 내 사후관리로 유통업체의 고객 구매 프로세스 관리 용이

**비정형적 구매 패턴**

상품 인지부터 구매 후 리뷰 획득까지 확대
복잡화된 비정형적 온, 오프라인 채널 구매프로스세
- 디지털화에 따른 소비자 의식 향상 및 채널 다각화 기반 확대
- MOT(고객접점, Moment of Truth)에 걸친 고객 경험에 대한 철저한 관리 필요

자료: 언론보도 재편집, 유진투자증권

# IV. 결론은 콘텐츠

## 1. 변화의 바람에도 콘텐츠가 핵심

미디어 산업 본질 결국은 콘텐츠

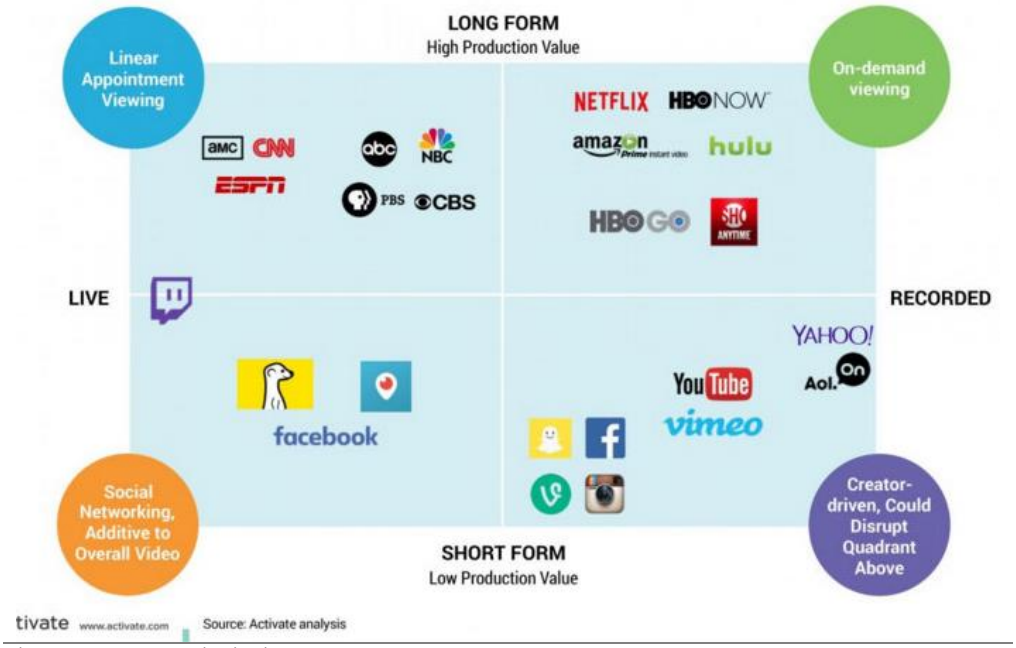
플랫폼을 통해 성장을 거듭해온 미디어 산업이 변화하고 있다. 드라마는 지상파 외 유료채널 및 종합편성채널 확대에 따라 고성장을 이뤄왔고, 한류 열풍과 더불어 해외 수출 확대는 성장 폭 확대에 기여하고 있다. 그러나 최근 국내 미디어 산업은 플랫폼의 성장 둔화에 대한 우려감과 중국향 수출 둔화로 방향성을 잃어버린 것이 아닌가 우려가 높다.

하지만 **미디어 산업의 본질은 플랫폼이 아니라 콘텐츠에 있다.** 플랫폼의 지배력이 강화되는 상황에서, 플랫폼의 경쟁력은 양질의 콘텐츠를 얼마나 많이 유통하는가와 직결되기 때문이다. 당사가 국내 미디어 산업이 여전히 우상향할 것이라고 판단하는 이유다.

국내 드라마
*OTT향 작품 제작/한류 중심*
국내 영화
*세계적 영화제 수상*
→ 양질의 콘텐츠 제작 역량

국내 영화/드라마 부문의 콘텐츠 제작 능력은 이미 세계적인 수준이라 할 수 있다. 드라마는 중국을 비롯한 동남아시아, 넷플릭스에 이미 콘텐츠를 제공한 경험을 통해 확인이 가능하다. 특히 넷플릭스는 OTT 분야의 글로벌 기업으로 아시아 부문보다 북미 및 유럽을 중심으로 성장하고 있다는 점을 감안한다면, 국내에서 제작된 드라마가 아시아적 정서뿐만 아니라 글로벌화 됐다고 판단한다. 국내 영화도 이미 세계적인 영화제의 수상작을 배출했고, 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 제작(영화 '옥자') 등을 통해 성공 가능성을 이미 확인했다고 결론지을 수 있다.

도표 76 미디어 산업 변화에 따른 플랫폼 다양화 불구, 핵심은 콘텐츠




자료: Activate analysis, 유진투자증권

## 2. 굴뚝없는 공장 = 문화콘텐츠 산업

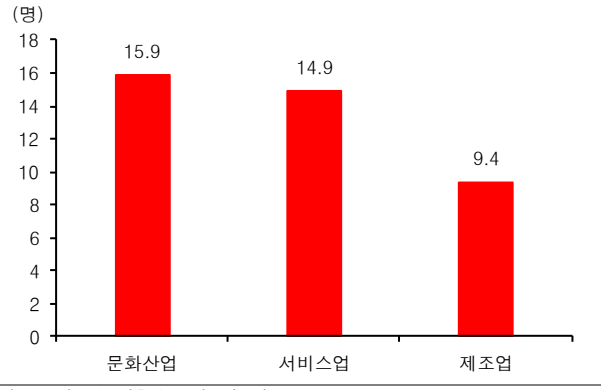
**콘텐츠가 파생하는 경제효과 반도체 수출에 버금가는 수익 창출 가능할 것**

문화콘텐츠 산업은 환경친화적이면서도 무형의 수출을 일으키는 굴뚝 없는 산업으로 평가 받는다. 창의적이면서도 감성적인 이야기가 드라마, 영화, 음악, 소설 등의 콘텐츠로 생산되고, 하나의 문화로 사회적 현상으로 발전해 나가기 때문이다.

영국에서 발간된 소설 해리포터 시리즈는 79개 언어로 전 세계에 4억 5,000만부가 판매됐고, 인세 수입만 11억 5,000만 달러(약 1.3조원)의 수익을 창출했다. 또한 영화로 재가공된 해리포터 시리즈의 흥행수익도 77억 달러(약 8.6조원)에 육박한다. 이를 연구한 한국콘텐츠진흥원의 조사에 따르면 해리포터 시리즈 완결편이 발간된 2007년까지 창출된 경제효과만 308조원에 이르는 것으로 알려졌다.

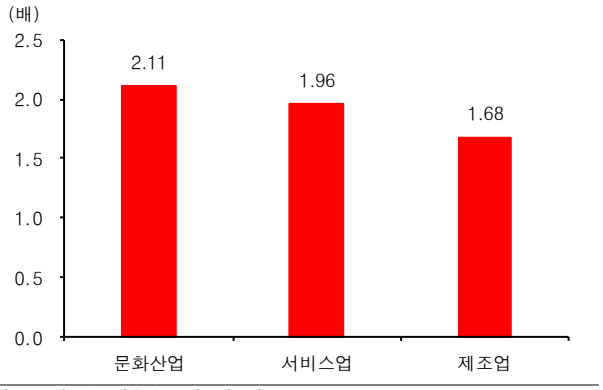
문화산업의 경제적 파급효과가 대한민국의 반도체 수출에 버금가는 수익을 창출 할 수 있는 시대가 도래한 것이다. 문화산업이 굴뚝 없는 산업으로 평가 받는 이유는 우수한 콘텐츠가 가져오는 경제효과가 관광산업 등으로 파급되기 때문이다. 한류열풍을 불러일으킨 드라마 겨울연가는 해외 수출에 따른 외화획득에서 나아가 드라마의 배경인 춘천 남이섬이 관광지로서 외국인 관광객이 급증한 것이 대표적인 사례이다.

**도표 77 고용(10억원 투입시 유발되는 고용)유발계수**



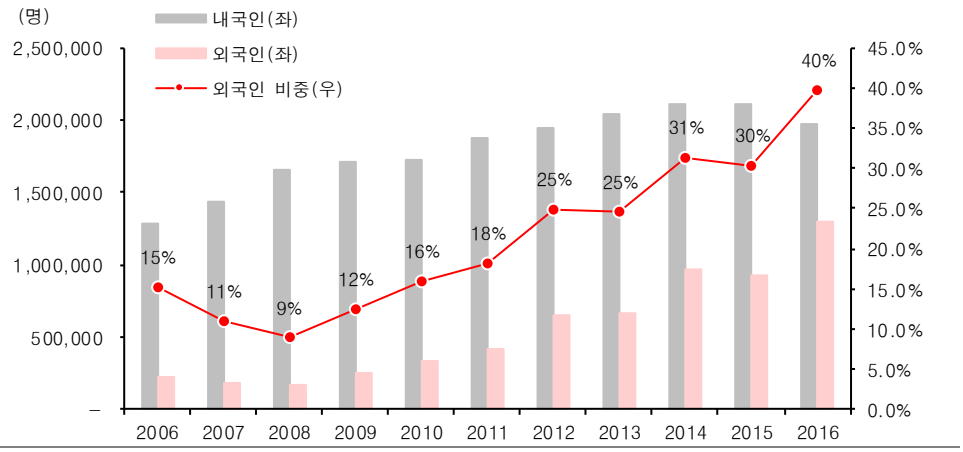

자료: 문화콘텐츠진흥원, 유진투자증권

**도표 78 생산유발계수**




자료: 문화콘텐츠진흥원, 유진투자증권
주: 생산유발계수는 한 산업의 생산제품에 대한 수요가 1단위 증가할 때 전체 산업에서 유발되는 생산효과. 문화산업 수요가 1단위 증가할 때 전체 산업의 생산이 2.11배 증가한다는 뜻

**도표 79 남이섬 관광객 추이**




자료: 남이섬, 유진투자증권

## 3. 콘텐츠의 다양한 OSMU

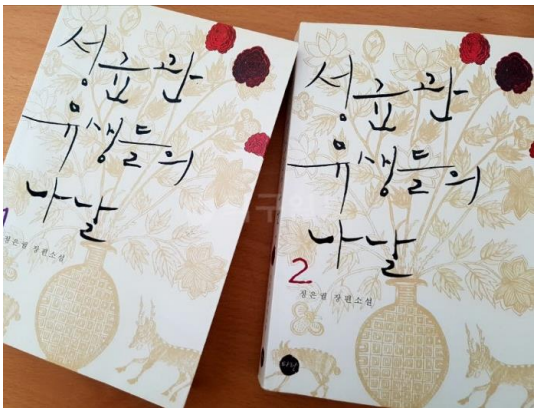
**콘텐츠 단일 상품 판매보다 다양한 형태로 변형 가능해 수익 창출 시기 장기화**

해리포터 콘텐츠는 소설과 영화의 성공에서, 최근에는 게임으로 출시되며 OSMU(One Source Multi Use)의 높을 활용도를 보여줬다.

최근 한국에서도 OSMU 콘텐츠가 대거 공개되고 있다. 인기 웹툰 '신과 함께'는 영화로 제작되어, 최초로 1, 2편 모두 1,000만 관객을 돌파하는 기염을 토해냈고, 이외에 영화 '은밀하게 위대하게', 드라마 '내 아이디는 강남미인' 등 다양한 장르의 콘텐츠들이 미디어만 변화되어 재생산되고 있다.

하나의 장르로 성공한 콘텐츠가 다른 장르로 변형되면, 일반적으로 성공의 가능성이 높아진다. 기존의 콘텐츠를 소비한 소비자 층을 확보하고 있어, 흥미 유발 측면에서 용이하기 때문이다. 예를 들어 소설 '성균관 유생들의 나날'을 읽은 독자들은 소설을 읽는 과정에서 상상력을 동원해 작품에 몰입하고, 드라마 '성균관 스캔들'을 시청하면서는 상상으로 그려왔던 소설 속 장면들과 영상을 비교하는 과정을 통해 흥미를 유발하게 된다. 성균관 스캔들은 2010년 드라마임에도 불구하고 넷플릭스로도 작품의 공급이 이뤄졌다. 이는 하나의 콘텐츠가 수익을 창출하는 기간이 OSMU 활용에 따라 연장되고 있음을 확인할 수 있다.

도표 80 소설 '성균관 유생들의 나날'




자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 81 드라마 '성균관 스캔들'




자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 82 넷플릭스에서 시청이 가능한 2010년 드라마 '성균관 스캔들'




자료: Netflix, 유진투자증권

OSMU는 미디어의 장르 변화에서만 파생되는 것이 아니라, MD(Merchandise, 기획 상품)상품 등을 생산하는 활동도 포함된다.

최근에 종영한 웹툰 원작의 드라마 '김비서가 왜그럴까'에서 두 주인공 사이에서 감정의 매개가 된 소인형(수고했소 인형)은 드라마 제작 단계에서부터 사전에 기획된 상품으로 판매가 이뤄지기도 했다. 더 이상 콘텐츠는 무형의 자산이 아니라 유형의 상품으로 변화되어 새로운 수익원이 되고 있다.

도표 83 tvN의 드라마 '김비서가 왜그럴까'에 노출된 수고했소 인형




자료: 유진투자증권

도표 84 드라마 속 MD상품 품절 기록




자료: Fiveduck, 유진투자증권

## 4. 결론 및 추천주

미디어 산업의 변화에도 불구하고 변하지 않는 것이 있다. 바로 '콘텐츠'다. 콘텐츠는 미디어 산업의 변화에 따라 변하는 것이 아니라 변형될 뿐이다. 미디어 산업의 수단이 과거 라디오에서 TV로, 또 다시 온라인/모바일로 변화하는 과정에서 콘텐츠는 듣는 음악이 시청각의 뮤직비디오로, 50분의 재생시간이 5분으로, 인쇄본 도서가 디지털화 되는 등 일부의 변형만이 있다.

**궁극적으로 콘텐츠의 정의는 '어떠한 매체 안에 들어가는 내용'이다.** 즉, 같은 스토리를 갖고 있는 하나의 콘텐츠가 120분의 영화로 제작되거나, 120부작의 대작 드라마로 탄생하거나, 12권이 소설로 표현될 뿐이다. 궁극적으로 사람들이 콘텐츠를 소비하는데 있어서 어떠한 플랫폼을 선택하느냐에 따라 영화, 드라마, 소설, 뮤지컬 등의 형태가 정해질 뿐이다.

미디어 산업의 변화 속 콘텐츠의 활용도를 높이기 위해서는 양질의 콘텐츠를 생산하는 것이 선행되야한다. 앞서 세계적인 한류 열풍은 한국 콘텐츠에 녹아 든 한국의 정서, 한국의 역사적 특징이 한 축을 담당하고 있음을 밝혔다. 이제는 우리의 콘텐츠를 어떻게 가공하고 전달할 수 있는지에 대한 고민이 필요한 시점이다.

미디어 커머스로 정의되는 새로운 미디어 산업을 선도하는 **CJ ENM을 최선호주**로 추천하며, 드라마 콘텐츠 제작 역량 강화를 통해 글로벌 오리지널 콘텐츠 시장으로 진출하고 있는 **스튜디오드래곤을 차선호주로** 제시한다.

또한 한류 열풍의 기반이 되고 있는 국내 엔터 3사인 **에스엠, JYP, 와이지엔터를 관심주**로 제시한다.

## 5. Valuation Table

도표 85 주요 업체 실적 및 밸류에이션 비교

| 구분 | | | CJ ENM (035760.KQ) | 스튜디오드래곤 (253450.KQ) | 에스엠 (041510.KQ) | JYP (035900.KQ) | 와이지엔터 (122870.KQ) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 및 목표주가 | | | BUY, 320,000원 | BUY, 130,000원 | BUY, 59,000원 | BUY, 44,000원 | BUY, 49,000원 |
| 현재주가 | | | 241,500원 | 100,400원 | 47,250원 | 36,050원 | 40,800원 |
| 실적 | 매출액 (십억원) | 2017A | 3,973 | 287 | 365 | 102 | 350 |
| | | **2018F** | **4,359** | **388** | **528** | **133** | **282** |
| | | 2019F | 4,882 | 498 | 635 | 158 | 321 |
| | 영업이익 (십억원) | 2017A | 288 | 33 | 11 | 19 | 25 |
| | | **2018F** | **336** | **66** | **43** | **29** | **12** |
| | | 2019F | 408 | 115 | 64 | 44 | 23 |
| | 지배주주순이익 (십억원) | 2017A | 565 | 24 | 4 | 16 | 18 |
| | | **2018F** | **303** | **58** | **35** | **22** | **11** |
| | | 2019F | 339 | 96 | 48 | 40 | 22 |
| 수익성 | 영업이익률(%) | 2017A | 7.2 | 11.5 | 3.0 | 19.0 | 7.2 |
| | | **2018F** | **7.7** | **16.9** | **8.2** | **22.1** | **4.1** |
| | | 2019F | 8.3 | 23.1 | 10.0 | 27.5 | 7.3 |
| | 지배주주순이익률(%) | 2017A | 13.5 | 8.3 | 1.2 | 15.8 | 3.8 |
| | | **2018F** | **6.9** | **14.9** | **6.6** | **16.2** | **6.8** |
| | | 2019F | 6.9 | 19.3 | 7.6 | 25.4 | 7.6 |
| | ROE(%) | 2017A | 13.5 | 9.5 | 1.3 | 21.4 | 5.7 |
| | | **2018F** | **9.5** | **14.5** | **9.1** | **23.0** | **3.1** |
| | | 2019F | 9.9 | 20.2 | 10.7 | 33.0 | 6.0 |
| 밸류에이션 | PER(배) | 2017A | 11.0 | 76.4 | 174.4 | 29.2 | 28.6 |
| | | **2018F** | **17.5** | **48.7** | **30.0** | **57.4** | **69.0** |
| | | 2019F | 15.6 | 29.3 | 22.4 | 30.8 | 34.0 |
| | PBR(배) | 2017A | 1.4 | 4.9 | 2.2 | 5.6 | 1.6 |
| | | **2018F** | **1.6** | **6.6** | **2.5** | **12.2** | **2.3** |
| | | 2019F | 1.5 | 5.4 | 2.3 | 8.7 | 2.1 |
| 성장성 | 매출액증가율(%) | 2017A | 7.2 | 85.7 | 4.4 | 38.8 | 8.7 |
| | | **2018F** | **9.7** | **35.3** | **44.6** | **29.7** | **(19.5)** |
| | | 2019F | 12.0 | 28.3 | 20.3 | 19.5 | 14.1 |
| | 영업이익증가율(%) | 2017A | 39.1 | 98.3 | (47.2) | 40.9 | (21.1) |
| | | **2018F** | **16.9** | **99.0** | **295.5** | **50.8** | **(54.1)** |
| | | 2019F | 21.2 | 75.6 | 47.5 | 48.7 | 103.0 |
| | EPS증가율(%) | 2017A | - | - | 17.3 | 91.4 | (15.6) |
| | | **2018F** | **(43.7)** | **142.5** | **691.4** | **33.2** | **(41.3)** |
| | | 2019F | 11.9 | 66.2 | 34.2 | 86.4 | 103.0 |

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2018.10.12 종가 기준




# 기업분석

**CJ ENM(035760.KQ)**
BUY(신규) / TP 320,000원(신규)
미디어 커머스, 새로운 길의 개척자

**스튜디오드래곤(253450.KQ)**
BUY(신규) / TP 130,000원(신규)
드라마 제작 분야 제왕의 왕림

**에스엠(041510.KQ)**
BUY(신규) / TP 59,000원(신규)
지금까지 강했고, 앞으로도 강하다

**JYP(035900.KQ)**
BUY(신규) / TP 44,000원(신규)
높아진 몸값, 엔터주의 대표주자로 격상

**와이지엔터(122870.KQ)**
BUY(신규) / TP 49,000원(신규)
빅뱅의 공백기 = 소속 아티스트의 성장기

# CJ ENM(035760.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

## 미디어 커머스, 새로운 길의 개척자

■ **투자의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 커버리지 개시**

CJ ENM에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 4개의 사업부문(미디어, 커머스, 영화, 음악)으로 다각화 되어있는 동사의 사업 모델을 감안해 SOTP(sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 6.9조원으로 영업가치 5.6조원과 지분가치 2.2조원에 순차입금 0.9조원을 차감해 산정했다. 목표주가는 합병 시너지 가 본격적으로 창출될 것으로 예상되는 2019년 예상 실적 기준 PER 20.9배 수준이다.

■ **미디어 산업의 선두주자에서 미디어 커머스 분야 선구자로**

1) 합병 법인 출범의 당위성 확보: 동사는 국내 미디어 산업 초창기, 한류 콘텐츠 확충을 위한 공격적인 투자를 단행해 글로벌 한류를 이끄는 기업으로 성장한 전례가 있다. 따라서 미디어 커머스라는 궁극적인 방향성은 빠르게 변화하는 미디어 산업에서 선제적인 투자를 통해 시장을 선도하려는 전략으로 향후의 중장기적 시너지가 기대된다.

2) 미디어와 커머스의 시너지 예상보다 빨라질 것: 미디어 커머스의 핵심은 무형의 콘텐츠에서 파생된 유형의 상품을 판매로 직결시키는 것이다. 동사는 콘텐츠의 기획 단계부터 커머스 부문과의 협업이 가능해, 사실상 하나의 콘텐츠에서 파생시킬 수 있는 유형의 상품을 극대화 할 수 있다. 또한 콘텐츠가 방영되는 동시간대 관련 상품을 판매할 수 있는 채널을 확보하고 있다는 점에서 미디어 커머스가 동사의 신규 수익 창출원으로 빠르게 안착할 것으로 전망한다.

■ **가보지 않은 길, 누군가는 가야할 길**

OTT, MCN 등 콘텐츠 소비 방식 변화는 흥미 위주의 콘텐츠와 판매 목적의 콘텐츠 사이의 경계를 허물고 있다. 따라서 동사의 콘텐츠 제작 역량과 커머스의 자연스러운 결합 과정에서 창출될 미디어 커머스의 시너지에 주목할 시점이다.

**Financial Data**

| 결산기(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 3,707 | 3,973 | 4,359 | 4,882 | 5,296 |
| 영업이익(십억원) | 207 | 288 | 336 | 408 | 470 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 130 | 777 | 386 | 457 | 511 |
| 당기순이익(십억원) | 93 | 565 | 309 | 357 | 399 |
| EPS(원) | - | 24,497 | 13,802 | 15,449 | 17,275 |
| 증감률(%) | - | 505.1 | (43.7) | 11.9 | 11.8 |
| PER(배) | - | 11.0 | 17.5 | 15.6 | 14.0 |
| ROE(%) | - | 13.5 | 9.5 | 9.9 | 10.1 |
| PBR(배) | - | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA(배) | - | 9.8 | 9.8 | 9.0 | 8.2 |

자료: 유진투자증권, 주: Pro-Forma 기준으로 작성

## BUY(신규)

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 신규) | 320,000원 |
| 현재주가(10/12) | 241,500원 |

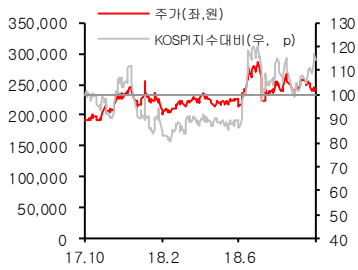
**Key Data** (기준일: 2018.10.12)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,162 |
| KOSDAQ(pt) | 732 |
| 액면가(원) | 5,000 |
| 시가총액(십억원) | 5,295 |
| 52주 최고/최저(원) | 294,900/189,100 |
| 52주 일간 Beta | 0.17 |
| 발행주식수(천주) | 21,926 |
| 평균거래량(3M,천주) | 117 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 28,588 |
| 배당수익률(18F, %) | 0.9 |
| 외국인 지분율(%) | 19.4 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| CJ 외 5인 | 42.7 |
| 국민연금 | 5.0 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -2.0 | -14.8 | 9.0 | 26.4 |
| KOSPI 대비상대수익률 | 9.4 | -4.1 | 26.0 | 16.6 |

**Company vs KOSPI composite**



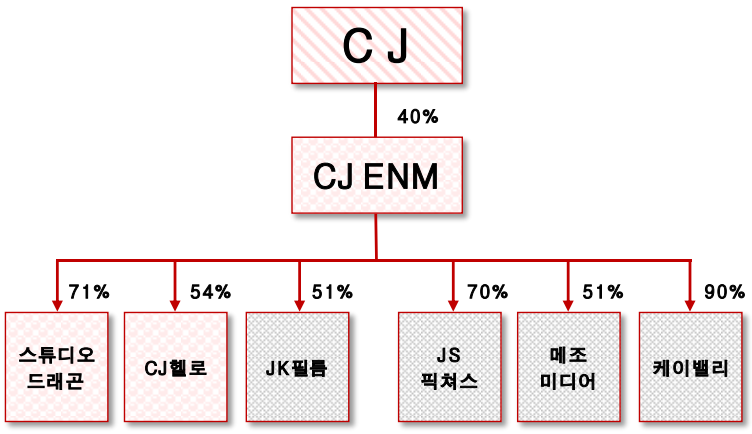
# I. 기업개요

CJ ENM은 한국을 대표하는 종합 콘텐츠 기업으로 CJ의 계열사 중 하나이다. 합병 이전의 전신 기업으로는 CJ E&M와 CJ 오쇼핑이 있다. CJ E&M은 2010년 CJ 오쇼핑으로부터 인적분할을 통해 ㈜오미디어홀딩스로 설립, 2010년 10월 15일 코스닥에 상장되었다. 이후 2011년 1월 20일 CJ E&M으로 상호변경을 하였으며, CJ그룹 계열사 ㈜온미디어, 씨제이미디어, 씨에이인터넷, 씨제이엔터테인먼트를 인수 합병하여, 방송, 게임, 영화, 음악/공연/온라인 4개 사업 부분으로 다각화된 종합 미디어 사업을 영위했다. 이후 2018년 7월 1일 CJ 오쇼핑과의 합병을 통해 합병 법인인 CJ ENM이 출범했다.

