유진투자증권

2019. 06. 04

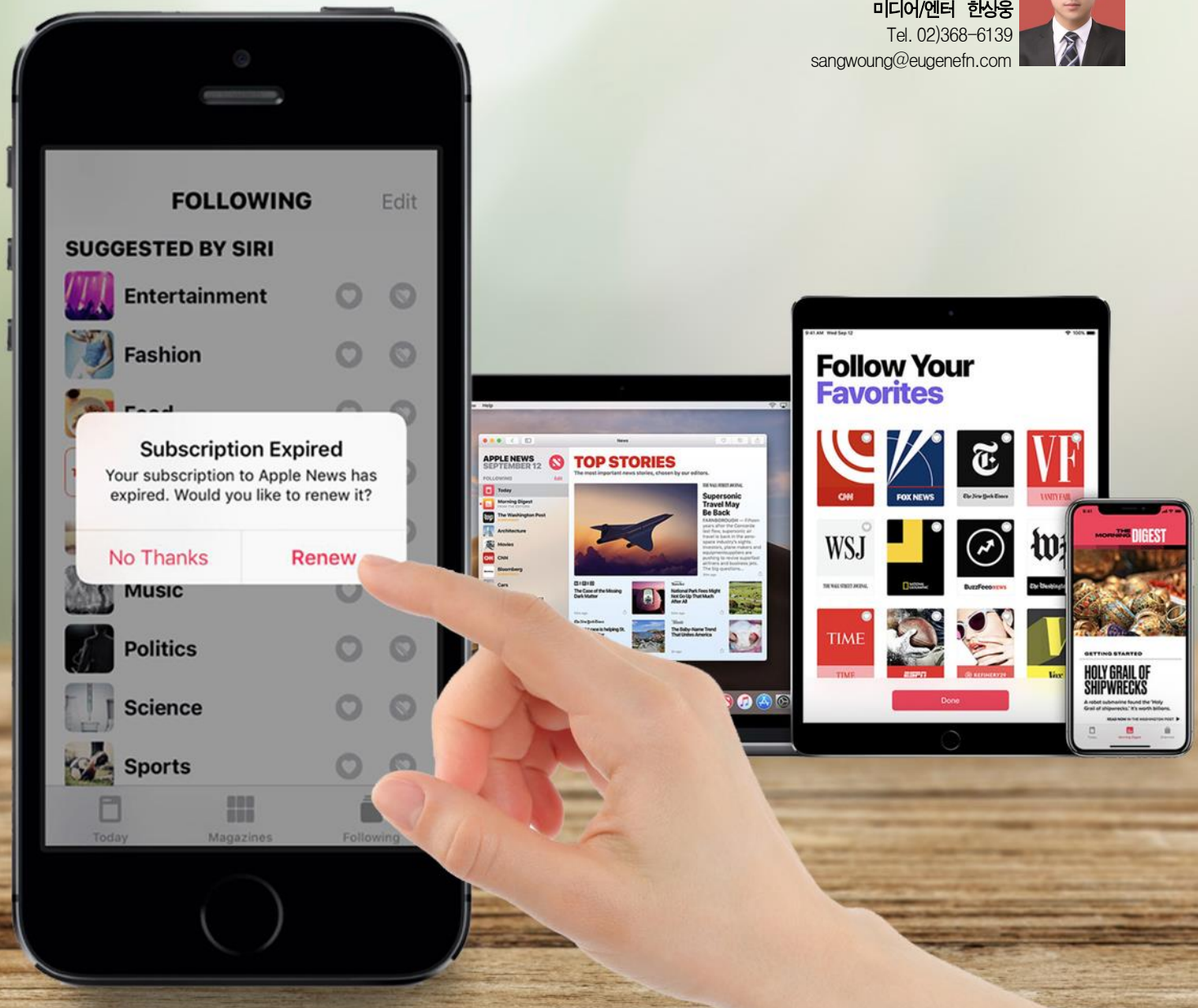
2019 하반기 산업전망
미디어/엔터

소유와 공유 가고, '구독이'가 온다!

구독경제를 기반으로 성장할 미디어/엔터테인먼트 산업의 미래



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



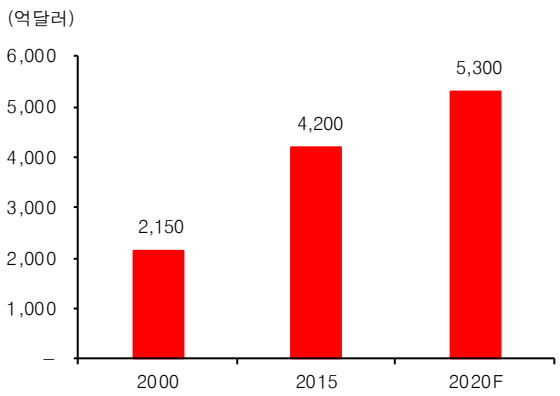
Summary

'구독(購讀, Subscription)경제' 라는 단어가 우리 주변에서 자주 들려온다. 구독경제란 소비자가 회원 가입을 통해 매달 일정금액을 지불하고, 정기적으로 상품/서비스를 이용하는 경제모델이다. 이미 오래 전부터 이용되어 온 신문배달, 우유배달도 구독경제 모델 중 하나다. 2000년대 구독경제 부활의 신호탄이 된 것은 넷플릭스의 동영상 무제한 스트리밍 서비스 출시였다. 미디어 산업에서 시작된 구독경제 모델은 생필품, 의류, 자동차 등 전 산업으로 확대되고 있다. 한편, 넷플릭스 이후로 미디어/엔터 산업에서 구독경제 모델의 소식이 더 이상 들리지 않는다. 과연 그런 걸까?

매일 수 많은 콘텐츠가 쏟아져 나오기 때문에, 소비자들은 매일같이 콘텐츠를 소비할 수 없다. 공급자의 입장에서도 흥행산업의 특성상 콘텐츠 수익에 대한 예측가시성이 떨어진다. 이러한 단점을 해소해줄 수 있는 유일한 대안은 구독경제를 적용하는 것이다. 소비자는 콘텐츠를 언제, 어디서나 무제한으로 시청이 가능하고, 공급자는 일정금액의 수익을 지속적으로 보장받는 구조이기 때문이다. 따라서 미디어/엔터테인먼트 산업이 흥행산업이라는 특성이 지속되는 한 구독경제의 적용은 확대될 수 밖에 없다.

이에 당사에서는 **구독경제의 적용을 통해 달라질 미디어/엔터테인먼트 산업의 신규 수익모델을 살펴보고, 신성장동력으로써의 성공가능성을 확인**해보고자 한다.

글로벌 구독경제 시장 전망: 저성장 기조가 이어짐에 따라 저렴한 비용에 만족을 극대화할 수 있다는 측면에서 구독경제가 각광



자료: Credit Sussie, 유진투자증권

- **구독경제란 소비자가 회원 가입을 통해 매달 일정금액을 지불하고, 정기적으로 상품/서비스를 이용하는 경제모델.** 소비자는 비용 지불을 통해 멤버십을 획득하고, 가입한 기간 만큼 기업에게 돈을 지불하는 형태
- 구독경제라는 개념이 국내에서는 생소하지 않음. 이미 오래 전부터 신문배달, 우유배달 등 정기적인 구독서비스가 이용됨
- 최근 구독경제가 재조명 되고 있는 것은 소비자들이 디지털 플랫폼 기반의 소비에 익숙해졌고, 트렌드 변화 주기도 빨라짐에 따라 단 기간 내 많은 경험을 할 수 있는 소비의 필요성이 확대되고 있기 때문

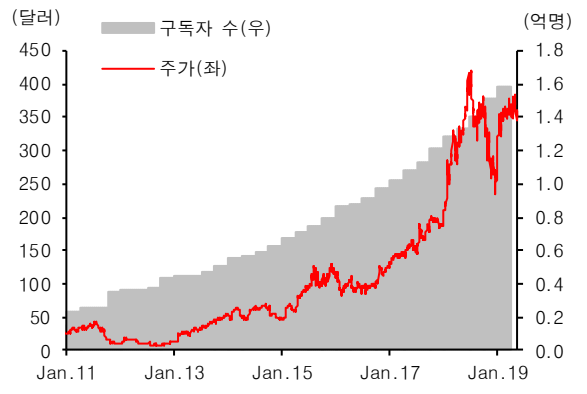
구독경제 구분: 1) 무제한형, 2) 정기 배송형, 3) 렌탈형

	무제한형	정기 배송형	렌탈형
특징	언제, 어디서나 무제한 소비	정해진 날 상품 배송	품목 변경 가능, 사용 후 반납
품목	동영상, 게임, 소프트웨어 등 콘텐츠	셔츠, 면도날, 생리대, 휴지 등 생필품	자동차, 명품, 예술품 등 고가 제품
주요 서비스 사례	넷플릭스(동영상) 오리진(게임) 밀리의 서재(e북) 멜론(음원)	와이즐리(면도날) 위클리셔츠 (셔츠) 만나박스(과일) 톤 28(화장품) 꾸까(꽃)	현대 셀렉션(현대차) 에피카(MINI) 리본즈(명품가방) 오픈갤러리(미술품) 핀즐(미술품)

자료: PwC, 유진투자증권

- **1) 무제한형**은 일정 금액을 지불하면 언제, 어디서나 원하는 만큼 소비할 수 있는 형태. 단일 콘텐츠를 소비하는 것보다 무제한으로 이용하는 것이 소비자의 입장에서 비용절감이 되기 때문에 월정액 요금제를 가입해서 소비
- **2) 정기배송형**은 일정 금액을 지불해 정해진 기간에 제품을 배송해 주는 소비 형태. 주기적으로 재고를 확인해 구매해야 하는 불편함을 덜어준다는 측면에서 소비가 확대
- **3) 렌탈형**은 일정 금액을 지불하고 제품을 빌려서 사용하는 소비 형태. 고가의 상품을 일시에 구매하기 어려운 경우 주로 사용하는 소비 형태로, 정수기, 공기청정기 등의 렌탈 서비스가 대표적

넷플릭스, 구독자 수 증가하며 주가도 상승: 일정 가입자 이상 확보 시 영업 레버리지 가능



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- **넷플릭스는 기존의 미디어/콘텐츠의 소비 방식을 개별 콘텐츠에 대한 소유에서 무제한 스트리밍을 통해 경험을 소비**하는 형태로 바꿔 성공한 대표적인 기업
- 넷플릭스의 주가도 지난 2007년 1월 월정액 과금을 통한 무제한 스트리밍 요금제 출시 이후, 가입자 증가와 연계되어 우상향
- 월정액 무제한 동영상 스트리밍 서비스의 성공은 다양한 산업 분야에 구독경제의 적용을 확대. 또한 소유를 넘어 경험을 구매하는 소비자의 트렌드에 부합하기 때문에 소비자의 수요도 꾸준히 증가할 것이라는 판단

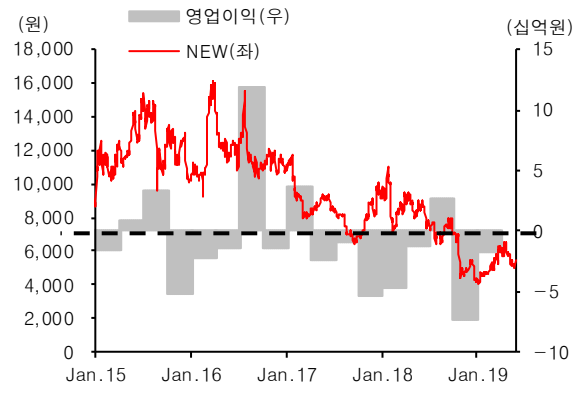
구독경제의 특징: 1) 경제성, 2) 지속성, 3) 다양성, 4) 편의성

경제성	지속성(연속성)	다양성	편의성
▪ 개별 구매 대비 비용 절감 ▪ 구매를 위한 시간 절약	▪ 공급자: 안정적 수익 ▪ 소비자: 신상품 정기 업데이트	▪ 다양한 상품 경험 가능 ▪ 경제모델상 제품의 교체가 가능	▪ 구매과정 간소화 ▪ 정기배송에 따른 효율성 ▪ 매장 방문 불필요

자료: 유진투자증권

- **1) 경제성**: 저렴한 가격에 다양한 재화의 경험이 가능
- **2) 지속성**: 공급자에게 정기적 수익으로 예측의 가능성을 높여 연구개발의 리스크 축소. 소비자는 신상품을 정기적으로 업데이트 받을 수 있음
- **3) 다양성**: 단일 제품의 소유에서 경험의 소비로 변화하기 때문에 취사 선택, 의사변경이 가능함
- **4) 편의성**: 반복 구매에 따른 번거로움 해소

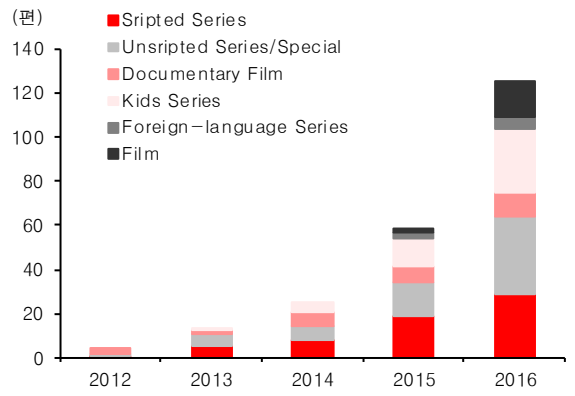
영화배급사 NEW 주가 및 영업이익 추이: 미디어/콘텐츠는 흥행산업으로 구독경제의 접목을 통해 안정적 수익 확보 가능



자료: Quantiwise, 유진투자증권

- **콘텐츠 산업은 대표적인 흥행산업**으로 손꼽힘. 개별 콘텐츠의 손익분기점 이상 도달여부가 불확실하고, **수익성을 확보한 콘텐츠에 대한 예측이 어렵**기 때문
- 콘텐츠 제작과 흥행의 대표 산업인 '영화 배급'사업을 영위하는 NEW의 영업이익 변동폭과 주가를 비교해보면, 변동폭이 매우큼
- 영화배급사업은 소위말하는 대작 작품의 흥행에 따라 영업이익의 변동이 커지고, 주가의 변동도 높아짐. 또한 개봉하는 작품의 박스오피스가 단일 기업의 실적에 영향을 크게 미침

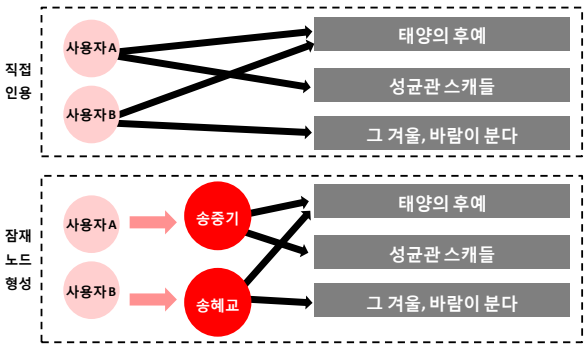
넷플릭스 오리지널 콘텐츠 추이: 흥행산업과 구독경제의 만남을 통해 콘텐츠 다각화 가능



자료: Comparitech, 유진투자증권

- 소비자의 입장에서 기호에 맞는 콘텐츠를 선별해 소유하는 것이 아니라, 매월 정기적인 요금납부를 통해 다양한 콘텐츠를 기호에 맞게 경험 할 수 있음
- 서비스 제공자가 다양한 라이브러리를 확보하고 있는 경우, 구독을 통해 소비하게 되는 소비자의 효용은 높아질 수 있음
- 넷플릭스의 가장 큰 인기 요인은 바로 다양한 콘텐츠를 확보했다는 점. 넷플릭스는 자체 제작 콘텐츠 1,470개를 포함해 총 약 6,000개(2018년 1분기 기준)의 콘텐츠를 보유한 것으로 알려짐

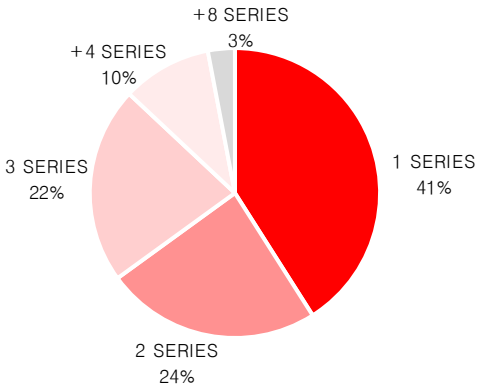
콘텐츠 범람의 시대: 재방문과 개인 데이터 축적을 통한 큐레이션의 효율성 확대



