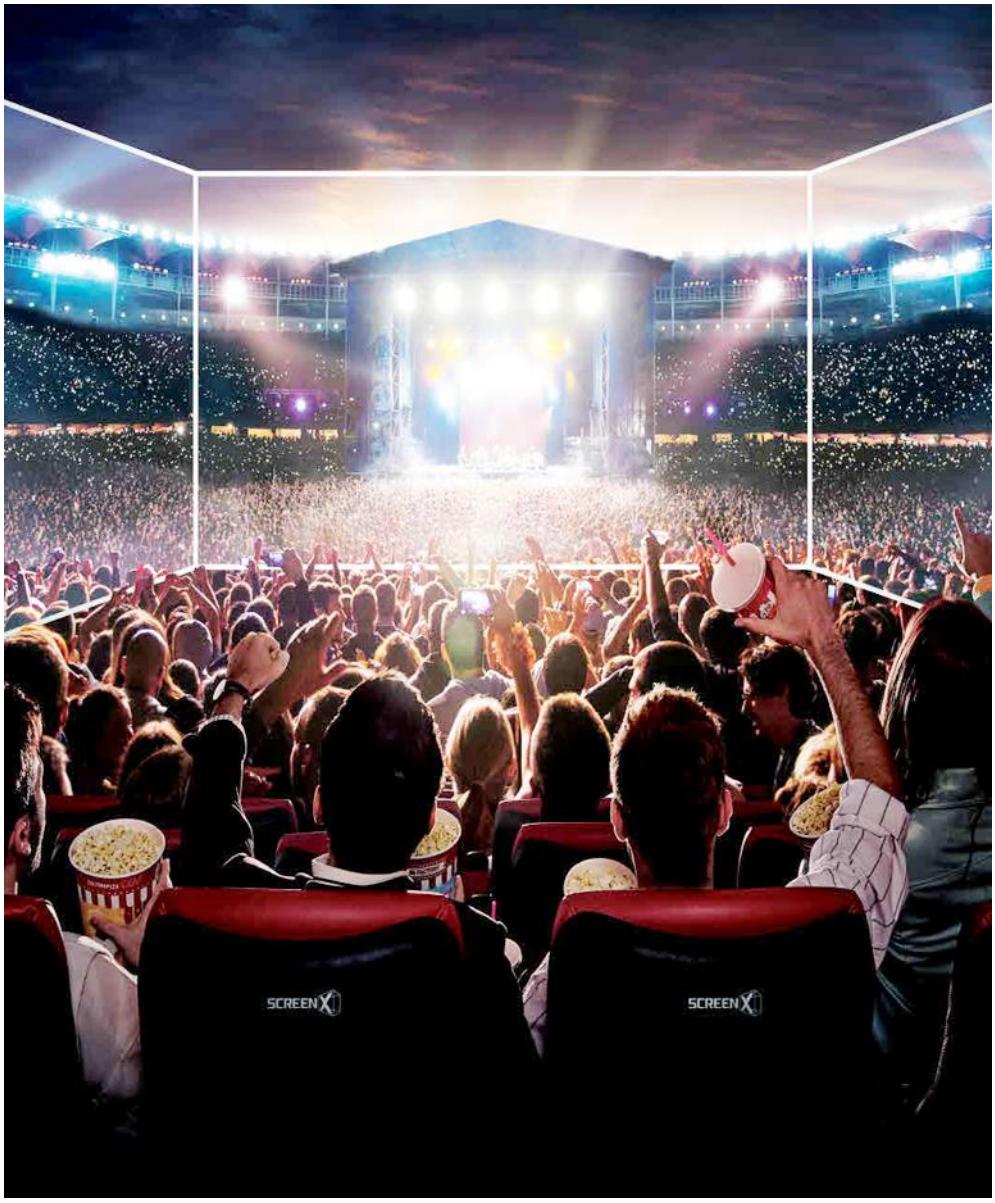
유진투자증권

2020 OUTLOOK

2019. 12. 04

2020 산업전망

미 디 어 / 엔터테인먼트



Beyond China, 세계로 뻗어가는 대한민국 콘텐츠



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

Summary

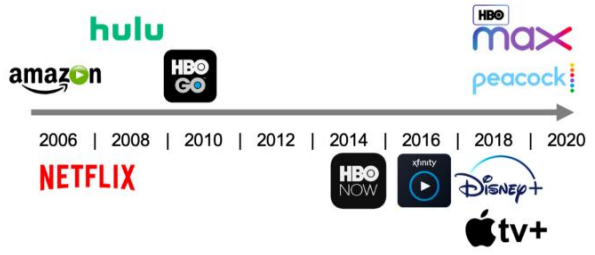
<2020 EUGENE's View>

2020년 콘텐츠 산업은 북미 시장 진출이 모멘텀이 될 것으로 전망한다. 북미는 세계 최대의 콘텐츠 시장으로, K-팝, K-드라마의 진출이 확대되고 있는 지역이다. 지금까지 북미 시장에 진출한 한국 콘텐츠는 단순 해외 수출에 지나지 않았다. 그러나 2020년 북미 시장 진입 방식은 기존과 다르다. 드라마는 단순 리메이크 판권 판매에서 나아가 오리지널 작품의 제작진이 직접 참여하는 구조로 변화하고 있다. 글로벌 OTT 사업자의 아시아 시장 진출에 따른 국내 콘텐츠 수급 경쟁도 본격화되는 양상이다. K-팝 아티스트는 현지 업체와 협업해 북미 현지 맞춤형 그룹으로 데뷔했다.

사드 사태 이후, 한국 콘텐츠 산업 내 중국 부재에 대한 우려가 높았다. 2020년은 중국을 넘어 세계 최대 시장인 북미 시장에 진출함으로써 새로운 판로를 개척해나갈 것이다. 당사에서는 글로벌 콘텐츠 업체로 도약하는 스튜디오드래곤(253450.KQ)를 최선호주로 제시한다. 스튜디오드래곤은 1) 드라마 '라이브' 미국 리메이크판 제작에 국내 제작진이 직접 참여할 계획이고, 2) 글로벌 OTT 넷플릭스와 제휴를 통해 안정적인 공급처를 확보했으며, 3) 미국 법인 설립을 통해 북미 시장 진출도 본격화 할 것으로 예상되기 때문이다.