CJ E&M은 방송 채널 tvN, OCN, Mnet, Olive 등을 비롯해 총 17개의 채널을 영위하고 있으며, 영화 배급사업, 음원 유통 등의 음악사업, 뮤지컬 등 공연 사업을 영위하고 있다. 방송 부문에서는 방송사업자의 기본적인 비즈니스 모델인 광고 사업을 영위하고 있다. 자체 제작 콘텐츠 '꽃보다 할배', '응답하라 1994', '응답하라 1997' 등의 콘텐츠를 통해 채널 경쟁력을 확대해 왔다. 영화 배급 사업은 CJ의 콘텐츠 제작 및 투자 역량을 기반으로 국내 최대 규모의 배급사로 자리매김 했으며, 역대 박스오피스 최고 작품인 명량을 비롯해 역대 박스오피스 3위 국제시장, 4위 베테랑, 9위 광해, 왕이 된 남자들 등 흥행 작품을 지속적으로 발굴하고 있다.

CJ 오쇼핑은 1995년 국내 최초로 TV홈쇼핑 채널을 개국한 삼구쇼핑(채널번호 39)이 전신이다. 2000년 3월 CJ그룹에 매각되어, 2002년 10월 CJ홈쇼핑으로 사명을 변경했다. 국내 최초의 홈쇼핑 채널로서 시장점유율 1위의 업체로 자리매김했으며, 국내 최초로 지상파 DMB 방송도 송출했다. CJ E&M과의 합병 이전, tvN의 개그프로그램인 '코미디빅리그'팀과의 협업을 통한 제품판매, 가수 '슈퍼주니어'가 쇼호스트로 출연한 홈쇼핑 방송을 통해 합병 시너지를 사전 실험하기도 했다.

도표 86 CJ ENM 지분구조




자료: DART, 유진투자증권
주: 2018.6.30 기준

# II. 투자포인트

## 1. 가치 창출에서 이익 창출로 진화하는 미디어

### 1) 미디어 커머스, 유효한 전략 제시

미디어 산업의 핵심은 콘텐츠를 제작해 판매 및 유통을 통해 수익이 창출된다. 따라서 하나의 콘텐츠가 특정 매체에 방영되어 소비되면, 사실상 추가적인 수익을 창출하기 어려운 일회성의 특징이 있다. TV이외에 VOD서비스, OTT 서비스 등 콘텐츠의 유통 채널 확대로 수익원이 확대되고 있지만, 최초 방영시점에서 창출되는 수익이 절대적으로 큰 비중을 차지하고 있어 일회성의 특징은 여전히 유효하다.

동사가 제시한 미디어 사업부와 커머스 사업부의 시너지를 통한 미디어 커머스 사업은 사실상 일회성으로 소비되는 콘텐츠를 지속적인 수익 창출원으로 전환하는 개념을 기반에 두고 있다. 콘텐츠가 시청자들에게 재소비되는 과정에서 지속적으로 노출되는 커머스가 브랜드, 제품 인지도 확대에 기여해 일종의 광고로 탈바꿈하는 효과가 있기 때문이다. 특히 온라인 쇼핑의 성장과 홈쇼핑 산업의 성장 정체 속 고성장하는 콘텐츠의 결합은 두 업계의 고민 해결을 위한 방향성 측면에서 유효한 전략이라 판단한다.

도표 87 CJ ENM이 선보인 미디어 커머스 '코빅 마켓'




자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 88 '코빅 마켓'에서 판매 된 주요 제품

| 진행코너 | 출연진 | 판매상품 및 가격 |
|---|---|---|
| 나래바 X 필립스면도기 | 박나래, 이용진, 황제성 | 필립스면도기 S5000 올인원 (188,000원) |
| 이별여행 X 매그넘아이스크림 | 장도연, 이용진, 김용명 | 매그넘 아이스크림 36종, 비엔네타 1종(49,600원) |
| 석포빌라 X LG A9 | 이진호, 고장환, 이상준, 양배차, 안가연 | LG 코드제로 A9 (980,000원) |
| 부모님이 누구 X SEP립스틱 | 황제성, 김영의, 김기욱, 김나희 | SEP 립스틱 등 10종 (64,000원) |

자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 89 슈퍼주니어가 출연한 홈쇼핑 방송, 롱패딩 완판




자료: CJ ENM 방송화면 캡쳐, 유진투자증권

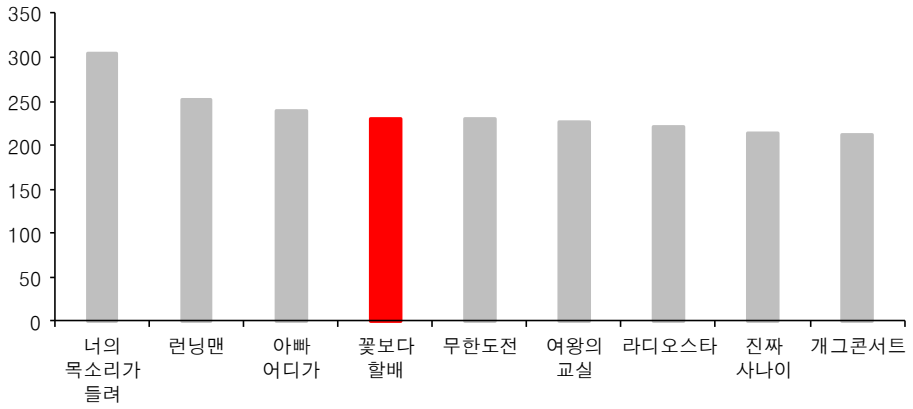
## 2) 미디어, 수익창출의 매개로 진화

미디어 산업을 움직이는 콘텐츠는 커머스화(化)되며 진화할 것으로 예상한다. 콘텐츠가 광고 수익을 위해 편성되어 방영되던 시대는 지나간 과거의 이야기다. 이미 주요 콘텐츠에는 PPL을 노출시켜 수익을 창출하고 있고, MD상품을 판매하는 등 미디어가 수익창출의 매개가 되는 시대다.

과도한 PPL을 방지하기 위한 방송통신위원회의 준수규정도 PPL에 의해 콘텐츠 자체가 상업광고화 되는 것을 막기 위한 조치로 두 사업부문의 경계가 모호해지고 있다. 2013년 tvN에서 방영된 '꽃보다 할배'의 여행지 대만이 시청자들 사이에서 선호하는 여행지로 손꼽힌 것은 물론 실제 현지 여행객이 급증한 사례는 미디어가 커머스화 된 대표적인 사례다.

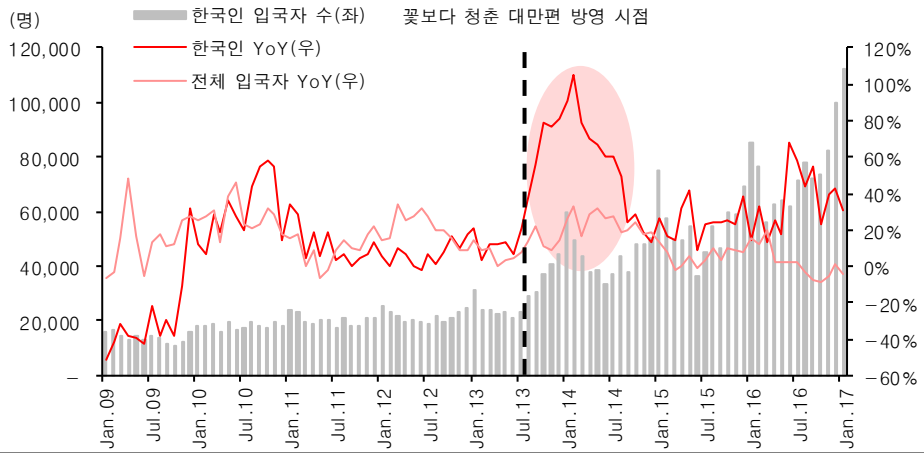
따라서 궁극적으로 미디어 산업의 가치는 얼마나 많은 수익을 창출하는 매개가 될 수 있는지 여부에 달려 있다고 판단한다.

도표 90 2013년 7월 2주차(7/15-21) CPI 상위 프로그램 현황




자료: 닐슨미디어, CJ E&M, 유진투자증권

도표 91 꽃보다 청춘(대만편) 방영 이후 대만 입국 한국인 급증




자료: 대만관광청, 유진투자증권

### 3) CJ ENM이기에 가능한 전략

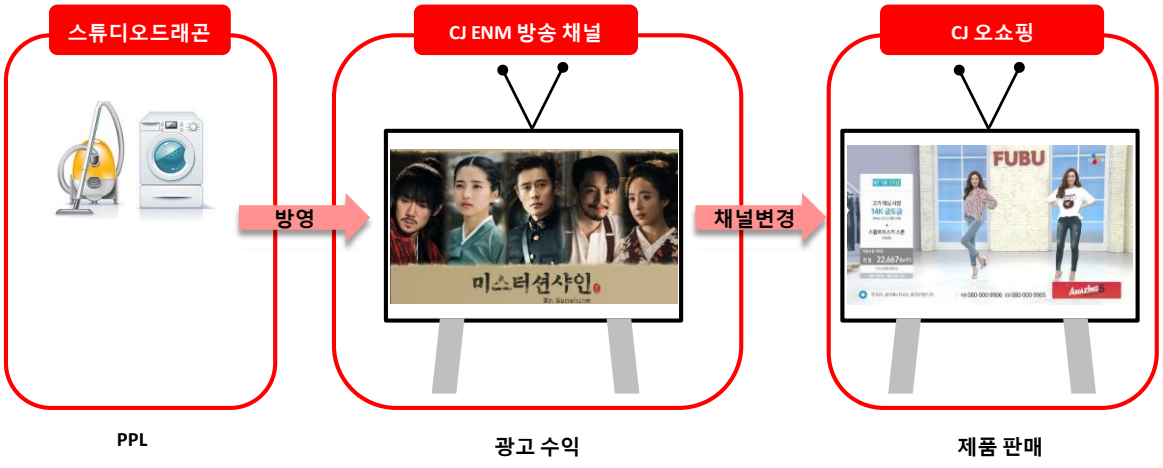
CJ ENM이 보유하고 있는 주요 채널 중 tvN, OCN을 대표적으로 들 수 있다. tvN의 경우 자체 예능, 드라마 제작과 자회사 스튜디오드래곤을 통해 제작된 드라마도 편성하고 있다. 20대 연령층에서 tvN의 입지는 다양한 장르의 드라마 및 트렌디한 예능을 볼 수 있는 채널로 자리매김 했으며, 최근 인기리에 종영한 '미스터 션샤인'의 방영과 함께 피크 타임 광고 단가도 사실상 지상파를 넘어섰다.

독보적인 국내 미디어 산업 내 영향력과 홈쇼핑 부문 시장점유율 1위의 역량은 방송에 노출되는 유형의 상품을 판매로 직결 시킬 수 있는 역량을 의미한다. 또한 콘텐츠에 내포된 PPL 상품에 대한 광고마케팅과 맞춤형 기획상품(MD상품)을 소싱 할 수 있는 가능성도 높아지고 있다.

제품을 판매하고 홍보하는 기업의 입장에서 방송 전 노출되는 광고, 방송 콘텐츠에 제공하는 PPL, 홈쇼핑 및 온라인 쇼핑몰을 통한 판매를 아우르는 종합적인 마케팅은 비용 대비 최대 효용을 가져올 수 있는 강력한 마케팅 수단이 될 수 있다.

특히 합병의 시너지가 우리의 예상보다 빠르게 나타날 수 있다고 판단하는 것은 동사의 시장지배력이다. 동사는 홈쇼핑 채널과 드라마/예능 특화 케이블 채널을 보유하고 있다. 따라서 타업체들이 구현할 수 없는 미디어 커머스의 영역을 개척할 수 있는 유일한 비즈니스 구조를 확보하고 있다고 판단한다.

도표 92 CJ ENM, 제품의 PPL/광고/판매까지 콘텐츠 기획 단계부터 적용 가능한 비즈니스 구조 확보




자료: 유진투자증권

## 2. 미디어 산업의 변화에 발 빠른 대응

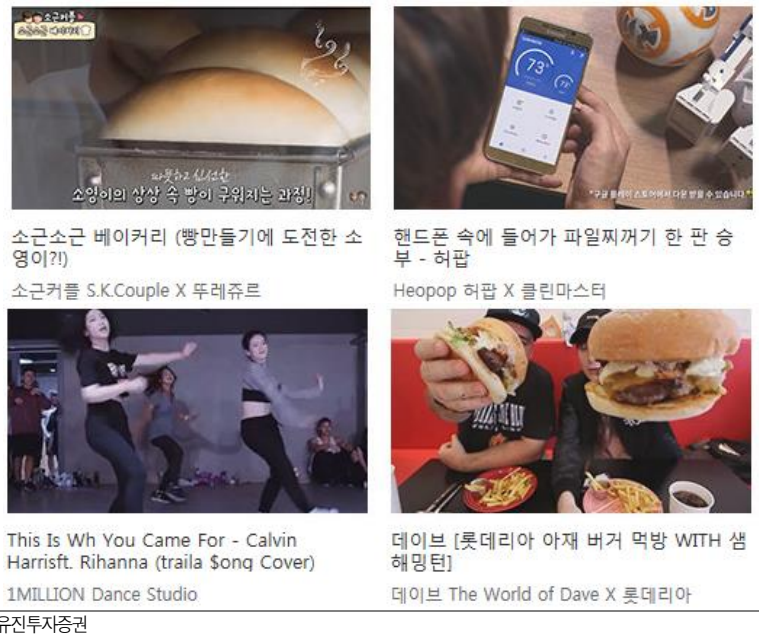
### 1) MCN 성장, DIA TV의 부각

DIA(DIA: Digital Influence & Artists) TV는 CJ ENM의 MCN 서비스로 유명 크리에이터인 허팝, 보겸TV, 밴쯔 등의 인플루언서를 확보하고 있다. DIA TV는 크리에이터에게 통계 데이터, 음원, 폰트, 스튜디오 등의 서비스를 제공하고, 광고주에게는 연령, 성별, 관심사, 예산을 감안해 적절한 콘텐츠 맞춤형 광고 서비스를 제공한다.

현재 MCN 서비스의 수익 모델은 간접광고에 국한되어 있다. 그러나 CJ ENM의 합병에 따라 동사 MCN 서비스인 DIA TV의 중요성이 부각될 것으로 예상된다. 동사의 주요 방송 채널은 지상파가 아닌 케이블로 송출된다는 점에서 지상파에 비해 규제는 적지만, 온라인 플랫폼을 통해 유통되는 콘텐츠에 비해서는 월등히 많은 제약조건이 따른다. 따라서 제약 조건이 상대적으로 미미하고, 유튜브, 판도라TV 등 다양한 유통 채널을 확보할 수 있는 MCN은 미디어 커머스 전략 적용이 용이하기 때문이다.

모바일을 통한 미디어 소비가 확대됨에 따라 MCN 사업자간의 크리에이터 확보 경쟁이 날로 치열해지고 있고, 많은 구독자를 확보한 크리에이터의 경우 유리한 수익 비율을 제시하는 MCN사업자를 선택하고 있다. 그러나 수익 배분 비율이 아닌, 수익 자체가 커질 수 있는 서비스를 제공하는 MCN이 출범한다면, 크리에이터 확보에 보다 유리한 입지를 구축할 수 있게 된다.

도표 93 DIA TV를 활용한 광고 성공 사례




자료: DIA TV, 유진투자증권

## 2) DADA 스튜디오, 미디어 커머스의 중심

다다 스튜디오는 V커머스 콘텐츠 제작을 전문으로 하는 제작사이다. V커머스는 비디오 커머스(Video Commerce)를 의미하며, 1분 내외의 짤막한 영상으로 시청자의 흥미를 유발해 판매까지 이뤄지도록 제작된 콘텐츠다. 미디어를 활용한다는 점에서 홈쇼핑, T커머스와 유사한 개념이며, 미디어 커머스의 하나의 축이기도 하다.

TV 시청 시간은 매년 빠르게 축소되고 있는 것과 달리 스마트폰, 태블릿 등 모바일 기기를 통한 영상 시청 시간은 꾸준히 증가하고 있다. 또한 페이스북, 유튜브, 인스타그램과 같은 SNS 상에서 흥미로운 클립 영상이 사용자들의 집중적인 관심을 받고 자연스럽게 공유되는 점이 V커머스의 높은 성장 잠재력을 대변한다.

현재 CJ ENM 다다 스튜디오의 V커머스 콘텐츠 사업은 베트남, 대만 등 총 7개국가에서 정식 런칭했으며, 흥미로운 주제로 인해 시청자들의 자연스러운 콘텐츠 공유로 구독자 수가 빠르게 증가하고 있다.

미디어 커머스를 합병 전략으로 제시하며 공식적으로 출범한 CJ ENM의 다다 스튜디오에서 제품 홍보영상과 흥미 위주의 콘텐츠 사이의 경계를 허무는 다양한 시도가 이뤄질 것으로 예상한다. 이를 통해 다다스튜디오는 미디어 커머스의 중심으로 자리매김 할 것으로 판단한다.

도표 94 DADA 스튜디오의 V커머스 영상 모습




자료: DADA 스튜디오, 유진투자증권

# III. 실적 전망 및 밸류에이션

## 1. 실적 전망

CJ ENM의 3Q18 예상실적은 매출액 1조 1,141억원, 영업이익 858억원(영업이익률 7.7%)을 기록할 것으로 전망한다.

주요 사업부문별로 보면, 미디어 부문에서는 우수한 콘텐츠의 지속적인 공급으로 광고단가 상승이 꾸준히 이어지고 있으며, '미스터 션샤인'의 방영으로 프라임 시간의 광고단가(15초 광고기준)가 2,000만원을 상회하고 있다. 프로듀스48의 데뷔조 아이즈원 및 주요 아티스트의 컴백에 따라 음악 부문 실적도 증가할 것으로 추정한다.

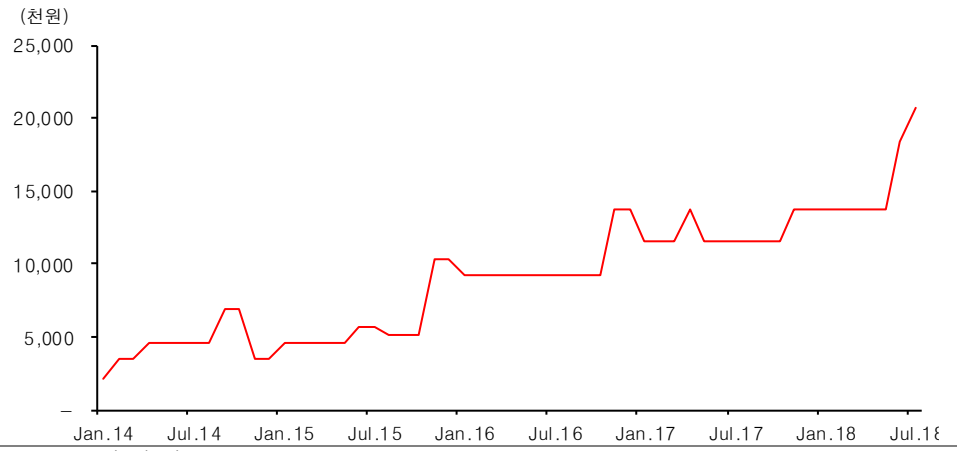
커머스 부문에서는 '미디어 커머스'의 성공적인 안착을 기대할 필요가 있다. 미디어 커머스를 구현하기 위해서는 콘텐츠의 기획 단계에서부터 두 사업부간의 협업이 필요해 단시간 내 가치를 창출하는 것이 사실상 어렵다. 그러나 동사의 콘텐츠 수급 역량과 커머스 부문에서의 시장지배력을 감안하면, 구체화된 시너지가 시장의 예상보다 빠르게 구체화될 수 있을 것으로 판단한다.

도표 95 CJ ENM 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **933.0** | **977.6** | **972.5** | **1,090.2** | **1,031.7** | **1,049.0** | **1,114.1** | **1,164.2** | **3,973.4** | **4,359.0** | **4,881.7** |
| *YoY* | - | - | - | - | *10.6%* | *7.3%* | *14.6%* | *6.8%* | - | *9.7%* | *12.0%* |
| 미디어 | 278.6 | 323.1 | 309.7 | 350.5 | 332.5 | 361.9 | 379.7 | 400.0 | 1,261.9 | 1,474.1 | 1,718.4 |
| 커머스 | 285.6 | 300.0 | 276.2 | 331.4 | 290.9 | 307.5 | 300.4 | 312.9 | 1,193.3 | 1,211.7 | 1,303.4 |
| 영화 | 61.1 | 46.1 | 56.5 | 61.5 | 80.0 | 36.0 | 88.3 | 98.3 | 225.2 | 302.6 | 423.2 |
| 음악 | 47.4 | 47.1 | 66.3 | 69.8 | 56.2 | 66.5 | 71.0 | 75.4 | 230.7 | 269.1 | 297.9 |
| CJ헬로 | 260.3 | 261.2 | 263.8 | 276.9 | 272.1 | 277.2 | 274.7 | 277.5 | 1,062.3 | 1,101.6 | 1,138.7 |
| 매출원가 | 516.1 | 539.9 | 566.7 | 638.6 | 625.6 | 639.0 | 675.5 | 704.5 | 2,261.3 | 2,644.6 | 3,057.9 |
| 매출원가율 | 55.3% | 55.2% | 58.3% | 58.6% | 60.6% | 60.9% | 60.6% | 60.5% | 56.9% | 60.7% | 62.6% |
| 매출총이익 | 416.9 | 437.7 | 405.8 | 451.6 | 406.1 | 410.0 | 438.5 | 459.7 | 1,712.1 | 1,714.4 | 1,823.9 |
| 판관비 | 340.0 | 349.4 | 343.9 | 391.1 | 316.2 | 330.8 | 352.8 | 378.4 | 1,424.4 | 1,378.2 | 1,416.3 |
| 판관비율 | 36.4% | 35.7% | 35.4% | 35.9% | 30.6% | 31.5% | 31.7% | 32.5% | 35.8% | 31.6% | 29.0% |
| **영업이익** | **76.9** | **88.3** | **61.9** | **60.5** | **89.9** | **79.2** | **85.8** | **81.3** | **287.6** | **336.2** | **407.5** |
| *YoY* | - | - | - | - | *17.0%* | *(10.4%)* | 38.6% | 34.3% | 0.0% | 16.9% | 21.2% |
| 미디어 | 20.1 | 24.0 | 9.2 | 8.6 | 24.6 | 29.2 | 30.8 | 25.7 | 61.8 | 110.3 | 161.6 |
| 커머스 | 35.9 | 45.6 | 30.7 | 39.5 | 42.3 | 33.9 | 34.3 | 36.0 | 151.6 | 146.5 | 163.5 |
| 영화 | 0.9 | (2.3) | (3.3) | (5.8) | 7.2 | (3.9) | 0.7 | 1.2 | (10.4) | 5.2 | 6.8 |
| 음악 | 2.4 | 2.0 | 6.8 | 0.6 | 2.7 | 4.2 | 4.7 | 3.8 | 11.8 | 15.4 | 15.6 |
| CJ헬로 | 17.6 | 19.1 | 18.5 | 17.6 | 13.1 | 15.7 | 15.3 | 14.7 | 72.9 | 58.8 | 60.1 |
| OPM | 8.2% | 9.0% | 6.4% | 5.6% | 8.7% | 7.5% | 7.7% | 7.0% | 7.2% | 7.7% | 8.3% |
| 미디어 | 7.2% | 7.4% | 3.0% | 2.5% | 7.4% | 8.1% | 8.1% | 6.4% | 4.8% | 7.3% | 9.4% |
| 커머스 | 12.6% | 15.2% | 11.1% | 11.9% | 14.6% | 11.0% | 11.4% | 11.5% | 12.7% | 12.1% | 12.5% |
| 영화 | 1.5% | -5.0% | -5.8% | -9.4% | 9.0% | -10.7% | 1.5% | 2.0% | -5.3% | 2.6% | 2.8% |
| 음악 | 5.0% | 4.1% | 10.3% | 0.9% | 4.8% | 6.3% | 6.7% | 5.0% | 5.1% | 5.7% | 5.2% |
| CJ헬로 | 6.8% | 7.3% | 7.0% | 6.4% | 4.8% | 5.7% | 5.6% | 5.3% | 6.9% | 5.3% | 5.3% |
| 영업외순익 | 15.3 | 504.1 | (2.0) | (28.4) | 30.2 | 18.6 | (1.3) | 1.9 | 489.0 | 49.5 | 49.6 |
| 세전이익 | 92.2 | 592.4 | 59.9 | 32.1 | 120.2 | 97.8 | 84.4 | 83.3 | 776.6 | 385.7 | 457.1 |
| 법인세비용 | 25.6 | 152.4 | 21.8 | 11.4 | 23.8 | 19.0 | 16.9 | 16.7 | 211.2 | 76.3 | 100.6 |
| **당기순이익** | **66.6** | **440.0** | **38.1** | **20.7** | **96.4** | **78.8** | **67.5** | **66.6** | **565.4** | **309.3** | **356.6** |