자료: 한국콘텐츠진흥원 인용, 유진투자증권

- 구독경제를 적용한 **넷플릭스는 개인 맞춤 추천 콘텐츠(큐레이션)를 제공**
- 사용자가 어떤 장르의 영상을 즐겨 보는지, 어떤 주인공의 영상을 즐겨 보는지, 주로 어느 시간대에 어느 영상을 보는지, 만약 중간에 껐다면 어떤 장면에서 껐는지 등 세밀하게 데이터를 수집. 이렇게 설계된 알고리즘으로 추천 영상을 추출하며, 80% 이상의 사람들이 추천 목록에 있는 콘텐츠를 시청하게 됨
- **콘텐츠가 범람하는 시대 소비자들에게 맞춤형 콘텐츠를 제공하는 것은 시청자가 보다 쉽게 다양한 콘텐츠를 소비할 수 있도록** 함

빈지 워칭 시 한번에 시청하는 콘텐츠 수: 구독경제를 통해 만들어진 새로운 콘텐츠 소비 방식



자료: Tech Crunch, 유진투자증권

- **빈지 워칭(Binge-watching)이란 드라마나 예능 등 영상 콘텐츠를 한꺼번에 몰아서 시청**하는 것을 의미. '폭음', 혹은 '폭식'을 뜻하는 'Binge'와 '보다'의 'Watch'가 합해진 신조어
- 구독경제를 이용하는 시청자들의 콘텐츠 소비방식이 주말이나 휴가에 모든 에피소드를 몰아보는 빈지 워칭으로 변화
- 사실상 월정액으로 구독하는 형태가 아니라면, 단일 콘텐츠를 몰아보는 것은 부담임. 각각의 에피소드를 별도로 구매하는 경우 10개의 에피소드로 구성된 한 시진의 콘텐츠를 보기 위해서 10,000원 이상의 지출이 발생하기 때문

구독경제의 미래 1) 영화 구독 서비스를 통한 관람횟수 증가



자료: CGV

- 미국에서는 영화관에서 상영하는 영화를 볼 수 있는 구독 서비스가 확대, 국내에서는 CGV가 구독 서비스를 통해 관객을 유인할 수 있는 전략을 확대 중
- **영화관의 주 수익원은 관객들이 지불하는 티켓 값과 영화관 내 매점(F&B) 수익**임. 따라서 관객 수 증가를 통해 티켓 수익 및 F&B 판매 매출을 확대할 수 있음
- 구독 서비스로는 2D 영화만을 관람 할 수 있어서 3D나 아이맥스 영화를 위해서는 추가 비용을 지불해야 함. 또한 사람들이 일반적으로 영화를 혼자 관람하지 않기 때문에, 동행하는 사람의 비용 지출이 발생한다는 점도 구독모델을 적용하는 유인이 됨

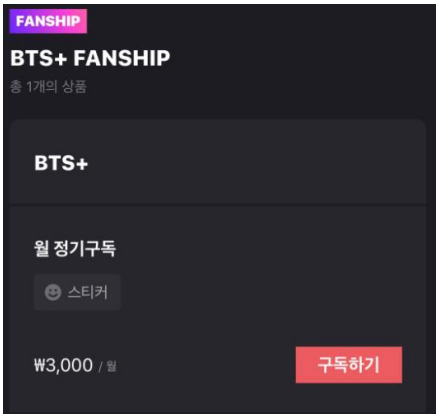
구독경제의 미래 2) 차세대 콘텐츠 VR의 구독 서비스를 제공하는 차기 넷플릭스(바이브포트)의 출현



자료: VIVEREPORT

- HTC는 VR 게임 정액제 서비스 '바이브포트 인피니티'를 지난 4월에 출시. 월 15,000원으로 600개 이상의 VR 게임을 선택해 이용이 가능한 구독형 서비스임
- 미국 농구협회인 NBA도 연간 약 5만원을 지불하면 경기 다시보기, 하이라이트, 생중계 경기 등을 관람할 수 있음. VOD에서 나아간 VR 콘텐츠도 이제 구독 서비스가 본격화
- 동영상 스트리밍 산업에 넷플릭스가 구독 서비스로 시장을 선점했던 전례가 있는 만큼 **VR 콘텐츠 시장도 구독 서비스를 통해 폭발적인 성장을 보일 것**으로 전망

구독경제의 미래 3) 엔터테인먼트 업계의 구독경제 결합으로 아티스트 공백기간에도 매출 기여할 것



자료: V LIVE

- 연간 일정 금액을 지불하고 가입한 팬은 콘서트/유료 팬미팅/생일 파티 선 예매, 공개방송 우선 참여 기회, 채팅 등의 서비스를 이용이 가능
- 네이버의 자체 동영상 플랫폼인 V LIVE의 아티스트 채널의 정기구독 서비스화 추진. 월 3,000원의 팬십 서비스를 통해 가입자만 볼 수 있는 동영상, 사진 및 아티스트와 온라인 채팅이 가능
- '아이즈원(IZ*ONE) 프라이빗 메일' 서비스처럼 설정한 멤버로부터 **메일을 받고, 사진을 전송 받는 형태의 신규 서비스의 런칭되는 점도 구독경제의 접목**으로 볼 수 있음

구독경제 관련 추천주: 에스엠(041510.KQ), CJ ENM(035760.KQ)

구분			에스엠(041510.KQ)	CJ ENM(035760.KQ)
현재주가(6/3)			43,250원	187,500원
시가총액(6/3)			1조 113억원	4조 1,117억원
투자의견 및 목표주가			BUY(유지), 50,000원(유지)	BUY(유지), 270,000원(유지)
실적	매출액(십억원)	2018A	612	3,427
		2019F	717	4,708
		2020F	803	5,038
	영업이익(십억원)	2018A	48	251
		2019F	50	368
		2020F	66	410
	지배주주순이익(십억원)	2018A	31	163
		2019F	34	232
		2020F	51	323
수익성	영업이익률(%)	2018A	7.8	7.2
		2019F	7.0	7.8
		2020F	8.2	8.1
밸류에이션	PER(배)	2018A	38.3	15.4
		2019F	29.7	17.7
		2020F	19.5	12.7
성장성	매출액증가율(%)	2018A	67.6	-
		2019F	17.1	7.6
		2020F	12.0	7.0
	영업이익증가율(%)	2018A	336.4	-
		2019F	5.0	16.7
		2020F	31.9	11.6
	EPS증가율(%)	2018A	585.9	-
		2019F	6.7	(12.9)
		2020F	52.2	39.6

자료: 유진투자증권
주: 6/3 종가 기준

에스엠(041510.KQ)은 구독경제를 새롭게 적용함에 따라 신성장 동력을 확보할 것이란 판단

- 에스엠은 유료 팬클럽 '리슨'(Lysn, 신규 가입 시 35,000원/월, 갱신 시 연회비 15,000원) 서비스를 시작
- 팬들은 연회비를 지불하고, 콘서트 우선 예매, 아티스트 콘텐츠 제공 등의 혜택을 얻게 됨

CJ ENM(035760.KQ)은 자체 OTT 사업인 티빙(TVING) 사업을 영위

- 구독형 서비스를 통한 다시보기 서비스, 광고형 서비스 기반의 실시간 방송보기라는 하이브리드 시스템을 통해 구독경제를 구현
- 커머스 부문에서는 생리대 정기배송 서비스를 시작해 홈쇼핑 업체 최초로 구독경제 서비스를 구현 중

스튜디오드래곤(253450.KQ)은 SVOD 서비스를 통해 구독경제의 선구자로 손꼽히는 넷플릭스 및 기타 OTT 사업자 확대에 따른 수혜

- 한국 드라마 콘텐츠를 넘어 글로벌로 통용될 수 있는 콘텐츠 제작을 통해 OTT 사업자에 공급하고 있음
- 구독 기반 사업자들은 예측 가능한 수익을 기반으로 콘텐츠 투자를 진행하기 때문에 콘텐츠에 대한 투자 확대가 지속될 수 있음

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

Contents

0. 구독경제가 없다면? 8

I. 구독경제 시대 9
1. 구독경제란?
2. 구독경제 구분
3. 넷플릭스, 구독경제 활성화
4. 구독경제 특징

III. 미디어/콘텐츠 공급자와 구독경제 17
1. 미디어/콘텐츠 = 흥행산업
2. 구독경제 + 미디어/콘텐츠 = 콘텐츠 다각화

III. 미디어/콘텐츠 소비자와 구독경제 20
1. 콘텐츠 범람의 시대 – 구독경제의 필요성 대두
2. 재방문과 개인 데이터 축적
3. 빈지 워칭(Binge-watching)

IV. 미디어/콘텐츠 구독경제의 미래 23
1. 영화 구독 서비스 개시
2. VR 구독 서비스 본격화
3. 유료 팬클럽

V. 결론 및 관심주 28

기업분석 29
에스엠(041510.KQ)
CJ ENM(035760.KQ)
스튜디오드래곤(253450.KQ)

0. 구독경제가 없다면?

AM 06:00: 월요일 아침, **위클리 셔츠**에서 배송된 이번 주를 위한 셔츠 5장, 이번 달 깨끗한 면도를 위해 배송된 **와이즐리**의 면도날. 상쾌한 아침, 샴푸가 부족하지만 걱정은 없다. **쿠팡**을 통해 정기적으로 1인 가구를 위한 생필품이 오늘 퇴근 후면 집 앞으로 배송될 거니까.

AM 07:00: 출근길, 신나는 음악을 **멜론**에서 선곡해 하루를 시작. 음악은 가끔 질리기 때문에 유튜브 동영상을 재생한다. **유튜브 프리미엄** 1개월의 무료 이용덕분에 서비스로 광고 없이 시청이 가능하다.

AM 08:00: 이번 주 신간 서적을 살펴보기 위해 **밀리의 서재**를 접속한다. 이번 주의 신간은 눈에 띄는 작품이 없다. 그래도 나의 지식에 대한 갈망을 버릴 순 없다. **퍼블리**를 통해 다른 분야의 지식을 탐해본다. 사람은 지식의 길을 갈구한다고 했던가…

AM 12:00: 식사 전 시간은 12개월 등록 시 30% 할인을 해주는 **헬스장**에서 30분의 운동. 헬스 후 식단은 고민할 필요가 없다. 체중관리를 위해 **샐그램**의 식단을 이용하고 있으니까.

PM 19:00: 퇴근 후, 데이트를 위해 오랜만에 운전석에 앉는다. 만약에 차를 구입했다면, 정기적인 지출과 유지비에 고민했겠지만 이벤트 때 가입한 **현대 셀렉션**이 꽤나 도움이 된다. 이번 주말은 친구들과의 캠핑이 있어 투싼으로 차종을 교체할 계획이다.

PM 21:00: 집에 돌아와 TV를 켠다. 영화 한편을 보기 위해 **넷플릭스**에 접속한다. 참 똑똑한 녀석은 내게 신작 액션 영화를 추천한다. 맥주가 없는 게 조금은 아쉽게 느껴진다. 일본에 있던 시절에는 **기린 맥주**에서 우리 집 냉장고에 맥주가 떨어질만하면 배송해주곤 했는데… **루프트커피**에서 보내주는 스페셜티 원두로 내린 커피 한잔의 여유로 스스로를 위로해본다. 적어도 맥주보단 건강에 좋을 테니 말이다.

PM 23:00: 이번 달 생활비는 얼마나 들었을까. **휴대폰 통신비**, **TV요금**, 아… 그래도 다행이다. 이번 주는 꽤나 절약한 기분이니까.

우리 주변의 구독경제 서비스들을 살펴보기 위해서 다소 과장한 가상의 이야기를 작성해봤다. 이중 우리가 알고 있는, 혹은 우리가 구독하고 싶은 서비스가 얼마나 있을까?

보다 빠른 이해를 돕기 위해서, 공중전화에 10원, 50원 동전을 넣는 것처럼 사용한 만큼 지불하던 통신비가 언제 2만원/5만원/10만원 등 월정액 요금제로 변했는지 기억할 수 있을까?

그만큼 **구독경제 시대의 본격화는 우리의 생각보다 빠르게 이뤄질 가능성이 높다.**

I. 구독경제 시대

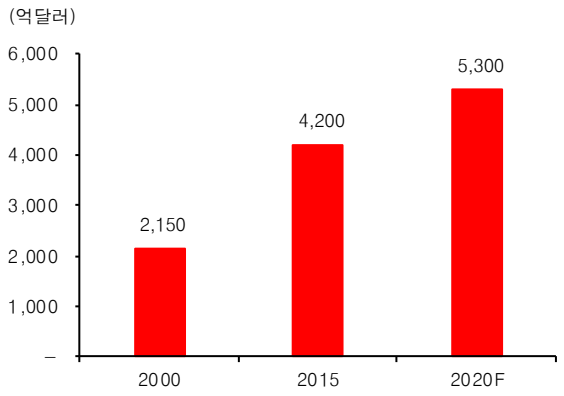
1. 구독경제란?

구독경제란 소비자가 회원 가입을 통해 매달 일정금액을 지불하고, 정기적으로 상품/서비스를 이용하는 경제모델이다. 소비자는 비용 지불을 통해 멤버십을 획득하고, 가입한 기간만큼 기업에게 돈을 지불하는 형태다. 소비의 기본 개념이었던 소유가 경험을 소비하는 형태로 변경하면서 나타난 소비 행태이다.

구독경제라는 경제개념이 국내에서는 생소하지 않다. 이미 오래 전부터 신문배달, 우유배달 등 정기적인 구독서비스가 이용돼왔기 때문이다.

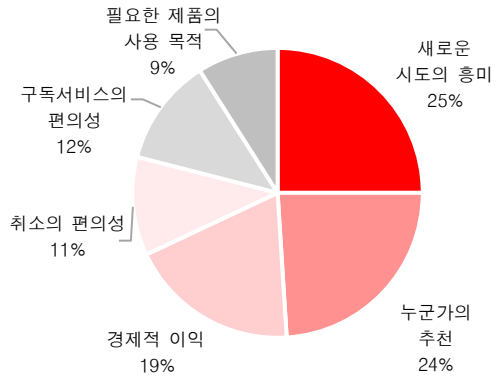
최근 구독경제가 재조명 되고 있는 것은 소비자들이 디지털 플랫폼 기반의 소비에 익숙해졌고, 트렌드 변화 주기도 빨라짐에 따라 단 기간 내 많은 경험을 할 수 있는 소비의 필요성이 확대되고 있기 때문이다. 또한 경제적인 측면에서도 저성장 기조가 이어짐에 따라 저렴한 비용에 만족을 극대화할 수 있다는 측면에서 구독경제가 각광받고 있다.

도표 1 글로벌 구독경제 시장 전망



자료: Credit Sussie, 유진투자증권

도표 2 큐레이션형 구독서비스 이용 이유



자료: McKinsey 유진투자증권

도표 3 상품경제 vs. 공유경제 vs. 구독경제 비교

	상품경제	공유경제	구독경제
소유형태	소비자가 **소유권**을 보유	소비자는 **일정기간의 점유권**을 보유	소비자가 **멤버십**을 보유
비용 지불 구조	**산 만큼** 기업에게 비용 지불	**사용한 만큼 소유자에게** 비용 지불	**가입한 기간만큼 기업에게** 비용 지불

자료: 유진투자증권

2. 구독경제 구분

구독경제는 형태에 따라 1) 무제한형, 2) 정기 배송형, 3) 렌탈형으로 구분해 볼 수 있다.

도표 4 구독경제 유형별 사례

	무제한형	정기 배송형	렌탈형
특징	언제, 어디서나 무제한 소비	정해진 날 상품 배송	품목 변경 가능, 사용 후 반납
품목	동영상, 게임, 소프트웨어 등 콘텐츠	셔츠, 면도날, 생리대, 휴지 등 생필품	자동차, 명품, 예술품 등 고가 제품
주요 서비스 사례	■ 넷플릭스(동영상) ■ MS 오피스(소프트웨어) ■ 애플 아케이드(게임) ■ 오리진(게임) ■ 밀리의 서재(e북) ■ 멜론(음원)	■ 와이즐리(면도날) ■ 위클리셔츠 (셔츠) ■ 만나박스(과일) ■ 톤 28(화장품) ■ 꾸까(꽃)	■ 현대 셀렉션(현대차) ■ 에피카(MINI) ■ 리본즈(명품가방) ■ 오픈갤러리(미술품) ■ 핀즐(미술품)

자료: 유진투자증권

1) 무제한형 원하는 만큼 소비 가능

무제한형은 일정 금액을 지불하면 언제, 어디서나 원하는 만큼 소비할 수 있는 형태다. 현재 가장 익숙한 구독경제의 모습으로 음원 스트리밍 서비스(멜론, 플로, 지니, 애플뮤직, 스포티파이 등), OTT를 통한 드라마/영화 스트리밍 서비스(넷플릭스, 티빙, 푹 등)가 대표적이다. 단일 콘텐츠를 소비하는 것보다 무제한으로 이용하는 것이 소비자의 입장에서 비용절감이 되기 때문에 월정액 요금제를 가입해서 소비하게 된다.