2020년 OTT 대전(大戰)과 북미 시장 진출 본격화

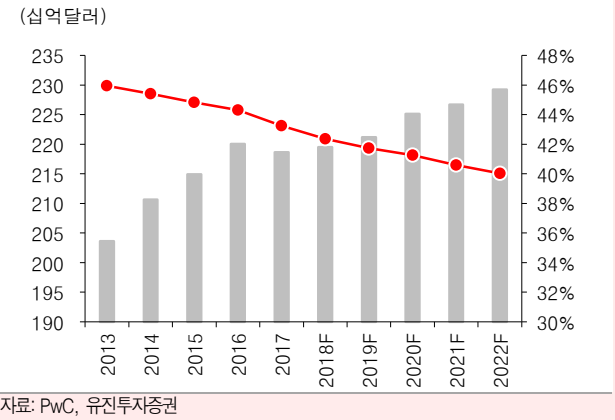
OTT 사업자 확대로 콘텐츠 수급 경쟁 확대: 넷플릭스와 국내 콘텐츠 업계의 계약도 중요한 변곡점임을 시사



자료: 유진투자증권

- 넷플릭스가 선점해온 글로벌 OTT 시장에 콘텐츠 사업자의 진출이 본격화. 북미 시장에서는 지난 11월 1일 애플TV+가 서비스를 시작했고, 디즈니 플러스도 같은 달 11일 OTT 사업을 개시
- OTT 서비스 경쟁은 향후 유럽을 지나 아시아 시장에서도 심화될 것으로 예상. 아시아 시장은 스마트폰 보급률이 여전히 확대되고 있는 지역이고, 배후 인구도 많기 때문에 규모의 경제가 필수인 OTT 플랫폼들이 시장 선점을 위해 경쟁할 것
- 세계 최대 OTT 사업자 **넷플릭스는 국내 콘텐츠 확보를 위해 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리와 콘텐츠 수급을 위한 계약을 체결**함

한국 콘텐츠, 세계 최대 미디어 시장인 미국을 공략한다

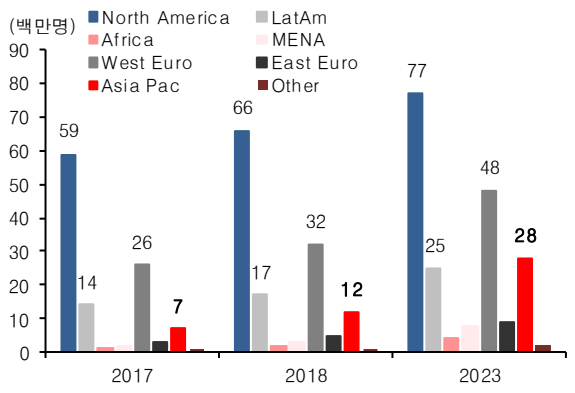


자료: PwC, 유진투자증권

- 미국의 방송시장은 전세계에서 가장 큰 비중을 차지. 전세계 방송 시장 규모 합산에서 미국이 차지하는 비중만 43%(2017년 기준)으로 압도적인 규모를 자랑
- 미국의 전세계 음악 시장 비중도 약 37% 수준(2017년 기준)으로 최대 규모임. 과거와 달리 K-pop이 인지도 확대와 주류 음악 장르로 인정받는 과정에 있음
- **현지 드라마 제작, 북미향(向) 그룹 데뷔 등 미국 시장 진출**을 통한 새로운 판로 개척 이뤄질 것

드라마

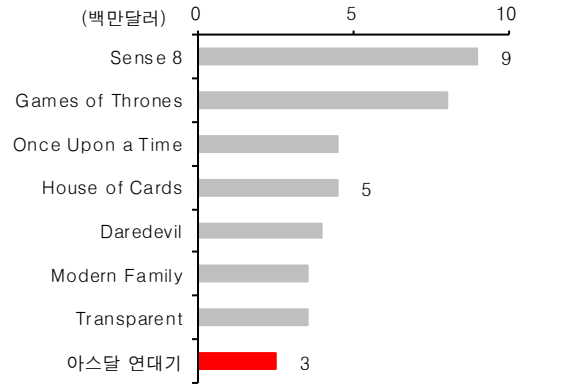
넷플릭스 지역별 가입자 전망: 아시아 지역의 성장성이 높을 것



자료: Digital TV Research, 유진투자증권

- 글로벌 OTT를 표방하는 디즈니는 2020년 상반기 유럽 시장으로 진출 국가를 확대, 아시아에는 2021년에 진출할 것으로 예상
- 콘텐츠 수급은 신규 시장 진출에 약 6개월 정도 선행. 따라서 2020년 하반기에는 아시아 진출을 위한 콘텐츠 수급이 이뤄질 것
- 한국 드라마는 아시아에서 수요가 많고, 선진국 콘텐츠 대비 가격 경쟁력도 확보. 따라서 넷플릭스는 글로벌 OTT의 **아시아 진출과 함께 확대될 한국 콘텐츠 수급 경쟁에서 우위를 점하기 위한 전략적 선택**이 필요했음

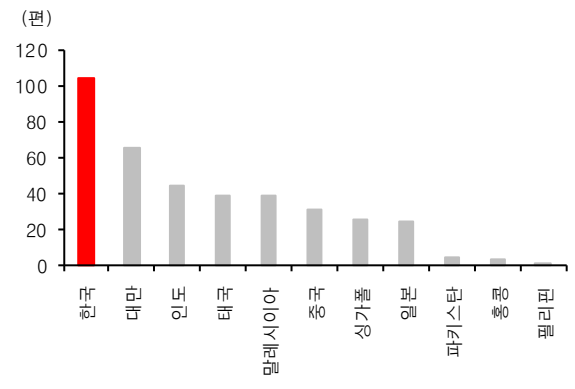
미국 드라마 대비 한국 대작 드라마의 제작비는 현저히 낮아 가격 경쟁력 확보



자료: OnStride, 유진투자증권

- 국내에 잘 알려진 미국 드라마의 회당 평균 제작비는 40억원 수준. 한 시즌(10편이라 가정)의 미국 드라마가 만들어지는데 투입되는 제작비는 400억원을 상회
- 반면 한국 드라마 최다 제작비가 들어간 작품인 '아스달 연대기'는 총 18부작에 540억이 투입됨. 이를 회당 제작비로 보면 30억원에 불과함
- 한국 콘텐츠는 투자비를 집행해야 하는 글로벌 OTT 사업자 입장에서는 **가격 경쟁력과 흥행성을 확보한 매력적인 상품**임