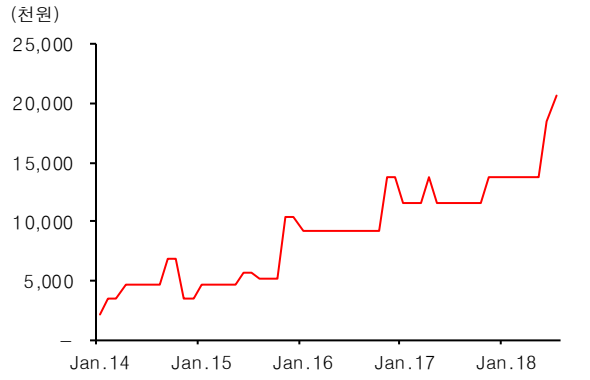
자료: 유진투자증권

도표 96 CJ ENM 주말 프라임 타임 광고 단가 추이



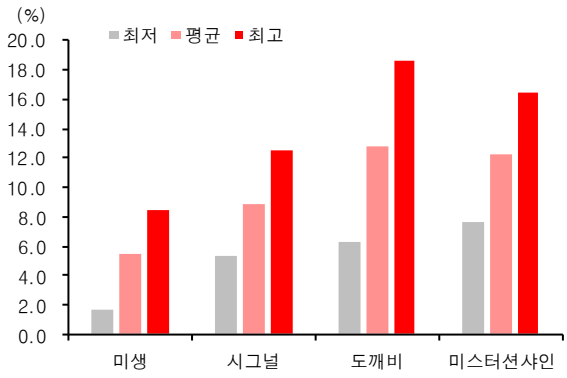

자료: CJ ENM, 유진투자증권
주: 15초 광고 기준

도표 97 CJ ENM 광고 단가 추이



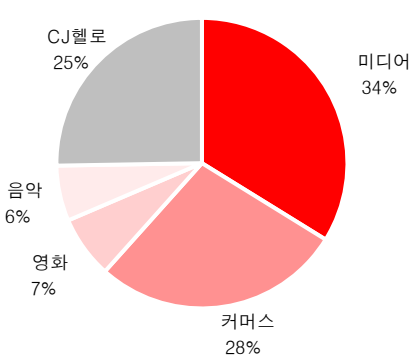

자료: CJ ENM, 유진투자증권
주: 주말 프라임 타임 기준

도표 98 CJ ENM 주요 콘텐츠 시청률 추이



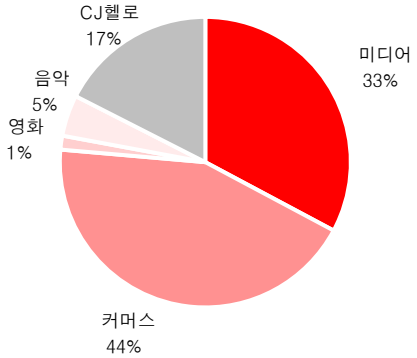

자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 99 사업부문별 매출 비중 전망 (2018년 기준)




자료: 유진투자증권

도표 100 사업부문별 영업이익 비중 전망 (2018년 기준)




자료: 유진투자증권

## 2. 밸류에이션

CJ ENM의 목표주가는 320,000원으로 4개의 사업부문(미디어, 커머스, 영화, 음악)으로 다각화 되어있는 동사의 사업 모델을 감안해 SOTP(sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 6.9조원으로 영업가치 5.6조원과 지분가치 2.2조원에 순차입금 0.9조원을 차감해 산정했다.

각 사업부문별 밸류에이션은 미디어 부문은 국내 및 해외의 영화/방송사업자의 평균 PER인 32.0배를 적용했으며, 커머스 부문은 국내 홈쇼핑 업체의 평균 PER 10.0배에서 시장점유율 1위 사업자임을 감안해 10% 할증한 11.0배를 적용했다. 영화사업의 가치는 쇼박스의 시가총액을 적용했는데, 실질적으로 배급 부문에서 동사와 쇼박스의 점유율 차이가 큰 점(1H18 관객 수 기준 CJ ENM 15.5%, 쇼박스 5.3%)을 감안하면 합리적인 수준으로 판단한다. 음악사업의 가치는 상장사 지니뮤직의 2019년 기준 PER을 적용했다. 지니뮤직과 동사의 자회사인 씨제이디지털뮤직은 합병을 통해 음악유통 및 콘텐츠 사업의 시너지를 극대화 할 계획이다.

지분가치는 CJ헬로의 경우 매각 가능성 및 경영권 프리미엄을 감안해 전일 시가총액에서 10%의 할인율을 적용했고, 넷마블과 삼성생명의 경우 30%의 할인율을 적용했다.

목표주가 320,000원은 당사추정 2019년 실적기준으로 PER 20.7배 수준이다.

도표 101 **목표주가 산정 식**

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| **영업가치 (A)** | **5,648** | (A)=①+②+③+④ |
| 미디어사업 가치 ① | 3,703 | 12M FWD NOPLAT 115.7(십억원), 32.0배 적용, 국내외 미디어 사업자의 평균 PER 적용 |
| 커머스사업 가치 ② | 1,406 | 12M FWD NOPLAT 127.8(십억원), 11.0배 적용, 시장점유율 감안해 홈쇼핑 평균대비 10% 할증 |
| 영화사업 가치 ③ | 269 | 영화 사업을 영위하는 쇼박스 가치 적용 |
| 음악사업 가치 ④ | 270 | 12M FWD NOPLAT 15.0(십억원), 18.0배 적용, 지니뮤직의 2019년 기준 PER |
| **지분가치(B)** | **2,214** | (B)=(a)+(b)+(c) |
| CJ헬로(지분율 54%) (a) | 365 | 전일 시가총액 10% 할인(매각 가능성 및 경영권 프리미엄 감안) |
| 넷마블(지분율 22%) (b) | 1,791 | 전일 시가총액 30% 할인 |
| 삼성생명(지분율 0.5%) (c) | 77 | 전일 시가총액 30% 할인 |
| **순차입금(C)** | **945.4** | **2018년 추정 기준** |
| **기업가치(D)=(A)+(B)-(C)** | **6,913** | |
| 주당가치 (원) | 315,301 | |
| **목표주가 (원)** | **320,000** | |
| 상승여력 (%) | 32.5% | |
| 현재주가 (원) | 241,500 | |

자료: 유진투자증권
주: 지분가치는 전일(2018.10.12) 종가 기준의 시가총액 적용

# CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **5,535** | **6,556** | **6,991** | **7,255** | **7,537** |
| 유동자산 | 1,673 | 1,939 | 2,295 | 2,379 | 2,502 |
| 현금성자산 | 184 | 239 | 538 | 484 | 496 |
| 매출채권 | 817 | 834 | 906 | 1,014 | 1,101 |
| 재고자산 | 232 | 242 | 253 | 283 | 307 |
| 비유동자산 | 3,862 | 4,617 | 4,697 | 4,875 | 5,035 |
| 투자자산 | 1,114 | 1,754 | 1,925 | 2,156 | 2,338 |
| 유형자산 | 1,090 | 1,129 | 1,013 | 932 | 877 |
| 기타 | 1,657 | 1,734 | 1,759 | 1,788 | 1,820 |
| **부채총계** | **2,557** | **2,823** | **3,091** | **3,062** | **3,019** |
| 유동부채 | 1,943 | 1,550 | 1,816 | 1,784 | 1,739 |
| 매입채무 | 532 | 558 | 573 | 642 | 696 |
| 유동성이자부채 | 425 | 217 | 467 | 367 | 267 |
| 기타 | 986 | 776 | 776 | 776 | 776 |
| 비유동부채 | 614 | 1,273 | 1,276 | 1,278 | 1,281 |
| 비유동이자부채 | 515 | 1,020 | 1,020 | 1,020 | 1,020 |
| 기타 | 99 | 253 | 256 | 258 | 261 |
| **자본총계** | **2,978** | **3,733** | **3,900** | **4,192** | **4,518** |
| 지배지분 | 2,464 | 3,114 | 3,281 | 3,574 | 3,899 |
| 자본금 | 225 | 225 | 225 | 225 | 225 |
| 자본잉여금 | 1,071 | 1,071 | 1,071 | 1,071 | 1,071 |
| 이익잉여금 | 1,231 | 1,760 | 1,996 | 2,289 | 2,614 |
| 기타 | (63) | 59 | (11) | (11) | (11) |
| 비지배지분 | 515 | 619 | 619 | 619 | 619 |
| **자본총계** | **2,978** | **3,733** | **3,900** | **4,192** | **4,518** |
| 총차입금 | 1,265 | 1,371 | 1,487 | 1,387 | 1,287 |
| 순차입금 | 846 | 818 | 949 | 903 | 790 |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3,707** | **3,973** | **4,359** | **4,882** | **5,296** |
| 증가율(%) | - | 7.2 | 9.7 | 12.0 | 8.5 |
| 매출원가 | 2,149 | 2,261 | 2,645 | 3,058 | 3,372 |
| **매출총이익** | **1,558** | **1,712** | **1,714** | **1,824** | **1,924** |
| 판매 및 일반관리비 | 1,351 | 1,424 | 1,378 | 1,416 | 1,453 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **영업이익** | **207** | **288** | **336** | **408** | **470** |
| 증가율(%) | - | 39.1 | 16.9 | 21.2 | 15.4 |
| **EBITDA** | **493** | **621** | **638** | **690** | **740** |
| 증가율(%) | - | 26.0 | 2.6 | 8.2 | 7.3 |
| **영업외손익** | **(77)** | **489** | **49** | **50** | **41** |
| 이자수익 | 32 | 25 | 61 | 45 | 45 |
| 이자비용 | 64 | 59 | 65 | 57 | 53 |
| 지분법손익 | 70 | 583 | 67 | 113 | 102 |
| 기타영업손익 | (115) | (61) | (13) | (51) | (52) |
| **세전순이익** | **130** | **777** | **386** | **457** | **511** |
| 증가율(%) | - | 499.0 | (50.3) | 18.5 | 11.8 |
| 법인세비용 | 36 | 211 | 76 | 101 | 112 |
| **당기순이익** | **93** | **565** | **309** | **357** | **399** |
| 증가율(%) | - | 505.1 | (45.3) | 15.3 | 11.8 |
| 지배주주지분 | 89 | 565 | 303 | 339 | 379 |
| 증가율(%) | - | 505.1 | (43.7) | 11.9 | 11.8 |
| 비지배지분 | 5 | 1 | 7 | 18 | 20 |
| **EPS(원)** | **-** | **24,497** | **13,802** | **15,449** | **17,275** |
| 증가율(%) | - | - | (43.7) | 11.9 | 11.8 |
| 수정EPS(원) | - | 24,497 | 13,802 | 15,449 | 17,275 |
| 증가율(%) | - | - | (43.7) | 11.9 | 11.8 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **246** | **491** | **346** | **361** | **432** |
| 당기순이익 | 93 | 565 | 309 | 357 | 399 |
| 자산상각비 | 287 | 334 | 301 | 283 | 270 |
| 기타비현금성손익 | (393) | 109 | (292) | (208) | (182) |
| 운전자본증감 | 259 | (518) | 28 | (70) | (56) |
| 매출채권감소(증가) | (28) | (18) | (71) | (109) | (86) |
| 재고자산감소(증가) | (18) | (132) | 84 | (30) | (24) |
| 매입채무증가(감소) | 32 | 26 | 15 | 69 | 54 |
| 기타 | 273 | (394) | 0 | 0 | 0 |
| **투자현금** | **(371)** | **(419)** | **(256)** | **(269)** | **(266)** |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권감소 | (5) | 4 | (45) | (38) | (19) |
| 설비투자 | (323) | (347) | (131) | (146) | (159) |
| 유형자산처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (44) | (76) | (80) | (84) | (88) |
| **재무현금** | **(16)** | **(18)** | **184** | **(146)** | **(154)** |
| 차입금증가 | 0 | 0 | 250 | (100) | (100) |
| 자본증가 | (16) | (18) | (66) | (46) | (54) |
| 배당금지급 | 15 | 12 | 66 | 46 | 54 |
| **현금 증감** | **(141)** | **54** | **274** | **(54)** | **12** |
| 기초현금 | 326 | 184 | 239 | 513 | 459 |
| 기말현금 | 184 | 239 | 513 | 459 | 471 |
| Gross Cash flow | (13) | 1,009 | 318 | 432 | 487 |
| Gross Investment | 113 | 936 | 229 | 339 | 321 |
| **Free Cash Flow** | **(125)** | **72** | **90** | **92** | **166** |

## 주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | - | 24,497 | 13,802 | 15,449 | 17,275 |
| BPS | - | 142,020 | 149,654 | 162,983 | 177,818 |
| DPS | - | 3,000 | 2,120 | 2,440 | 2,730 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | - | 11.0 | 17.5 | 15.6 | 14.0 |
| PBR | - | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/ EBITDA | - | 9.8 | 9.8 | 9.0 | 8.2 |
| 배당수익율 | 0.2 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| PCR | n/a | 5.2 | 16.6 | 12.3 | 10.9 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 5.6 | 7.2 | 7.7 | 8.3 | 8.9 |
| EBITDA이익율 | 13.3 | 15.6 | 14.6 | 14.1 | 14.0 |
| 순이익율 | 2.5 | 14.2 | 7.1 | 7.3 | 7.5 |
| ROE | 5.3 | 13.5 | 9.5 | 9.9 | 10.1 |
| ROIC | 6.3 | 6.5 | 7.6 | 8.8 | 9.8 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 28.4 | 21.9 | 24.3 | 21.5 | 17.5 |
| 유동비율 | 86.1 | 125.1 | 126.4 | 133.4 | 143.9 |
| 이자보상배율 | 3.2 | 4.9 | 5.2 | 7.2 | 8.9 |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 매출채권회전율 | 4.6 | 4.8 | 5.0 | 5.1 | 5.0 |
| 재고자산회전율 | 17.7 | 16.8 | 17.6 | 18.2 | 18.0 |
| 매입채무회전율 | 7.2 | 7.3 | 7.7 | 8.0 | 7.9 |

자료: 유진투자증권
주: Pro-Forma 기준으로 작성됨

편집상의 공백페이지입니다

# 스튜디오드래곤(253450.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

## 드라마 제작 분야 제왕의 왕림

■ **투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시**

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 3.7조원으로 오리지널 콘텐츠 제작의 본격화가 예상되는 2019년 예상 실적에 PER 38.0배를 적용해 산정했다. 적용 PER은 글로벌 OTT 사업자 넷플릭스와 동사가 유사한 매출 성장률을 기록한 2013-17년 평균 PER을 적용했다. 넷플릭스와 동사는 콘텐츠 사업자로 높은 성장을 기록한다는 점에서 해당 시점의 밸류에이션 적용은 무리가 없다고 판단한다.

■ **국내 드라마에서 시작해 아시아를 넘어 세계로**

1) 다양한 장르 드라마 제작을 통한 차별화 된 콘텐츠: 드라마 제작의 핵심은 '인력'을 활용해 다양한 장르의 작품을 제작하는 역량이다. 동사는 이미 웹툰 기반의 드라마 '미생', 국내 설화 기반의 '푸른 바다의 전설', 장르물의 새로운 지평을 연 '시그널' 등을 통해 기존의 한국 드라마가 지향해온 접근과 차별화된 콘텐츠를 선보였다. 종합 드라마 스튜디오로 자리매김한 동사는 독자적인 제작/기획팀운영을 통해 장르물을 구현하고 있어 독창적인 콘텐츠의 지속적인 제작이 예상된다.

2) 글로벌을 지향하는 자체 오리지널 콘텐츠 제작 기대: 안정적인 캡티브 물량 확보와 지상파를 넘어 OTT 사업자와의 오리지널 콘텐츠 제작이 기대된다. 우수한 콘텐츠 확보가 미디어 산업의 핵심 경쟁력으로 부각됨에 따라 동사와 글로벌 OTT 사업자와의 협업도 단시간 내 가시화 될 것으로 전망한다.

■ **높은 밸류에이션은 실적 성장으로 해소**

2018년 동사의 매출액과 영업이익은 3,880억원, 656억원으로 전년대비 35.3%, 99.0% 증가할 것으로 전망한다. 드라마 '미스터 션샤인'은 넷플릭스와 판권 계약을 맺었고 '백일의 낭군님'의 시청률 상승세, 4분기 '알함브라 궁전의 추억' 및 '남자친구'의 해외 수출이 이뤄지는 경우 높은 밸류에이션의 정당성이 확보될 것이다.

**Financial Data**

| 결산月(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 154 | 287 | 388 | 498 | 636 |
| 영업이익(십억원) | 17 | 33 | 66 | 115 | 164 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 10 | 30 | 72 | 121 | 169 |
| 당기순이익(십억원) | 8 | 24 | 58 | 96 | 134 |
| EPS(원) | - | 851 | 2,063 | 3,428 | 4,767 |
| 증감률(%) | - | - | 142.5 | 66.2 | 39.1 |
| PER(배) | - | 76.4 | 48.7 | 29.3 | 21.1 |
| ROE(%) | - | 9.5 | 14.5 | 20.2 | 22.7 |
| PBR(배) | - | 4.9 | 6.6 | 5.4 | 4.3 |
| EV/EBITDA(배) | - | 22.1 | 22.5 | 15.0 | 10.9 |

자료: 유진투자증권

## BUY(신규)

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 신규) | 130,000원 |
| 현재주가(10/12) | 100,400원 |

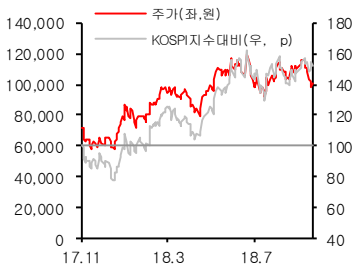
**Key Data** (기준일: 2018.10.12)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,162 |
| KOSDAQ(pt) | 732 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 2,815 |
| 52주 최고/최저(원) | 123,500 / 55,300 |
| 52주 일간 Beta | 1.49 |
| 발행주식수(천주) | 28,037 |
| 평균거래량(3M,천주) | 194 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 20,399 |
| 배당수익률(18F, %) | 0.0 |
| 외국인 지분율(%) | 1.9 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| CJ ENM 외 3인 | 75.7 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -9.0 | -16.2 | 11.6 | - |
| KOSPI 대비상대수익률 | 2.5 | -5.5 | 28.6 | - |

**Company vs KOSPI composite**



# I. 기업개요

스튜디오드래곤은 빠르게 변화하는 콘텐츠 산업에서 발빠른 시장 대응을 위해 2016년 5월 CJ E&M의 드라마 사업본부가 물적분할되어 설립되었다. 동사는 드라마의 기획 단계부터 제작, 판매까지 종합적으로 이뤄질 수 있는 국내 최초의 드라마 스튜디오로 자리매김했다.

드라마를 제작하는 제작사의 핵심 역량은 '인재'의 확보에서부터 시작된다. 2017년 연말 기준으로 동사는 152명의 크리에이터를 확보하고 있으며, 연간 22편 내외의 드라마 제작 능력을 확보하고 있다. 문화창고(박지은 작가), 화앤담(김은숙 작가), 케이피제이(김영현, 박상연 작가)등 핵심 제작사 인수 및 주요 작가와의 계약을 지속하고 있으며, 연출 분야에서도 김원석, 이응복 감독 등을 확보하고 있다.

특히 가장 큰 경쟁력으로 손꼽을 수 있는 동사의 역량은 다양한 '장르'의 드라마를 제작해온 노하우에서 찾아 볼 수 있다. 웹툰을 기반으로 한 '미생', 장르물의 대표작 '시그널', 설화를 원작으로 한 '푸른바다의 전설', 미국 드라마 리메이크 작 '굿 와이프' 등 완성도 높은 드라마는 물론 다채로운 이야기를 작품화하는 최고의 역량을 확보했다고 평가한다.

도표 102 드라마 제작의 핵심 역량인 인재 확보를 통한 최고 수준의 제작 능력 보유




자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

# II. 투자포인트

## 1. 드라마 제작 분야 국내 최고 역량 보유

### 1) 제작 라인업 확대 속 안정적 캡티브 물량 확보

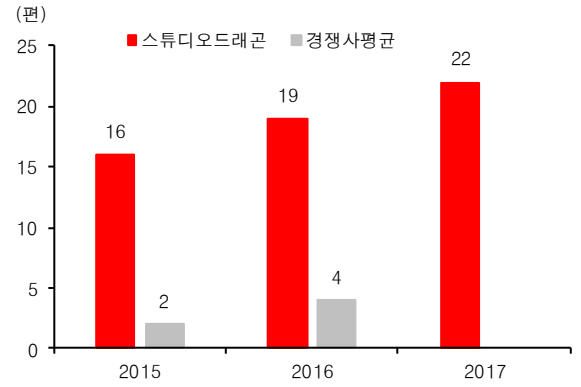
동사는 tvN, OCN 등의 채널을 보유하고 있는 모회사 CJ ENM을 통해 안정적인 캡티브 물량을 확보하고 있다. 차별화된 콘텐츠의 드라마를 방영하는 채널로 자리매김한 tvN은 주말을 비롯해 평일에도 드라마를 편성하고 있다. tvN의 편성표를 살펴보면, 월요일부터 목요일까지는 오후 9시 30분에 총 2개의 작품, 토요일과 일요일에는 오후 9시에 1개 작품을 방영해 일주일에 총 3개 작품의 방영이 가능하다. OCN은 현재 토요일과 일요일 10시 20분에 1개 작품을 편성하고 있다. 캡티브 채널 2개를 통해서만 일주일에 총 4개(16부작 기준 분기 최소 6개)의 드라마 편성이 가능한 상황이다.

tvN과 OCN을 제외한 나머지 채널은 채널의 특성으로 인해 사실상 주요 드라마의 편성이 어려운 것을 감안해본다면 캡티브 편성만으로는 동사의 제작역량을 모두 활용하는 것이 어렵다.

따라서 동사는 이미 지상파 채널인 KBS의 '공항가는 길', '황금빛 내 인생', MBC의 '캐리어를 끄는 여자', SBS의 '푸른 바다의 전설', '브라보 마이 라이프' 등의 드라마 편성을 통해 제작 역량의 활용을 극대화하고 있다.

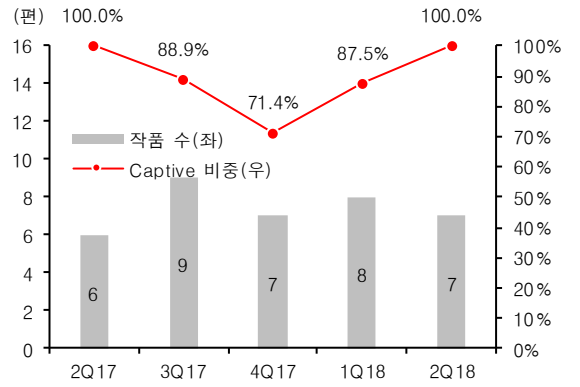
특히 안정적인 캡티브 물량 확보와 함께 내용, 기획, 연출력을 확보한 우수한 콘텐츠에 대해서는 경쟁입찰을 통해 편성 채널을 선택하고 있다는 점은 동사 드라마 작품의 수익성 확보에 기여할 것으로 판단한다.

도표 103 연도별 제작 현황




자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

도표 104 캡티브향 제작 현황




자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

### 2) 라이브러리 확대를 통한 안정적 매출 기여

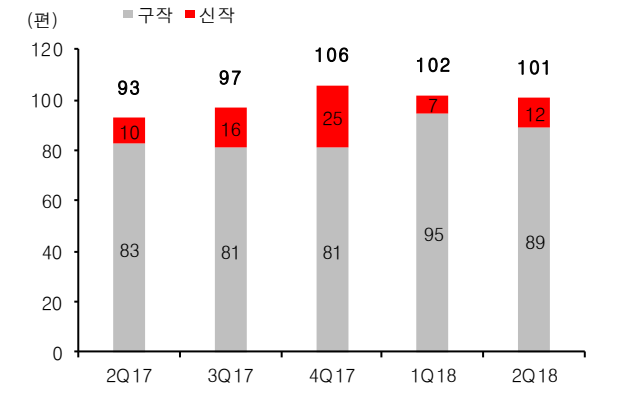
드라마 콘텐츠의 장기적인 수익성 확보를 위해서는 판권을 확보하는 것이 필수적이다. 편성 매출은 드라마가 방영되는 시점에서 인식되는 수익으로 사실상 단발성이고 일회성 매출에 불과하기 때문이다. 일반적으로 드라마 제작비의 50~70%는 편성매출을 통해 충당되고, 10~20%는 PPL이라는 협찬으로 이뤄지기 때문에 작품에 대한 판권을 통한 판매 매출이 반영되지 않으면 수익성 있는 작품 제작이 불가능하다.