도표 5 무제한형 구독경제 서비스 사례

구분	사업자	구독료/월	주요 서비스
NETFLIX	넷플릭스	9,500~14,500원	동영상 스트리밍
Melon	멜론	6,900~10,900원	음원 재생
	밀리의 서재	9,900원	전자책
LAFTEL	라프텔	9,900원	애니메이션 스트리밍
PUBLY	퍼블리	21,900원	지식 콘텐츠

자료: 유진투자증권

2) 정기배송형 생필품 영역으로 확대중

정기배송형은 일정 금액을 지불해 정해진 기간에 제품을 배송해 주는 소비 형태다. 이미 예전부터 이용된 소비로 우유배달, 신문배달과 같은 구독경제의 형태가 이에 속한다. 최근에는 1인 가구의 증가, 맞벌이 가구의 증가에 따라 생필품을 배송해주는 시스템으로 확대되고 있다. 남성의 경우에는 면도기, 여성의 경우에는 생리대를 정기적으로 배송해주고, 휴지, 샴푸, 비누 등 소비재를 중심으로 도입이 확대되고 있다. 주기적으로 재고를 확인해 구매해야 하는 불편함을 덜어준다는 측면에서 소비가 확대되고 있다.

도표 6 정기배송형 구독경제 서비스 사례

구분	사업자	구독료/월	주요 서비스
wisely	와이즐리	8,900~12,800원	면도기 정기배송
weekly shirts	위클리 셔츠	58,000~76,000원	셔츠 정기배송
BACON	베이컨 박스	45,000원	반려동물 간식, 장난감
HOOCH	후치(Hooch)	9.99달러	맨해튼 술집 칵테일 1잔/일
톤28	톤 28	35,000~140,000원	피부 타입별 화장품 정기배송

자료: 유진투자증권

3) 렌탈형 고가이거나 관리가 필요한 제품에 적용

렌탈형은 일정 금액을 지불하고 제품을 빌려서 사용하는 소비형태다. 일반적으로 고가의 상품을 일시에 구매하기 어려운 경우 주로 사용하는 소비 형태로, 정수기, 공기청정기 등의 렌탈 서비스가 대표적이다. 특히 렌탈형 서비스를 이용하는 소비자는 필터교체 등 제품의 관리가 필요한 경우에도 직접 교체할 필요 없이 정기적인 관리를 받을 수 있다는 장점도 있다. 자동차 업계에서도 렌터카와 달리 구독경제를 적용한 서비스를 런칭하고 있다. 현대차의 구독경제 '현대 셀렉션'은 차종의 변경이 가능한 구독경제 서비스를 통해 기존 렌터카와 다른 유인을 제공하고 있다.

도표 7 렌탈형형 구독경제 서비스 사례

구분	사업자	구독료/월	주요 서비스
HYUNDAI	현대 셀렉션	720,000원	현대차 월2회 차종 교체
MINI	에피카	449,500~999,900원	BMW 미니
REEBONZ	리본즈	4,900~79,000원	명품 가방
OPEN GALLERY	오픈갤러리	39,000~400,000원 (사이즈별 상이)	미술품
PORSCHE | PASSPORT	포르쉐 패스포트	2,000~3,000달러	무제한 자동차 교환 가능

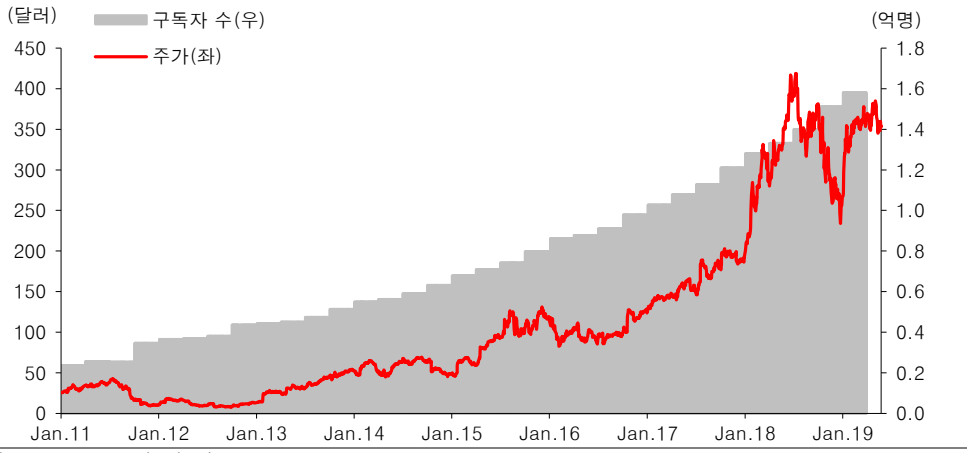
자료: 유진투자증권
주: 에피카 서비스는 가입 비용(레귤러 1,799,000/트라이얼 450,000원) 별도이며 멤버십별 구독료는 상이함

3. 넷플릭스, 구독경제 활성화

넷플릭스는 기존의 미디어/콘텐츠의 소비 방식을 개별 콘텐츠에 대한 소유에서 무제한 스트리밍을 통해 경험을 소비하는 형태로 바꿔 성공한 대표적인 기업이다. 넷플릭스의 주가도 지난 2007년 1월 월정액 과금을 통한 무제한 스트리밍 요금제 출시 이후, 가입자 증가와 연계되어 우상향을 그려왔다.

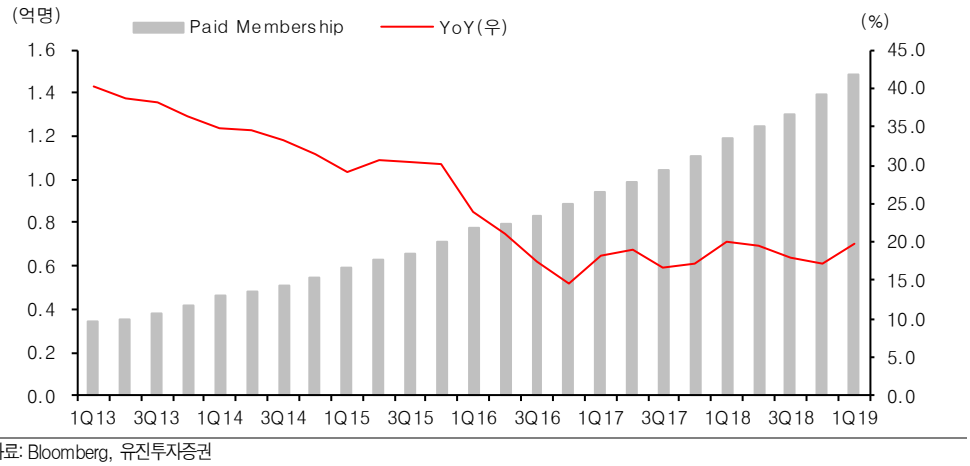
월정액 무제한 동영상 스트리밍 서비스의 성공은 다양한 산업 분야에 구독경제의 적용을 확대하고 있다. 또한 **소유를 넘어 경험을 구매하는 소비자의 트렌드에 부합하기 때문에 소비자의 수요도 꾸준히 증가할 것이라는 판단**이다.

도표 8 넷플릭스 구독자 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 9 넷플릭스 구독자 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

4. 구독경제 특징

1) 경제성

저렴한 가격에 다양한 재화의 경험이 가능

상품경제(product economy)에서 구독경제(subscription economy)로의 변화 중 가장 두드러지는 장점은 상대적으로 저렴한 가격에 다양한 재화를 경험할 수 있다는 것과 정기적인 재화의 배송을 통해 비용을 절감할 수 있다는 것이다.

정기배송/무제한 구독은 시간과 비용을 절약

예를 들어 면도기 정기배송 서비스를 제공하고 있는 '와이즐리'는 월 8,900원에 면도날 4개를 정기배송해 주고 있다. 면도기의 면도날은 사용할 수록 마모가 되기 때문에 주기적인 교체가 필요한 물품이다. 인터넷 쇼핑몰 기준의 면도날 4개의 판매가는 15,210원(질레트 퓨전 프로쉴드, 11번가 기준)이다. 물론 브랜드의 차이가 있기 때문에 가격적으로 유사하다고 하더라도, 교체 주기를 감안해 정기 구매를 위한 과정이 반복된다는 점에서 시간 소모가 있을 수 밖에 없다.

콘텐츠를 구매하는 경우에도, 시청하고 싶은 영화나 DVD 한 편 한 편에 대한 비용을 지불해야 하는 상품경제와 달리, 구독경제는 기간에 대해 비용을 지불하여 경제적이다. 지상파 방송사 프로그램의 다시보기(VOD)가 편당 1,500원에 3일간 이용 가능하다는 점을 고려하면, 넷플릭스의 한 달 요금인 9,500원의 가격은 매력적이지 않을 수 없다. 더불어, 소비자가 언제든지 취사선택해 쉽게 다른 콘텐츠도 이용할 수 있다는 점 역시 경제적 요소다. 예를 들어 상품경제에서는 결제 후에 콘텐츠를 사용할 수 있어 일단 해당 영상을 결제하면 본인 취향에 맞지 않더라도 교환이나 환불이 불가하여 금전적인 손실이 있었지만, 구독경제는 일정 기간 동안 얼마든지 다른 콘텐츠를 자유롭게 이용할 수 있기 때문이다.

도표 10 구독경제와 상품경제를 활용한 지출 비용 및 효용 비교

회사명	제품	상품경제	구독경제	경제적 유인	비교 방식
위클리셔츠	셔츠	29,900	3,800	세탁비, 다림질 비용 절감	▪ 구독경제 셔츠는 주5회 76,000/월 ▪ 상품경제는 유니클로 제품 기준
와이즐리	면도날	6,250	2,225	면도날 교체 주기 확인 불필요	▪ 구독경제 면도날은 8,900원/4개 ▪ 상품경제는 질레트 퓨전 프로쉴드 제품
미하이삭스	양말	1,500	3,300	다양한 디자인의 제품을 구매 없이 이용 가능	▪ 구독경제 양말은 9,900원/3족 ▪ 상품경제는 인터넷 최저가 제품 기준
밀리의 서재	책	11,000	11,900	개별 구매대비 저렴한 가격과 도서 변경의 편의성	▪ 구독경제는 월 무제한 요금제 ▪ 상품경제는 교보문고 전자책 기준

자료: 유진투자증권

2) 지속성(연속성)

공급자에게 정기적 수익, 예측의 가능성을 높여 연구개발의 리스크 축소

구독경제의 가장 큰 장점은 매월, 매주, 매년 등 일정 주기로 수익이 발생하는 안정적인 수익 모델이라는 점이다. 상품을 구매하는 상품경제에서는 제품이 판매되어 재화/서비스가 구매자에게 이전되는 순간에만 일회성 거래가 발생한다. 즉, 판매주기가 매우 긴 내구재의 경우 사실상 1회성 매출이 발생할 수 밖에 없다.

그러나 구독경제가 적용되면, 일정금액이 가입기간 동안 지속적으로 지불되는 형태이기 때문에 상품을 공급하는 공급자 입장에서 지속적으로 수익이 창출되게 된다. 따라서 공급자는 가입자 기반으로 고객 만족 확대 및 가입자 이탈율 관리만으로 수익의 예측이 가능해진다.

또한 가입자의 재방문과 주기적인 구매활동을 통해 확보한 데이터를 기반으로 신규 상품의 개발이 가능하다. 이 과정에서 예측 가능한 수익은 연구개발, 투자 활동 등에 투입되는 재원의 효율적인 배분으로 이어진다.

3) 다양성

단일 제품의 소유에서 경험의 소비로 변화해 취사 선택, 의사변경 가능

상품경제에서 구독경제로 넘어가면서 소비 트렌드는 소유에서 경험의 소비로 변화되었다. 무언가를 소유하게 되면, 소비자는 구매한 상품만을 소비할 수 밖에 없다. 반면 **구독경제에서의 경험의 소비는 월정액 요금을 통해서 원하는 제품을 선택적으로 소비**할 수 있다. 소비자의 입장에서는 다양한 상품을 소비할 수 있게 되는 것이다.

조금 더 쉽게 이해하기 위해서 렌터카를 예로 들어보고자 한다. 렌터카를 이용하는 소비자는 매월 정기적인 요금을 지불하면서 차량을 운행한다. 그러나 정기적인 요금을 지불하면서 사용하고 있는 차종을 변경하고 싶을 경우, 계약을 새롭게 체결하고 요금의 과금이 달라질 수 밖에 없다. 그러나 구독경제 서비스 하에서의 렌터카는 매월 2회 등의 조건 하에서는 차종의 변경이 가능하다. 즉, 소비자는 자신의 기호에 맞는 차량을 더 많이 사용 할 수 있게 된다.

하나의 사례로, 현대차는 월 72만원의 이용료의 '현대 셀렉션'을 선보였다. 해당 서비스는 주행거리에 상관없이 쏘나타, 투싼, 벨로스터 중 원하는 차량을 매월 2회 교체해 탑승할 수 있으며, 팰리세이드, 그랜드 스타렉스 리무진, 코나 EV 중 1개 차종은 월 1회 48시간 이용할 수 있는 혜택도 주어진다.

도표 11 현대 셀렉션: 3개의 차종 내 월 2회 교체 가능 – 다양한 차종의 운행이 가능



자료: 현대 셀렉션

4) 편의성

반복 구매에 따른 번거로움 해소

소비의 트렌드가 구독경제로 변화하는 가장 큰 이유는 소비자의 편의성이 향상된다는 것 때문이다. IT기기의 발달, 통신 속도의 향상 등으로 소비자들은 온라인을 통해 구매하는 것에 익숙해져 있다. 또한 새벽 배송 등의 당일 배송 인프라까지 확충되면서 정기 배송과 같은 구독경제 서비스의 편의성이 확대되고 있다.

정기적으로 소비되는 비내구재는 정기시스템을 통해 이용하고, 자동차와 같은 내구재의 소비도 구독경제를 통해 소비하고 있는 것이다. 주요 소비층이 된 20~30대들은 음악 플랫폼의 월정액 요금제, 넷플릭스, VOD, IPTV 등 정기적인 요금 과금 형식에 익숙한 것 또한 구독경제를 확대시키는 유인이다.

직접 구매하기 위해 이동해야 하는 번거로움을 없애고, 정기적인 배송시스템을 활용하기 때문에 소비자들의 편의성이 향상 된다.

도표 12 쿠팡의 샴푸 정기배송 시스템: 소비자의 구매 과정 간소화



자료: 쿠팡, 유진투자증권

II. 미디어/콘텐츠 공급자와 구독경제

1. 미디어/콘텐츠 = 흥행산업

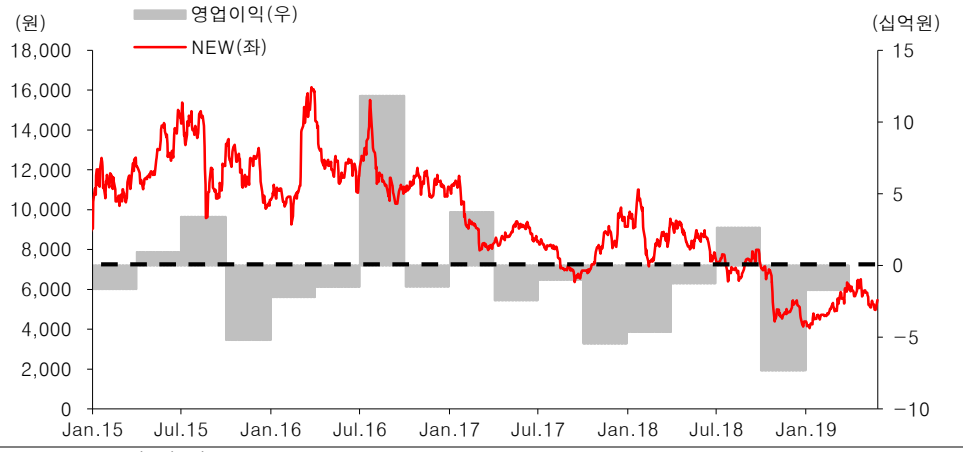
흥행산업의 특성상 수익 예측성 낮아

콘텐츠 산업은 대표적인 흥행산업으로 손꼽힌다. **개별 콘텐츠의 손익분기점 이상 도달여부가 불확실하고, 수익성을 확보한 콘텐츠에 대한 예측이 어렵기 때문**이다.

콘텐츠 제작과 흥행의 대표 산업인 '영화 배급'사업을 영위하는 NEW/쇼박스 등의 영업이익 변동폭과 주가를 비교해보면, 흥행산업의 특징을 엿볼 수 있다.