넷플릭스 플랫폼 내 국가별 드라마 편수: 한국 드라마 비중 압도적

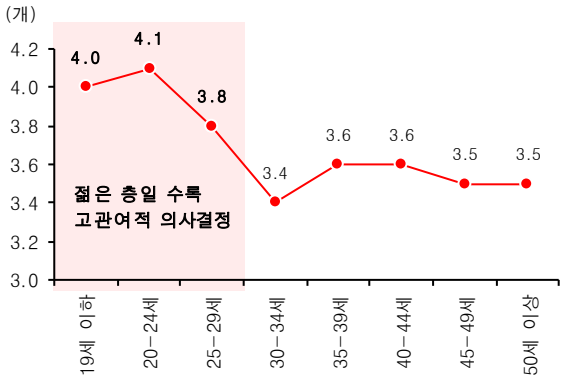


자료: 언론종합, 유진투자증권
주: 2019.11.11 미국 기준, 국가별 시청 가능한 작품은 상이할 수 있음

- 넷플릭스는 한국에서 제작돼 TV를 통해 방영됐던 기존 작품의 판권을 구입해 공개한 사례는 많음. 2019년에는 넷플릭스 오리지널 드라마 '킹덤'이 방영됐음
- 드라마 '킹덤'은 한국 드라마가 아시아 지역뿐만 아니라 글로벌에서도 흥행할 수 있다는 것을 입증한 대표작
- 넷플릭스 플랫폼 내 국가별 드라마를 보면, 한국 드라마 비중 가장 높아. 이미 한국 콘텐츠 라이브러리 확보가 빠르게 진행중인 상황. **향후 경쟁사업자 진출시 국내 구작 드라마의 판매 단가 상승도 가능**할 것

영화

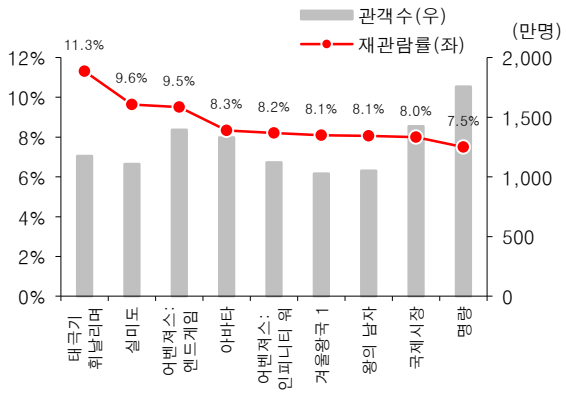
연령별 영화 관람 전 '찾아보는 정보의 수' 비교: 영화관에 가는 결정은 고관여적 의사결정



자료: CGV리서치센터, 유진투자증권

- 영화관에서 영화를 소비하는 것은 TV를 시청하는 것과 다름. 소비자들은 영화관에 가기 전, 어떤 영화를 시청할지 선택하기 위해 다양한 정보를 수집하고, 영화관에 직접 가는 행위를 수반. 따라서 **영화는 소비자의 입장에서 고관여적 의사결정**
- 영화관에 가는 것은 영화관만이 제공할 수 있는 경험적 이해가 있기 때문. 이는 스크린 크기, 음질, 어두운 환경 뿐만 아니라 주변의 사람들과 감정을 공유할 수 있는 경험과 같은 인문학적인 요소도 포함

N차 관람(중복관람)의 확대: 재관람을 통해 새로운 경험을 제공하는 스크린 확대 추세



자료: CGV리서치센터, 유진투자증권

- 반복적 소비(N차 관람)이 등장하고 있는 점도 주목. 스크린X(3면이 스크린), 아이맥스(일반 극장보다 큰 스크린 화면을 채우는 필름으로 촬영, 인간 시야 한계까지 영상으로 채워 몰입도 증가), 3D, 4D 등 스크린이 다변화됨
- 하나의 영화를 3D, 4D 등 **다양하게 소비할 수 있도록 해 N차 관람(중복관람) 확대** 추세임

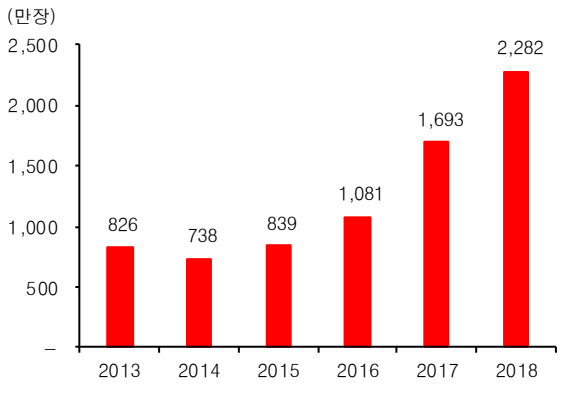
프리미엄 전략: 영화관에서 문화공간으로 맞춤형 서비스로 차별화



자료: 씨네Q

- 프리미엄 상영관을 확대하면서, 관객의 선택 폭도 확대되고 있다. 국내 1위의 극장 사업자인 CGV는 4DX, IMAX를 이외에 Sweetbox(커플석), Skybox(독립공간), Tempur Cinema(리클라이닝 침대), Cine de Chef, Cine & Foret 등 다양한 프리미엄 상영관을 보유
- 프리미엄 상영관은 관객들의 영화 소비 방식에 따라 원하는 상영관을 고를 수 있도록 선택지를 확대함으로써 관객들의 유인하는 요소가 될 것