동사는 자체 제작하는 주요 드라마의 판권을 직접 보유하는 형태로 방송사와의 계약을 유지하고 있다. 이를 통해 드라마 라이브러리를 꾸준히 확보하고 있으며, 확보한 라이브러리는 VOD, OTT 사업자, 해외 수출 등으로 장기적인 수익을 창출하고 있다.

또한 많은 제작비가 투자되는 메가히트 작품들의 작품 이익률이 높은 이유도 판권을 확보한 작품의 판매를 통한 매출이 크게 반영되기 때문이다. 완성도 높은 작품으로 평가받는 드라마 '미생', '시그널', '도깨비'의 경우 작품이익률이 각각 58%, 48%, 61%를 기록했다.

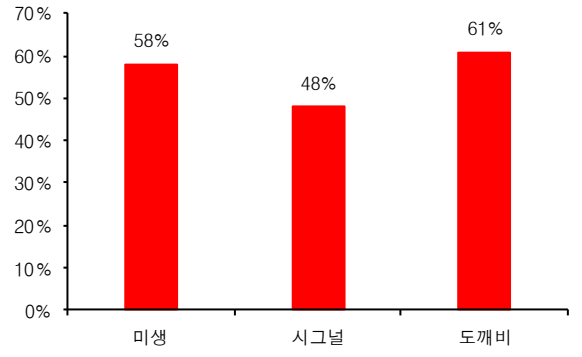
보유한 라이브러리는 매년 새롭게 제작되는 드라마와 번들 형태로 판매되어 수익성 극대화에 기여하고 있다. 또한 완성도 높은 작품에 대한 선호는 동사가 제작한 구작 드라마에 대한 수요도 지속적으로 발생시키고 있어, 사실상 드라마 제작이 장기적인 수익 모델로 자리매김하고 있다.

**도표 105 라이브러리 지속 확대 중**




자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

**도표 106 주요 작품별 작품이익률**




자료: 유진투자증권

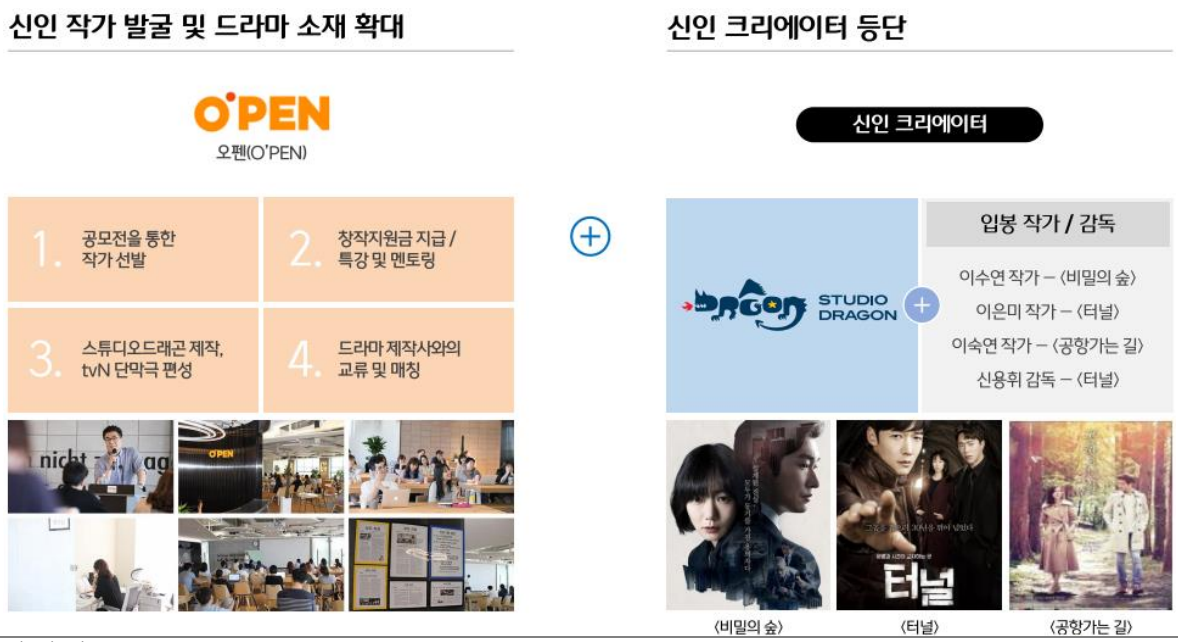
### 3) 신인 작가/감독 발굴을 통한 선순환 구조

드라마 제작의 핵심적인 역량은 '사람'으로부터 나온다. 콘텐츠의 연출과 대본 등 모든 부문이 사람으로부터 창출되기 때문에 우수한 인재를 얼마나 많이 확보하고 있는지가 사업영위의 핵심이 된다.

한 편의 드라마 제작의 가장 큰 축을 담당하는 것은 스토리를 구성하는 대본의 완성이다. 스토리라인에 부합하는 드라마 소재와 연출, 배우의 연기가 어우러져 하나의 드라마 작품이 탄생하게 된다. 따라서 제작사의 입장에서는 작가의 영입과 스토리에 맞는 연출진을 확보하는 것이 중요하다.

동사는 신인 작가 발굴을 통한 새로운 소재의 드라마 제작을 위해 오펜(O'PEN)을 운영하고 있다. 오펜에서는 공모전을 통해 작가를 선발하고, 동사의 인력과 협업해 완성도 높은 작품을 제작하고 있다. 이를 통해 새로운 소재의 드라마를 지속적으로 발굴할 수 있는 선순환 구조를 확보 하고 있다. 오펜 시스템은 일반적으로 레퍼런스가 없는 작가의 작품이 흥행 성공률이 낮다는 불문율을 깨고 있다. 이미 신인 작가들의 드라마 '비밀의 숲', '터널', '공항가는 길' 등이 완성도 높은 작품으로 인정받았으며, 신인 작가 및 연출진을 통한 사업 강화를 지속하고 있다.

도표 107 새로운 소재 확보 및 신인 크레에이터를 통한 콘텐츠 다양화




자료: 유진투자증권

## 2. 해외 진출을 통한 성장 폭 확대 예상

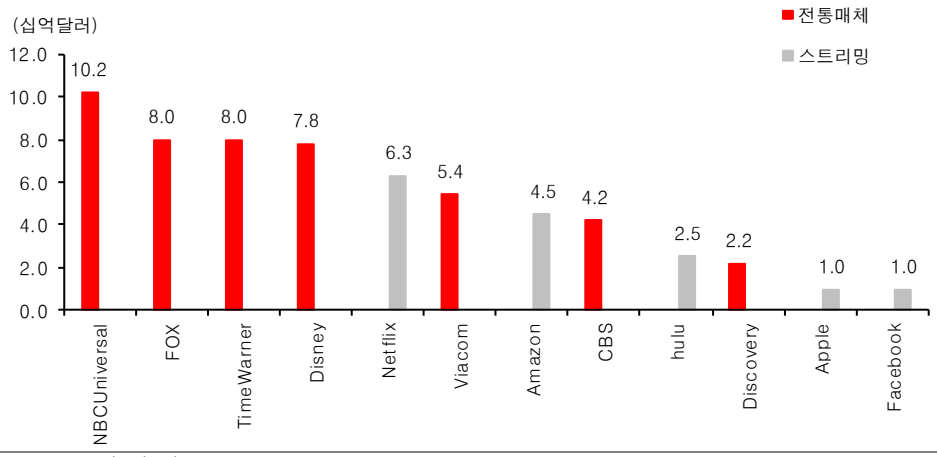
### 1) 글로벌 OTT 사업자들의 콘텐츠 확보 경쟁

글로벌 OTT 사업자 증가와 함께 콘텐츠 수급을 위한 경쟁이 치열해지고 있다. 현재 글로벌 OTT의 선두 사업자로 손꼽히는 넷플릭스는 시장점유율을 확보한 이후, 오리지널 콘텐츠 제작을 통해 라이브러리를 확대하고 있고, 픽사(Pixar) 애니메이션과 마블(MARVEL)을 보유하고 있는 후발주자 디즈니(Disney)도 보유한 콘텐츠 라이브러리와 제작역량을 기반으로 2019년 자체 OTT 플랫폼을 출시할 계획이다.

동사는 이미 넷플릭스와의 계약을 통해 '미스터 션샤인'을 독점 공급했다. 드라마 '미스터 션샤인'이 넷플릭스 오리지널 콘텐츠로 제작된 것은 아니지만, tvN의 콘텐츠라기보단 넷플릭스 오리지널 콘텐츠가 어울린다. 회를 거듭함에 따라 캐릭터에 대한 설명과 차츰 굳어지는 스토리의 전개가 국내의 여타 드라마와는 차이가 있기 때문이다.

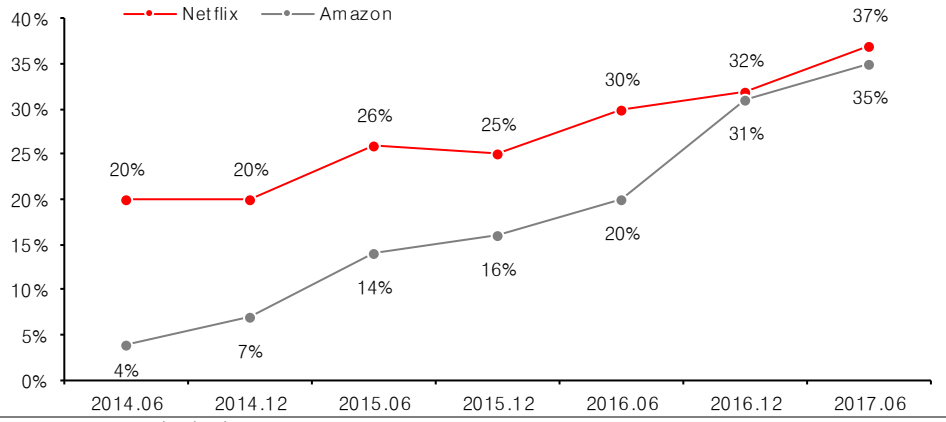
특히 국내 콘텐츠 시장은 아시아 지역권에서 높은 영향력을 보이고 있는 만큼 글로벌 OTT 사업자들이 아시아 시장 진출을 위한 교두보로 국내 콘텐츠의 활용가능성이 높다고 판단한다. 동사는 한국의 대표적인 드라마 제작 스튜디오로 한국을 넘어 글로벌을 지향하는 콘텐츠의 제작 역량을 확보하고 있어, 글로벌 OTT 사업자와의 협업이 기대된다.

도표 108 주요 업체들의 콘텐츠 투자금 비교(2017년 기준)



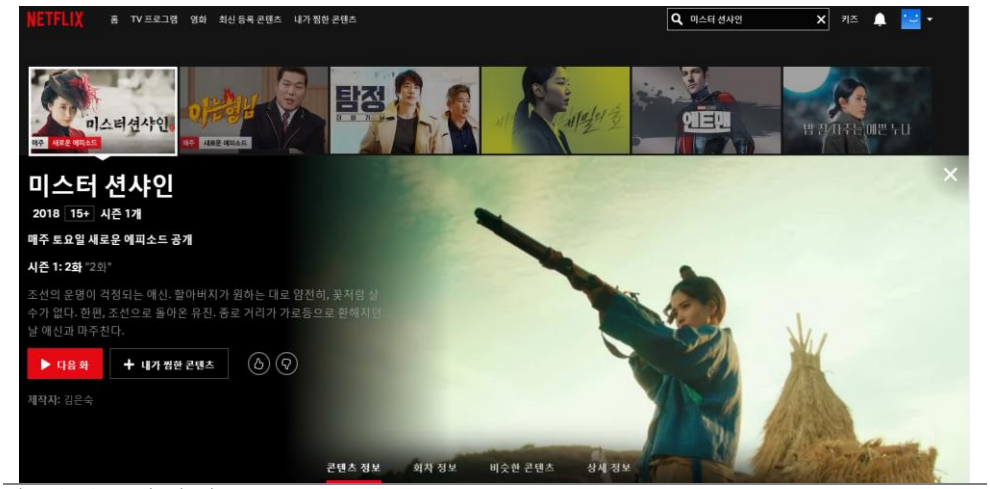

자료: Statista, 유진투자증권

도표 109 콘텐츠 시청시 자체 오리지널 콘텐츠 선호 비중




자료: 451 Research, 유진투자증권

도표 110 넷플릭스에 공급되고 있는 '미스터 션샤인'




자료: 넷플릭스, 유진투자증권

## 2) 높은 제작비의 작품 성공 레퍼런스 확보

동사의 드라마인 '미스터 션샤인'의 방영과 함께 미디어 산업의 변화가 시작될 것으로 예상한다.

총 제작비만 430억원 규모(회당 약 18억원)가 투입된 대작 미스터 션샤인은 100% 사전제작과 더불어 국내 방영과 동시에 글로벌 OTT 사업자인 넷플릭스에 판매가 완료되었다. 정확한 판매가격이 공시되지는 않았으나, 지난 6월 21일 방영권 라이선스 계약에 대한 의무공시(코스닥의 경우 전년도 매출액의 10% 이상일 경우 의무공시에 해당)를 감안하면 판매 수익이 약 300억원 수준(회당 약 13억원)으로 예상된다.

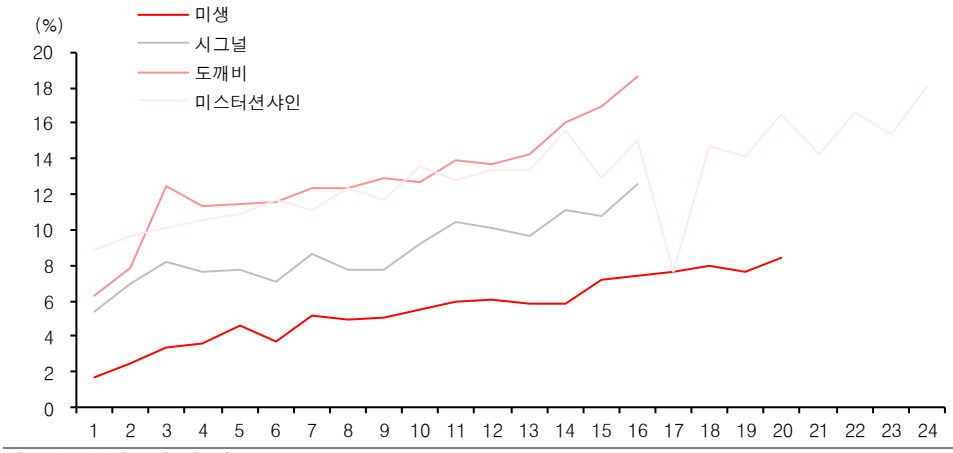
미스터 션샤인의 성공은 **1) 아시아 권역을 중심으로 수출되던 콘텐츠가 글로벌 OTT향으로 동시 방영됨에 따라 글로벌 성공 가시성을 높이고, 2) 높은 제작비가 투자되는 콘텐츠의 수익성 확보 가능성**이 높아지고 있기 때문이다.

도표 111 주요 드라마의 제작비 추이

| 드라마 | 제작비(억원) | 제작편수(회) | 회당 제작비(억원) |
|---|---|---|---|
| 미스터 션샤인 | 430 | 24 | 18 |
| 도깨비 | 150 | 16 | 9 |
| 태양의 후예 | 130 | 16 | 8 |
| 태왕사신기 | 430 | 24 | 18 |
| 별에서 온 그대 | 130 | 22 | 6 |

자료: 언론보도 종합, 유진투자증권

도표 112 동사 주요 콘텐츠 시청률 추이




자료: 닐슨미디어, 유진투자증권
주: 미스터션샤인 17회분(2018.09.01)은 2018 아시안게임 한일 축구 결승전 일정으로 시청률 감소 기록

# III. 실적 전망 및 밸류에이션

## 1. 실적 전망

스튜디오드래곤의 3분기 예상실적은 매출액 1,294억원, 영업이익 322억원으로 전년동기대비 각각 67.0%, 185.7% 성장할 것으로 예상한다. 2018년 3분기 최대 기대작인 '미스터 션샤인'의 시청률이 18%를 상회하며 종영했고, 글로벌 OTT 사업자인 넷플릭스와의 판권 계약도 시장 기대치에 부합하는 수준으로 판매된 것으로 추정되기 때문이다.

2018년 4분기에도 '미스터 션샤인' 이후로 방영이 예상되는 '알함브라의 궁전의 추억', '남자친구' 해외 판매도 기대됨에 따라 2018년 연간 매출액과 영업이익은 각각 3,880억원(+35.3% yoy), 656억원(+99.0% yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

도표 113 실적 전망

| | 1Q17A | 2Q17A | 3Q17A | 4Q17A | 1Q18A | 2Q18A | 3Q18F | 4Q18F | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **75.3** | **62.1** | **77.5** | **71.9** | **79.9** | **74.3** | **129.4** | **104.4** | **286.8** | **388.0** | **497.8** |
| *YoY* | - | - | - | - | *6.0%* | *19.6%* | *67.0%* | *45.3%* | *46.7%* | *35.3%* | *28.3%* |
| **편성매출** | **26.3** | **24.1** | **41.8** | **39.0** | **40.7** | **34.1** | **47.0** | **41.0** | **131.2** | **162.8** | **194.7** |
| Captive | 20.1 | 21.9 | 35.3 | 28.2 | 33.0 | 33.1 | 44.7 | 36.9 | 105.5 | 147.7 | 163.7 |
| Non-captive | 6.2 | 2.2 | 6.5 | 10.8 | 7.7 | 1.0 | 2.4 | 4.1 | 25.7 | 15.1 | 30.9 |
| **판매매출** | **36.5** | **26.3** | **23.3** | **25.7** | **32.1** | **28.8** | **62.8** | **48.5** | **111.8** | **172.2** | **220.9** |
| 국내 | 13.9 | 10.2 | 10.2 | 10.4 | 9.4 | 12.3 | 9.4 | 14.5 | 44.7 | 45.7 | 49.2 |
| 해외 | 22.6 | 16.1 | 13.1 | 15.4 | 22.7 | 16.5 | 53.4 | 33.9 | 67.2 | 126.5 | 171.7 |
| 국내비중 | 38.1% | 38.8% | 43.9% | 40.3% | 29.2% | 42.8% | 15.0% | 30.0% | 15.6% | 11.8% | 9.9% |
| 해외비중 | 61.9% | 61.2% | 56.1% | 59.7% | 70.8% | 57.2% | 85.0% | 70.0% | 84.4% | 88.2% | 90.1% |
| **기타매출** | **12.5** | **11.6** | **12.4** | **7.2** | **7.1** | **11.4** | **19.6** | **14.9** | **43.7** | **52.9** | **82.2** |
| 매출원가 | 58.6 | 49.9 | 66.8 | 64.4 | 66.2 | 63.7 | 93.1 | 84.9 | 239.7 | 307.8 | 365.1 |
| 매출원가율 | 77.8% | 80.4% | 86.1% | 89.6% | 82.9% | 85.7% | 71.9% | 81.3% | 83.6% | 79.3% | 73.3% |
| 매출총이익 | 16.8 | 12.2 | 10.7 | 7.4 | 13.6 | 10.6 | 36.3 | 19.5 | 47.1 | 80.1 | 132.7 |
| 매출총이익률 | 22.2% | 19.6% | 13.9% | 10.4% | 17.1% | 14.3% | 28.1% | 18.7% | 16.4% | 20.7% | 26.7% |
| 판관비 | 2.8 | 3.3 | 4.0 | 4.0 | 3.0 | 3.3 | 4.2 | 4.0 | 14.1 | 14.5 | 17.5 |
| 판관비율 | 3.7% | 5.3% | 5.2% | 5.5% | 3.7% | 4.4% | 3.2% | 3.9% | 4.9% | 3.7% | 3.5% |
| **영업이익** | **14.0** | **8.9** | **6.7** | **3.5** | **10.7** | **7.3** | **32.2** | **15.5** | **33.0** | **65.6** | **115.2** |
| *YoY* | - | - | - | - | *-28.1%* | *-31.2%* | *185.7%* | *207.4%* | *55.6%* | *99.0%* | *75.6%* |
| OPM | 18.5% | 14.3% | 8.7% | 4.8% | 13.3% | 9.9% | 24.9% | 14.8% | 11.5% | 16.9% | 23.1% |
| 영업외손익 | (0.7) | 0.1 | (0.3) | (1.8) | 0.2 | 0.1 | 1.0 | 1.1 | (2.7) | 5.9 | 5.3 |
| 세전이익 | 13.2 | 9.0 | 6.5 | 1.7 | 10.8 | 7.4 | 33.2 | 16.6 | 30.4 | 71.6 | 120.5 |
| 세전이익률 | 17.6% | 14.5% | 8.3% | 2.3% | 13.6% | 10.0% | 25.6% | 15.9% | 10.6% | 18.5% | 24.2% |
| 법인세 | (0.1) | 6.2 | 0.7 | (0.3) | 3.0 | 1.6 | 6.3 | 3.1 | 6.4 | 14.6 | 24.4 |
| **당기순이익** | **13.4** | **2.8** | **5.8** | **2.0** | **7.9** | **5.8** | **26.9** | **13.4** | **23.9** | **57.0** | **96.1** |
| NPM | 17.8% | 4.5% | 7.4% | 2.8% | 9.8% | 7.8% | 20.8% | 12.8% | 8.3% | 14.7% | 19.3% |

자료: 유진투자증권

## 2. 밸류에이션

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 OTT 향 오리지널 콘텐츠 제작이 본격화될 것으로 예상되는 2019년 예상 실적 기준으로 PER 38.0배를 적용해 산정했다.

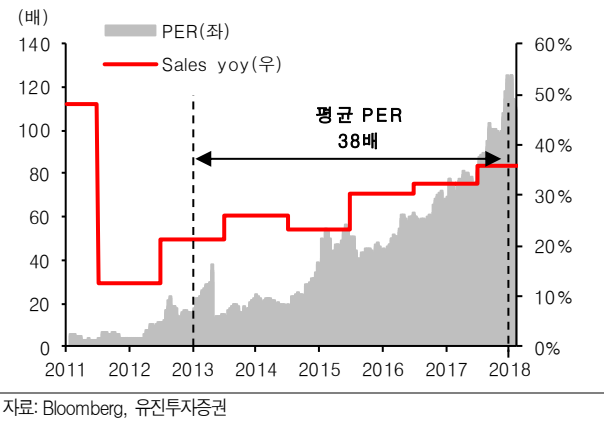
적용 PER은 글로벌 OTT 및 콘텐츠 사업자인 넷플릭스가 동사(당사추정 2017-2020년 연평균 매출액 30%, 영업이익 70% 성장 전망)와 유사한 매출 성장률을 기록한 2013-2017년(매출액 연평균 28%, 영업이익 연평균 40% 성장 기록)의 평균 PER을 적용해 산출했다. 넷플릭스와 동사의 사업 모델과 차이가 있으나, 콘텐츠 사업자로 높은 성장을 기록하고 있다는 점에서 해당 시점의 밸류에이션 적용은 무리가 없다고 판단한다.