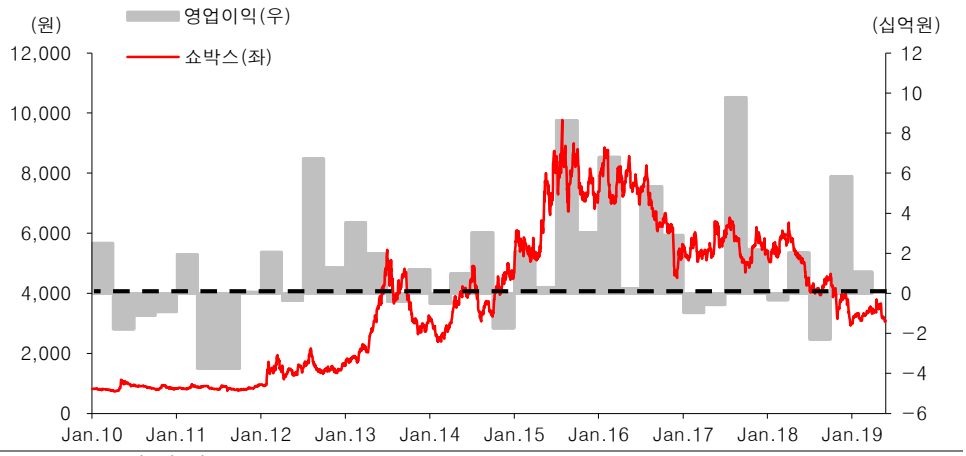
영화배급사업은 소위말하는 대작 작품의 흥행에 따라 영업이익의 변동이 커지고, 주가의 변동도 높아지기 때문이다. 또한 개봉하는 작품의 박스오피스가 단일 기업의 실적에 미치는 영향이 매우 크다. 작품의 흥행 여부가 기업의 실적에 영향을 크게 미친다.

도표 13 NEW의 영업이익 및 주가 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 14 쇼박스의 영업이익 및 주가 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

영화 투자 수익률을 보면 변동성 매우 높아

영화진흥위원회에서 매년 발간되는 '한국 영화산업 결산'을 살펴보면, 한국 영화의 연도별 투자수익률이 낮게는 -17.3%에서 최대 16.8%까지 변동폭이 크다. 또한 총제작비 구간별 수익률을 보더라도 높은 제작비가 수익률을 보장하지 않는 다는 점을 확인할 수 있다.

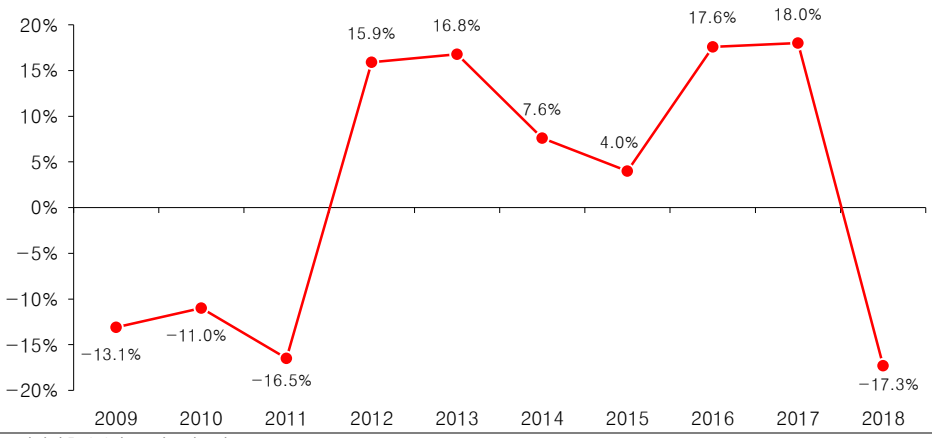
그만큼 흥행산업은 비용대비 수익을 추정하는 것이 매우 어렵다. 제작단계에서부터 흥미로운 주제를 선정하고, 인기 있는 배우와 연출을 캐스팅이 흥행을 보장하지 못하기 때문이다.

높은 영화 제작비가 흥행을 보장하지 못함

영화관의 수익도 영화 배급 산업과 유사하다. 박스오피스는 비수기, 성수기가 확연히 구분되고, 기대작이 방영하지 않는 경우에는 수익이 감소할 수 밖에 없다.

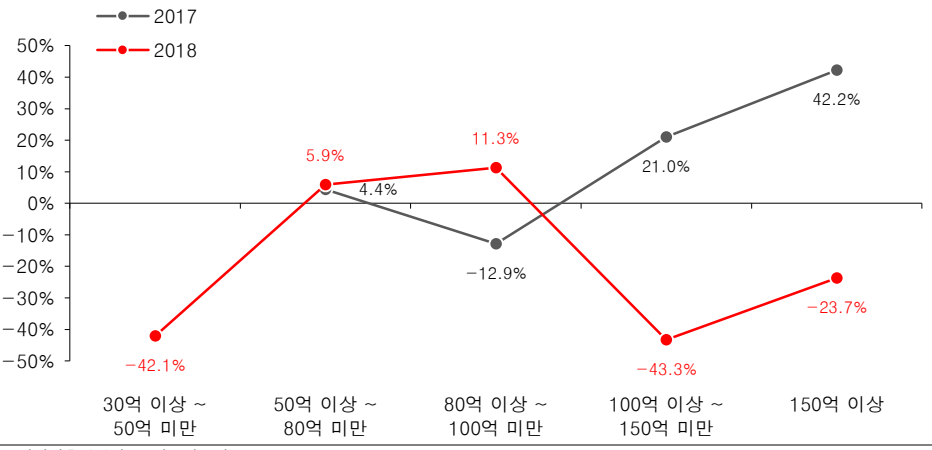
따라서 흥행산업에 있어서 예측 가능한 수익을 확보하는 것이 중요한 문제다.

도표 15 한국 상업영화 연도별 투자 수익률 추이



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 16 2017-2018년 한국 '상업영화' 총제작비 구간별 (추정)수익률



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

2. 구독경제 + 미디어/콘텐츠 = 콘텐츠 다각화

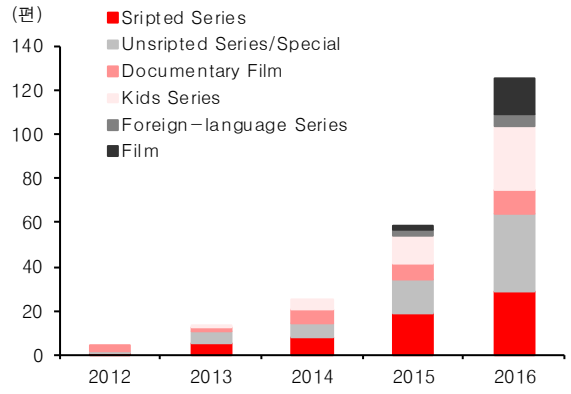
흥행산업+구독경제
=안정적 매출 확보 가능

흥행산업이 구독경제와 만나면 안정적인 매출을 확보할 수 있게 된다. 소비자의 입장에서 기호에 맞는 콘텐츠를 선별해 소유하는 것이 아니라, 매월 정기적인 요금납부를 통해 다양한 콘텐츠를 기호에 맞게 경험하면 되기 때문이다. 따라서 소비자의 입장에서 진입장벽이 낮아지고, 선택적으로 소비를 하면 된다. **공급자의 입장에서는 안정적 매출을 기반으로 콘텐츠 투자를 확대**할 수 있다. 수익의 예측성 때문에 연간 투자비 수준을 책정할 수 있고 이를 통해 콘텐츠 다각화가 가능하다.

따라서 서비스 제공자가 다양한 라이브러리를 확보하고 있는 경우, 구독을 통해 소비하게 되는 소비자의 효용은 높아질 수 밖에 없다.

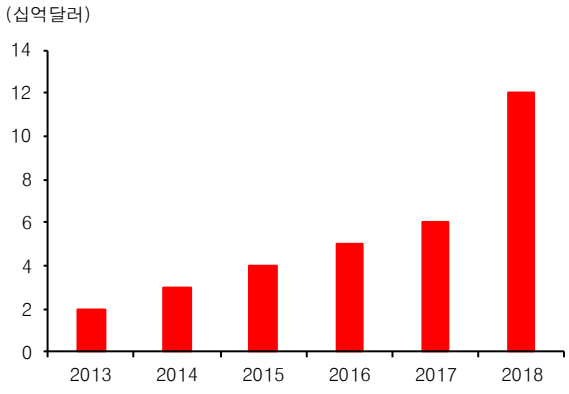
세계 최고 미디어 플랫폼으로 성정한 넷플릭스의 가장 큰 인기 요인은 바로 다양한 콘텐츠를 확보했다는 점이다. 넷플릭스는 자체 제작 콘텐츠 1,470개를 포함해 총 약 6,000개(2018년 1분기 기준)의 콘텐츠를 보유한 것으로 알려진다. 또한 월정액 구독 서비스로서 가입자는 다양한 콘텐츠를 무제한으로 소비할 수 있다.

도표 17 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 수 추이



자료: Comparitech, 유진투자증권

도표 18 넷플릭스 콘텐츠 투자비 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

III. 미디어/콘텐츠 소비자와 구독경제

1. 콘텐츠 범람의 시대 – 구독경제의 필요성 대두

매일 생성되는 방대한 콘텐츠 전체 소비 불가능

시청자들은 더 이상 모든 콘텐츠를 소비할 수 없다. 국내에서만 해도 하루에 수십 편의 콘텐츠가 쏟아져 나온다. 단적인 예로 지상파 방송국 한 곳에서 아침드라마, 일일드라마, 미니시리즈(월화/수목드라마) 등 드라마만 하루에 3개씩 제작되고, 예능까지 포함하면 최소 4개 이상의 콘텐츠가 생산된다.

또한 미니시리즈 드라마는 방송사들간의 경쟁이 가장 치열한 방송 시간으로, 지상파 3사만을 보더라도 매일 더 높은 시청률을 위해 경쟁하며 시청자들의 관심을 높인다. 반면, 시청자들이 실시간으로 볼 수 있는 드라마는 단 1편에 불과하다.

여기에 극장에 상영되는 영화(평균 4.5편)와 UCC(User Created Content), OTT의 오리지널 콘텐츠, 웹드라마/예능 등을 감안하면 사실상 콘텐츠가 범람하는 시대임이 분명하다.

따라서 시청자가 모든 콘텐츠를 소유하고 소비하는 것은 불가능한 시대가 됐다. 무제한으로 소비할 수 있는 구독경제 없이 콘텐츠를 소비한다면, 지출 비용이 급증할 수 밖에 없다.

도표 19 매주 국내 방송(지상파, 종합편성, 케이블)을 통해 방영되는 콘텐츠 현황

드라마		
월화	KBS2	국민 여러분!
	KBS2	회사 가기 싫어
	MBC	특별근로감독관 조장풍
	SBS	초면에 사랑합니다
	tvN	어비스
	JTBC	바람이 분다
수목	KBS2	단, 하나의 사랑
	MBC	봄밤
	SBS	절대그이
	tvN	그녀의 사생활
	OCN	구해줘 2
금토일	MBC	이몽
	SBS	녹두꽃
	OCN	보이스 시즌3
	KBS2	세상에서 제일 예쁜 내 딸
일일	KBS2	왼손잡이 아내
	KBS1	여름아 부탁해
	MBC	용왕님 보우하사
	SBS	수상한 장모

예능		
월	KBS2	옥탑방의 문제아들
	KBS1	가요무대
	tvN	풀 뜯어먹는 소리 3
	KBS Joy	무엇이든 물어보살
	TV조선	얼마예요?
	JTBC	냉장고를 부탁해
	tvN	문제적 남자
	JTBC4	뷰티룸
	채널A	풍문으로 들었쇼
	KBS2	안녕하세요
	SBS	동상이몽 2
	JTBC	아이돌룸
	tvN	애들 생각
화	O tvN	프리한19
	Olive	수요미식회
	Olive	원픽로드
	SBS	본격연예 한밤
	채널A	나는 몸신이다
	KBS Joy	연애의 참견 시즌2
	TV조선	아내의 맛
	MBN	엄지의 제왕
	tvN	유 퀴즈 온 더 블록
	JTBC	취향존중 리얼라이프
	SBS	불타는 청춘
수	Mnet	뉴이스트 로드
	tvN	수미네 반찬
	KBS2	살림하는 남자들 시즌2
	채널A	아빠본색
	tvN	작업실
	JTBC	한끼줍쇼
	MBC	라디오스타
	SBS	백종원의 골목식당
	MBN	스포츠야
	Mnet	엠카운트다운
목	채널A	나만 믿고 따라와, 도시어부
	TV조선	우리가 잊고 지냈던 두번째
	Mnet	유학소녀
	tvN	현지에서 먹힐까? 미국편
	MBC	섹션TV 연예통신
	SBS	접속! 무비월드
	KBS2	해피투게더 4
	KBS2	뮤직뱅크
	JTBC	방구석1열
	tvN	300 엑스투
금	KBS1	TV는 사랑을 싣고
	KBS2	연예가 중계
	JTBC	슈퍼밴드
	MBC	마이 리틀 텔레비전 V2
	MBN	모던패밀리
	KBS2	유희열의 스케치불
	Mnet	프로듀스 X 101
	MBC	나 혼자 산다
토	MBC	쇼! 음악중심
	tvN	놀라운 토요일
	KBS2	불후의 명곡
	JTBC	아는형님
	SBS	정글의 법칙
	TV조선	강적들
	KBS2	배틀 트립
	tvN	짠내투어
	KBS2	대화의 희열 2
	MBN	속풀이쇼 동치미
	채널A	신입사원 탄생기
	MBC	전지적 참견 시점
	JTBC	쉘 위 치킨
	MBC	서프라이즈
	KBS1	전국노래자랑
	MBC	출발! 비디오 여행
	SBS	SBS 인기가요
	tvN	미쓰 코리아
일	SBS	런닝맨
	MBC	복면가왕
	MBC	구해줘! 홈즈
	KBS2	해피선데이
	SBS	집사부일체
	MBC	가시나들
	tvN	코미디빅리그
	SBS	미운 우리 새끼
	MBC	호구의 연애
	KBS2	개그콘서트

자료: 유진투자증권
주: 2019.05.27 기준 방영중인 주요 방송사의 일부 프로그램만을 나열,

2. 재방문과 개인 데이터 축적

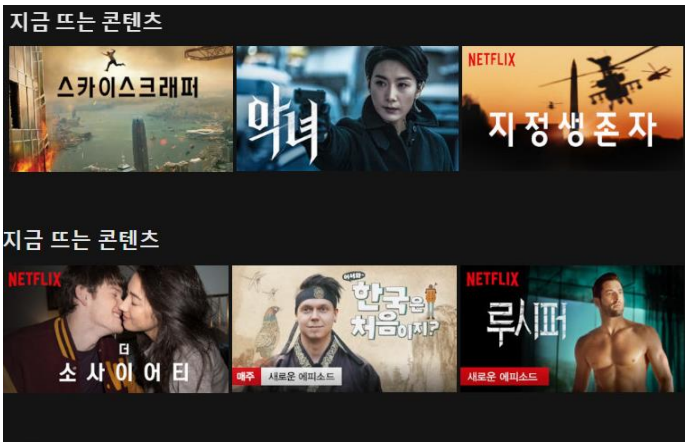
기술발달로 데이터 축적 및 분석을 통해 개인 맞춤형 콘텐츠 제공

구독경제를 적용한 넷플릭스는 개인 맞춤 추천 콘텐츠(큐레이션)를 제공한다. 사용자가 어떤 장르의 영상을 즐겨 보는지, 어떤 주인공의 영상을 즐겨 보는지, 주로 어느 시간대에 어느 영상을 보는지, 만약 중간에 껐다면 어떤 장면에서 껐는지 등 세밀하게 데이터를 수집한다. 이렇게 설계된 알고리즘으로 추천 영상을 추출한다. 실제로 80% 이상의 사람들이 추천 목록에 있는 콘텐츠를 본다는 연구 결과가 있다.

콘텐츠가 범람하는 시대 소비자들에게 맞춤형 콘텐츠를 제공하는 것은 시청자가 보다 쉽게 다양한 콘텐츠를 소비할 수 있도록 한다.