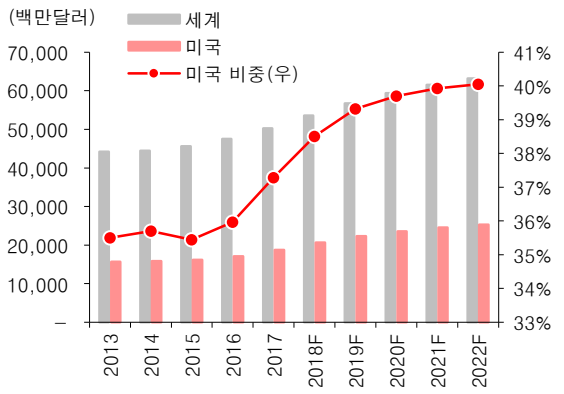
국내 앨범 판매량 추이



자료: 가온차트, 유진투자증권
주: 상위 400개 앨범 판매량 합산

- 가온차트 기준의 앨범판매량(상위 400위 합산)을 보면 2016년 이후, 급 성장중. 해당 데이터는 출고단위의 도매수량이 집계되므로 해외 소매상으로 넘어가는 판매량도 포함. 2016년 이후의 급성장에는 국내 **팬덤형 아티스트의 해외 인지도 상승 영향도 반영**
- 음원차트에 대한 산뢰도가 낮아지면서 앨범 판매량도 확대되는 추세임. K-pop의 특성상 팬덤간의 경쟁이 음반(물리적 앨범)으로 전이됐다고 판단. 자신이 응원하는 아티스트가 차트 상위권에 진입하는 것이 팬덤간의 인기를 비교하는 척도가 되기 때문

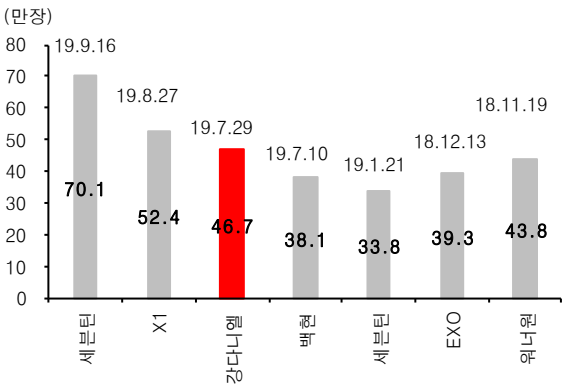
음악 산업 규모 세계 최대의 미국 시장 진출로 차세대 성장 동력 발굴할 것



자료: PwC, 유진투자증권

- K-pop이 미국에 진출을 추진한 것은 처음이 아님. 이미 보아, 원더걸스가 미국 시장의 문을 두드린 바 있음. 가수 싸이는 유튜브라는 글로벌 플랫폼에서의 흥행으로 서양 문화권에서 활동함
- 그러나 최근의 북미 시장 진출을 과거의 양상과는 분명 다름. **K-pop의 인지도 확대와 주류 음악 장르로 인정받는 과정에서 국내 엔터테인먼트 기업들도 미국 시장을 공략**하기 위한 맞춤형 그룹을 기획하고 있기 때문. 국내 최대 기획사 SM은 현지 음악 레이블과 함께 북미 시장 맞춤형 아티스트 'SuperM'을 데뷔시킴

초동 판매 경쟁 속 아티스트의 앨범 판매 호조세 이어질 것



자료: 가온차트, 유진투자증권

- 워너원의 강다니엘의 솔로 앨범은 역대 솔로 최고의 초동 앨범 판매량을 기록하는 한편, 솔로임에도 불구하고 전체 아이돌 초동 앨범 순위 10위를 기록. 이는 1인 기획사 설립 이후, 홀로서기를 시작하면서 법적 다툼까지 이어졌던 아티스트에 대한 팬들의 응원이 앨범 구입으로 표출됐다는 판단
- 팬덤의 성장에 따른 앨범 판매 증가도 있으나, 음원 차트에 대한 신뢰도 하락, 팬덤간의 경쟁적인 앨범 구매도 물리적 앨범 판매를 확대 중

콘텐츠 관련 주요 업체 Valuation Table

추천종목 및 관심종목

구분			스튜디오드래곤 (253450.KQ)	에스엠 (041510.KQ)	CJ CGV (079160.KS)	제이콘텐트리 (036420.KS)
투자의견 및 목표주가			BUY(유지) 91,000원(유지)	BUY(유지) 47,000원(유지)	BUY(신규) 47,000원(신규)	BUY(신규) 51,000원(신규)
현재주가(12/03)			77,300원	36,700원	36,700원	40,000원
시가총액			2조 1,718억원	8,605억원	7,766억원	5,763억원
실적	매출액 (십억원)	2018A	380	612	1,769	511
		2019F	480	686	1,951	538
		2020F	631	778	2,068	635
	영업이익 (십억원)	2018A	40	48	78	35
		2019F	41	49	117	57
		2020F	70	63	123	67
	지배주주순이익 (십억원)	2018A	36	31	(141)	18
		2019F	36	21	(8)	22
		2020F	57	39	8	27
성장성	매출액증가율(%)	2018A	32.4	67.6	3.2	21.6
		2019F	26.4	12.0	10.3	5.3
		2020F	31.4	13.5	6.0	17.9
	영업이익증가율(%)	2018A	21.0	336.4	(9.9)	4.2
		2019F	2.1	1.7	51.2	64.8
		2020F	72.6	30.6	4.6	17.5
	EPS증가율(%)	2018A	50.3	585.9	적지	162.6
		2019F	(0.2)	(34.9)	적지	6.1
		2020F	58.9	85.6	흑전	26.4
수익성	영업이익률(%)	2018A	10.5	7.8	4.4	6.8
		2019F	8.5	7.1	6.0	10.6
		2020F	11.1	8.2	5.9	10.6
	지배주주순이익률(%)	2018A	9.4	5.1	(8.0)	3.5
		2019F	7.5	3.1	(0.4)	4.1
		2020F	9.0	5.0	0.4	4.3
	ROE(%)	2018A	9.3	8.0	(67.0)	7.4
		2019F	8.5	4.6	(4.2)	6.2
		2020F	12.2	7.8	3.2	7.4
밸류에이션	PER(배)	2018A	72.3	38.3	-	31.7
		2019F	60.6	41.3	-	26.8
		2020F	38.1	22.3	94.6	21.2
	PBR(배)	2018A	6.5	2.8	7.8	1.9
		2019F	5.0	1.8	3.0	1.6
		2020F	4.4	1.7	3.0	1.5
	EV/EBITDA(배)	2018A	21.1	11.1	7.7	8.6
		2019F	14.0	5.6	7.4	12.6
		2020F	12.7	5.3	6.5	6.7