**도표 114 목표주가 산정 식**

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 96.2 | 2019년 예상 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 38.0 | 넷플릭스가 동사와 유사한 연평균 성장률을 기록한 2013-2017년 평균 PER |
| **③기업가치** | **3,654** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 28,037,240 | |
| 주당가치 (원) | 130,341 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **130,000** | |
| 상승여력 (%) | 29.5% | |
| 현재주가 (원) | 100,400 | |

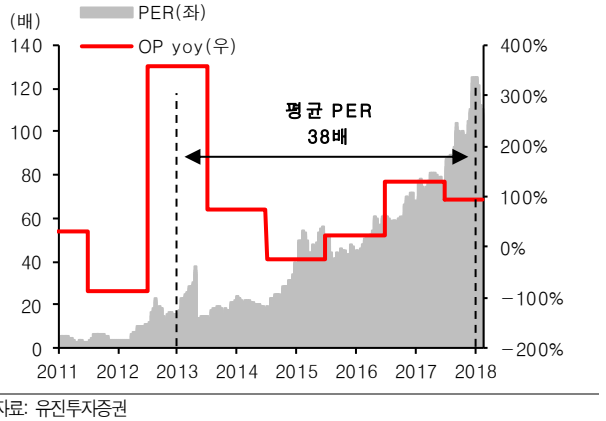
자료: 유진투자증권

**도표 115 넷플릭스 매출액 증가율 및 PER 추이**




자료: Bloomberg, 유진투자증권

**도표 116 넷플릭스 영업이익 증가율 및 PER 추이**




자료: 유진투자증권

# 스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **242** | **459** | **522** | **630** | **789** |
| 유동자산 | 81 | 290 | 335 | 434 | 576 |
| 현금성자산 | 12 | 192 | 216 | 288 | 395 |
| 매출채권 | 39 | 55 | 74 | 100 | 133 |
| 재고자산 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 비유동자산 | 161 | 170 | 188 | 197 | 213 |
| 투자자산 | 36 | 41 | 48 | 50 | 52 |
| 유형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 124 | 128 | 138 | 145 | 160 |
| **부채총계** | **106** | **91** | **96** | **108** | **133** |
| 유동부채 | 84 | 91 | 95 | 107 | 132 |
| 매입채무 | 20 | 32 | 45 | 57 | 82 |
| 유동성이자부채 | 8 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 56 | 49 | 49 | 50 | 50 |
| 비유동부채 | 21 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동이자부채 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| **자본총계** | **136** | **368** | **427** | **523** | **656** |
| 지배지분 | 136 | 368 | 427 | 523 | 656 |
| 자본금 | 11 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 자본잉여금 | 115 | 320 | 320 | 320 | 320 |
| 이익잉여금 | 8 | 32 | 90 | 186 | 320 |
| 기타 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | **136** | **368** | **427** | **523** | **656** |
| 총차입금 | 28 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 순차입금 | 17 | (182) | (216) | (288) | (395) |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **154** | **287** | **388** | **498** | **636** |
| 증가율(%) | - | 85.7 | 35.3 | 28.3 | 27.8 |
| 매출원가 | 133 | 240 | 308 | 365 | 452 |
| **매출총이익** | **22** | **47** | **80** | **133** | **185** |
| 판매 및 일반관리비 | 5 | 14 | 15 | 17 | 21 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| **영업이익** | **17** | **33** | **66** | **115** | **164** |
| 증가율(%) | - | 98.3 | 99.0 | 75.6 | 42.1 |
| **EBITDA** | **39** | **74** | **116** | **169** | **222** |
| 증가율(%) | - | 91.4 | 55.7 | 45.7 | 31.4 |
| **영업외손익** | **(6)** | **(3)** | **6** | **5** | **5** |
| 이자수익 | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 이자비용 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업손익 | (5) | (2) | 3 | 3 | 3 |
| **세전순이익** | **10** | **30** | **72** | **121** | **169** |
| 증가율(%) | - | 188.3 | 136.5 | 68.4 | 40.4 |
| 법인세비용 | 2 | 6 | 14 | 24 | 36 |
| **당기순이익** | **8** | **24** | **58** | **96** | **134** |
| 증가율(%) | - | 192.9 | 142.5 | 66.2 | 39.1 |
| 지배주주지분 | 8 | 24 | 58 | 96 | 134 |
| 증가율(%) | - | 192.9 | 142.5 | 66.2 | 39.1 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EPS(원)** | **-** | **851** | **2,063** | **3,428** | **4,767** |
| 증가율(%) | - | - | 142.5 | 66.2 | 39.1 |
| 수정EPS(원) | - | 851 | 2,063 | 3,428 | 4,767 |
| 증가율(%) | - | - | 142.5 | 66.2 | 39.1 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **(12)** | **(7)** | **58** | **134** | **182** |
| 당기순이익 | 10 | 30 | 58 | 96 | 134 |
| 자산상각비 | 22 | 41 | 50 | 53 | 58 |
| 기타비현금성손익 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| 운전자본증감 | (46) | (73) | (48) | (15) | (10) |
| 매출채권감소(증가) | (27) | (14) | (18) | (26) | (33) |
| 재고자산감소(증가) | 0 | (2) | (1) | (1) | (1) |
| 매입채무증가(감소) | 11 | 9 | 14 | 11 | 25 |
| 기타 | (30) | (66) | (43) | 0 | 0 |
| **투자현금** | **(70)** | **(141)** | **(39)** | **(69)** | **(81)** |
| 단기투자자산감소 | 0 | (140) | (15) | (6) | (7) |
| 장기투자증권감소 | (0) | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 설비투자 | (1) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 유형자산처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (0) | (0) | (24) | (60) | (72) |
| **재무현금** | **93** | **188** | **(10)** | **0** | **0** |
| 차입금증가 | 27 | (18) | (10) | 0 | 0 |
| 자본증가 | 56 | 208 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금 증감** | 12 | 40 | 9 | 66 | 101 |
| 기초현금 | 0 | 12 | 51 | 60 | 126 |
| 기말현금 | 12 | 51 | 60 | 126 | 227 |
| Gross Cash flow | 35 | 76 | 110 | 149 | 191 |
| Gross Investment | 116 | 74 | 72 | 77 | 84 |
| **Free Cash Flow** | **(80)** | **2** | **38** | **72** | **107** |

## 주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | - | 851 | 2,063 | 3,428 | 4,767 |
| BPS | - | 13,141 | 15,214 | 18,642 | 23,409 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | n/a | 76.4 | 48.7 | 29.3 | 21.1 |
| PBR | n/a | 4.9 | 6.6 | 5.4 | 4.3 |
| EV/ EBITDA | 0.4 | 22.1 | 22.5 | 15.0 | 10.9 |
| 배당수익율 | 0.0 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| PCR | n/a | 23.9 | 25.6 | 18.8 | 14.7 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 10.8 | 11.5 | 16.9 | 23.1 | 25.7 |
| EBITDA이익율 | 25.1 | 25.9 | 29.8 | 33.9 | 34.8 |
| 순이익율 | 5.3 | 8.3 | 14.9 | 19.3 | 21.0 |
| ROE | n/a | 9.5 | 14.5 | 20.2 | 22.7 |
| ROIC | n/a | 15.4 | 26.9 | 41.6 | 52.6 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 12.1 | (49.3) | (50.7) | (55.2) | (60.3) |
| 유동비율 | 96.4 | 319.6 | 352.5 | 406.3 | 436.3 |
| 이자보상배율 | 19.5 | 19.0 | 1,443.9 | n/a | n/a |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | n/a | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 매출채권회전율 | n/a | 6.1 | 6.0 | 5.7 | 5.5 |
| 재고자산회전율 | n/a | n/a | 210.0 | 184.5 | 174.2 |
| 매입채무회전율 | n/a | 11.1 | 10.1 | 9.7 | 9.2 |

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

# 에스엠(041510.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

## 지금까지 강했고, 앞으로도 강하다

■ **투자의견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시**

에스엠에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS(1,819원)기준으로 PER 32.2배를 적용해 산출했다. PER 32.2배는 지난 2013-2014년 동사의 평균 PER이며, 목표주가는 2019년 실적 기준 PER 28.0배 수준이다. 신인 그룹의 데뷔는 경쟁사 대비 적지만, 상대적으로 동사의 아티스트들은 팬덤 측면에서 우위를 점하고 있다. 따라서 연평균 30%의 매출 성장을 기록한 2013-2014년의 평균 PER의 적용은 합리적이라 판단한다.

■ **팬덤을 확보하고 있는 아티스트의 컴백 = 실적 개선**

동사 소속 주요 아티스트들의 컴백이 이어지고 있다. 2분기 샤이니의 컴백 이후, 3분기에는 레드벨벳, 슈퍼주니어 D&E, NCT Dream의 미니앨범 발매와 소녀시대의 싱글 앨범이 출시되었다. 이후로는 EXO, NCT127, 태연, 레드벨벳의 앨범 발매 및 활동이 이어질 예정으로, 아티스트 컴백에 따른 실적 성장이 예상된다.

차세대 NCT 유닛으로서는 NCT China가 주목할만하다. 국가간의 정치적 대외변수로 인해 사실상 중단된 중국 시장 진출을 재개하기 위해 동사에서는 NCT China를 활용할 계획이다. NCT China는 중국인 멤버로만 구성된 그룹으로 중국 시장 진출을 제한하는 대외적 리스크가 낮다. NCT China는 2018년 연내 데뷔(11월 예정)해 2019년 중국 내 활동을 본격화 할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 중국 시장 진출도 재개될 것으로 예상한다.

■ **전통적인 엔터주의 강자, 핵심 아티스트를 통한 글로벌 시장 공략 시작**

에스엠은 전통적으로 엔터 업종 대표주로 손꼽혔으나, 주요 아티스트의 공백에 따라 부진한 실적이 이어져왔다. 하지만 군복무 이후 활동을 본격화하고 있는 동방신기를 비롯해 엑소, 소녀시대, NCT China 등 소속 아티스트들의 글로벌 시장 공략을 재기함에 따라 실적 상승 및 기업가치 재고가 이뤄질 것으로 판단한다.

**Financial Data**

| 결산기(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 350 | 365 | 528 | 635 | 715 |
| 영업이익(십억원) | 21 | 11 | 43 | 64 | 72 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 23 | 24 | 51 | 65 | 71 |
| 당기순이익(십억원) | 4 | (5) | 35 | 51 | 56 |
| EPS(원) | 170 | 199 | 1,574 | 2,113 | 2,314 |
| 증감률(%) | (83.8) | 17.3 | 691.4 | 34.2 | 9.5 |
| PER(배) | 152.8 | 174.4 | 30.0 | 22.4 | 20.4 |
| ROE(%) | 1.2 | 1.3 | 9.1 | 10.7 | 10.5 |
| PBR(배) | 1.7 | 2.2 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA(배) | 9.9 | 18.7 | 13.7 | 9.8 | 8.5 |

자료: 유진투자증권

## BUY(신규)

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 신규) | 59,000원 |
| 현재주가(10/12) | 47,250원 |

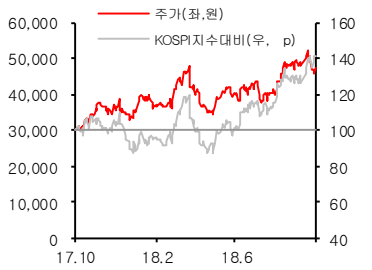
**Key Data** (기준일: 2018.10.12)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,162 |
| KOSDAQ(pt) | 732 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 1,084 |
| 52주 최고/최저(원) | 54,000 / 29,100 |
| 52주 일간 Beta | 0.62 |
| 발행주식수(천주) | 22,939 |
| 평균거래량(3M,천주) | 314 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 14,182 |
| 배당수익률(18F, %) | 0.0 |
| 외국인 지분율(%) | 20.1 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 이수만 외 7인 | 19.6 |
| 국민연금 | 6.1 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -3.2 | 10.9 | 17.8 | 57.8 |
| KOSPI 대비상대수익률 | 8.3 | 21.6 | 34.8 | 48.0 |

**Company vs KOSPI composite**



# I. 기업개요 및 투자포인트

에스엠은 가수, 배우 등의 매니지먼트 사업을 기본으로 하는 회사로 연결기준으로 SM엔터테인먼트, SM Japan, 드림메이커, SM C&C를 자회사로 두고 있다. SM엔터테인먼트는 소속 아티스트들의 국내 활동을 담당하고 있으며, SM Japan은 아티스트들의 일본 활동(콘서트, 출연 등) 전영역을 전담하고 있다. 드림메이커는 아티스트의 소속사와 관계 없이 공연 사업을 진행하며, 국내외 콘서트의 기획, 연출 등을 주관하고 있다. 자회사 SM C&C는 드라마, 예능 등의 영상콘텐츠 제작과 MC, 배우 등의 매니지먼트, B2B 여행사업과 광고대행사업을 영위하고 있다.

2018년 당사 예상실적 기준 매출비중은 SM엔터테인먼트 52.3%, SM Japan 16.9%, 드림메이커 9.3%, SM C&C 34.5%, 내부거래 -13.0%이다.

도표 117 주요 아티스트 현황

| 가수 | 멤버 | 데뷔 일 |
|---|---|---|
| 동방신기 | 유노윤호, 최강창민 | 2003.12 |
| 슈퍼주니어 | 이특, 희철, 예성, 신동, 은혁, 동해, 시원, 려욱, 규현, 성민, 강인 | 2005.11 |
| 레드벨벳 | 웬디, 아이린, 슬기, 조이, 예리 | 2014.08 |
| 소녀시대 | 태연, 써니, 효연, 유리, 윤아 | 2007.08 |
| 샤이니 | 온유, Key, 민호, 태민 | 2008.05 |
| EXO | 수호, 찬열, 카이, 디오, 백현, 세훈, 시우민, 첸, 레이, 타오, 루한, 크리스 | 2012.04 |
| NCT | 태일, 쟈니, 태용, 유타, 도영, 텐, 재현, 윈윈, 마크, 런쥔, 제노, 해찬, 재민, 천러, 지성, 루카스, 정우, 쿤 | 2016.04 |
| f(x) | 빅토리아, 크리스탈, 엠버, 루나 | 2009.09 |
| 등 다수 | | |

| SM C&C 소속 주요 아티스트(MC/연기자 등) | | |
|---|---|---|
| 강호동 | 김상중 | 이채원 |
| 김병만 | 김수로 | 황정만 |
| 신동엽 | 김영준 | 이나윤 |
| 이수근 | 김시후 | 강필석 |
| 전현무 | 문가영 | 김여진 |
| 김태현 | 송재림 | 박정복 |
| 장위안 | 윤소희 | 박진 |
| 오정연 | 조범수 | 임병근 |
| 한석준 | 백광현 | 김현주 |
| 김생민 | 김미정 | 배다빈 |
| 박성광 | 이학주 | 등 다수 |

자료: 유진투자증권

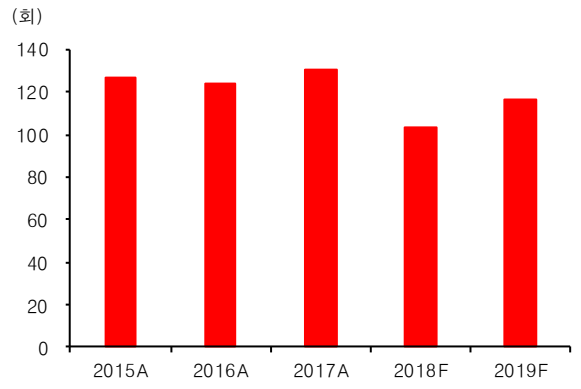
### 1) 주요 아티스트의 컴백, 글로벌 활동 시동

동사 소속 주요 아티스트들의 컴백이 이어지고 있다. 2분기 샤이니의 컴백 이후, 3분기에는 레드벨벳, 슈퍼주니어 D&E, NCT Dream의 미니앨범 발매와 소녀시대의 싱글 앨범이 출시되었다. 이후로는 EXO, NCT127, 태연, 레드벨벳의 앨범 발매 및 활동이 이어질 예정이다.

에스엠의 아티스트 대부분은 최초 데뷔시점으로 7년 이상의 활동을 이어가고 있다. 따라서 시장에서는 재계약에 따른 수익배분 비율(아티스트/매니지먼트사)을 리스크 포인트로 지적하고 있다. 그러나 배분비율에 대한 우려보다 동사의 아티스트들이 보유하고 있는 '팬덤'에 주목해야 한다. 장기간의 활동 시기 동안 만들어낸 '팬덤'은 아티스트의 콘서트의 모객, 앨범의 판매, 음원 스트리밍 등과 밀접한 관계가 있어 가장 큰 경쟁력이 되기 때문이다.

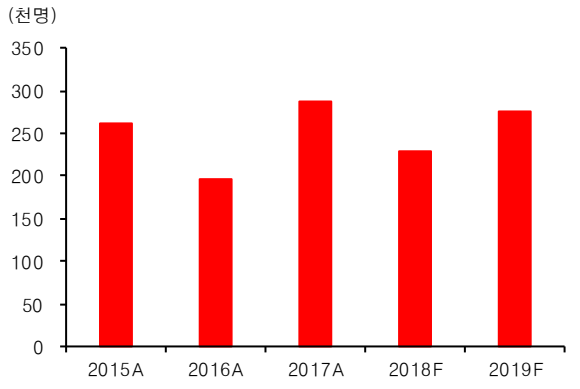
주요 아티스트들의 컴백과 글로벌 활동에 따라 실적 성장도 기대된다. 동사의 해외실적 중 큰 비중을 차지하는 일본에서는 3분기 동안에만 SM TOWN 콘서트 3회를 비롯해 동방신기 아레나 콘서트 3회, SJ D&E 7회, 소녀시대 2회, 샤이니 8회(돔투어 1회 포함), 엑소 1회 등 총 27회의 콘서트가 개최됐다. 4분기에도 동방신기의 아레나 및 돔 콘서트를 비롯해 슈퍼주니어, 샤이니(태민)의 콘서트를 포함해 약 60회의 콘서트가 예정되어 있다. 2019년 1분기 동방신기의 돔 투어 2회가 예정된 점을 감안하면, 아티스트의 컴백과 함께 2019년 실적 성장의 가시성이 매우 높다는 판단이다.

도표 118 에스엠 아티스트 콘서트 횟수 추이 및 전망




자료: 에스엠, 유진투자증권

도표 119 에스엠 아티스트 국내 콘서트 관객 수 추정



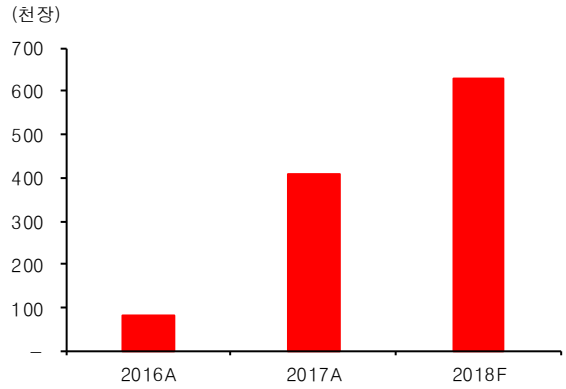

자료: 유진투자증권 당사 추정

## 2) NCT China로 중국 공략 재개

NCT는 SM엔터테인먼트가 최초로 적용하는 시스템의 그룹이다. 그룹의 키워드를 '확장성', '개방성'에 두고 있으며, 전세계 주요 도시를 기반으로 하는 다양한 서브 유닛으로 활동하는 전략을 구사하고 있다. 그룹의 멤버 수에 제한 없이 다양한 활동이 가능한 남성그룹으로 이미 NCT U(United), NCT 127(서울), NCT DREAM(청소년연합) 등 다양한 유닛을 선보인바 있다.

차세대 NCT 유닛으로서는 NCT China가 주목할만하다. 국가간의 정치적 대외변수로 인해 사실상 중단된 중국 시장 진출을 재개하기 위해 동사에서는 NCT China를 활용할 계획이다. NCT China는 중국인 멤버로만 구성된 그룹으로 중국 시장 진출을 제한하는 대외적 리스크가 낮다. NCT China는 2018년 연내 데뷔(11월 예정)해 2019년 중국 내 활동을 본격화 할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 중국 시장 진출도 재개될 것으로 예상한다.

도표 120 NCT 앨범 판매량 추이 및 전망




자료: 유진투자증권

도표 121 NCT 주요 유닛 (1) NCT U



자료: SM엔터테인먼트, 유진투자증권

도표 122 NCT 주요 유닛 (2) NCT 127




자료: SM엔터테인먼트, 유진투자증권

도표 123 NCT 주요 유닛 (3) NCT DREAM



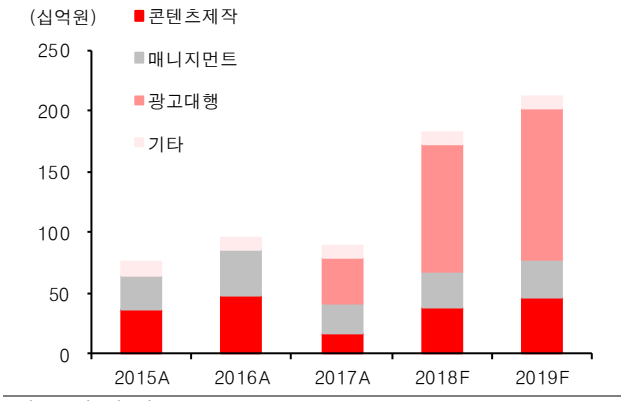
자료: SM엔터테인먼트, 유진투자증권

### 3) 자회사 SM C&C, 광고 부문 온기 반영

자회사 SM C&C는 매니지먼트 및 자체 콘텐츠 제작을 주 사업으로 영위해왔으나, 지난 2017년 7월 SK 플래닛의 광고 사업부문을 660억원에 인수하며 사업을 다각화했다. 2018년은 광고 사업 부문 인수 이후 온기로 실적이 반영되는 첫 해다. 광고 사업부문 인수 이전의 SM C&C는 콘텐츠 제작의 특성으로 인해 제작비가 높은 드라마의 편성 시기에 따라 분기별 실적 변동성이 높은 사업 구조를 보유해왔다. 그러나 광고 사업부문 인수를 통해 분기별 변동성이 낮아져, 실적에 대한 안정성이 높아질 것으로 예상된다.

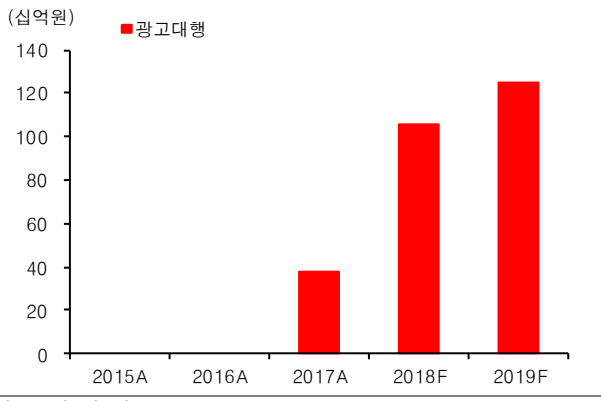
기존의 사업부문인 콘텐츠 제작 분야에서는 예능을 중심으로 제작 역량을 강화해 나갈 것으로 전망한다. 특히 소속 아티스트를 활용하는 콘텐츠 제작을 통해 외형 성장은 물론 수익 기여도 증가할 것으로 예상된다. 또한 드라마의 경우 2017년 1편에 불과했던 것과 비교해, 2018년에는 '키스 먼저 할까요?', '기름진 멜로'의 2편을 제작하며 드라마 분야의 역량을 강화해 나가고 있다.

도표 124 SM C&C 사업부문별 매출 전망




자료: 유진투자증권

도표 125 SM C&C 광고대행 매출 큰 폭 성장 전망




자료: 유진투자증권

# II. 실적전망 및 밸류에이션

에스엠의 3분기 매출액은 1,195억원(+37.9% yoy), 영업이익은 64억원(+38.6% yoy)을 기록할 것으로 예상한다. 주요 아티스트의 컴백이 4분기 본격화됨에 따른 음반/음원 판매 확대와 일본 및 글로벌 콘서트 확대가 실적 개선에 크게 기여 할 것으로 전망한다. 따라서 2018년 연간 매출액과 영업이익은 각각 5,284억원(+44.6% yoy), 433억원(295.5% yoy)을 예상한다.

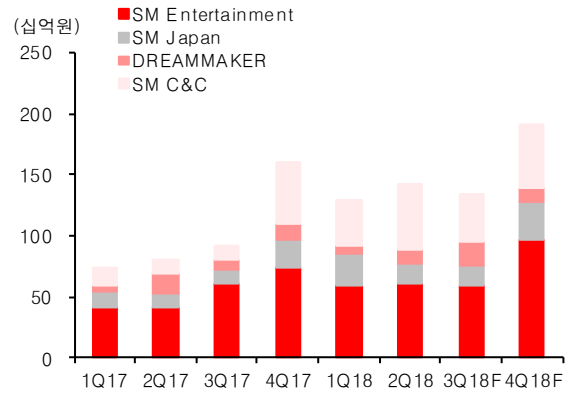
현재 당사 추정 실적에는 신규 계열사로 편입된 키이스트와 에스엠라이프디자인의 실적은 미반영했다.