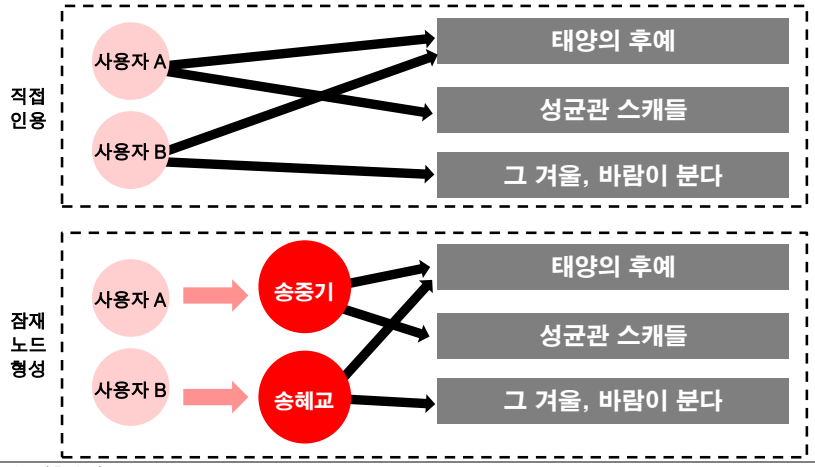
카를로스 고메즈 유리베 전 넷플릭스 제품혁신담당 부사장은 언론과의 인터뷰에서 콘텐츠 추천 시스템으로 인해 가입자 이탈, 구독 취소 등으로 인해 발생할 수 있는 연간 10억 달러 이상의 손실을 절약하고 있다고 밝혔다. 넷플릭스 사용자는 일반적으로 2~3줄의 추천 목록에서 콘텐츠를 선택하며, 선택까지 평균 90초의 시간이 소요된다. 만약 이 시간 내 관심있는 영상을 찾지 못하면 이용자는 넷플릭스를 이탈할 확률이 높아진다. 따라서 넷플릭스는 개인 맞춤형 큐레이션 기술을 통해 90초 이내에 사용자의 흥미를 이끌 수 있는 추천시스템 적용하는 것이다.

도표 20 데이터 기반의 알고리즘으로 추천 콘텐츠 상이



자료: Netflix

도표 21 넷플릭스 알고리즘의 특징: 잠재 노드 사용을 통한 추천 정확도 향상



자료: 한국콘텐츠진흥원 인용

3. 빈지 워칭(Binge-watching)

무제한 구독 서비스로 빈지 워칭이 시청 트렌드로 자리매김

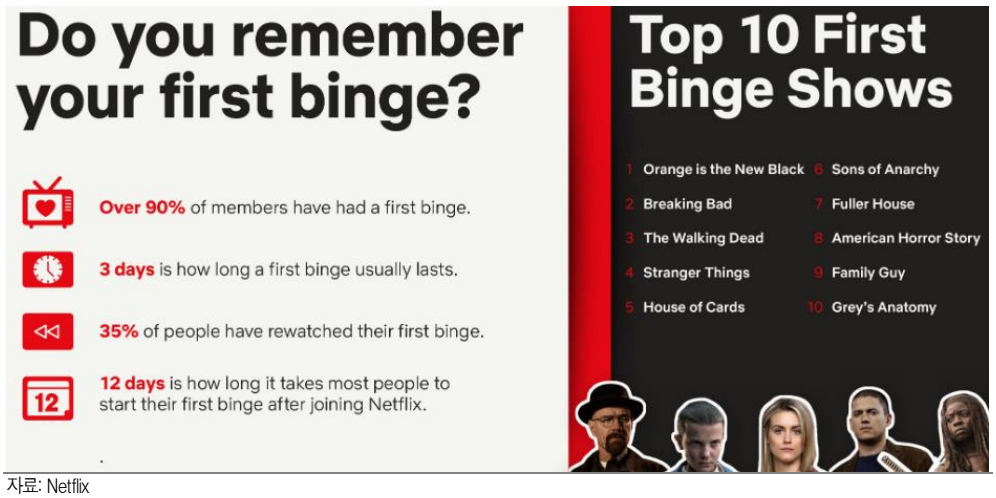
빈지 워칭(Binge-watching)이란 드라마나 예능 등 영상 콘텐츠를 한꺼번에 몰아서 시청하는 것을 의미한다. '폭음', 혹은 '폭식'을 뜻하는 'Binge'와 '보다'의 'Watch'가 합해진 신조어이다. 구독경제를 이용하는 시청자들의 콘텐츠 소비방식이 주말이나 휴가에 모든 에피소드를 몰아보는 빈지 워칭으로 변화했다.

기존의 드라마는 매주 한두편의 에피소드가 공개되는 형태였으나, 넷플릭스는 시즌의 에피소드를 일괄적으로 한번에 공개하면서 시청자들이 몰아 볼 수 있는 환경이 조성됐기 때문이다.

사실상 월정액으로 구독하는 형태가 아니라면, 단일 콘텐츠를 몰아보는 것이 어렵다. 각각의 에피소드를 별도로 구매하는 경우 10개의 에피소드로 구성된 한 시즌의 콘텐츠를 보기 위해서 10,000원 이상의 지출이 발생하기 때문이다. 단순하게 매주 일요일에만 시청한다고 하면 월 4만원 이상의 지출이 발생하게 된다.

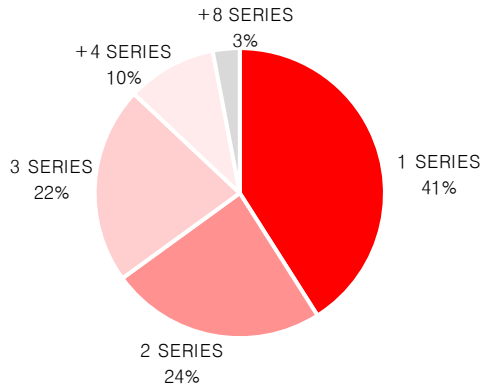
또한 시청자들의 시청방식이 빈지 워칭에 익숙해질수록 구독경제에 대한 가입 유인이 확대될 수 밖에 없다.

도표 22 넷플릭스 이용자 중 90% 이상이 빈지 워칭 경험 보유



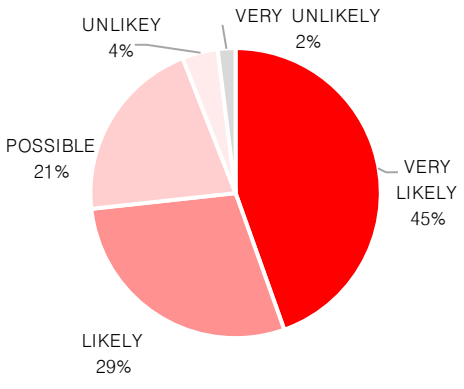
자료: Netflix

도표 23 빈지 워칭 시 한번에 시청하는 콘텐츠 수



자료: Tech Crunch, 유진투자증권

도표 24 시즌 미완성시 향후 이어볼 가능성 높아



자료: Tech Crunch, 유진투자증권

IV. 미디어/콘텐츠 구독경제의 미래

1. 영화 구독 서비스 개시

오프라인 영화관에도 구독경제를 적용한 멤버십 서비스 출시

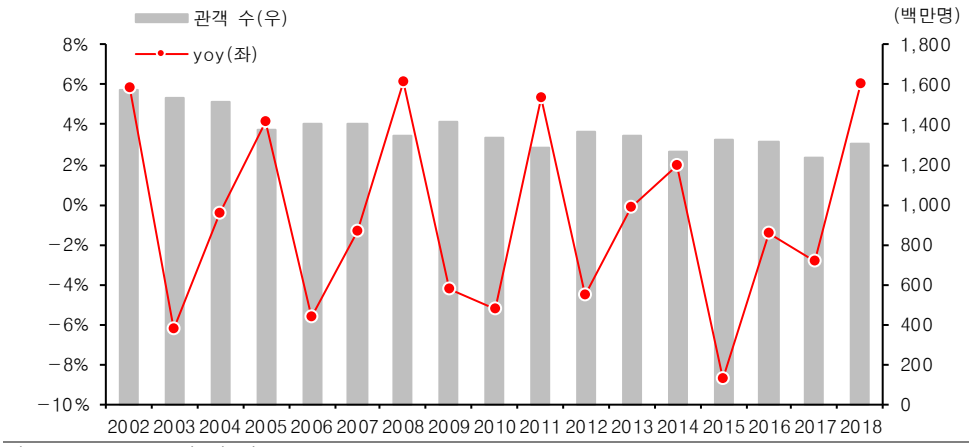
미국에서는 영화관의 구독서비스도 확대되고 있다. 일정 금액을 지불하면 극장에서 상영하는 영화를 제한된 횟수 안에서 볼 수 있는 서비스로, 초창기 영화계의 넷플릭스로 주목받았던 Moviepass(무비패스)에 이어, 미국 최대 영화 체인인 AMC에서는 A-List, Cinepark의 Movie Club 등 다양한 구독 서비스가 선보이고 있다.

미국의 1인당 연평균 영화관람횟수는 3.7회로 전세계 3위 수준이며, 평균 티켓가격은 9.11달러로 세계에서 비싼 수준에 속한다. 상대적으로 높은 비용 부담은 영화관을 직접 찾는 관객수의 성장을 정체시키는 요인이 되고 있다. 영화관의 주 수익원은 관객들이 지불하는 티켓 값과 영화관 내 매점(F&B) 수익이다. 따라서 관객 수 정체는 영화 티켓 판매와 더불어 F&B 판매의 정체로 이어지게 된다.

영화관의 매출 성장을 위해서는 관객을 영화관으로 유인하는 것이 중요하다. 미국의 영화 구독서비스는 월정액 요금제를 통해 매주 관람할 수 있는 영화의 횟수를 정해진 형태의 구독 서비스다. 또한 2D 영화만을 관람 할 수 있기 때문에 3D나 아이맥스 영화를 위해서는 추가 비용을 지불해야 한다. 해당 구독 서비스는 사람들이 일반적으로 영화를 혼자 관람하지 않는 다는 데에서 착안해 영화를 보기 위해 동행하는 사람의 경우 비용을 지불해야 한다는 점도 극장 사업자에게 유인이 된다는 판단이다.

미국에서는 영화 구독 서비스 시장이 2020년까지 10억달러 규모의 신규 수익을 창출하고, 영화관 사업자 연간 매출의 10~15%의 비중(구독료 및 동반인 지출)을 차지할 것으로 전망하고 있다.

도표 25 미국 박스오피스 관객 수의 추세적 감소



자료: Boxofficemojo, 유진투자증권

도표 26 미국 주요 영화관 사업자의 전체 매출 대비 구독 서비스 비중 전망

구분	2019E	2020E
AMC/A-List		
Sub Fee + Bring-Along	374	466
Consensus U.S Admissions	2,495	2,551
Admission Share	**15%**	**18%**
Cinemark/Movie Club		
Sub Fee + Bring-Along	233	308
Consensus U.S Admissions	1,482	1,522
Admission Share	**16%**	**20%**
Cineworld-Regal/		
Sub Fee + Bring-Along	218	337
Consensus U.S Admissions	2,177	2,249
Admission Share	**10%**	**15%**
Top 3		
Sub Fee + Bring-Along	825	1,111
Consensus U.S Admissions	6,154	6,322
Admission Share	**13%**	**18%**

자료: Bloomberg Intelligence, 유진투자증권

한국 1위의 영화관 사업자인 CGV도 다양한 구독 서비스를 통해 관객을 유인하기 위한 전략을 확대하고 있다. 대표적인 서비스는 50세 이상의 고객만 가입할 수 있는 '노블레스 프리미엄' 회원 서비스다. 해당 서비스 가입자는 월 2만원의 구독료를 통해 영화 무료 관람 쿠폰 2매를 비롯해, 주중 13시 이전 영화 전부를 조조영화(8,000원) 가격으로 예매할 수 있는 혜택이 주어진다.

도표 27 CGV 노블레스 클럽: 50세 이상 고객을 위한 구독 서비스



자료: CGV

2. VR 구독 서비스 본격화

차세대 콘텐츠로 주목받는 VR계의 넷플릭스 VIVEPORT

HTC는 VR 게임 정액제 서비스 '바이브포트 인피니티'를 지난 4월에 출시했다. **월 15,000원을 지불한 구독자는 600개 이상의 VR 게임을 선택해 이용**할 수 있다. HTC의 바이브 이외에도 오큘러스 리프트와도 호환이 가능해 이용자의 편의를 높였다. 이전에 공개된 바이브포트가 매월 5개의 VR 콘텐츠를 선택할 수 있었던 것과 비교해 자유롭게 이용할 수 있는 구독형 서비스를 선보였다.

미국 농구협회인 NBA도 VR 구독 서비스를 통해 시청자를 확보하고 있다. VR로 시청할 수 있는 개별 콘텐츠를 구입할 수도 있지만, 연간 약 5만원을 지불하면 경기 다시보기, 하이라이트, 생중계 경기 등을 관람할 수 있다. VOD에서 나아간 VR 콘텐츠도 이제 구독 서비스가 본격화되고 있는 것이다.

VR 기기의 기술 발전 한계로 사용에 다소 불편함이 있다는 평가가 많다. 하지만 **동영상 스트리밍 산업에 넷플릭스가 구독 서비스로 시장을 선점했던 전례가 있는 만큼 VR 콘텐츠 시장도 구독 서비스를 통해 폭발적인 성장을 보일 것으로 전망**한다.

도표 28 VIVEPORT INFINITY 게임 실행 모습



자료: Youtube

도표 29 VIVEPORT INFINITY 정기 구독 모델 공개



자료: VIVEPORT

도표 30 NBA 경기 일부 VR로 서비스 제공



자료: Next VR, 유진투자증권

3. 유료 팬클럽

엔터업계에서는 유료 팬클럽의 확장으로 신규 서비스 런칭 중

엔터 업계에서는 유료 팬클럽이라는 구조를 통해 구독형 서비스가 이미 도입됐다. 연간 일정 금액을 지불하고 가입한 팬은 콘서트/유료 팬미팅/생일파티 선 예매, 공개방송 우선 참여 기회, 채팅 등의 서비스를 이용할 수 있다. 엔터테인먼트 산업의 구독경제처럼 인터넷 기업인 네이버 또한 자체 동영상 플랫폼인 V LIVE의 아티스트 채널의 정기 구독 서비스화를 추진하고 있다. 네이버는 월 3,000원의 팬십(팬 멤버십) 서비스를 확대하고 있다. 해당 서비스를 구독하면, 가입자만 볼 수 있는 동영상, 사진 등과 해당 아티스트와 온라인 채팅이 가능하다.

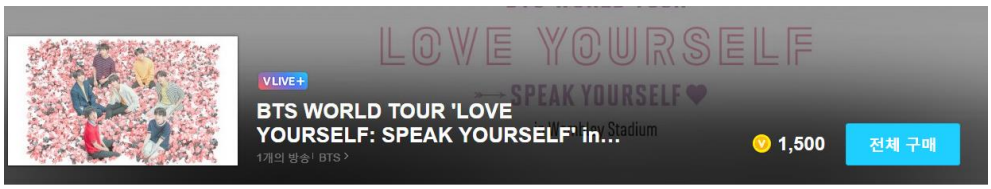
아직까지 해당 서비스는 정기적인 상품의 소비가 이뤄지지 않기 때문에 구독경제와는 다소 거리가 있다는 판단이다. 그러나 '아이즈원(IZ*ONE) 프라이빗 메일' 서비스처럼 설정한 멤버로부터 메일을 받고, 사진을 전송 받는 형태의 서비스는 정기적인 서비스가 제공되는 구독경제로 볼 수 있다. 엔터테인먼트 업계에서도 앨범 판매, 콘서트, 출연료 등의 기존 수익모델에서 벗어나 신규 수익 모델을 확보한다는 측면에서도 긍정적이다. 향후 아티스트 기반의 VR 콘텐츠가 출시되면, 엔터테인먼트의 신규 성장동력으로 자리매김할 것이라는 판단이다.