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2019.12.03 종가 기준

Contents

0. 들어가며 8

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

넷플릭스의 K-콘텐츠 확보

I. 드라마 9

1. 2019년 Review: OTT 오리지널 방영
2. 2020년 Preview: OTT의 국내 드라마 수급 경쟁

II. 영화 19

1. 2019년 Review: 유례없는 흥행?
2. 2020년 Preview: 경험을 제공하고 프리미엄으로 성장하라

III. 엔터 30

1. 2019년 Review: 다사다난(多事多難)
2. 2020년 Preview: 미국을 향하는 K-pop

IV. 결론 40

외부 환경의 변화

Appendix. 영화 산업 구조 43

기업분석 45

스튜디오드래곤(253450.KQ)

에스엠(041510.KQ)

CJ CGV(079160.KS)

제이콘텐트리(036420.KS)

0. 들어가며

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

넷플릭스의 K-콘텐츠 확보

한국 콘텐츠 가치 상승 시 국내 최대 드라마 제작사 '스튜디오드래곤'의 가치가 부각 될 것

글로벌 OTT 플랫폼 넷플릭스는 한국 콘텐츠 확보를 위한 공격적인 행보를 보였다. 한국 드라마 콘텐츠 수급을 위해 넷플릭스가 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리와 콘텐츠 공급 계약을 체결한 것이다. CJ ENM의 공시를 보면 2020년 1월 1일부터 3년간 총 21편 이상의 콘텐츠에서 넷플릭스와 협력을 진행한다고 밝혔다. 해당 협력은 1) 스튜디오드래곤의 넷플릭스 오리지널 드라마 제작 및 공급(콘텐츠 제작), 2) 스튜디오드래곤이 IP를 보유하고, CJ ENM이 유통권을 보유한 콘텐츠의 넷플릭스 판매(방영권 판매)다. 제이콘텐트리도 유사한 계약을 체결했다.

해당 계약은 넷플릭스가 국내 드라마를 선제적으로 확보하기 위한 전략이라 판단한다. 북미 시장에서는 신규 OTT 사업자 진출로 경쟁이 심화되고 있다. 향후 북미 시장의 경쟁이 완화되면, 글로벌 가입자 유치를 위해 아시아 시장 진출이 본격화 될 것으로 예상된다. 아시아 시장은 스마트폰 보급 확대, 소득 수준 향상으로 OTT 산업의 성장 여력이 높은 지역이다. 그리고 한국 드라마는 아시아 권역에서 인지도 및 흥행이 보장되는 콘텐츠다. 따라서 아시아 지역에서 OTT 사업자간의 경쟁이 심화되는 경우 한국 콘텐츠의 가치 상승이 예상된다.

OTT 플랫폼이 신규 지역에 서비스를 출시하기 약 6개월 전부터는 현지화를 위한 콘텐츠 수급 협상이 시작될 것으로 예상된다. 따라서 넷플릭스 외의 글로벌 OTT 사업자의 아시아 시장 진출을 보수적으로 2021년으로 추정하더라도 2020년 하반기에는 콘텐츠 수급 경쟁이 본격화될 것이다.

외부 환경 변화에 따라 한국 콘텐츠의 가치가 상승하고 있다. 아시아 시장을 중심으로 영향력을 확대해온 한국 드라마가 글로벌 OTT를 통해 글로벌로 진출을 확대하고 있다. 이로 인해 수혜가 예상되는 한국 최대 **드라마 제작사 스튜디오드래곤(253450.KQ, 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원)을 최선호주로 제시**한다.

I. 드라마

1. 2019년 Review: OTT 오리지널 방영

최초의 오리지널 한국 드라마 '킹덤' 방영

넷플릭스 한국 오리지널 드라마 '킹덤' 2019년 최초 공개

2019년 넷플릭스 오리지널 드라마 3편(킹덤, 첫 사랑은 처음이라서, 좋아하면 울리는)이 공개됐다. 2017년 영화 '옥자'로 시작됐던 한국 오리지널 콘텐츠 제작이 2019년 드라마로 확대됐다.

넷플릭스가 한국에서 제작돼 TV를 통해 방영됐던 기존 작품의 판권을 구입해 공개한 사례는 많다. 그러나 '킹덤'을 시작으로 넷플릭스에서만 볼 수 있는 한국 오리지널 콘텐츠를 확대하고 있다. 넷플릭스 오리지널 콘텐츠는 오직 넷플릭스 플랫폼에서만 볼 수 있는 콘텐츠로, 콘텐츠를 중심으로 경쟁하는 플랫폼 사업자에게는 차별화 포인트가 된다. 드라마 '킹덤'은 한국 드라마가 아시아 지역뿐만 아니라 글로벌에서도 흥행할 수 있다는 것을 입증한 대표 작이라는 점도 중요하다. 넷플릭스는 실적 발표에서 '킹덤'을 직접 거론하며, 글로벌 아시아 이외에서도 상당수준의 러닝타임이 있었음을 밝히기도 했다.

또한 제작사 입장에서는 넷플릭스가 투자비 전체를 투입하는 구조이기 때문에 방송국의 편성매출로 제작비를 100% 충당할 수 없는 구조보다 제작환경이 좋다. 플랫폼이 확대되면서 드라마 콘텐츠를 방영할 수 있는 물리적인 공간도 확대됐다. 또한 콘텐츠 제작을 영위하는 기업들이 방송국의 편성을 받기 위한 리스크도 낮아졌다. 따라서 방송 환경 변화에 대한 우려 없이 오롯이 콘텐츠 제작에만 모든 역량을 집중할 수 있는 환경이 마련됐다. 이로 인해 콘텐츠의 질적인 성장도 이뤄진 것이다.

2020년에도 '킹덤 시즌 2'를 비롯해, '보건교사 안은영', '나홀로 그대', '인간수업' 등의 공개가 예정되어 있다.

도표 1 넷플릭스, 1Q19 실적 발표에서 한국 오리지널 콘텐츠 '킹덤'을 직접적으로 언급

Our non-English language originals continue to be successful for us and we recently announced that Bela Bajaria, who has overseen some of our most successful scripted and unscripted titles, will now lead this programming category for original series in LatAm, EMEA and India. We premiered our first large scale Korean original series, *Kingdom*, in January. This period piece with zombies is our most successful season one show in Korea to date and has also been watched by millions of members outside of Korea with particularly strong viewing throughout Asia. *Durante la Tormenta* (aka *Mirage)* is a successful Spanish-language original film that debuted in the quarter and has seen broad viewing across the world.