도표 126 에스엠 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **68.1** | **67.7** | **86.7** | **142.9** | **110.6** | **124.4** | **119.5** | **173.8** | **365.4** | **528.4** | **635.7** |
| YoY | -24.7% | -12.0% | -16.8% | 82.3% | 62.5% | 83.8% | 37.9% | 21.6% | 4.4% | 44.6% | 20.3% |
| SM Entertainment | 40.5 | 40.5 | 60.7 | 74.5 | 59.4 | 60.5 | 59.0 | 97.1 | 216.1 | 276.2 | 324.2 |
| SM Japan | 13.0 | 12.2 | 11.7 | 21.9 | 26.3 | 16.3 | 16.2 | 30.7 | 58.8 | 89.4 | 102.9 |
| DREAMMAKER | 5.6 | 15.8 | 8.4 | 12.6 | 6.7 | 12.4 | 19.1 | 10.9 | 42.4 | 49.1 | 63.3 |
| SM C&C | 14.9 | 11.4 | 10.2 | 52.1 | 37.5 | 52.5 | 39.9 | 52.6 | 88.6 | 182.5 | 212.6 |
| (내부거래) | (6.0) | (12.1) | (4.3) | (18.1) | (19.3) | (17.3) | (14.8) | (17.4) | (40.5) | (68.8) | (67.3) |
| 매출원가 | 44.0 | 46.6 | 59.4 | 99.0 | 66.6 | 85.0 | 80.1 | 118.2 | 249.0 | 349.9 | 426.9 |
| 매출원가율 | 64.7% | 68.8% | 68.5% | 69.3% | 60.2% | 68.3% | 67.0% | 68.0% | 68.1% | 66.2% | 67.2% |
| 매출총이익 | 24.0 | 21.1 | 27.3 | 43.9 | 44.0 | 39.4 | 39.4 | 55.6 | 116.4 | 178.5 | 208.4 |
| 판관비 | 22.8 | 19.8 | 22.7 | 40.2 | 33.6 | 29.4 | 33.0 | 39.2 | 105.5 | 135.2 | 144.6 |
| 판관비율 | 33.6% | 29.2% | 26.2% | 28.1% | 30.4% | 23.6% | 27.6% | 22.5% | 28.9% | 25.6% | 22.8% |
| **영업이익** | **1.2** | **1.4** | **4.6** | **3.7** | **10.4** | **10.0** | **6.4** | **16.5** | **10.9** | **43.3** | **63.8** |
| YoY | -86.7% | 흑전 | -65.7% | 502.5% | 765.8% | 626.2% | 38.6% | 340.2% | -47.2% | 295.5% | 47.5% |
| SM Entertainment | 0.3 | 1.5 | 13.3 | 10.4 | 9.3 | 8.4 | 8.6 | 14.6 | 25.6 | 40.9 | 48.6 |
| SM Japan | 2.4 | 1.8 | 1.5 | (0.3) | 6.0 | 2.9 | 1.9 | 5.5 | 5.3 | 16.4 | 16.2 |
| DREAMMAKER | (0.3) | 1.6 | (0.7) | (0.6) | 0.3 | 0.9 | 1.4 | 0.6 | 0.0 | 3.2 | 2.8 |
| SM C&C | (0.6) | (2.1) | (7.9) | (2.4) | (3.0) | (0.3) | 0.2 | 0.6 | (13.0) | (2.5) | 1.0 |
| OPM | 1.8% | 2.0% | 5.3% | 2.6% | 9.4% | 8.0% | 5.4% | 9.5% | 3.0% | 8.2% | 10.0% |
| 영업외손익 | (4.1) | 1.9 | 1.0 | (5.9) | 4.4 | 1.9 | 0.8 | 1.4 | (7.1) | 8.6 | 1.2 |
| 세전이익 | (3.3) | 1.9 | 32.2 | (6.4) | 15.1 | 11.1 | 7.2 | 17.9 | 24.4 | 51.4 | 65.0 |
| 법인세 | 4.7 | (1.9) | 19.4 | 6.9 | 3.7 | 7.1 | 1.6 | 3.9 | 29.1 | 16.3 | 14.3 |
| 당기순이익 | (8.0) | 3.8 | 12.8 | (13.3) | 11.4 | 4.0 | 5.6 | 14.0 | (4.7) | 35.1 | 50.7 |
| **지배주주순이익** | **(6.8)** | **4.2** | **17.6** | **(10.6)** | **11.2** | **5.1** | **5.4** | **13.3** | **4.3** | **34.9** | **48.1** |

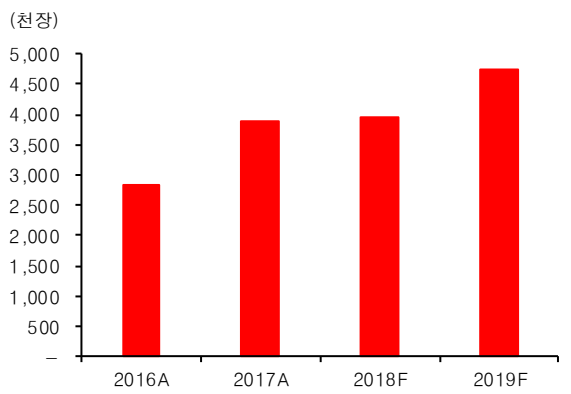
자료: 유진투자증권

도표 127 사업부문별 매출 전망




자료: 유진투자증권

도표 128 앨범 판매량 전망




자료: 유진투자증권

에스엠에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원을 제시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS기준으로 PER 32.2배를 적용해 산출했다.

PER 32.2배는 지난 2013~2014년 동사의 평균 PER이며, 목표주가는 2019년 실적 기준 PER 28.0배 수준이다. 주요 아티스트들의 군입대, 휴식으로 동사의 본업 실적이 일부 주춤했으나, 아티스트들의 컴백에 따른 활동 재개 및 콘서트 개최로 매출액과 영업이익이 높은 성장을 기록할 것으로 전망한다. 또한 동사의 매니지먼트 역량의 집약을 통해 데뷔하게 될 NCT China를 통해 사실상 막혀있던 중국 진출을 재개한다는 점이 기대된다.

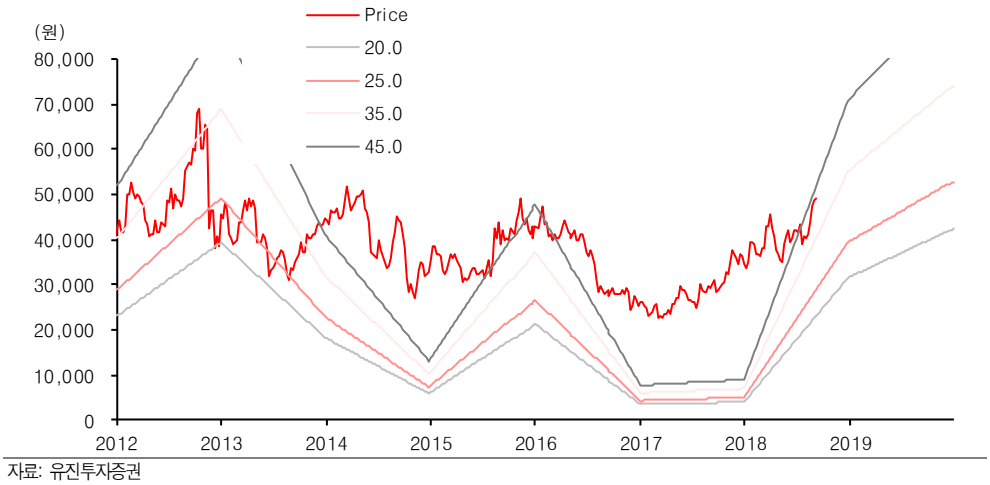
2018년 실적의 가시성이 높아진 상황으로 2019년 동사의 실적 성장에 주목할 필요가 있다.

**도표 129 목표주가 산정 식**

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 41.5 | 12개월 Forward 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 32.2 | 2013~2014년 동사의 평균 PER |
| **③기업가치** | **1,336** | ① * ② |
| ④주식수 (주) | 22,939,251 | |
| 주당가치 (원) | 58,559 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **59,000** | |
| 상승여력 (%) | 24.9% | |
| 현재주가 (원) | 47,250 | |

자료: 유진투자증권

**도표 130 에스엠 PER 추이**




자료: 유진투자증권

# 에스엠(041510.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **525** | **798** | **1,024** | **1,089** | **1,211** |
| 유동자산 | 293 | 441 | 568 | 634 | 753 |
| 현금성자산 | 182 | 199 | 222 | 273 | 333 |
| 매출채권 | 44 | 121 | 219 | 231 | 286 |
| 재고자산 | 11 | 9 | 14 | 15 | 19 |
| 비유동자산 | 232 | 357 | 456 | 456 | 457 |
| 투자자산 | 91 | 150 | 182 | 189 | 197 |
| 유형자산 | 104 | 93 | 95 | 94 | 94 |
| 기타 | 37 | 113 | 179 | 172 | 167 |
| **부채총계** | **150** | **362** | **453** | **470** | **539** |
| 유동부채 | 135 | 330 | 418 | 434 | 502 |
| 매입채무 | 46 | 214 | 268 | 283 | 350 |
| 유동성이자부채 | 46 | 49 | 81 | 81 | 81 |
| 기타 | 43 | 68 | 68 | 69 | 70 |
| 비유동부채 | 15 | 31 | 35 | 36 | 37 |
| 비유동이자부채 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 기타 | 4 | 20 | 24 | 25 | 26 |
| **자본총계** | **376** | **436** | **571** | **619** | **672** |
| 지배지분 | 329 | 344 | 426 | 474 | 527 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 165 | 170 | 213 | 213 | 213 |
| 이익잉여금 | 131 | 134 | 180 | 228 | 281 |
| 기타 | 23 | 29 | 21 | 21 | 21 |
| 비지배지분 | 46 | 91 | 145 | 145 | 145 |
| **자본총계** | **376** | **436** | **571** | **619** | **672** |
| 총차입금 | 57 | 60 | 92 | 92 | 92 |
| 순차입금 | (125) | (139) | (129) | (180) | (240) |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **350** | **365** | **528** | **635** | **715** |
| 증가율(%) | 8.6 | 4.4 | 44.6 | 20.3 | 12.5 |
| 매출원가 | 248 | 249 | 350 | 427 | 480 |
| **매출총이익** | **102** | **116** | **178** | **208** | **235** |
| 판매 및 일반관리비 | 82 | 105 | 135 | 145 | 163 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **영업이익** | **21** | **11** | **43** | **64** | **72** |
| 증가율(%) | (46.1) | (47.2) | 295.5 | 47.5 | 12.1 |
| **EBITDA** | **44** | **33** | **69** | **92** | **99** |
| 증가율(%) | (25.8) | (25.4) | 109.7 | 33.0 | 7.6 |
| **영업외손익** | **2** | **13** | **8** | **1** | **(0)** |
| 이자수익 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 이자비용 | 2 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 지분법손익 | 4 | 21 | (2) | (3) | (3) |
| 기타영업손익 | (2) | (7) | 11 | 5 | 3 |
| **세전순이익** | **23** | **24** | **51** | **65** | **71** |
| 증가율(%) | (26.5) | 8.0 | 110.6 | 26.4 | 9.5 |
| 법인세비용 | 17 | 29 | 16 | 14 | 16 |
| **당기순이익** | **4** | **(5)** | **35** | **51** | **56** |
| 증가율(%) | (77.0) | 적전 | 흑전 | 44.5 | 9.5 |
| 지배주주지분 | 4 | 4 | 35 | 48 | 53 |
| 증가율(%) | (83.2) | 18.6 | 705.3 | 38.1 | 9.5 |
| 비지배지분 | 1 | (9) | 0 | 3 | 3 |
| **EPS(원)** | **170** | **199** | **1,574** | **2,113** | **2,314** |
| 증가율(%) | (83.8) | 17.3 | 691.4 | 34.2 | 9.5 |
| 수정EPS(원) | 170 | 199 | 1,574 | 2,113 | 2,314 |
| 증가율(%) | (83.8) | 17.3 | 691.4 | 34.2 | 9.5 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **21** | **77** | **13** | **82** | **93** |
| 당기순이익 | 4 | (5) | 35 | 51 | 56 |
| 자산상각비 | 23 | 22 | 26 | 28 | 27 |
| 기타비현금성손익 | (3) | (15) | 17 | 2 | 1 |
| 운전자본증감 | (15) | 46 | (42) | 2 | 8 |
| 매출채권감소(증가) | (8) | (83) | (24) | (13) | (55) |
| 재고자산감소(증가) | (1) | (1) | (5) | (1) | (4) |
| 매입채무증가(감소) | (1) | 97 | 43 | 15 | 67 |
| 기타 | (5) | 34 | (56) | (0) | (0) |
| **투자현금** | **(38)** | **(111)** | **(73)** | **(32)** | **(33)** |
| 단기투자자산감소 | (1) | (3) | (3) | (1) | (1) |
| 장기투자증권감소 | 2 | (0) | 6 | (7) | (8) |
| 설비투자 | (14) | (11) | (9) | (10) | (11) |
| 유형자산처분 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (5) | (25) | (10) | (11) | (11) |
| **재무현금** | **51** | **64** | **69** | **0** | **0** |
| 차입금증가 | 13 | 4 | 30 | 0 | 0 |
| 자본증가 | 38 | 0 | 35 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금 증감** | **36** | **26** | **12** | **50** | **59** |
| 기초현금 | 133 | 170 | 195 | 207 | 258 |
| 기말현금 | 170 | 195 | 207 | 258 | 317 |
| Gross Cash flow | 59 | 48 | 78 | 80 | 84 |
| Gross Investment | 53 | 61 | 112 | 30 | 24 |
| **Free Cash Flow** | **6** | **(13)** | **(35)** | **51** | **60** |

자료: 유진투자증권

## 주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 170 | 199 | 1,574 | 2,113 | 2,314 |
| BPS | 15,144 | 15,824 | 18,686 | 20,799 | 23,113 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | 152.8 | 174.4 | 30.0 | 22.4 | 20.4 |
| PBR | 1.7 | 2.2 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/ EBITDA | 9.9 | 18.7 | 13.7 | 9.8 | 8.5 |
| 배당수익율 | 0.0 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 9.5 | 15.6 | 13.4 | 13.4 | 12.8 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 5.9 | 3.0 | 8.2 | 10.0 | 10.0 |
| EBITDA이익율 | 12.6 | 9.0 | 13.1 | 14.5 | 13.8 |
| 순이익율 | 1.2 | (1.3) | 6.6 | 8.0 | 7.8 |
| ROE | 1.2 | 1.3 | 9.1 | 10.7 | 10.5 |
| ROIC | 2.7 | (1.0) | 10.9 | 14.9 | 17.1 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (33.2) | (31.9) | (22.7) | (29.1) | (35.8) |
| 유동비율 | 217.9 | 133.4 | 136.1 | 146.1 | 150.2 |
| 이자보상배율 | 12.1 | 9.1 | 18.1 | 24.2 | 27.1 |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 매출채권회전율 | 8.5 | 4.4 | 3.1 | 2.8 | 2.8 |
| 재고자산회전율 | 33.0 | 36.8 | 45.9 | 42.9 | 42.0 |
| 매입채무회전율 | 7.5 | 2.8 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |

# JYP(035900.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

## 높아진 몸값, 엔터주의 대표주자로 격상

- **엔터테인먼트 업종 내 대표주로 자리매김, 목표주가 44,000원로 신규 분석 개시**
  JYP에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 44,000원을 제시한다. 목표주가는 당사추정 2019년 EPS(1,170원)에 PER 38.0배를 적용해 산정했다. 적용 밸류에이션은 소속 아티스트들의 인지도 상승과 콘서트 매출기여가 높았던 2012년 에스엠 PER의 상단을 적용했다. 에스엠의 밸류에이션 적용은 에스엠이 엔터업종의 대표기업으로서 일본 내 콘서트 증가에 따른 이익 증가구조가 현재 동사가 업종 내 대표주로 부각되는 상황과 유사하기 때문이다.

- **탄탄한 아티스트 라인을 통해 실적 가시성 확보**
  소속 아티스트인 트와이스의 일본 내 성장이 두드러진다. 트와이스가 4월에 발매한 미니앨범이 선주문만 35만장을 기록했고, 9월 12일에는 일본 첫 정규앨범이 출시됐다. 하반기에는 2018년 2분기 진행된 콘서트에 수익 정산에 따른 매출 인식과 일본 정규앨범 출시와 함께 일본 내 아레나 투어(4개도시 9회, 약 18만명)가 예정되어 실적 성장 가시성이 높다. 일본 정식 데뷔 이래 1년만에 아레나 콘서트를 개최하는 트와이스의 2019년 일본 돔 콘서트 개최도 기대된다.

  남성그룹 스트레이 키즈, GOT7의 성장도 기대된다. 특히 2018년 3월 공식 데뷔한 스트레이 키즈는 GOT7의 성공을 이어가는 그룹으로 자리매김하고 있다. 스트레이 키즈의 2018년 연간 앨범판매는 미니앨범 출시 등을 감안해 30만장 수준으로 전망하며, GOT7의 성공적인 월드투어(17개 도시)의 실적 반영도 예상된다.

- **2018년 매출액 1,326억원(+29.7% yoy), 영업이익 294억원(+50.8% yoy) 전망**
  2018년 당사 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,326억원, 294억원으로 전년대비 29.7%, 50.8% 성장 할 것으로 예상한다. 최초 계약을 이행하고 있는 트와이스를 중심으로 일본 콘서트 매출이 큰 폭으로 증가함에 따라 동사의 이익 기여도가 높아지고 있고, 2019년에는 돔 투어에 따라 영업이익 증가도 지속 될 전망이다.

**Financial Data**

| 결산기(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 74 | 102 | 133 | 158 | 183 |
| 영업이익(십억원) | 14 | 19 | 29 | 44 | 55 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 13 | 21 | 28 | 53 | 72 |
| 당기순이익(십억원) | 9 | 16 | 22 | 40 | 55 |
| EPS(원) | 246 | 471 | 620 | 1,130 | 1,568 |
| 증감률(%) | 162.7 | 91.4 | 31.5 | 82.3 | 38.8 |
| PER(배) | 20.0 | 29.2 | 57.4 | 30.8 | 22.7 |
| ROE(%) | 13.4 | 21.4 | 23.0 | 33.0 | 32.2 |
| PBR(배) | 2.5 | 5.6 | 12.2 | 8.7 | 6.3 |
| EV/EBITDA(배) | 8.4 | 19.6 | 39.3 | 25.9 | 20.5 |

자료: 유진투자증권

## BUY(신규)

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 신규) | 44,000원 |
| 현재주가(10/12) | 36,050원 |

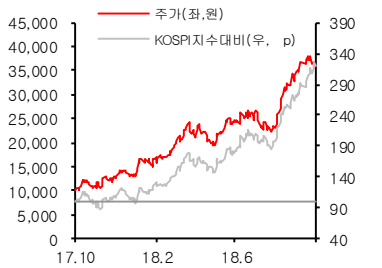
**Key Data** (기준일: 2018.10.12)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,162 |
| KOSDAQ(pt) | 732 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 1,258 |
| 52주 최고/최저(원) | 38,800 / 9,970 |
| 52주 일간 Beta | 0.63 |
| 발행주식수(천주) | 34,889 |
| 평균거래량(3M,천주) | 656 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 19,609 |
| 배당수익률(18F, %) | 0.0 |
| 외국인 지분율(%) | 13.4 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 박진영 외 3인 | 16.6 |
| 한국투자밸류자산운용 | 6.7 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 6.2 | 39.5 | 70.4 | 240.1 |
| KOSPI 대비상대수익률 | 17.7 | 50.2 | 87.5 | 230.3 |

**Company vs KOSPI composite**



# I. 기업개요 및 투자포인트

JYP는 종합 엔터테인먼트 회사로 가수, 배우의 매니지먼트 사업 및 음반/음원 제작 판매 사업을 영위하고 있다. 현재 소속 아티스트로는 트와이스, 2PM, GOT7, DAY6의 가수 및 수지, 최우식 등의 배우로 구성되어 있다.

2018년 기준 매출비중은 음반/음원 35.5%, 콘서트 13.4%, 광고 18.2%, 출연료 10.2%, 기타 22.7%이다.

도표 131 주요 아티스트 현황

| 가수 | 멤버 | 데뷔 일 |
|---|---|---|
| J.Y.Park | 박진영 | 1994.11 |
| Miss A | 배수지 | 2010.07 |
| 15& | 박지민, 백예린 | 2012.10 |
| 낙준 | - | 2014.10 |
| 2PM | 닉쿤, 찬성, JUN.K, 우영, 준호 | 2008.08 |
| Wonder Girls | 유빈, 혜림 | 2007.02 |
| GOT7 | JB, 마크, 잭슨, 진영, 영재, 뱀뱀, 유겸 | 2014.01 |
| DAY6 | 성진, Jae, Young K, 원필 도운 | 2015.09 |
| TWICE | 나연, 정모, 모모, 사나, 지효, 미나, 다현, 채영, 쯔위 | 2015.10 |
| Stray Kids | 방찬, 우진, 리노, 창빈, 현진, 한 필릭스, 승민, 아이엔 | 2018.03 |
| 백아연 | - | 2012.09 |
| BOY STORY | 한위, 즈하오, 씬롱, 저위, 밍루이, 슈양 | 2018.09 |

| 배우 | |
|---|---|
| 최우식 | 이기혁 |
| 박주형 | 박규영 |
| 김지민 | 박시은 |
| 김미선 | 김유안 |
| 윤박 | 강훈 |
| 양병열 | 정건주 |
| 장희령 | 박성현 |
| 신은수 | 이찬선 |
| 주원 | 이지현 |
| 남성준 | 장동주 |

자료: JYP, 유진투자증권

### 1) 트와이스 일본 정식 앨범 발매

트와이스는 지난 9월 12일 일본 첫 정규앨범 'BDZ'를 발매하며, 일본 내 흥행 신기록을 이어나가고 있다. 2015년 10월 국내에서 데뷔한 트와이스는 2017년 6월 일본에 공식적으로 진출한 이후, 일본에서 총 3개의 싱글앨범과 1개의 정식앨범을 출시했다.

트와이스의 일본 데뷔앨범 #Twice와 첫 싱글앨범 One More Time은 일본 레코드 협회로부터 연속 플래티넘 인증(앨범 판매량 25만장 이상)을 수상했다. 2018년 2월 출시한 싱글앨범 Candy Pop이 오리콘차트 1위를 기록, 다시 한번 플래티넘 인증을 달성하며 일본에서 최고의 성과를 보이는 K-pop 가수로 자리매김했다.

지난 9월 12일 정식 앨범 출시 이후 일본 4개 도시에서 총 9회의 아레나급 투어(4개도시 9회, 약 18만명)가 예정되어 있으며, 2019년에는 일본 내 돔 투어도 가능할 것으로 예상된다.

2019년도 JYP의 매출성장의 가시성은 트와이스가 이끌 것으로 전망한다.

도표 132 트와이스 일본 첫 아레나 투어 일정

| 일자 | 도시 | 장소 |
|---|---|---|
| 2018.09.29 | 치바 | Makuhari Messe |
| 2018.09.30 | | |
| 2018.10.02 | 나고야 | Nippon Gaishi Hall |
| 2018.10.03 | | |
| 2018.10.12 | 고베 | World Memorial Hall |
| 2018.10.13 | | |
| 2018.10.14 | | |
| 2018.10.16 | 도쿄 | Musashino Forest Sports Plaza |
| 2018.10.17 | | |

자료: JYP, 유진투자증권

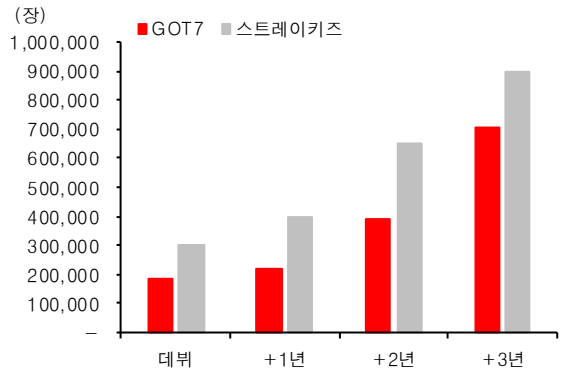
## 2) GOT7, 스트레이 키즈로 남성그룹 라인업 확대

JYP의 대표 걸그룹 트와이스 대비 상대적으로 JYP 남성그룹의 활약이 부진했으나, GOT7의 글로벌 인지도 확대와 지난 3월 데뷔한 스트레이 키즈의 빠른 성장으로 남성그룹의 성과도 기대된다.

스트레이 키즈는 2018년 3월 데뷔 이후 총 3개의 앨범을 발매(Mixtape, I am NOT, I am WHO) 했으며, 3개 앨범의 국내 판매량만 약 20만장을 상회하는 것으로 추산된다. 신규 앨범 출시와 함께 컴백할 예정인 스트레이 키즈는 데뷔 이후 불과 5개월 남짓 지난 신인 그룹이라는 측면에서 향후 성장 가능성이 높다고 판단한다. GOT7은 2014년 데뷔 첫 해인 2014년 18만장, 이듬해인 2015년 약 22만장의 앨범 판매를 기록 한 것과 비교하면 약 1년정도 빠른 성과를 보이고 있다.

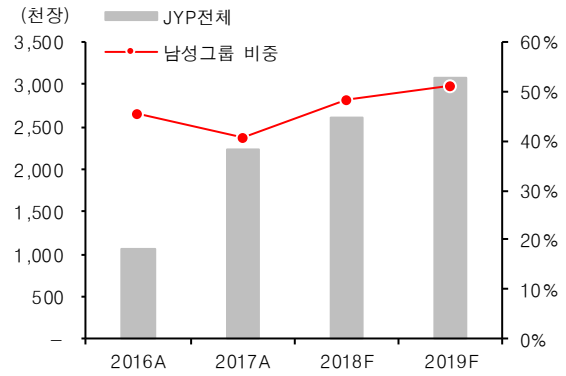
GOT7의 2018년 월드투어는 지난 5월 서울을 시작으로 8월 24일까지 총 17개 도시에서 진행됐으며, 성공적으로 마무리 되었다. 2018년 연말과 2019년 초에는 일본 아레나 투어 총 4회가 예정되어 있다. 일본 아레나 급 콘서트 개최는 GOT7의 일본 내 인지도 상승을 보여주는 단적인 예로, 남성그룹의 이익 기여 확대는 2019년 본격화 될 것으로 전망한다.

**도표 133 GOT7/스트레이 키즈 연간 앨범판매량 추정**




자료: 유진투자증권

**도표 134 JYP 전체 앨범 판매량 및 남성그룹 비중 전망**




자료: 유진투자증권

### 3) 중국 현지화 그룹, BOY STORY의 데뷔

동사의 향후 순이익에 가장 큰 기여를 할 것으로 예상되는 그룹이 있다. 바로 중국인으로만 구성된 남성그룹 BOY STORY이다. 해당 그룹은 동사와 중국의 텐센트의 합자회사(JYP 지분 32%)인 북경신성오락유한공사(NCC Ent.)를 통해 동사의 매니지먼트 역량으로 탄생하는 10대로 구성된 6인조 힙합 아이돌그룹이다.

2019년 9월 21일 정식 데뷔한 BOY STORY의 성과는 JYP의 지분법이익에 가장 큰 기여를 할 것으로 예상된다. 현재 한국 아티스트의 중국 내 출연, 콘서트 등은 정치적인 이슈로 사실상 불가능한 상황이다. 일부 완화의 조짐이 보이고는 있으나, 중국인으로만 구성된 남성그룹은 외부환경에 사실상 영향이 없다. 특히 합자회사의 지분 일부를 텐센트가 보유하고 있어, 향후 중국 내 활동영역도 빠르게 확대할 수 있을 것으로 판단한다.