도표 31 에스엠, 소속 아티스트 유료 팬클럽 서비스 개시



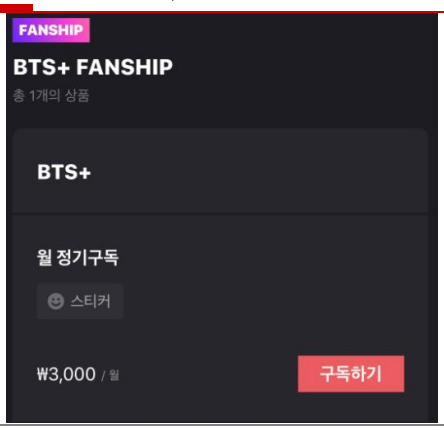
자료: SM

도표 32 네이버, V LIVE 기반의 팬 멤버십(팬십) 서비스 확대 예정
: BTS 영국 웸블리 공연도 실시간 생중계



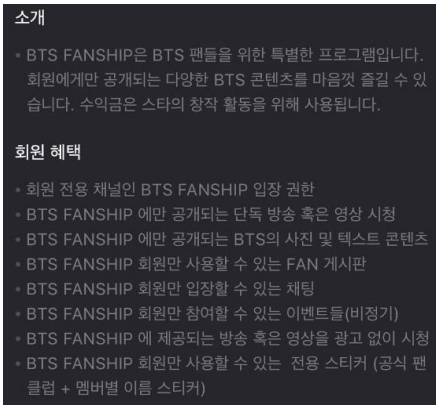
자료: V LIVE

도표 33 네이버: 월 3,000원의 정기구독(팬십) 운영



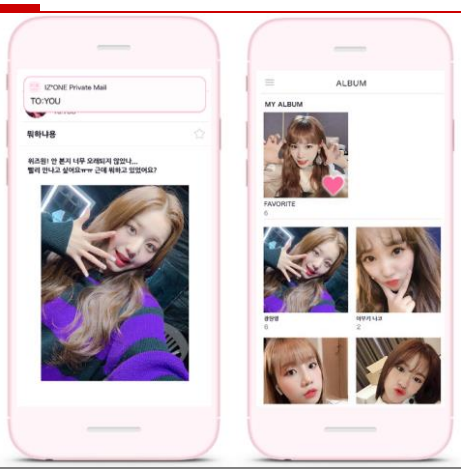
자료: V LIVE

도표 34 팬십 회원만이 활용할 수 있는 혜택 제공



자료: V LIVE

도표 35 IZ*ONE 프라이빗 메일 서비스 모습



자료: App Store

도표 36 IZ*ONE 프라이빗 메일 서비스 과금 구조

【월정액 회원 시스템에 대해】
·월정액 회원의 가격 및 기간
월정액 이용료는 다음과 같습니다.
1명 수신코스 : 400엔(세금 포함)/1달간(*신청일로부터 기산)/자동갱신
2명 수신코스 : 700엔(세금 포함)/1달간(*신청일로부터 기산)/자동갱신
3명 수신코스 : 1,000엔(세금 포함)/1달간(*신청일로부터 기산)/자동갱신
4명 수신코스 : 1,300엔(세금 포함)/1달간(*신청일로부터 기산)/자동갱신
5명 수신코스 : 1,600엔(세금 포함)/1달간(*신청일로부터 기산)/자동갱신
12명 수신코스 : 3,800엔(세금 포함)/1달간(*신청일로부터 기산)/자동갱신

자료: App Store

V. 결론 및 관심주

구독경제 추천주: 에스엠(041510.KQ) > CJ ENM(035760.KQ)

에스엠(041510.KQ): 투자의견 BUY(유지), 목표주가 50,000원(유지)

- 하반기 대표 아티스트 EXO의 컴백, NCT와 WayV의 성장에 따른 활동 증가
- 유료 팬클럽 가입자 증가로 이익 기반 확보 될 것

CJ ENM(035760.KQ): 투자의견 BUY(유지), 목표주가 270,000원(유지)

- OTT 사업인 티빙(TVING)의 SVOD, AVOD 전략을 통한 구독경제 구현
- 홈쇼핑 업계 최초로 정기 배송 시스템 도입

스튜디오드래곤(253450.KQ): 투자의견 BUY(유지), 목표주가 91,000원(하향)

- 글로벌 IP '아스달 연대기' 시즌2 제작과 OSMU 가능성 높아
- SVOD기반의 OTT 사업자 증가에 따른 콘텐츠 라이브러리 판매 확대

소비자의 소비 트렌드가 '소유→공유→구독'으로 변화하면서 가장 큰 수혜가 예상되는 산업이 미디어/엔터 산업이라는 판단이다. 그 어느때보다 수 많은 콘텐츠가 매일 새롭게 생산된다. 콘텐츠 소비자의 입장에서 콘텐츠 소비를 위한 지출을 효율적으로 관리하고, 콘텐츠 공급자 입장에서는 예측 가능한 수익을 기반으로 콘텐츠 투자를 할 수 있는 방법은 '구독경제'를 적용하는 것이 유일하다.

에스엠(041510.KQ)은 구독경제를 새롭게 적용함에 따라 신성장 동력을 확보할 것이란 판단이다. 에스엠은 유료 팬클럽 '리슨'(Lysn, 신규 가입 시 35,000원/월, 갱신 시 연회비 15,000원) 서비스를 시작했다. 팬들은 연회비를 지불하고, 콘서트 우선 예매, 아티스트 콘텐츠 제공 등의 혜택을 얻게 된다.

CJ ENM(035760.KQ)은 자체 OTT 사업인 티빙(TVING) 사업을 영위하고 있다. 구독형 서비스를 통한 다시보기 서비스, 광고형 서비스 기반의 실시간 방송보기라는 하이브리드 시스템을 통해 구독경제를 구현하고 있다. 커머스 부문에서는 생리대 정기배송 서비스를 시작해 홈쇼핑 업체 최초로 구독경제 서비스를 구현하고 있다.

스튜디오드래곤(253450.KQ)은 SVOD 서비스를 통해 구독경제의 선구자로 손꼽히는 넷플릭스 및 기타 OTT 사업자 확대에 따른 수혜주다. 한국 드라마 콘텐츠를 넘어 글로벌로 통용될 수 있는 콘텐츠 제작을 통해 OTT 사업자에 공급하고 있기 때문이다. 자체적인 구독 플랫폼을 보유하고 있지는 않지만, 구독 기반 사업자들은 예측 가능한 수익을 기반으로 콘텐츠 투자를 진행하기 때문에 콘텐츠에 대한 투자 확대가 지속될 수 있다는 판단이다.



기업분석

에스엠(041510.KQ)
BUY(유지) / TP50,000원(유지)
팬들의 이야기를 Listen, Lysn(리슨) 사업 본격화

CJ ENM(035760.KQ)
BUY(유지) / TP270,000원(유지)
미디어 사업의 우려는 기반영, 성장동력에 주목

스튜디오드래곤(253450.KQ)
BUY(하향) / TP 91,000원(하향)
불확실한 '아스달 연대기' 외에도 주목할 건 많다

에스엠(041510.KQ)

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

팬들의 이야기를 Listen, Lysn(리슨) 사업 본격화

■ **유료 팬클럽 Lysn(리슨) 공식 런칭, 콘서트 앞둔 팬덤의 가입 확대될 것**

에스엠은 관심사 기반 커뮤니티 어플리케이션 Lysn(리슨)을 통해 아티스트의 유료 팬클럽 사업을 본격화했다. 최초 연회비 35,000원, 갱신 시 연 15,000원의 서비스로 회사의 이익기여보다 팬들과 아티스트의 접점을 확대한다는 측면에서 긍정적이다. 동사의 유료 팬클럽은 팬들의 지속적인 요청이 있었던 부분으로 팬들의 의견을 반영한 사업이다.

유료 팬클럽에 가입한 팬은 콘서트나 유료 팬미팅 사전 예매 등의 혜택이 주어진다. 팬덤형 아티스트의 특성 상 유료 팬클럽은 팬과 아티스트와의 유대를 확대할 수 있는 핵심 수단이 될 것이라는 판단이다. 오는 7월 군입대 계획을 밝힌 EXO 멤버 디오는 군 입대 전 마지막 인사 글인 손 편지를 리슨을 통해 공개한바 있다.

콘서트 사전 예매 혜택으로 인해 아티스트의 콘서트 일정을 앞두고 가입자가 증가하기 때문에 7월 EXO의 콘서트 일정에 앞서 리슨의 이용자 수 증가가 기대된다.

■ **하반기 라인업 공개 중, 구체적인 주주친화정책 발표 여부도 주목**

에스엠 소속 아티스트의 컴백 일정이 확정되고 있다. 대표 아티스트인 EXO는 7월 6회의 콘서트 일정을 확정했고, CBX와 같은 다양한 유닛 활동도 이뤄질 것으로 예상된다. 하반기 실적 성장의 본격화를 앞두고, 지속적으로 제기되어온 외주용역관련 법인에 대한 주주들의 구조 개선 및 효율화 요구도 확대되고 있다. 경영 효율화에 따른 원가 개선 및 이익개선이 가능하다는 점과 배당 등 구체적인 주주친화정책 검토가 이뤄질 가능성이 높아지고 있다.

따라서 2019년 하반기 엔터 본업 및 키이스트, SM C&C 등 자회사의 실적 개선과 회사 경영 내실화로 주가 상승 모멘텀이 높아 엔터 업계 내 최선호주로 제시한다. **에스엠에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 유지**한다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	350	365	612	717	803
영업이익(십억원)	21	11	48	50	66
세전계속사업손익(십억원)	23	24	46	50	69
당기순이익(십억원)	4	(5)	23	28	46
EPS(원)	170	199	1,365	1,457	2,216
증감률(%)	(83.8)	17.3	585.9	6.7	52.2
PER(배)	152.8	174.4	38.3	29.7	19.5
ROE(%)	1.2	1.3	8.0	7.1	9.7
PBR(배)	1.7	2.2	2.8	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	9.9	18.7	11.1	8.0	5.3

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	50,000원
현재주가(06/03)	43,250원

Key Data (기준일: 2019.06.03)

KOSPI(pt)	2,068
KOSDAQ(pt)	698
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,011
52주 최고/최저(원)	56,900 / 36,000
52주 일간 Beta	0.93
발행주식수(천주)	23,382
평균거래량(3M,천주)	348
평균거래대금(3M,백만원)	14,150
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	16.8
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.3
국민연금	8.1
KB자산운용	6.7
한국투자밸류자산운용	5.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	-7.0	-19.3	2.9
KOSPI 대비상대수익률	10.4	-2.4	-17.6	23.9

Company vs KOSDAQ composite

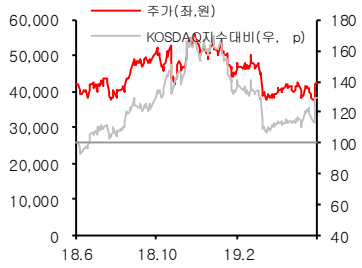
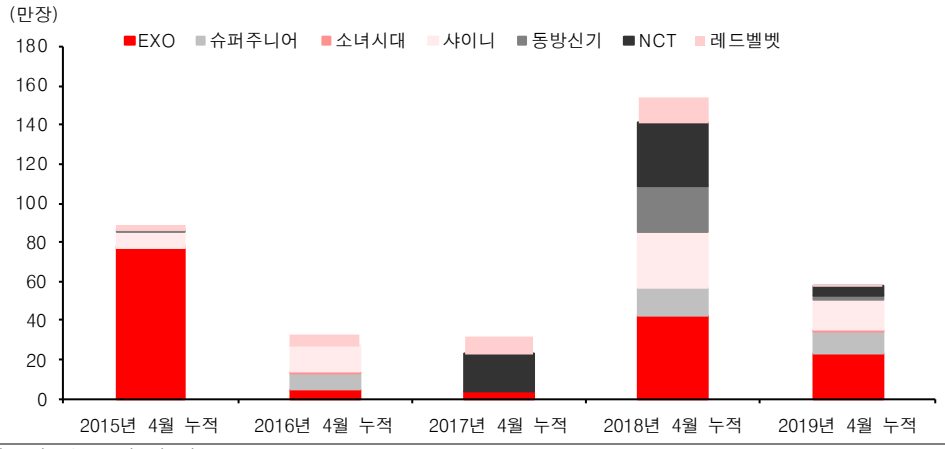


도표 37 에스엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**110.6**	**124.4**	**168.7**	**208.5**	**130.8**	**163.8**	**193.5**	**229.1**	**612.2**	**717.1**	**803.0**
YoY	*62.5%*	*83.8%*	*94.6%*	*45.9%*	*18.2%*	*31.6%*	*14.7%*	*9.9%*	*67.6%*	*17.1%*	*12.0%*
SM Entertainment	59.4	60.5	65.7	95.9	57.0	59.4	85.9	100.6	281.6	303.0	324.8
SM Japan	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	23.0	23.0	21.3	94.9	82.2	95.3
DREAMMAKER	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	12.6	18.2	15.7	58.3	62.9	86.3
SM C&C	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	57.6	51.7	77.7	197.0	222.1	243.0
키이스트	-	-	38.4	20.9	23.4	30.0	33.9	33.3	59.3	120.7	129.2
(내부거래)	(19.3)	(17.3)	(18.2)	(24.0)	(16.0)	(18.9)	(19.3)	(19.6)	(78.9)	(73.7)	(75.6)
매출원가	66.6	85.0	117.5	142.8	89.7	112.1	128.9	154.3	411.9	485.0	540.0
매출원가율	60.2%	68.3%	69.6%	68.5%	68.6%	68.5%	66.6%	67.3%	67.3%	67.6%	67.3%
매출총이익	44.0	39.4	51.2	65.7	41.1	51.6	64.6	74.8	200.3	232.1	263.0
판관비	33.6	29.4	39.1	50.5	38.2	42.2	46.9	54.7	152.6	182.0	196.9
판관비율	30.4%	23.6%	23.2%	24.2%	26.2%	25.8%	24.2%	23.9%	24.9%	25.4%	24.5%
영업이익	**10.4**	**10.0**	**12.1**	**15.2**	**2.8**	**9.4**	**17.7**	**20.2**	**47.7**	**50.1**	**66.1**
YoY	765.8%	626.2%	162.8%	305.1%	-72.9%	-5.7%	45.9%	33.0%	336.0%	5.1%	31.9%
OPM	9.4%	8.0%	7.2%	7.3%	2.1%	5.8%	9.2%	8.8%	7.8%	7.0%	8.2%
영업외손익	4.4	1.9	(3.0)	(6.3)	0.1	0.1	0.6	(1.2)	(3.0)	(0.4)	3.2
세전이익	15.1	11.1	10.9	8.8	2.7	9.6	18.3	18.9	46.0	49.6	69.4
법인세	3.7	7.1	3.6	8.2	6.4	3.2	6.1	6.3	22.6	21.9	22.9
당기순이익	11.4	4.0	7.3	0.7	(3.7)	6.4	12.3	12.7	23.4	27.7	46.5
지배주주순이익	**11.2**	**5.1**	**6.4**	**8.0**	**(1.0)**	**7.1**	**13.5**	**14.0**	**4.3**	**30.6**	**33.6**

자료: 유진투자증권

도표 38 연간 4월 누적 SM 주요 아트스트의 앨범 판매량 추이



자료: 가온차트, 유진투자증권

에스엠(041510.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**798**	**1,002**	**1,169**	**1,218**	**1,297**
유동자산	441	537	666	709	781
현금성자산	199	282	282	514	579
매출채권	182	189	308	116	121
재고자산	9	12	21	24	25
비유동자산	357	465	503	509	516
투자자산	179	169	210	219	228
유형자산	93	93	92	91	91
기타	85	203	200	198	197
부채총계	**362**	**426**	**540**	**538**	**556**
유동부채	330	394	489	486	503
매입채무	209	266	352	348	364
유동성이자부채	49	44	55	55	55
기타	73	84	82	83	84
비유동부채	31	32	51	52	53
비유동이자부채	11	10	29	29	29
기타	20	22	22	23	24
자본총계	**436**	**576**	**629**	**680**	**741**
지배지분	344	424	473	525	585
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	170	219	234	234	234
이익잉여금	134	174	208	259	320
기타	29	19	20	20	20
비지배지분	91	152	156	156	156
자본총계	**436**	**576**	**629**	**680**	**741**
총차입금	60	55	84	84	84
순차입금	(139)	(227)	(198)	(430)	(494)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**365**	**612**	**717**	**803**	**845**
증가율(%)	4.4	67.6	17.1	12.0	5.2
매출원가	249	410	485	540	559
매출총이익	**116**	**203**	**232**	**263**	**286**
판매 및 일반관리비	105	155	182	197	207
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**11**	**48**	**50**	**66**	**79**
증가율(%)	(47.2)	336.4	5.0	31.9	20.0
EBITDA	**33**	**88**	**102**	**109**	**122**
증가율(%)	(25.4)	166.3	16.0	7.3	11.8
영업외손익	**13**	**(2)**	**(1)**	**3**	**3**
이자수익	1	3	4	4	4
이자비용	1	3	4	4	4
지분법손익	16	(6)	(3)	6	6
기타영업손익	(2)	5	2	(3)	(3)
세전순이익	**24**	**46**	**50**	**69**	**82**
증가율(%)	8.0	88.4	7.9	39.8	18.9
법인세비용	29	23	22	23	27
당기순이익	**(5)**	**23**	**28**	**46**	**55**
증가율(%)	적전	흑전	18.3	67.7	18.9
지배주주지분	4	31	34	51	61
증가율(%)	18.6	606.9	9.7	52.3	18.9
비지배지분	(9)	(7)	(6)	(5)	(6)
EPS(원)	**199**	**1,365**	**1,457**	**2,216**	**2,635**
증가율(%)	17.3	585.9	6.7	52.2	18.9
수정EPS(원)	199	1,365	1,457	2,216	2,635
증가율(%)	17.3	585.9	6.7	52.2	18.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**77**	**120**	**44**	**274**	**109**
당기순이익	(5)	23	28	46	55
자산상각비	22	40	52	43	43
기타비현금성손익	(15)	7	13	(0)	0
운전자본증감	46	52	(47)	185	10
매출채권감소(증가)	(83)	2	(123)	192	(6)
재고자산감소(증가)	(1)	(1)	(9)	(3)	(1)
매입채무증가(감소)	97	46	83	(4)	17
기타	34	6	2	0	0
투자현금	**(111)**	**(127)**	**(53)**	**(45)**	**(46)**
단기투자자산감소	(4)	3	(1)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(0)	0	(3)	2	2
설비투자	(11)	(10)	(13)	(12)	(13)
유형자산처분	7	1	0	0	0
무형자산처분	(25)	(26)	(28)	(28)	(28)
재무현금	**64**	**46**	**(2)**	**0**	**0**
차입금증가	4	(8)	(4)	0	0
자본증가	0	35	(0)	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**26**	**42**	**(9)**	**229**	**63**
기초현금	170	195	237	228	457
기말현금	195	237	228	457	520
Gross Cash flow	48	106	92	89	98
Gross Investment	61	78	98	(142)	34
Free Cash Flow	**(12)**	**28**	**(6)**	**231**	**65**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	199	1,365	1,457	2,216	2,635
BPS	15,824	18,428	20,527	22,743	25,378
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	174.4	38.3	29.7	19.5	16.4
PBR	2.2	2.8	2.1	1.9	1.7
EV/ EBITDA	18.7	11.1	8.0	5.3	4.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	15.6	11.0	10.8	11.2	10.1
수익성(%)					
영업이익율	3.0	7.8	7.0	8.2	9.4
EBITDA이익율	9.0	14.3	14.2	13.6	14.5
순이익율	(1.3)	3.8	3.9	5.8	6.5
ROE	1.3	8.0	7.5	10.2	11.0
ROIC	(1.0)	10.8	9.7	18.6	37.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(31.9)	(39.5)	(31.5)	(63.2)	(66.7)
유동비율	133.4	136.3	136.4	146.1	155.3
이자보상배율	9.1	18.7	13.2	16.6	19.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.2	3.3	2.9	3.8	7.1
재고자산회전율	36.8	60.8	44.2	35.7	34.2
매입채무회전율	2.9	2.6	2.3	2.3	2.4

자료: 유진투자증권

CJ ENM(035760.KQ)

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

미디어 사업의 우려는 기반영, 성장동력에 주목

■ **미디어 사업부의 이익 훼손이 야기한 주가하락, 대표 콘텐츠 편성으로 해소될 것**

고성장세를 이어온 미디어 사업부의 지난 1분기 실적이 디지털 광고의 성장(+39%)과 TV광고 매출이 성장(+17%)등 외형성장에도 불구하고 부진한 수익성(영업이익률 4%)이 주가하락으로 이어졌다.