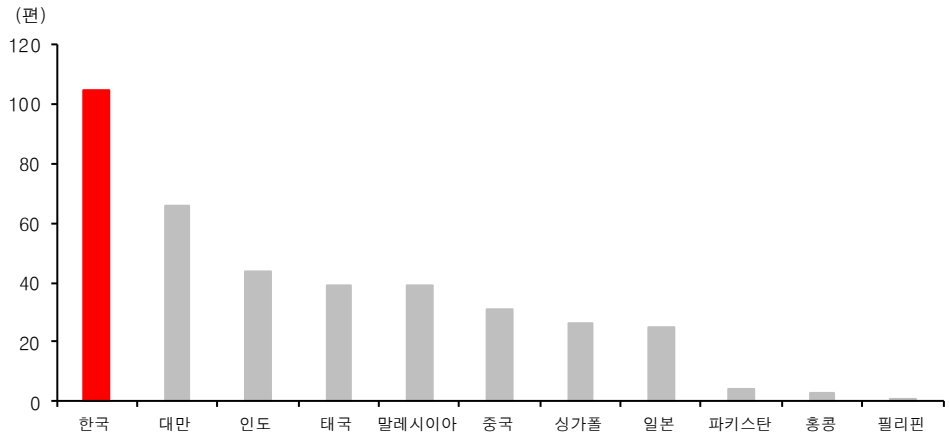
자료: Netflix, 유진투자증권

도표 2 드라마 킹덤 시즌 1 공개, 시즌 2 2020년 공개 예정



자료: 유진투자증권

도표 3 넷플릭스 플랫폼 내 국가별 드라마 편수



자료: 언론종합, 유진투자증권
주: 2019.11.11 미국 기준, 국가별 시청 가능한 작품은 상이할 수 있음

도표 4 넷플릭스 오리지널 한국 콘텐츠 목록

2017년

장르	제목	공개일	출연진	분량
영화	옥자	2017.06.29	안서현, 변희봉, 제이크 질렌할, 틸다 스윈턴	121분
예능	비스트마스터:최강자 서바이벌 한국편	2017.02.24	박경림, 서경석	시즌 2, 총 20회

2018년

장르	제목	공개일	출연진	분량
스탠드업 코미디	유병재: 블랙 코미디	2018.03.16	유병재	63분
스탠드업 코미디	유병재: B의 농담	2018.08.17	유병재	54분
예능	범인은 바로 너!	2018.05.04	유재석, 안재욱, 김종민	시즌 2, 총 20회
시트콤	YG전자	2018.10.05	승리, 유병재, 이재진	시즌 1, 총 8회
애니메이션	라바 아일랜드	2018.10.19	-	시즌 2, 총 26회

2019년

장르	제목	공개일	출연진	분량
드라마	킹덤	2019.01.25	주지훈, 배두나, 류승룡	시즌 1, 총 6회
드라마	첫 사랑은 처음이라서	2019.04.18	지수, 정채연, 진영	시즌 2, 총 16회
드라마	좋아하면 울리는	2019.08.22	김소현, 송강, 정가람	시즌 1, 총 8회
영화	페르소나	2019.04.11	이지은, 배두나, 박해수	89분
스탠드업 코미디	박나래: 농염주의보	2019.10.16	박나래	62분
애니메이션	출동! 유후 구조대	2019.03.15	-	시즌 2, 총 39회

공개예정

장르	제목	공개일	출연진	분량
드라마	보건교사 안은영	-	정유미, 남주혁	-
드라마	나홀로 그대	-	고성희, 윤현민, 최여진, 황찬성	-
드라마	인간수업	-	김동희, 정다빈, 최민수, 박혁권	-
드라마	오징어 게임	-	이정재	-
드라마	무브 투 헤븐	-	-	-

자료: 넷플릭스, 유진투자증권

OTT를 통한 글로벌 동시방영

글로벌 OTT 단일 판매로 전 세계 동시방영 가능

글로벌 OTT 사업자의 서비스 국가 확대로 단일 플랫폼 판매를 통해 전세계에 동시방영 할 수 있는 환경이 조성됐다. 2019년 인기리에 방영된 'SKY캐슬', '동백꽃 필 무렵'등의 작품은 방송으로 송출된 다음 날 해당 회차의 작품이 넷플릭스에 공개됐다. 넷플릭스 최초의 한국 오리지널 드라마인 '킹덤'은 2019년 1월 25일 시즌 1의 총 6화가 하루에 전부 공개됐다.

넷플릭스는 전 세계 190개 국가에서 1억 5,800만명 이상에게 동영상 스트리밍 서비스를 제공하고 있다. 글로벌 플랫폼 출시 이전에는 국내 방영 시점과 해외 방영 시점에서 큰 폭의 차이가 발생됐다. 국내에서 방영된 이후 재방영권을 국내 케이블TV, 해외 방송사가 구매하는 형태이기 때문에 최소 약 6개월이 소요되기 때문이다. 반면 넷플릭스가 판권을 구매한 콘텐츠는 최초 방영 이후 전세계 서비스 제공국가에 빠르게는 2시간 안에 실시간 공개가 가능하다. 넷플릭스가 구축한 서비스 플랫폼이 일종의 유통망처럼 작용하고, 콘텐츠 소비가 네트워크를 통해 이뤄지기 때문이다.