2PM, GOT7, 스트레이 키즈까지 성공시키며 국내 남성그룹 매니지먼트 역량을 인정받고 있는 JYP의 역량이 결합된 중국 남성그룹 'BOY STORY'는 2018년 데뷔했다. JYP의 지분법이익으로 반영되는 BOY STORY의 성과는 2019년 본격화 되어 영업이익 증가율을 상회하는 순이익 성장에 기여할 전망이다.

도표 135 그룹 BOY STORY 공식 뮤직비디오



자료: JYP엔터, 유진투자증권

도표 136 BOY STORY 쇼케이스 일정




자료: JYP엔터, 유진투자증권

# II. 실적전망 및 밸류에이션

JYP의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 363억원, 67억원으로 전년동기대비 각각 107.5%, 505.9%로 큰 폭의 성장을 기록할 것으로 전망한다. 주요 아티스트인 트와이스의 컴백과 함께 지난 일본 투어의 정산이 3분기에도 일부 이어지기 때문이다. 일본 콘서트의 경우, 비용을 정산 후 일정 비율에 따라 동사가 수익을 인식하고 있어 매출발생 시점과 수익인식 사이에 3개월에서 5개월정도의 시간이 소요된다. 2019년에는 일본 첫 정규앨범 출시와 함께 일본 아레나 투어를 시작하는 트와이스의 돔 투어 가능성이 높아 수익 증가 기대감이 높다.

2018년 연간으로는 매출액 1,326억원(+29.7% yoy), 영업이익 294억원(+50.8% yoy)을 기록할 것으로 전망한다. 트와이스를 필두로 음반 판매와 해외 콘서트 확대가 지속되고 있으며, 남성그룹 GOT7과 스트레이 키즈의 괄목할만한 성장이 이어지고 있다. 이에 따른 수익성 개선으로 동사의 2019년 실적은 매출액 증가 대비 높은 영업이익 증가율을 기록할 것으로 전망한다.

도표 137 JYP 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F | 2017A | 2018F | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **21.9** | **28.5** | **17.5** | **34.3** | **23.0** | **31.6** | **36.3** | **41.7** | **102.2** | **132.6** | **158.5** |
| YoY | 99.6% | 59.0% | -8.1% | 33.5% | 5.0% | 10.6% | 107.5% | 21.6% | 38.8% | 29.7% | 19.5% |
| 음반/음원 | 8.6 | 7.5 | 5.2 | 12.8 | 9.5 | 10.6 | 11.8 | 14.7 | 34.1 | 46.5 | 58.6 |
| 콘서트 | 2.1 | 4.7 | 0.6 | 2.6 | 1.1 | 7.1 | 4.4 | 5.7 | 10.0 | 18.2 | 22.9 |
| 광고 | 4.4 | 3.8 | 4.4 | 4.2 | 4.6 | 4.5 | 5.3 | 9.0 | 16.8 | 23.5 | 26.8 |
| 출연료 | 3.5 | 4.9 | 3.5 | 2.9 | 3.4 | 2.6 | 4.1 | 3.6 | 14.8 | 13.7 | 15.4 |
| 초상권외 | 3.2 | 7.6 | 3.9 | 11.8 | 4.5 | 6.7 | 10.7 | 8.8 | 26.5 | 30.7 | 34.9 |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | |
| 음반/음원 | 39.4% | 26.3% | 29.5% | 37.4% | 41.1% | 33.6% | 32.4% | 35.2% | 33.4% | 35.1% | 37.0% |
| 콘서트 | 9.5% | 16.3% | 3.4% | 7.7% | 4.6% | 22.5% | 12.0% | 13.6% | 9.7% | 13.7% | 14.4% |
| 광고 | 20.2% | 13.5% | 25.2% | 12.1% | 20.2% | 14.3% | 14.6% | 21.5% | 16.5% | 17.7% | 16.9% |
| 출연료 | 16.1% | 17.2% | 19.8% | 8.4% | 14.6% | 8.4% | 11.3% | 8.7% | 14.5% | 10.4% | 9.7% |
| 초상권외 | 14.8% | 26.7% | 22.2% | 34.4% | 19.5% | 21.3% | 29.6% | 21.0% | 26.0% | 23.1% | 22.0% |
| 매출원가 | 14.2 | 16.3 | 11.9 | 20.5 | 13.3 | 16.3 | 21.8 | 21.6 | 63.0 | 73.0 | 83.3 |
| 매출원가율 | 65.0% | 57.3% | 68.0% | 59.8% | 57.8% | 51.7% | 60.0% | 51.8% | 61.6% | 55.1% | 52.6% |
| 매출총이익 | 7.7 | 12.2 | 5.6 | 13.8 | 9.7 | 15.2 | 14.5 | 20.1 | 39.3 | 59.5 | 75.1 |
| 판관비 | 3.9 | 5.3 | 4.5 | 6.2 | 8.3 | 6.2 | 7.8 | 7.9 | 19.8 | 30.2 | 31.5 |
| 판관비율 | 17.6% | 18.4% | 25.7% | 18.1% | 36.2% | 19.5% | 21.5% | 18.9% | 19.4% | 22.8% | 19.9% |
| **영업이익** | **3.8** | **6.9** | **1.1** | **7.6** | **1.4** | **9.1** | **6.7** | **12.2** | **19.5** | **29.4** | **43.6** |
| YoY | 459.4% | 81.5% | -69.1% | 32.9% | -64.1% | 30.9% | 505.9% | 60.3% | 40.9% | 50.8% | 48.7% |
| OPM | 17.4% | 24.3% | 6.3% | 22.2% | 5.9% | 28.7% | 18.5% | 29.2% | 19.0% | 22.1% | 27.5% |
| 영업외손익 | (0.3) | 3.0 | 0.2 | (0.6) | 1.2 | 0.6 | (1.1) | (1.8) | 2.3 | (1.1) | 8.9 |
| 세전이익 | 3.4 | 9.8 | 1.3 | 6.6 | 2.4 | 9.7 | 5.6 | 10.4 | 21.1 | 28.2 | 52.5 |
| 법인세 | 0.5 | 3.0 | 0.3 | 0.9 | 0.6 | 2.4 | 1.3 | 2.5 | 4.7 | 6.8 | 12.1 |
| 당기순이익 | 2.9 | 6.8 | 1.0 | 5.7 | 1.9 | 7.3 | 4.3 | 7.9 | 16.4 | 21.4 | 40.4 |
| **지배주주순이익** | **2.9** | **6.8** | **0.9** | **5.6** | **1.8** | **7.3** | **4.2** | **7.9** | **16.2** | **21.2** | **40.2** |

자료: 유진투자증권

JYP에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 44,000원을 제시한다. 목표주가는 당사추정 2019년 예상실적을 기준으로 PER 38.0배를 적용해 산출했다.

적용 밸류에이션은 해외 진출 본격화 및 아티스트의 해외 활동 본격화로 동사와 같은 매출액과 영업이익 성장을 기록했던 2012년 에스엠 PER의 상단을 적용했다. 에스엠의 밸류에이션 적용은 에스엠이 엔터업종 대표기업으로서 일본 내 콘서트 증가에 따른 이익 증가구조가 현재 동사가 업종 내 대표주로 부각되는 상황과 유사하기 때문이다.

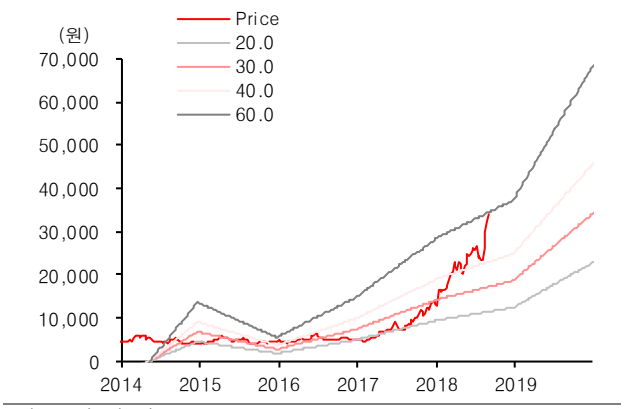
엔터테인먼트 산업의 특성상 아티스트의 역량이 표준화 되어있지 않아 유사업체와의 비교가 사실상 어렵다. 그러나 한정된 국내 시장을 넘어 해외 시장에서 실적 가시성이 높아지고 있다는 측면에서 유사기업의 밸류에이션 적용은 합리적이라 판단한다.

**도표 138 목표주가 산정 식**

| 구분 | 산정가치(십억원) | 세부사항 |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 40.2 | 2019년 예상 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 38.0 | 2012년 에스엠의 PER의 상단 |
| **③기업가치** | **1,529** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 34,889,135 | |
| 주당가치 (원) | 43,820 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **44,000** | |
| 상승여력 (%) | 22.1% | |
| 현재주가 (원) | 36,050 | |

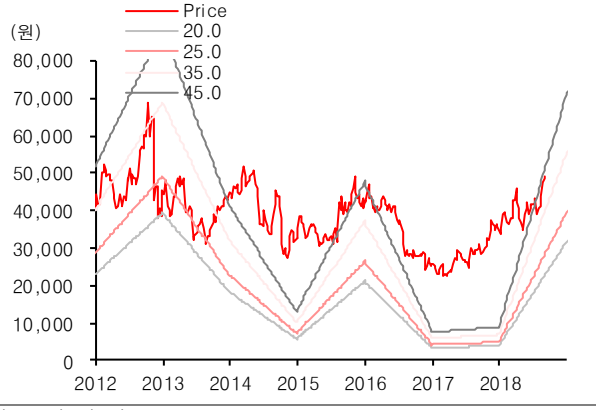
자료: 유진투자증권

**도표 139 JYP PER 추이**




자료: 유진투자증권

**도표 140 에스엠 PER 추이**




자료: 유진투자증권

# JYP Ent.(035900.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **87** | **124** | **136** | **179** | **232** |
| 유동자산 | 44 | 58 | 39 | 47 | 59 |
| 현금성자산 | 31 | 40 | 20 | 24 | 40 |
| 매출채권 | 8 | 11 | 10 | 13 | 11 |
| 재고자산 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 비유동자산 | 43 | 66 | 97 | 132 | 173 |
| 투자자산 | 11 | 12 | 18 | 19 | 19 |
| 유형자산 | 0 | 25 | 51 | 88 | 130 |
| 기타 | 31 | 29 | 28 | 26 | 23 |
| **부채총계** | **20** | **39** | **33** | **36** | **34** |
| 유동부채 | 19 | 35 | 33 | 35 | 34 |
| 매입채무 | 7 | 12 | 9 | 12 | 10 |
| 유동성이자부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 11 | 23 | 23 | 24 | 24 |
| 비유동부채 | 1 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동이자부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| **자본총계** | **67** | **86** | **103** | **143** | **198** |
| 지배지분 | 66 | 85 | 102 | 142 | 197 |
| 자본금 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 자본잉여금 | 53 | 55 | 56 | 56 | 56 |
| 이익잉여금 | 11 | 27 | 34 | 74 | 129 |
| 기타 | (14) | (14) | (6) | (6) | (6) |
| 비지배지분 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **자본총계** | **67** | **86** | **103** | **143** | **198** |
| 총차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순차입금 | (31) | (40) | (20) | (24) | (40) |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **74** | **102** | **133** | **158** | **183** |
| 증가율(%) | 45.7 | 38.8 | 29.7 | 19.5 | 15.3 |
| 매출원가 | 46 | 63 | 73 | 83 | 92 |
| **매출총이익** | **27** | **39** | **60** | **75** | **90** |
| 판매 및 일반관리비 | 14 | 20 | 30 | 31 | 36 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **영업이익** | **14** | **19** | **29** | **44** | **55** |
| 증가율(%) | 229.0 | 40.9 | 50.8 | 48.7 | 25.3 |
| **EBITDA** | **16** | **22** | **31** | **48** | **59** |
| 증가율(%) | 143.5 | 37.2 | 41.1 | 51.4 | 24.8 |
| **영업외손익** | **(1)** | **2** | **(1)** | **9** | **17** |
| 이자수익 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 이자비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | (0) | (1) | (0) | 5 | 16 |
| 기타영업손익 | (1) | 2 | (1) | 3 | 0 |
| **세전순이익** | **13** | **21** | **28** | **53** | **72** |
| 증가율(%) | 241.7 | 61.2 | 33.5 | 86.7 | 36.5 |
| 법인세비용 | 5 | 5 | 6 | 12 | 16 |
| **당기순이익** | **9** | **16** | **22** | **40** | **55** |
| 증가율(%) | 164.5 | 92.0 | 32.2 | 86.8 | 36.5 |
| 지배주주지분 | 8 | 16 | 22 | 40 | 55 |
| 증가율(%) | 162.7 | 93.0 | 33.0 | 87.0 | 35.8 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| **EPS(원)** | **246** | **471** | **628** | **1,170** | **1,589** |
| 증가율(%) | 162.7 | 91.4 | 33.2 | 86.4 | 35.8 |
| 수정EPS(원) | 246 | 471 | 628 | 1,170 | 1,589 |
| 증가율(%) | 162.7 | 91.4 | 33.2 | 86.4 | 35.8 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **15** | **27** | **10** | **38** | **44** |
| 당기순이익 | 9 | 16 | 22 | 40 | 55 |
| 자산상각비 | 2 | 3 | 2 | 4 | 5 |
| 기타비현금성손익 | 0 | (1) | (8) | (5) | (16) |
| 운전자본증감 | 0 | 5 | (1) | (1) | 1 |
| 매출채권감소(증가) | (2) | (3) | 0 | (2) | 2 |
| 재고자산감소(증가) | (0) | (0) | (1) | (1) | 0 |
| 매입채무증가(감소) | 1 | 4 | (2) | 2 | (2) |
| 기타 | 2 | 5 | 2 | 0 | 0 |
| **투자현금** | **(4)** | **(29)** | **(23)** | **(34)** | **(30)** |
| 단기투자자산감소 | (2) | (7) | 6 | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 5 | (0) | 5 | 16 |
| 설비투자 | (0) | (25) | (27) | (38) | (44) |
| 유형자산처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (0) | (1) | (0) | (0) | (0) |
| **재무현금** | **(0)** | **2** | **1** | **0** | **0** |
| 차입금증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본증가 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금 증감** | **12** | **1** | **(13)** | **4** | **15** |
| 기초현금 | 13 | 25 | 25 | 13 | 17 |
| 기말현금 | 25 | 25 | 13 | 17 | 32 |
| Gross Cash flow | 17 | 25 | 16 | 39 | 44 |
| Gross Investment | 1 | 16 | 30 | 34 | 28 |
| **Free Cash Flow** | **16** | **9** | **(14)** | **4** | **15** |

## 주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 246 | 471 | 628 | 1,170 | 1,589 |
| BPS | 1,952 | 2,452 | 2,966 | 4,136 | 5,725 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | 20.0 | 29.2 | 57.4 | 30.8 | 22.7 |
| PBR | 2.5 | 5.6 | 12.2 | 8.7 | 6.3 |
| EV/ EBITDA | 8.4 | 19.6 | 39.3 | 25.9 | 20.5 |
| 배당수익율 | 0.0 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 9.9 | 18.8 | 77.8 | 31.8 | 28.4 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 18.8 | 19.0 | 22.1 | 27.5 | 29.9 |
| EBITDA이익율 | 22.1 | 21.8 | 23.7 | 30.1 | 32.5 |
| 순이익율 | 11.6 | 16.0 | 16.3 | 25.5 | 30.2 |
| ROE | 13.4 | 21.4 | 23.0 | 33.0 | 32.2 |
| ROIC | 26.5 | 40.4 | 36.5 | 34.2 | 31.0 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (46.0) | (46.1) | (19.4) | (17.1) | (20.0) |
| 유동비율 | 237.1 | 167.7 | 118.9 | 132.1 | 175.9 |
| 이자보상배율 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 매출채권회전율 | 10.6 | 11.1 | 12.5 | 13.7 | 15.5 |
| 재고자산회전율 | 64.0 | 67.6 | 65.0 | 58.5 | 66.0 |
| 매입채무회전율 | 9.8 | 10.9 | 12.6 | 15.1 | 17.0 |

자료: 유진투자증권

# 와이지엔터(122870.KQ)

미디어/엔터 담당 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

## 빅뱅의 공백기 = 소속 아티스트의 성장기

■ **투자의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 커버리지 개시**

와이지엔터에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 예상 실적에 PER 25.7배(2020년 적정 PER 34.3배의 시간가치에 따른 할인율 25% 적용)를 적용해 산출했다. PER 34.3배는 지난 2014년 당시 평균 PER로 해당 기간 동사는 콘서트 모객 증가로 큰 폭의 매출 성장을 기록했다. 2020년 실적을 기준으로 적용한 것은 빅뱅의 컴백과 주요 아티스트의 글로벌 인지도 확대에 따라 큰 폭의 수익성 개선이 예상되기 때문이다.

■ **2018년의 실적을 저점으로 향후 성장성에 주목**

1) 아티스트 라인의 강화: 동사 대표 아티스트의 군입대 이후, 차세대 라인으로 성장하고 있는 위너, 아이콘, 블랙핑크의 상승세에 주목해야 할 시점이다. 매년 신규 라인업을 데뷔시키며, 성공적으로 안착할 수 있었던 것은 동사의 매니지먼트 역량을 단적으로 보여준 사례이다. 또한, 데뷔 2년 이내 돔 공연을 개최하고 있는 아이콘, 블랙핑크의 성장도 두드러진다. 2019년에는 블랙핑크, 아이콘, 위너의 수익성 확대로 빅뱅의 빈자리를 메워나갈 것으로 판단한다.

2)사업부별 체질 개선: 적자를 기록해온 방송제작분야의 손실 축소가 예상된다. 신규 예능프로그램인 YG전자가 지난 10월 5일 넷플릭스 향으로 단독 공개되며, 사업 역량을 확대해나가고 있다. 자회사 YG PLUS도 화장품 사업 부문의 내실화를 다지고 신규 사업인 음원유통사업 본격화로 수익성 개선이 기대된다.

■ **2019년 수익 개선, 2020년 수익 급증 기대**

2018년 매출액 2,817억원, 영업이익 115억원으로 상장 이래 가장 낮은 영업이익을 기록할 것으로 전망한다. 그러나 소속 아티스트들의 인지도 확대에 따른 글로벌 진출 가속화로 2019년 영업이익 235억원(+103.9% yoy), 2020년 영업이익 416억원(+77.0% yoy)를 기록할 것으로 전망한다.

**Financial Data**

| 결산기(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 322 | 350 | 282 | 321 | 455 |
| 영업이익(십억원) | 32 | 25 | 12 | 23 | 42 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 33 | 30 | 15 | 28 | 46 |
| 당기순이익(십억원) | 14 | 12 | 8 | 20 | 33 |
| EPS(원) | 1,193 | 1,007 | 591 | 1,201 | 1,911 |
| 증감률(%) | -35.7 | -15.6 | -41.3 | 103.0 | 59.2 |
| PER(배) | 23.8 | 28.6 | 69.0 | 34.0 | 21.3 |
| ROE(%) | 7.7 | 5.7 | 3.1 | 6.0 | 9.0 |
| PBR(배) | 1.8 | 1.6 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| EV/EBITDA(배) | 8.6 | 10.8 | 30.2 | 19.2 | 12.6 |

자료: 유진투자증권

## BUY(신규)

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M, 신규) | 49,000원 |
| 현재주가(10/12) | 40,800원 |

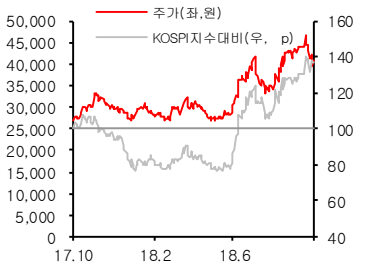
**Key Data** (기준일: 2018.10.12)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2,162 |
| KOSDAQ(pt) | 732 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(십억원) | 742 |
| 52주 최고/최저(원) | 47,450 / 26,050 |
| 52주 일간 Beta | 0.63 |
| 발행주식수(천주) | 18,186 |
| 평균거래량(3M,천주) | 337 |
| 평균거래대금(3M,백만원) | 13,246 |
| 배당수익률(18F, %) | 0.4 |
| 외국인 지분율(%) | 14.1 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 양현석 외 6인 | 21.2 |
| 네이버 | 9.1 |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -4.2 | 0.9 | 36.7 | 52.0 |
| KOSPI 대비상대수익률 | 7.3 | 11.6 | 53.7 | 42.2 |

**Company vs KOSPI composite**



# I. 기업개요 및 투자포인트

와이지엔터테인먼트는 글로벌 엔터테인먼트 기업으로 음반의 기획, 제작, 유통 및 매니지먼트를 주요 사업으로 영위하고 있다. 자회사 중 콘텐츠를 활용한 광고제작, MD제조 및 유통을 담당하는 YG PLUS는 코스피 시장에 상장되어 있다. 주요 아티스트로는 빅뱅, 위너, 블랙핑크, 아이콘, 이하이, 지누션, 젝스키스 등이 소속되어 있으며, 이외에 연기자, 예능인, 방송인 등이 소속되어 있다.

2018년 당사 예상실적 기준 매출비중은 상품매출(음반/음원 등) 32.6%, 콘서트 7.1%, 광고 9.4%, 로열티 19.4%, 출연료 5.3%, 방송제작 3.5%, 기타 수수료 22.8% 이다.

도표 141 주요 아티스트 현황

| 가수 | 멤버 | 데뷔 일 |
|---|---|---|
| 빅뱅 | G-Dargon, 태양, T.O.P, 대성, 승리 | 2006.08 |
| 위너 | 강승윤, 이승훈, 송민호, 김진우 | 2014.08 |
| 블랙핑크 | 지수, 제니, 로제, 리사 | 2016.08 |
| 아이콘 | B.I, 김진환, BOBBY, 송윤형, 구준회, 김동혁, 정찬우 | 2015.09 |
| 악동뮤지션 | 이찬혁, 이수현 | 2014.04 |
| 젝스키스 | 은지원, 이재진, 김재덕, 강성훈, 장수원 | 1997.04 |
| 지누션 | 지누, 션 | 1997.03 |
| 등 다수 | | |

| 소속 주요 아티스트(연기자/예능인/방송인 등) | | |
|---|---|---|
| 임예진 | 갈소원 | 옥고운 |
| 김희애 | 이성경 | 장기용 |
| 정혜영 | 남주혁 | 이호정 |
| 최지우 | 박재근 | 권현빈 |
| 장현성 | 손호준 | 안영미 |
| 서정연 | 김희정 | 유병재 |
| 차승원 | 김새론 | 오상진 |
| 강동원 | 고준희 | 박홍준 |
| 유인나 | 이수혁 | |

### 1) 소속 아티스트 글로벌 인지도 확대 본격화

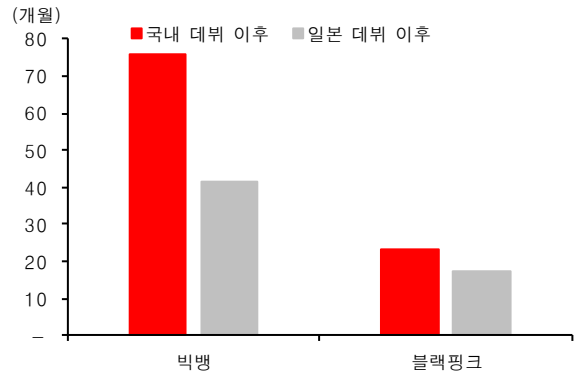
와이지엔터 대표 아티스트 빅뱅의 멤버들은 승리를 제외하고 모두 군복무중이다. 연간 100만명 수준의 콘서트 모객을 이어온 빅뱅의 부재로 동사의 실적 감소와 함께 성장성에 대한 우려가 나타나고 있다.

하지만 동사는 매년 신규 아티스트 데뷔를 통해 라인업을 강화해왔다. 동사의 매니지먼트 역량이 집중되며 차세대 라인으로 성장중인 위너, 아이콘, 블랙핑크의 상승세에 주목할 시점이다. 빅뱅을 글로벌 아티스트로 성장시킨 동사의 매니지먼트 역량이 빅뱅의 군입대 이후, 차세대 라인업 강화에 집중될 것으로 예상되기 때문이다.

특히 블랙핑크의 성장이 두드러진다. 블랙핑크는 2009년 2NE1 데뷔 이후 7년만에 데뷔한 걸그룹으로 데뷔 2년차임에도 불구하고, 2018년 4분기 일본 돔 투어가 예정되어 있다. 동사 대표아티스트인 빅뱅이 국내 및 일본 데뷔 이후 돔 투어까지 소요된 시간이 각각 약 75개월, 40개월 이었던 점과 비교해보면, 블랙핑크의 데뷔 후 23개월만의 돔 공연의 성장은 매우 고무적이다.

2018년 주요 아티스트의 프로모션 확대를 통한 인지도 확대, 2019년 블랙핑크, 아이콘, 위너의 수익성 확대로 빅뱅의 빈자리를 메워나고, 2020년 빅뱅의 컴백과 함께 동사의 성장이 최고에 다를 것으로 판단한다.