그러나 2분기 '스페인 하숙', '프로듀스 X 101', '아스달 연대기'까지 대표 콘텐츠가 편성되어 미디어 사업부의 외형 성장을 이어나갈 것이란 판단이다. 2019년 대작 드라마 '아스달 연대기'의 제작비 부담 증가 및 편성매출 확대에 따른 우려가 제기됐으나, 연간 콘텐츠 제작비 가이던스를 유지했다는 점에서 인건비 증가 외의 비용증가는 제한적일 전망이다.

■ **자체 IP를 통한 커머스, 음악, 미디어 사업부 경쟁력 강화**

커머스 사업부는 PB상품의 취급고 확대 및 포트폴리오 비중확대를 통한 수익성 개선이 지속될 전망이다. 음악 사업부문은 '프로듀스 X 101'을 통해 데뷔할 신인 남성그룹, 2019년 하반기 일본판 프로듀스 시리즈 방영을 통한 현지 보이그룹 데뷔와 더불어 2020년 빌리프랩(빅히트엔터테인먼트와 JV)의 글로벌 아이돌 데뷔까지 예정되어있다. 미디어 사업부는 시리즈 드라마 '아스달 연대기'의 IP를 활용한 상품 개발 및 라이선스 판매 등을 통해 수익화 모델을 다변화 할 것으로 예상된다.

■ **투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지**

CJ ENM에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원을 유지한다.

1분기 시장 기대대비 부진(극한직업 제외)했던 실적에도 불구하고, 1) 디지털 및 프리미엄 패키지 광고 성장에 따른 미디어 사업부문의 외형 성장, 2) 자체 IP강화를 통한 음악 사업부문의 비중 확대, 3) PB 상품 및 콘텐츠 IP를 활용한 제품 판매 확대에 따른 커머스의 사업부의 성장이 기대되기 때문이다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	3,707	3,973	4,375	4,708	5,038
영업이익(십억원)	207	288	315	368	410
세전계속사업손익(십억원)	130	777	318	369	434
당기순이익(십억원)	93	565	269	244	340
EPS(원)	-	-	12,136	10,568	14,748
증감률(%)	-	-	-	-12.9	39.6
PER(배)	-	-	15.4	17.7	12.7
ROE(%)	-	-	9.0	8.6	11.9
PBR(배)	-	-	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	-	-	9.0	7.5	7.1

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	270,000원
현재주가(06/03)	187,500원

Key Data (기준일: 2019.06.03)

KOSPI(pt)	2,068
KOSDAQ(pt)	698
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	4,112
52주 최고/최저(원)	294,900 / 180,000
52주 일간 Beta	0.93
발행주식수(천주)	21,929
평균거래량(3M,천주)	63
평균거래대금(3M,백만원)	13,564
배당수익률(19F, %)	1.3
외국인 지분율(%)	18.9
주요주주 지분율(%)	
㈜CJ 외 5인	42.7
자사주	10.5
국민연금	5.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-21.3	-19.9	-16.1
KOSPI 대비상대수익률	-5.9	-16.7	-18.2	4.9

Company vs KOSDAQ composite

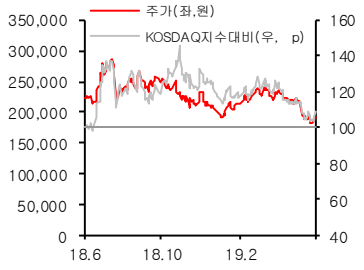
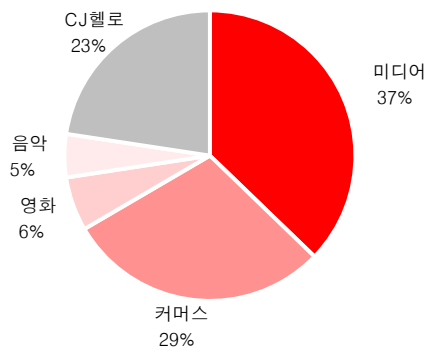


도표 39 CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**1,031.7**	**1,049.0**	**1,096.3**	**1,198.2**	**1,104.8**	**1,132.5**	**1,185.6**	**1,285.1**	**4,375.3**	**4,708.1**	**5,037.7**
YoY	*10.6%*	*7.3%*	*12.7%*	*9.9%*	*7.1%*	*8.0%*	*8.1%*	*7.2%*	*10.1%*	*7.6%*	*7.0%*
미디어	332.5	361.9	406.8	451.2	380.0	413.1	464.0	495.7	1,552.4	1,752.7	1,964.7
커머스	290.9	307.5	295.0	402.4	324.1	333.1	315.7	408.7	1,295.7	1,381.5	1,456.0
영화	80.0	36.0	45.0	52.3	104.1	49.6	56.5	73.0	213.2	283.2	288.2
음악	56.2	66.5	58.2	52.6	52.1	61.2	62.9	50.3	233.5	226.5	230.1
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	239.9	244.6	275.6	286.5	257.5	1,080.6	1,064.2	1,098.7
매출원가	625.6	639.0	690.7	725.9	682.7	685.6	750.7	803.2	2,681.2	2,922.2	3,168.6
매출원가율	60.6%	60.9%	63.0%	60.6%	61.8%	60.5%	63.3%	62.5%	61.3%	62.1%	62.9%
매출총이익	406.1	410.0	405.6	472.3	422.1	446.9	434.9	481.9	1,694.1	1,785.9	1,869.1
판관비	316.2	330.8	329.1	402.9	330.0	350.8	351.9	385.5	1,379.1	1,418.2	1,458.6
판관비율	30.6%	31.5%	30.0%	33.6%	29.9%	31.0%	29.7%	30.0%	31.5%	30.1%	29.0%
영업이익	**89.9**	**79.2**	**76.5**	**69.4**	**92.1**	**96.1**	**83.0**	**96.4**	**315.0**	**367.7**	**410.5**
YoY	*17.0%*	*(10.4%)*	*23.6%*	*14.6%*	2.4%	21.4%	8.4%	39.0%	*9.5%*	16.7%	11.6%
미디어	24.6	29.2	37.2	20.5	13.7	44.6	38.7	38.3	111.5	135.4	175.7
커머스	42.3	33.9	17.8	30.2	42.0	31.1	23.9	35.4	124.4	132.4	148.6
영화	7.2	(3.9)	(2.3)	(1.9)	18.8	0.8	(1.4)	(0.8)	(0.9)	17.3	1.4
음악	2.7	4.2	3.3	0.9	4.6	3.7	4.6	4.6	11.1	17.5	16.1
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	19.6	13.1	15.9	17.1	19.0	68.9	65.1	68.7
OPM	8.7%	7.5%	7.0%	5.8%	8.3%	8.5%	7.0%	7.5%	7.2%	7.8%	8.1%
미디어	7.4%	8.1%	9.1%	4.5%	3.6%	10.0%	9.1%	8.3%	7.4%	7.8%	9.0%
커머스	14.6%	11.0%	6.0%	7.5%	13.0%	9.3%	7.6%	8.7%	9.6%	9.6%	10.2%
영화	9.0%	-10.7%	-5.2%	-3.6%	18.0%	2.9%	-3.5%	-1.8%	-0.5%	8.0%	0.7%
음악	4.8%	6.3%	5.6%	1.8%	8.8%	6.1%	7.3%	9.1%	4.7%	7.7%	7.0%
CJ헬로	4.8%	5.7%	7.1%	8.2%	5.4%	5.8%	6.0%	7.4%	6.4%	6.1%	6.3%
영업외순익	30.2	18.6	(4.0)	(42.0)	(5.9)	1.1	6.5	(0.5)	2.9	1.3	23.1
세전이익	120.2	97.8	72.6	27.3	86.3	97.2	89.5	95.9	317.9	368.9	433.6
법인세비용	23.8	19.0	18.3	(12.2)	37.3	29.9	28.2	29.6	48.9	125.0	93.2
당기순이익	**96.4**	**78.8**	**54.2**	**39.6**	**49.0**	**67.3**	**61.3**	**66.3**	**269.0**	**243.9**	**340.4**

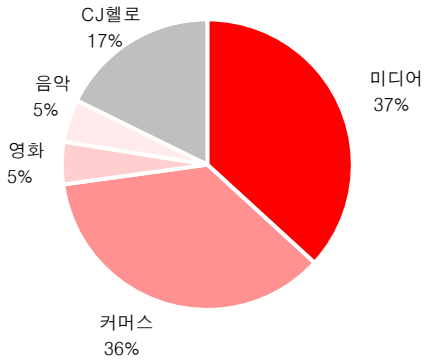
자료: 유진투자증권

도표 40 사업부문별 매출 비중 전망 (2019년 기준)



자료: 유진투자증권

도표 41 사업부문별 영업이익 비중 전망 (2019년 기준)



자료: 유진투자증권

CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**6,556**	**6,755**	**6,598**	**6,991**	**6,778**
유동자산	1,939	1,807	1,653	2,007	1,730
현금성자산	239	540	441	713	361
매출채권	834	940	890	952	1,010
재고자산	242	94	273	292	310
비유동자산	4,617	4,948	4,945	4,984	5,048
투자자산	1,754	1,717	1,854	1,984	2,104
유형자산	1,129	1,398	1,238	1,116	1,026
기타	1,734	1,833	1,854	1,884	1,917
부채총계	**2,823**	**3,329**	**3,419**	**3,515**	**3,607**
유동부채	1,550	2,022	2,110	2,203	2,293
매입채무	558	536	619	662	703
유동성이자부채	217	894	698	748	798
기타	776	592	793	793	793
비유동부채	1,273	1,308	1,310	1,312	1,314
비유동이자부채	1,020	1,039	1,115	1,115	1,115
기타	253	268	195	197	199
자본총계	**3,733**	**3,426**	**3,179**	**3,476**	**3,171**
지배지분	3,114	2,763	2,560	2,857	2,552
자본금	225	111	225	225	225
자본잉여금	1,071	2,245	1,071	1,071	1,071
이익잉여금	1,760	1,070	1,275	1,572	1,886
기타	59	(662)	(11)	(11)	(629)
비지배지분	619	662	619	619	619
자본총계	**3,733**	**3,426**	**3,179**	**3,476**	**3,171**
총차입금	1,371	1,933	1,813	1,863	1,913
순차입금	818	1,393	1,372	1,150	1,552

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**3,707**	**3,427**	**4,708**	**5,038**	**5,343**
증가율(%)	-	-	7.6	7.0	6.1
매출원가	2,149	1,998	2,922	3,169	3,389
매출총이익	**1,558**	**1,429**	**1,786**	**1,869**	**1,954**
판매 및 일반관리비	1,351	1,178	1,418	1,459	1,497
기타영업손익	0	(0)	0	0	0
영업이익	**207**	**251**	**368**	**410**	**457**
증가율(%)	-	-	16.7	11.6	11.3
EBITDA	**493**	**777**	**727**	**741**	**767**
증가율(%)	-	65.7	17.9	2.0	3.4
영업외손익	**(77)**	**(34)**	**1**	**23**	**(1)**
이자수익	32	15	45	45	51
이자비용	64	33	57	53	51
지분법손익	70	37	(491)	102	98
기타영업손익	(115)	(53)	505	(70)	(99)
세전순이익	**130**	**217**	**369**	**434**	**456**
증가율(%)	-	17.9	16.1	17.5	5.1
법인세비용	36	33	125	93	98
당기순이익	**93**	**184**	**244**	**340**	**358**
증가율(%)	-	28.4	(9.3)	39.6	5.1
지배주주지분	89	163	232	323	340
증가율(%)	-	24.3	(12.9)	39.6	5.1
비지배지분	5	22	12	17	18
EPS(원)	**-**	**12,183**	**10,568**	**14,748**	**15,504**
증가율(%)	-	-	(12.9)	39.6	5.1
수정EPS(원)	-	12,183	10,568	14,748	16,320
증가율(%)	-	-	(12.9)	39.6	10.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**491**	**783**	**932**	**480**	**(134)**
당기순이익	565	269	244	340	358
자산상각비	334	302	359	331	310
기타비현금성손익	109	(86)	(8)	(153)	(766)
운전자본증감	(518)	298	337	(38)	(35)
매출채권감소(증가)	(18)	(46)	(9)	(62)	(58)
재고자산감소(증가)	(132)	(200)	263	(19)	(18)
매입채무증가(감소)	26	(21)	83	43	40
기타	(394)	566	0	0	0
투자현금	**(419)**	**(891)**	**(811)**	**(231)**	**(242)**
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	4	(679)	(585)	8	11
설비투자	(347)	(131)	(141)	(151)	(160)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(76)	(80)	(84)	(88)	(93)
재무현금	**(18)**	**184**	**(21)**	**24**	**24**
차입금증가	0	250	5	50	50
자본증가	(18)	(66)	(26)	(26)	(26)
배당금지급	12	66	26	26	26
현금 증감	**54**	**77**	**100**	**272**	**(352)**
기초현금	184	239	316	416	688
기말현금	239	316	416	688	336
Gross Cash flow	1,009	485	595	518	(99)
Gross Investment	936	592	474	269	277
Free Cash Flow	**72**	**(107)**	**121**	**249**	**(376)**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-	12,136	10,568	14,748	15,504
BPS	-	128,011	116,763	130,312	116,393
DPS	-	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배,%)					
PER	-	15.4	17.7	12.7	12.1
PBR	-	1.5	1.6	1.4	1.6
EV/ EBITDA	-	9.0	7.5	7.1	7.4
배당수익율	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	n/a	8.5	6.9	7.9	n/a
수익성(%)					
영업이익율	5.6	7.2	7.8	8.1	8.6
EBITDA이익율	13.3	14.1	15.4	14.7	14.3
순이익율	2.5	6.1	5.2	6.8	6.7
ROE	5.3	9.0	8.6	11.9	13.2
ROIC	6.3	7.4	7.1	10.1	11.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	28.4	42.8	43.2	33.1	48.9
유동비율	86.1	89.4	78.4	91.1	75.4
이자보상배율	3.2	4.8	6.5	7.7	9.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	4.6	5.1	5.3	5.5	5.4
재고자산회전율	17.7	11.2	11.6	17.8	17.8
매입채무회전율	7.2	8.0	8.1	7.9	7.8

자료: 유진투자증권
주: Pro-Forma 기준으로 작성됨

스튜디오드래곤(253450.KQ)

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

불확실한 '아스달 연대기' 외에도 주목할 건 많다

■ **아스달 연대기 방영 시작, 대서사를 위한 설명은 필수적일 뿐**

2019년 최대 기대작인 **'아스달 연대기'는 1화, 2화 시청률로 각각 6.7%, 7.3%**를 기록하며 방영을 시작했다. 시즌제 드라마의 특성상 극 초반 캐릭터, 배경 설명 등 드라마의 설정에 대한 시청자들의 이해를 위한 내용이 집중될 수 밖에 없다. 더구나 태고라는 시대적 환경과 종족간의 갈등이 발생하는 이유의 설명도 필요했다. 따라서 초기 1, 2회의 내용은 주요인물/종족 간의 대립구도를 만드는 과정이었고, 긴장감이 떨어진 서사라는 느낌이 강했다. 극 초반부터 시청자의 기대에 부흥할 만한 긴장감과 갈등 노출이 부재했다는 점도 아쉽다. 또한 100% 사전제작으로 제작됐기 때문에 시청자의 반응에 맞춘 변화를 주기 어렵다는 한계도 있다.