도표 5 넷플릭스 서비스 국가 현황



자료: Netflix

도표 6 넷플릭스 서비스 국가 현황



자료: 언론보도

2. 2020년 Preview: OTT의 국내 드라마 수급 경쟁

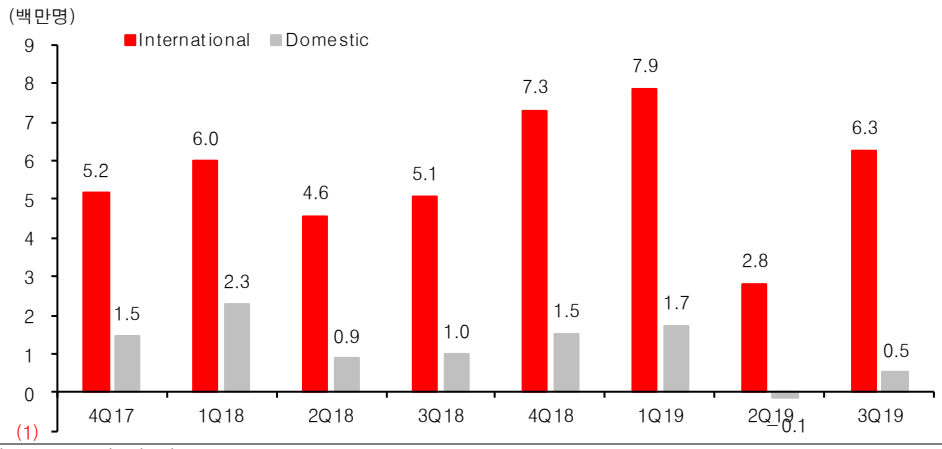
글로벌 OTT 아시아 진출 전 콘텐츠 수급 경쟁 확대

북미 시장 중심의 OTT 사업간의 경쟁이 글로벌 가입자 유치 경쟁으로 확대 될 것

글로벌 OTT를 표방하는 디즈니는 2020년 상반기 유럽 시장으로 진출 국가를 확대한다. 아시아 권역에는 2021년에 진출할 것으로 예상된다. 콘텐츠 수급은 신규 시장 진출에 약 6개월 정도 선행된다. 따라서 2020년 하반기에는 아시아 진출을 위한 킬러 콘텐츠 수급이 이뤄질 것이다.

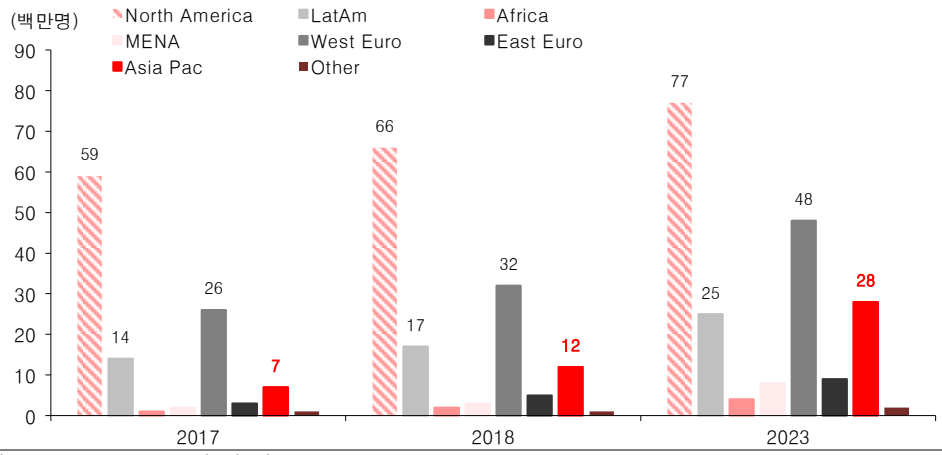
현재 넷플릭스 신규 가입자 중 92% 이상(3Q19 기준)이 미국 이외 지역에서 가입하고 있고, 미국 OTT 시장 경쟁이 안정되면, 아시아 시장으로 진출하는 OTT 사업자가 증가가 예상된다. 한국 드라마는 아시아에서 수요가 많고, 선진국 콘텐츠 대비 가격 경쟁력도 확보했다. 따라서 넷플릭스는 글로벌 OTT의 아시아 진출과 함께 확대될 한국 콘텐츠 수급 경쟁에서 우위를 점하기 위한 전략적 선택이 필요하다.

도표 7 넷플릭스 지역별 가입자 순증: 미국 외 지역 가입자 증가가 압도적으로 많아



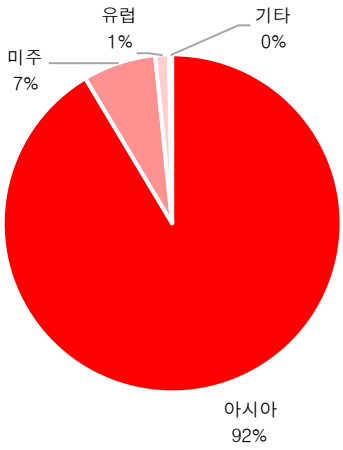
자료: Netflix, 유진투자증권

도표 8 넷플릭스 지역별 가입자 전망: 아시아 지역의 성장성이 높을 것



자료: Digital TV Research, 유진투자증권

도표 9 국내 방송사 프로그램 수출 지역별 비중



자료: 미래창조과학부, 방송통신위원회, 유진투자증권
주: 2013-2016 방송산업 실태조사 보고서 재편집

북미 시장 진출

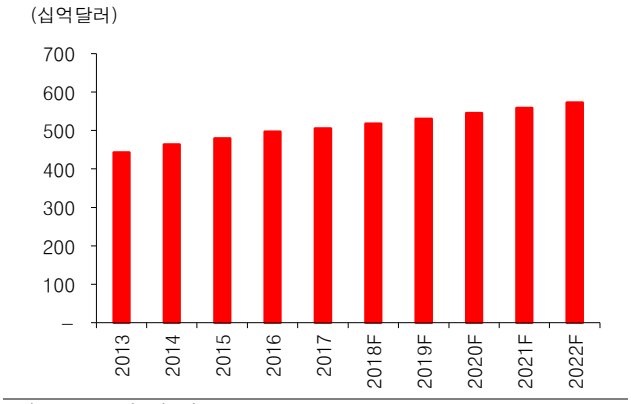
단순 수출이 아닌 직간접적 제작을 통한 북미 시장 공략

미국의 방송시장은 전세계에서 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 전세계 방송 시장 규모 합산에서 미국이 차지하는 비중만 43%(2017년 기준)으로 압도적인 규모를 자랑한다. 미국의 넓은 영토, 다양한 유료방송 사업자, 물가수준의 영향이 있지만 대규모 콘텐츠를 제작하는 역량까지 감안해서 보면 북미 시장의 스케일이 재확인된다.

국내에도 잘 알려진 미국 드라마의 회당 평균 제작비는 40억원을 상회한다. 평균 10회의 에피소드가 한 시즌을 이룬다고 가정하면, 한 편의 드라마가 만들어지는데 투입되는 제작비는 400억원을 상회한다. 반면 한국 드라마의 회당 평균 제작비는 역대 최다 제작비가 투입된 것으로 추정되는 '아스달 연대기'는 총 18부작에 540억원으로 가정하더라도, 회당 제작비는 30억원에 불과하다. 최근 한국 드라마 제작비 증가에도 불구하고 회당 제작비는 20억원을 넘지 않는 수준으로 파악된다.