**도표 142 와이지엔터 소속 아티스트 돔 공연 소요 개월**



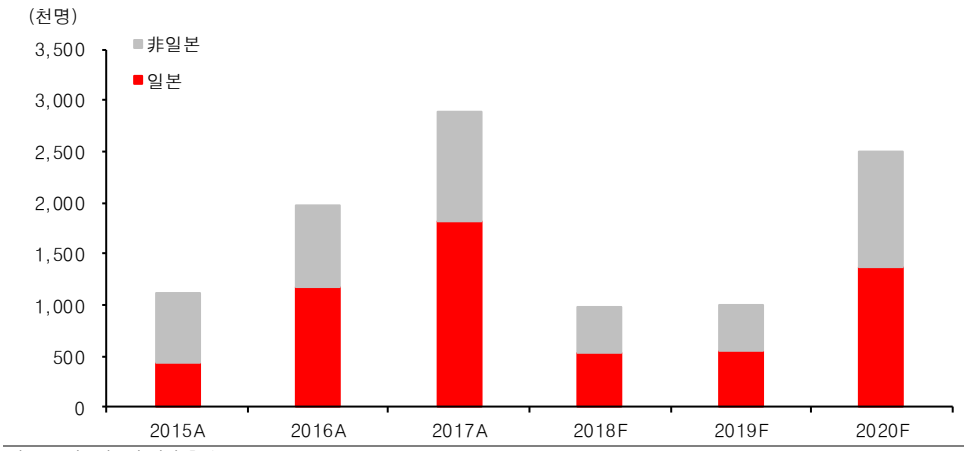

자료: 유진투자증권

**도표 143 빅뱅 멤버 입대일 및 전역일**

| 멤버 | 입대일 | 전역일 |
|---|---|---|
| 탑 | 2017.02.09 | 2019.06 예정 |
| 지드래곤 | 2018.02.27 | 2019.11.26 |
| 태양 | 2018.03.12 | 2019.12.11 |
| 대성 | 2018.03.13 | 2019.12.12 |
| 승리 | 2019년 예정 | - |

자료: 유진투자증권

**도표 144 콘서트 관객 수 추이 및 전망**




자료: 유진투자증권 당사 추정

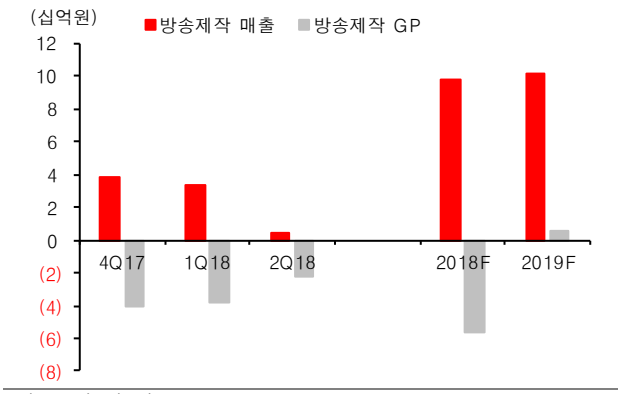
### 2) 사업부별 체질 개선 시작

동사는 엔터테인먼트 부문 본업 이외에 화장품, F&B, 방송제작, 광고제작의 사업을 진행하고 있다. 방송제작 부문의 2017년 4분기부터 2018년 2분기까지 누적 매출액은 76억원으로 매출비중은 4% 내외로 낮지만, 매출총이익의 누적 적자 100억원으로 동기간(4Q17-2Q18) 누적 전사 매출총이익 645억원을 감안하면 손실의 비중이 크다. 따라서 제작부문의 실적 개선이 전사의 수익 개선에 기여할 것으로 전망한다.

제작분야의 체질개선은 지상파 대비 상대적으로 안정적인 수익성을 확보할 수 있는 OTT향 콘텐츠 제작을 통해 이미 가시화되고 있다. 지난 10월 5일 넷플릭스 오리지널 콘텐츠로 제작된 'YG전자'가 공개되며, YG 소속 아티스트를 활용한 예능이 방영을 시작했다. 기존의 지상파 중심의 방송제작에서 탈피해 OTT 오리지널 콘텐츠 제작분야로의 확장은 방송제작 부문의 원가 하락으로 이어질 것으로 판단한다.

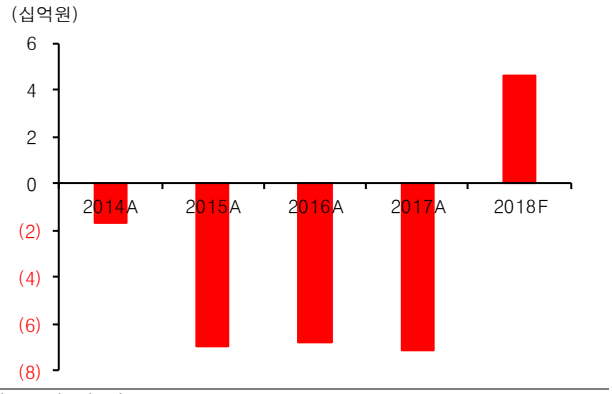
이외의 자회사 YG PLUS도 화장품 사업 부문의 내실화를 다지고, 신규 사업인 음원유통사업 본격화로 수익성 개선이 기대된다.

**도표 145 방송제작 부문 수익성 개선 전망**




자료: 유진투자증권

**도표 146 YG PLUS 영업이익 추이 및 전망**




자료: 유진투자증권

**도표 147 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 'YG전자'**




자료: Netflix, 유진투자증권

# II. 실적전망 및 밸류에이션

2018년 매출액 2,817억원, 영업이익 115억원으로 상장 이래 가장 낮은 영업이익을 기록할 것으로 전망한다. 그러나 소속 아티스트들의 인지도 확대에 따른 글로벌 진출 가속화로 2019년 영업이익 235억원(+103.9% yoy), 2020년 영업이익 416억원(+77.0% yoy)를 기록할 것으로 전망한다.

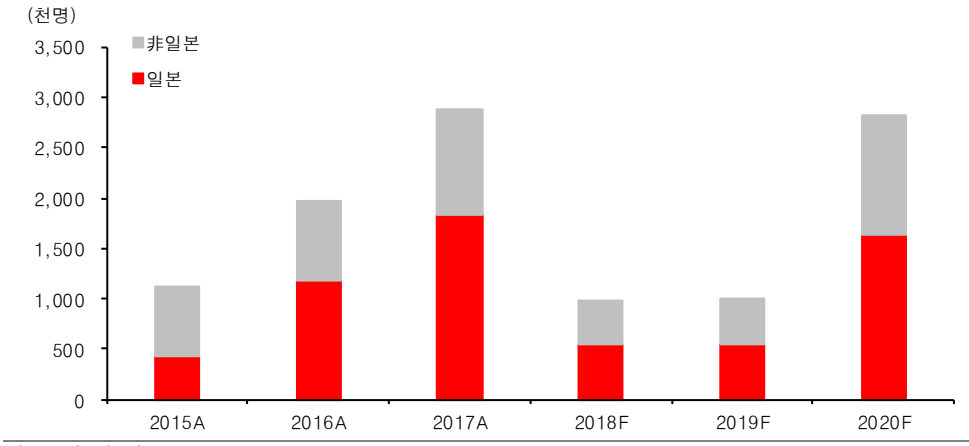
2019년에는 매출액 증가대비 영업이익 개선이 큰 폭으로 이뤄질 것으로 전망한다. 이는 블랙핑크를 필두로 위너, 아이콘 등 아티스트의 인지도 확대에 따라 수익성이 큰 폭으로 확대될 것으로 추정하기 때문이다.

도표 148 와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **106.9** | **72.3** | **75.2** | **95.5** | **77.3** | **62.7** | **58.6** | **83.1** | **349.9** | **281.7** | **321.4** | **454.6** |
| YoY | *46.5%* | *-6.5%* | *-25.7%* | *35.8%* | *-27.7%* | *-13.2%* | *-22.1%* | *-13.0%* | *8.7%* | *-19.5%* | *14.1%* | *41.5%* |
| 상품 매출 | 26.6 | 31.7 | 24.1 | 50.2 | 19.6 | 25.8 | 19.2 | 27.1 | 132.6 | 91.8 | 111.3 | 169.7 |
| 앨범/DVD | 5.2 | 6.5 | 3.7 | 2.5 | 2.1 | 3.4 | 2.6 | 2.2 | 18.0 | 10.4 | 15.1 | 16.8 |
| 디지털 콘텐츠 | 13.0 | 15.9 | 12.1 | 14.1 | 11.3 | 13.0 | 9.8 | 9.3 | 55.1 | 43.4 | 62.9 | 70.0 |
| MD상품 | 8.3 | 9.3 | 8.2 | 33.6 | 6.2 | 9.4 | 6.9 | 15.5 | 59.4 | 38.0 | 33.3 | 83.0 |
| 콘서트 | 12.5 | 7.0 | 21.5 | 15.1 | 1.8 | 1.2 | 7.5 | 9.5 | 56.1 | 20.0 | 29.9 | 62.2 |
| 광고 | 9.2 | 12.3 | 10.4 | 8.0 | 7.3 | 7.9 | 5.8 | 5.5 | 39.9 | 26.4 | 35.4 | 37.1 |
| 로열티 | 49.3 | 5.8 | 5.4 | 1.3 | 34.7 | 5.0 | 1.9 | 13.1 | 61.8 | 54.7 | 23.8 | 55.2 |
| 출연료 | 5.1 | 4.2 | 4.7 | 6.4 | 3.2 | 4.7 | 3.6 | 3.4 | 20.3 | 14.9 | 22.5 | 25.1 |
| 방송제작 | - | - | - | 3.9 | 3.3 | 0.4 | 2.0 | 4.0 | 3.9 | 9.8 | 10.1 | 10.5 |
| 기타 수수료 | 4.2 | 11.2 | 9.2 | 10.7 | 7.4 | 17.8 | 18.5 | 20.4 | 35.4 | 64.1 | 88.3 | 94.7 |
| 매출원가 | 73.9 | 47.6 | 54.4 | 73.2 | 56.8 | 41.0 | 37.5 | 52.2 | 249.2 | 187.5 | 201.9 | 311.0 |
| 매출총이익 | 33.0 | 24.6 | 20.8 | 22.3 | 20.5 | 21.7 | 21.1 | 30.9 | 100.7 | 94.2 | 119.5 | 143.6 |
| 판관비 | 18.1 | 20.3 | 19.3 | 18.7 | 18.6 | 20.0 | 19.6 | 24.6 | 76.5 | 82.7 | 96.0 | 102.1 |
| **영업이익** | **14.8** | **4.3** | **1.5** | **3.5** | **1.9** | **1.8** | **1.5** | **6.3** | **24.2** | **11.5** | **23.5** | **41.6** |
| YoY | *56.3%* | *-36.1%* | *-87.8%* | *-0.1%* | *-87.2%* | *-59.3%* | *1.9%* | *80.0%* | *-24.3%* | *-52.3%* | *103.9%* | *77.0%* |
| OPM | 13.9% | 6.0% | 2.0% | 3.7% | 2.5% | 2.8% | 2.6% | 7.6% | 6.9% | 4.1% | 7.3% | 9.1% |
| 영업외손익 | (1.2) | 1.7 | 6.3 | (0.9) | 1.0 | (0.1) | 2.3 | 0.6 | 5.9 | 3.9 | 4.1 | 4.4 |
| 세전이익 | 13.6 | 6.0 | 7.8 | 2.6 | 2.9 | 1.7 | 3.8 | 6.9 | 30.0 | 15.4 | 27.6 | 46.0 |
| 당기순이익 | 6.0 | 4.7 | 5.3 | (4.1) | 0.8 | (0.4) | 2.8 | 5.0 | 11.9 | 8.1 | 19.8 | 33.1 |
| **지배주주순이익** | **7.3** | **4.4** | **6.2** | **(0.1)** | **2.3** | **(0.1)** | **3.0** | **5.5** | **17.8** | **10.8** | **21.8** | **34.8** |

자료: 유진투자증권

도표 149 매출 인식 기준 콘서트 관객 수 전망




자료: 유진투자증권

와이지엔터에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 예상 실적에 PER 25.7배(2020년 적정 PER 34.3배의 시간가치에 따른 할인율 25% 적용)를 적용해 산출했다. PER 34.3배는 지난 2015년 당시 평균 PER로 해당 기간 동사는 콘서트 모객 증가로 큰 폭의 매출 성장을 기록했다.

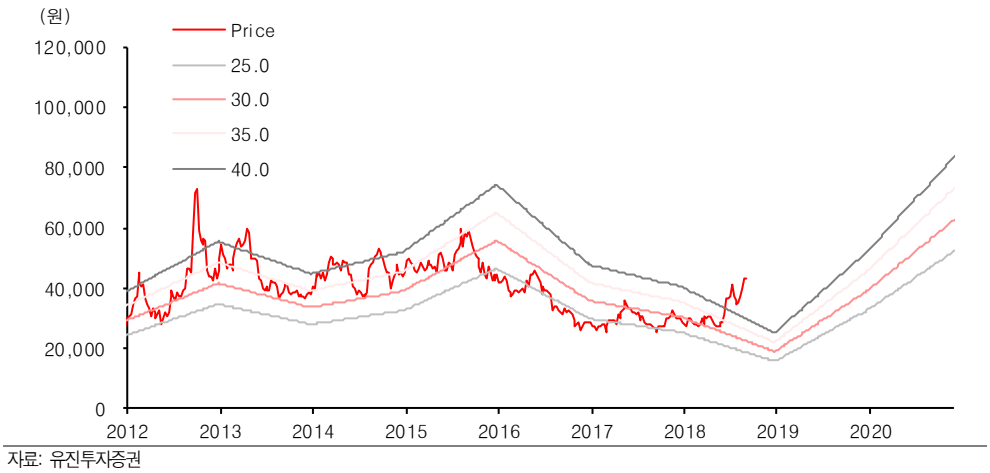
2020년 예상실적을 기준으로 밸류에이션을 적용한 것은 대표 아티스트인 빅뱅의 활동재개와 주요 아티스트의 글로벌 인지도 확대에 따른 동사의 수익이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

**도표 150 목표주가 산정 식**

| | (십억원) | |
|---|---|---|
| ①지배주주순이익 | 34.8 | 2020년 예상 지배주주순이익 |
| ②적용 PER (배) | 25.7 | 2014년 동사의 평균 PER에서 시간가치에 따른 할인율 25% 적용 |
| **③기업가치** | **894** | **① * ②** |
| ④주식수 (주) | 18,185,709 | |
| 주당가치 (원) | 49,167 | ③ / ④ |
| **목표주가 (원)** | **49,000** | |
| 상승여력 (%) | 20.1% | |
| 현재주가 (원) | 40,800 | |

자료: 유진투자증권

**도표 151 와이지엔터 PER 추이**




자료: 유진투자증권

# 와이지엔터(122870.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | **487** | **584** | **597** | **630** | **664** |
| 유동자산 | 276 | 307 | 240 | 251 | 264 |
| 현금성자산 | 201 | 219 | 151 | 137 | 137 |
| 매출채권 | 29 | 40 | 32 | 48 | 61 |
| 재고자산 | 16 | 18 | 27 | 35 | 35 |
| 비유동자산 | 210 | 276 | 357 | 379 | 400 |
| 투자자산 | 116 | 127 | 191 | 199 | 207 |
| 유형자산 | 61 | 87 | 104 | 121 | 136 |
| 기타 | 33 | 63 | 61 | 59 | 56 |
| **부채총계** | **136** | **151** | **157** | **171** | **173** |
| 유동부채 | 68 | 73 | 75 | 88 | 91 |
| 매입채무 | 32 | 47 | 46 | 60 | 62 |
| 유동성이자부채 | 0 | 2 | 4 | 4 | 4 |
| 기타 | 36 | 24 | 25 | 25 | 25 |
| 비유동부채 | 68 | 78 | 83 | 83 | 83 |
| 비유동이자부채 | 67 | 75 | 79 | 79 | 79 |
| 기타 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **자본총계** | **350** | **432** | **440** | **459** | **490** |
| 지배지분 | 281 | 343 | 353 | 371 | 403 |
| 자본금 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 160 | 209 | 209 | 209 | 209 |
| 이익잉여금 | 110 | 124 | 133 | 151 | 183 |
| 기타 | 3 | (0) | 1 | 1 | 1 |
| 비지배지분 | 69 | 89 | 87 | 87 | 87 |
| **자본총계** | **350** | **432** | **440** | **459** | **490** |
| 총차입금 | 67 | 77 | 83 | 83 | 83 |
| 순차입금 | (134) | (142) | (68) | (54) | (54) |

## 손익계산서

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **322** | **350** | **282** | **321** | **455** |
| 증가율(%) | 66.7 | 8.7 | (19.5) | 14.1 | 41.5 |
| 매출원가 | 227 | 249 | 188 | 202 | 311 |
| **매출총이익** | **95** | **101** | **94** | **119** | **144** |
| 판매 및 일반관리비 | 63 | 77 | 83 | 96 | 102 |
| 기타영업손익 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **영업이익** | **32** | **25** | **12** | **23** | **42** |
| 증가율(%) | 46.3 | (21.1) | (54.1) | 103.9 | 77.0 |
| **EBITDA** | **39** | **35** | **22** | **36** | **55** |
| 증가율(%) | 48.4 | (9.8) | (36.9) | 60.9 | 52.2 |
| **영업외손익** | **1** | **5** | **4** | **4** | **4** |
| 이자수익 | 6 | 9 | 8 | 8 | 11 |
| 이자비용 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 지분법손익 | (1) | 2 | (0) | 0 | 0 |
| 기타영업손익 | (2) | (4) | (2) | (2) | (5) |
| **세전순이익** | **33** | **30** | **15** | **28** | **46** |
| 증가율(%) | (0.7) | (8.9) | (48.7) | 79.1 | 66.8 |
| 법인세비용 | 19 | 18 | 7 | 8 | 13 |
| **당기순이익** | **14** | **12** | **8** | **20** | **33** |
| 증가율(%) | (41.2) | (15.5) | (31.7) | 144.0 | 66.8 |
| 지배주주지분 | 19 | 18 | 11 | 22 | 35 |
| 증가율(%) | (32.9) | (4.9) | (39.6) | 103.0 | 59.2 |
| 비지배지분 | (4.6) | (5.9) | (2.6) | (2.0) | (1.7) |
| **EPS(원)** | **1,193** | **1,007** | **591** | **1,201** | **1,911** |
| 증가율(%) | (35.7) | (15.6) | (41.3) | 103.0 | 59.2 |
| 수정EPS(원) | 1,193 | 1,007 | 580 | 1,189 | 1,900 |
| 증가율(%) | (35.7) | (15.6) | (42.4) | 105.0 | 59.8 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **32** | **15** | **24** | **23** | **37** |
| 당기순이익 | 14 | 12 | 8 | 20 | 33 |
| 자산상각비 | 7 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 기타비현금성손익 | 2 | 2 | 6 | 2 | 2 |
| 운전자본증감 | 7 | (14) | 4 | (11) | (11) |
| 매출채권감소(증가) | (5) | (13) | 9 | (17) | (12) |
| 재고자산감소(증가) | (4) | (4) | (8) | (8) | (0) |
| 매입채무증가(감소) | 12 | 15 | (1) | 14 | 2 |
| 기타 | 5 | (12) | 4 | (0) | (0) |
| **투자현금** | **(68)** | **(47)** | **(80)** | **(39)** | **(38)** |
| 단기투자자산감소 | 10 | 32 | (48) | (4) | (4) |
| 장기투자증권감소 | (56) | 0 | (14) | (2) | (2) |
| 설비투자 | (18) | (30) | (24) | (23) | (23) |
| 유형자산처분 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (2) | (5) | (2) | (3) | (3) |
| **재무현금** | **63** | **71** | **2** | **(3)** | **(3)** |
| 차입금증가 | 2 | 8 | 5 | 0 | 0 |
| 자본증가 | 58 | 46 | (3) | (3) | (3) |
| 배당금지급 | 6 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| **현금 증감** | **28** | **37** | **(53)** | **(18)** | **(4)** |
| 기초현금 | 34 | 62 | 99 | 46 | 27 |
| 기말현금 | 62 | 99 | 46 | 27 | 23 |
| Gross Cash flow | 44 | 43 | 25 | 34 | 48 |
| Gross Investment | 71 | 93 | 28 | 45 | 45 |
| **Free Cash Flow** | **(27)** | **(50)** | **(3)** | **(11)** | **3** |

## 주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 1,193 | 1,007 | 591 | 1,201 | 1,911 |
| BPS | 15,705 | 17,539 | 18,040 | 19,007 | 20,635 |
| DPS | 200 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| **밸류에이션(배,%)** | | | | | |
| PER | 23.8 | 28.6 | 69.0 | 34.0 | 21.3 |
| PBR | 1.8 | 1.6 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| EV/ EBITDA | 8.6 | 10.8 | 30.2 | 19.2 | 12.6 |
| 배당수익율 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PCR | 11.0 | 12.8 | 31.9 | 23.2 | 16.7 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 영업이익율 | 9.9 | 7.2 | 4.1 | 7.3 | 9.1 |
| EBITDA이익율 | 12.2 | 10.1 | 7.9 | 11.2 | 12.0 |
| 순이익율 | 4.4 | 3.4 | 2.9 | 6.2 | 7.3 |
| ROE | 7.7 | 5.7 | 3.1 | 6.0 | 9.0 |
| ROIC | 11.8 | 6.4 | 2.4 | 5.1 | 8.2 |
| **안정성 (배,%)** | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (38.1) | (32.8) | (15.5) | (11.7) | (11.0) |
| 유동비율 | 404.8 | 419.4 | 321.8 | 284.0 | 291.6 |
| 이자보상배율 | 21.4 | 14.6 | 5.6 | 11.1 | 19.7 |
| **활동성 (회)** | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.7 |
| 매출채권회전율 | 12.4 | 10.3 | 7.9 | 8.0 | 8.3 |
| 재고자산회전율 | 20.5 | 20.1 | 12.5 | 10.5 | 13.0 |
| 매입채무회전율 | 12.6 | 8.8 | 6.0 | 6.0 | 7.5 |

자료: 유진투자증권

## Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

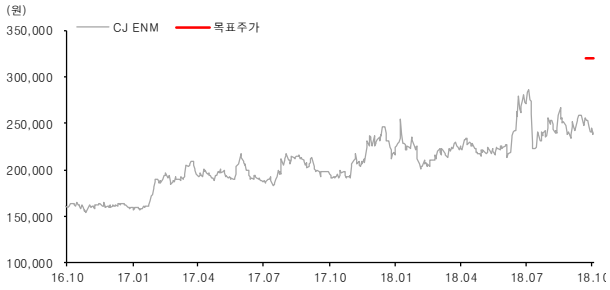
| 종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) | | 당사 투자의견 비율(%) |
|---|---|---|
| • STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상 | 0% |
| • BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 90% |
| • HOLD(중립) | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 10% |
| • REDUCE(매도) | 추천기준일 종가대비 -10%미만 | 0% |

(2018.9.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가 대비 | 괴리율(%) 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018-10-15 | BUY | 320,000 | 1년 | | |

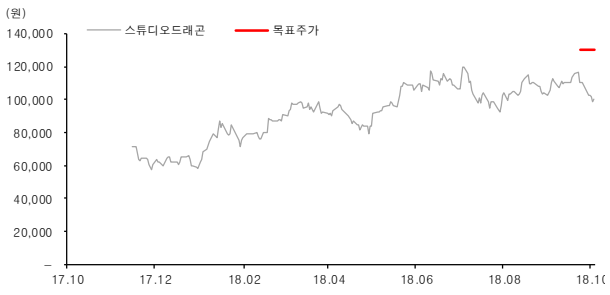
CJ ENM(035760.KQ) 주가 및 목표주가 추이




과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가 대비 | 괴리율(%) 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018-10-15 | BUY | 130,000 | 1년 | | |

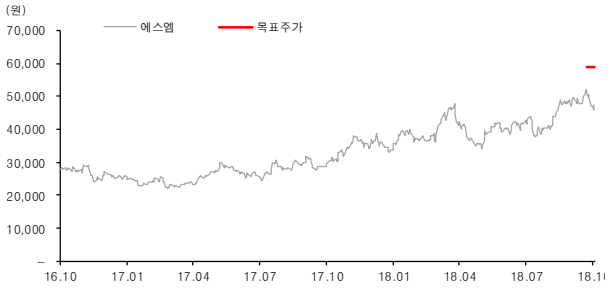
스튜디오드래곤(253450.KQ) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가 대비 | 괴리율(%) 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018-10-15 | BUY | 59,000 | 1년 | | |

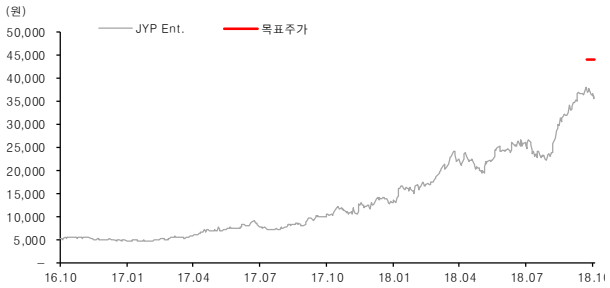
에스엠(041510.KQ) 주가 및 목표주가 추이




과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가 대비 | 괴리율(%) 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018-10-15 | BUY | 44,000 | 1년 | | |

JYP(035900.KQ) 주가 및 목표주가 추이




과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 괴리율(%) 평균주가 대비 | 괴리율(%) 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2018-10-15 | BUY | 49,000 | 1년 | | |

와이지엔터(122870.KQ) 주가 및 목표주가 추이