■ **초반 시청률만으로 흥행 판단은 어려움, 다만 콘텐츠 산업의 구조적 변화는 필요**

시청률 데이터는 부정적이지 않다. 2화의 시청률은 1화 대비 소폭 상승했고, 이전 작품 '남자친구(10.3%/2화 기준)', '알함브라 궁전의 추억(7.4%)', '미스터 션샤인(9.7%)', '도깨비(7.9%)'과 비교해도 나쁘지 않은 수치다. 그러나 약 500억원 이상의 **제작비 때문에 이에 걸맞은 연출력과 스토리에 대한 시청자의 눈높이도 높아진 상황**이다. 결국 드라마 흥행과 더불어 콘텐츠 산업의 성장을 저해해온 **중국향 콘텐츠 판매, 합작 드라마 제작과 같은 구조적인 문제의 해소가 필요**하다.

동사에 대한 목표주가를 기존 110,000원에서 17% 하향한 91,000원으로 수정제시한다. 목표주가 하향은 2019년 및 2020년 연간 영업이익 추정치를 각각 8%, 5% 하향 조종함에 따른 것이다. 투자의견 BUY를 유지하는 것은 1) 아시아 중심의 OTT 사업자 확대로 동사의 콘텐츠 라이브러리 판매 증가에 따른 영업 레버리지, 2) 2020년 '아스달 연대기' 시즌2의 방영에 따른 이익 개선, 3) '호텔 델루나' 등 기대작이 하반기에 포진해 있기 때문이다. 목표주가는 당사 추정 2020년 EPS 기준 PER 29.7배 수준이다.

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	154	287	380	515	599
영업이익(십억원)	17	33	40	58	99
세전계속사업손익(십억원)	10	30	46	69	111
당기순이익(십억원)	8	24	36	52	86
EPS(원)	-	851	1,278	1,862	3,059
증감률(%)	-	-	50.3	45.7	64.3
PER(배)	-	76.4	72.3	35.9	21.9
ROE(%)	-	9.5	9.3	12.2	17.3
PBR(배)	-	4.9	6.5	4.1	3.5
EV/EBITDA(배)	-	22.1	21.1	9.8	7.4

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	91,000원
현재주가(06/03)	66,900원

Key Data (기준일: 2019.06.03)

KOSPI(pt)	2,068
KOSDAQ(pt)	698
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,877
52주 최고/최저(원)	123,500 / 65,800
52주 일간 Beta	1.59
발행주식수(천주)	28,051
평균거래량(3M,천주)	158
평균거래대금(3M,백만원)	13,580
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	3.0
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	74.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.1	-28.9	-38.6	-39.4
KOSPI 대비상대수익률	-18.7	-24.3	-36.9	-18.4

Company vs KOSDAQ composite

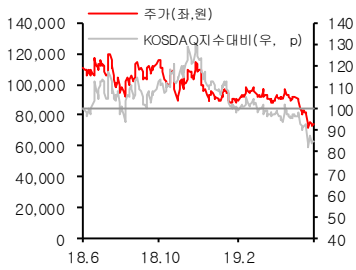
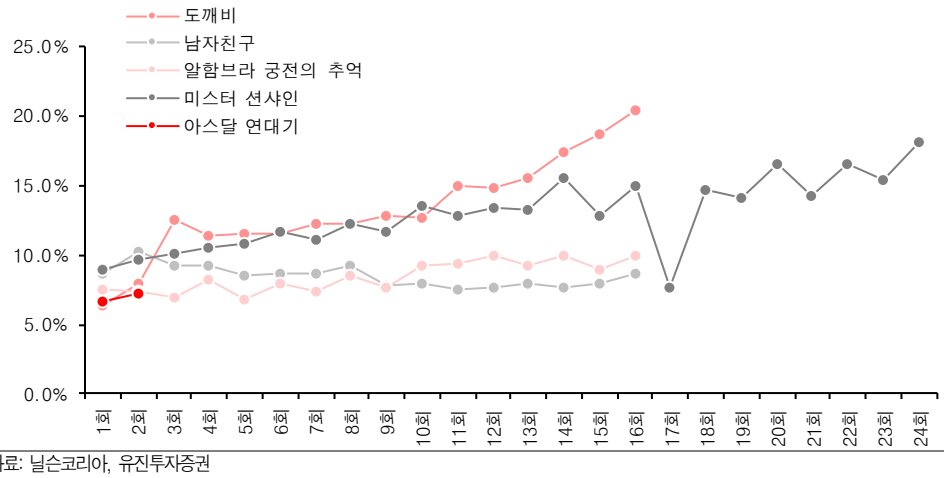


도표 42 실적 전망

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**79.9**	**74.3**	**123.7**	**101.7**	**111.8**	**121.4**	**149.2**	**132.9**	**379.5**	**515.3**	**598.6**
YoY	*6.0%*	*19.6%*	*59.6%*	*41.5%*	*40.0%*	*63.4%*	*20.6%*	*30.7%*	*32.3%*	*35.8%*	*16.2%*
편성 매출	**40.7**	**34.1**	**48.9**	**54.4**	**44.1**	**59.5**	**72.0**	**57.1**	**178.1**	**232.8**	**258.9**
판매 매출	**32.1**	**28.8**	**63.4**	**37.8**	**56.2**	**48.0**	**60.0**	**60.2**	**162.1**	**224.4**	**267.5**
기타 매출	**7.1**	**11.4**	**11.4**	**9.5**	**11.5**	**13.8**	**17.1**	**15.6**	**39.4**	**58.1**	**72.1**
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	106.4	124.7	109.1	324.0	437.0	474.6
매출원가율	82.9%	85.7%	80.0%	93.6%	86.6%	87.6%	83.6%	82.1%	85.4%	84.8%	79.3%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.0	24.5	23.8	55.5	78.3	124.0
매출총이익률	17.1%	14.3%	20.0%	6.4%	13.4%	12.4%	16.4%	17.9%	14.6%	15.2%	20.7%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.8	4.9	7.0	15.7	20.7	24.8
판관비율	3.7%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	4.0%	3.3%	5.3%	4.1%	4.0%	4.1%
영업이익	**10.7**	**7.3**	**21.4**	**0.4**	**11.0**	**10.2**	**19.5**	**16.8**	**39.8**	**57.6**	**99.2**
YoY	*-23.7%*	*-17.6%*	*222.1%*	*-87.3%*	*3.5%*	*39.3%*	*-8.7%*	*3710.5%*	*20.8%*	*44.6%*	*72.2%*
OPM	13.3%	9.9%	17.3%	0.4%	9.9%	8.4%	13.1%	12.6%	10.5%	11.2%	16.6%
영업외손익	0.2	0.1	0.6	1.3	2.1	2.3	2.7	3.8	5.7	11.0	11.3
세전이익	10.8	7.4	22.0	1.7	13.1	12.5	22.3	20.6	45.6	68.5	110.5
세전이익률	13.6%	10.0%	17.8%	1.7%	11.8%	10.3%	14.9%	15.5%	12.0%	13.3%	18.5%
법인세	3.0	1.6	4.8	(0.0)	4.0	2.8	5.0	4.6	9.9	16.4	24.7
당기순이익	**7.9**	**8.9**	**17.2**	**1.7**	**9.1**	**9.7**	**17.3**	**16.0**	**35.7**	**52.1**	**85.8**
NPM	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	8.2%	8.0%	11.6%	12.0%	9.4%	10.1%	14.3%

자료: 유진투자증권

도표 43 tvN 주요 드라마 회차별 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 44 2019년 하반기 tvN 드라마 예상 편성

	7월	8월	9월	10월	11월	12월
월화	60일, 지정생존자	유령을 잡아라			소원을 말해봐	식빵 굽는 남자
수목	악마가 너의 이름을 부를 때			위대한 쇼		머니게임
금요	미정					
주말	아스달 연대기	호텔 델루나		날 녹여줘		

자료: 유진투자증권

도표 45 실적 추정치 변경

(십억원)	2019F 변경 후	2019F 변경 전	2019F 차이(%)	2020F 변경 후	2020F 변경 전	2020F 차이(%)
매출액	515.3	528.8	-3%	598.6	611.2	-2%
영업이익	57.6	62.7	-8%	99.2	104.9	-5%
순이익	52.1	56.1	-7%	85.8	90.3	-5%

자료: 유진투자증권

도표 46 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
①지배주주순이익	59.6	12개월 선행 예상 지배주주순이익(2Q19-1Q20)
②적용 PER (배)	43.0	글로벌 콘텐츠 기업의 2011~2015년 PER 평균을 10% 할인
③기업가치	**2,564**	**① * ②**
④주식수 (주)	28,037,240	
주당가치 (원)	91,444	③ / ④
목표주가 (원)	**91,000**	
상승여력 (%)	36.0%	
현재주가 (원)	66,900	

자료: 유진투자증권

스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**459**	**512**	**574**	**672**	**845**
유동자산	290	247	326	457	654
현금성자산	193	160	224	338	502
매출채권	55	69	83	99	132
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	170	265	248	215	191
투자자산	41	66	85	89	92
유형자산	1	1	1	1	1
기타	128	199	161	125	97
부채총계	**91**	**111**	**120**	**132**	**157**
유동부채	91	108	116	128	153
매입채무	32	55	61	73	97
유동성이자부채	10	0	1	1	1
기타	49	53	53	54	55
비유동부채	0	3	4	4	4
비유동이자부채	0	2	4	4	4
기타	0	1	1	1	1
자본총계	**368**	**401**	**454**	**539**	**688**
지배지분	368	401	454	539	688
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	32	68	120	206	355
기타	3	(0)	(0)	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**368**	**401**	**454**	**539**	**688**
총차입금	10	2	5	5	5
순차입금	(183)	(158)	(219)	(333)	(497)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**287**	**380**	**515**	**599**	**687**
증가율(%)	85.7	32.4	35.7	16.2	14.7
매출원가	240	324	437	475	478
매출총이익	**47**	**56**	**78**	**124**	**209**
판매 및 일반관리비	14	16	21	25	29
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	**33**	**40**	**58**	**99**	**180**
증가율(%)	98.3	21.0	44.3	72.2	81.6
EBITDA	**74**	**115**	**169**	**208**	**280**
증가율(%)	91.4	55.1	46.7	22.8	34.9
영업외손익	**(3)**	**6**	**11**	**11**	**12**
이자수익	1	4	4	5	6
이자비용	2	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(2)	2	7	7	7
세전순이익	**30**	**46**	**69**	**111**	**192**
증가율(%)	188.3	50.8	50.4	61.0	73.6
법인세비용	6	10	16	25	43
당기순이익	**24**	**36**	**52**	**86**	**149**
증가율(%)	192.9	50.3	45.7	64.3	73.6
지배주주지분	24	36	52	86	149
증가율(%)	192.9	50.3	45.7	64.3	73.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**851**	**1,278**	**1,862**	**3,059**	**5,310**
증가율(%)	-	50.3	45.7	64.3	73.6
수정EPS(원)	851	1,278	1,862	3,059	5,310
증가율(%)	-	50.3	45.7	64.3	73.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**(7)**	**(25)**	**112**	**190**	**240**
당기순이익	30	46	52	86	149
자산상각비	41	75	111	108	100
기타비현금성손익	1	(1)	3	0	0
운전자본증감	(73)	(135)	(49)	(4)	(9)
매출채권감소(증가)	(14)	(27)	(18)	(16)	(33)
재고자산감소(증가)	(2)	0	(0)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	9	26	6	12	24
기타	(66)	(134)	(37)	0	0
투자현금	**(141)**	**136**	**(115)**	**(79)**	**(79)**
단기투자자산감소	0	(4)	(67)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(45)	(72)	(72)
재무현금	**188**	**(10)**	**(0)**	**0**	**0**
차입금증가	(18)	(10)	(0)	0	0
자본증가	208	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**40**	**102**	**(4)**	**111**	**161**
기초현금	12	51	153	149	261
기말현금	51	153	149	261	422
Gross Cash flow	76	120	166	194	249
Gross Investment	214	(5)	97	80	85
Free Cash Flow	**(138)**	**125**	**69**	**114**	**164**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	1,862	3,059	5,310
BPS	13,141	14,305	16,167	19,226	24,536
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	76.4	72.3	35.9	21.9	12.6
PBR	4.9	6.5	4.1	3.5	2.7
EV/ EBITDA	22.1	21.1	9.8	7.4	4.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	11.3	9.7	7.5
수익성(%)					
영업이익율	11.5	10.5	11.2	16.6	26.2
EBITDA이익율	25.9	30.3	32.8	34.7	40.8
순이익율	8.3	9.4	10.1	14.3	21.7
ROE	9.5	9.3	12.2	17.3	24.3
ROIC	15.4	14.6	18.3	35.0	70.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(49.5)	(39.3)	(48.2)	(61.8)	(72.2)
유동비율	319.6	228.4	281.8	357.0	428.9
이자보상배율	19.0	343.0	184.8	296.2	537.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9
매출채권회전율	6.1	6.1	6.8	6.5	5.9
재고자산회전율	n/a	405.4	816.1	798.3	722.6
매입채무회전율	11.1	8.7	8.9	9.0	8.1

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)

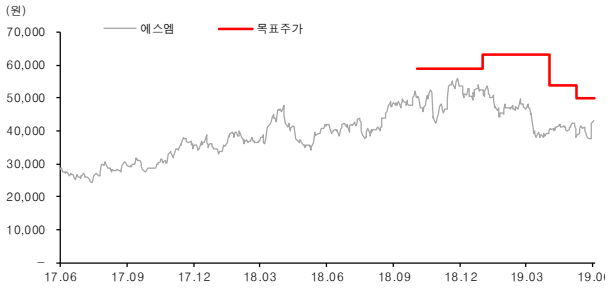
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.3.31 기준)

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	-14.2	-4.9
2018-11-15	Buy	59,000	1년	-10.7	-4.9
2018-12-13	Buy	59,000	1년	-12.4	-8.6
2019-01-09	Buy	63,000	1년	-29.5	-18.9
2019-01-16	Buy	63,000	1년	-30.3	-20.8
2019-03-11	Buy	63,000	1년	-37.6	-35.2
2019-04-09	Buy	54,000	1년	-24.4	-21.5
2019-05-07	Buy	54,000	1년	-26.2	-23.3
2019-05-16	Buy	50,000	1년	-20.7	-14.4
2019-06-04	Buy	50,000	1년		

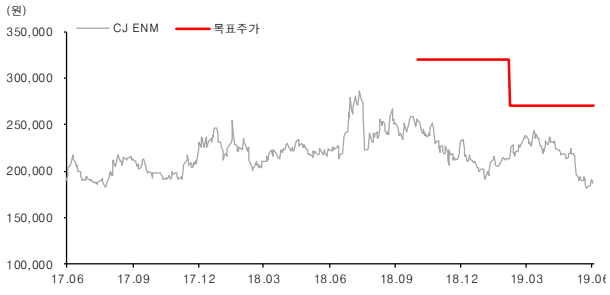
에스엠(041510.KQ) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-10-15	BUY	320,000	1년	-32.2	-21.2
2018-11-08	BUY	320,000	1년	-33.5	-26.9
2019-02-15	BUY	270,000	1년	-19.0	-9.7
2019-03-13	BUY	270,000	1년	-20.5	-11.4
2019-05-10	BUY	270,000	1년	-30.1	-28.1
2019-05-29	BUY	270,000	1년	-30.3	-29.0
2019-06-04	BUY	270,000	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) 주가 대비
2018-10-15	BUY	130,000	1년	-26.5	-12.2
2019-01-23	BUY	130,000	1년	-29.0	-24.4
2019-02-15	BUY	130,000	1년	-28.8	-24.4
2019-03-26	BUY	130,000	1년	-29.6	-25.2
2019-05-10	BUY	110,000	1년	-29.8	-24.3
2019-06-04	BUY	91,000	1년		

스튜디오드래곤(253450.KQ) 주가 및 목표주가 추이