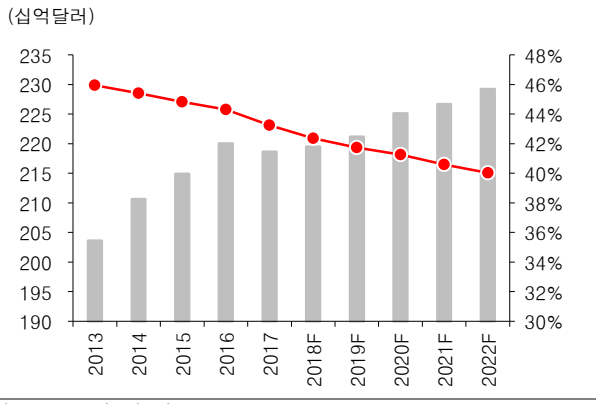
결국 북미 시장진출을 통해 공동제작으로 외주제작만을 진행하더라도, 경상이익만으로도 국내 드라마 제작보다 더 큰 규모의 이익을 확보할 수 있다. 현재 국내 최대 드라마 제작사인 스튜디오드래곤은 미국 현지 법인 설립을 비롯해, 미국 내 현지 작가 섭외를 통한 작품 기획을 추진하고 있다. 또한 국내 드라마 '라이브'의 리메이크 제작에도 단순 판권판매에서 더 나아가 오리지널 작품의 제작진이 직접 참여하는 형태로 협업을 추진하고 있다. 해당 계획이 실제 제작으로 이어지게 되면, 미국 드라마 제작이라는 레퍼런스를 확보한다는 측면에서 미국 시장 진출의 기틀도 마련하게 된다.

도표 10 전 세계 방송 시장 규모 추이 및 전망



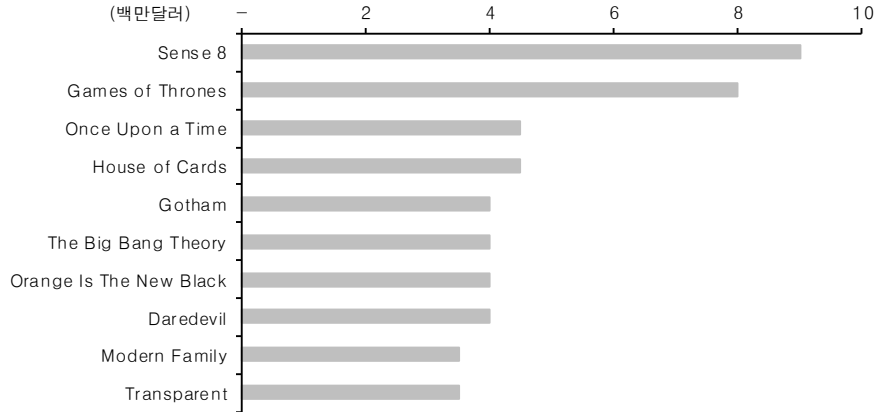
자료: PwC, 유진투자증권

도표 11 미국 방송 시장 규모 및 전 세계 시장 내 비중



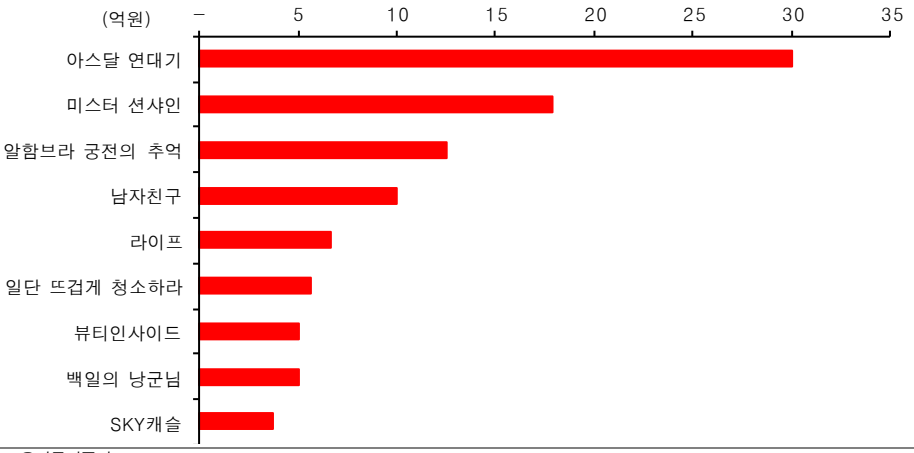
자료: PwC, 유진투자증권

도표 12 미국 드라마의 회당 평균 제작비 비교



자료: OnStride, 유진투자증권

도표 13 한국 드라마의 회당 평균 제작비 비교



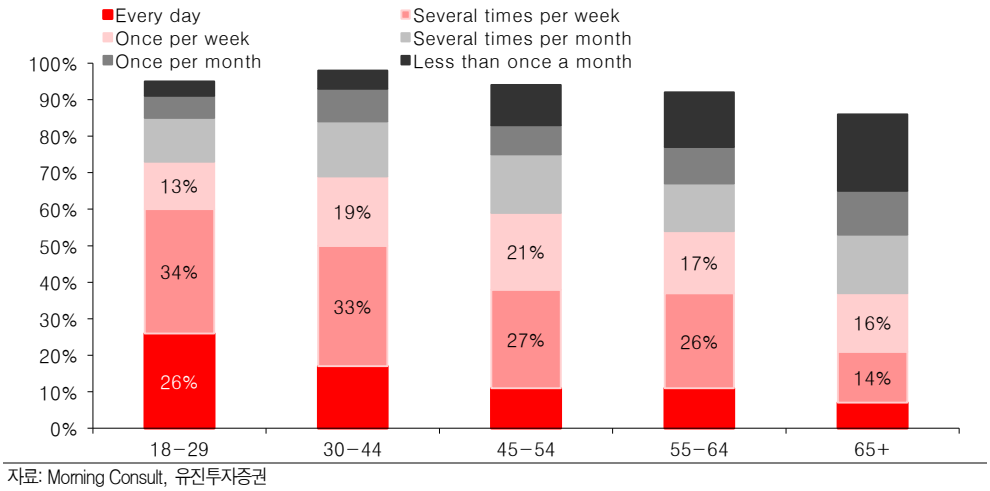
자료: 유진투자증권

스탠드 얼론 에피소드

하나의 세계관을 공유하는 스탠드 얼론 콘텐츠 제작 기대감

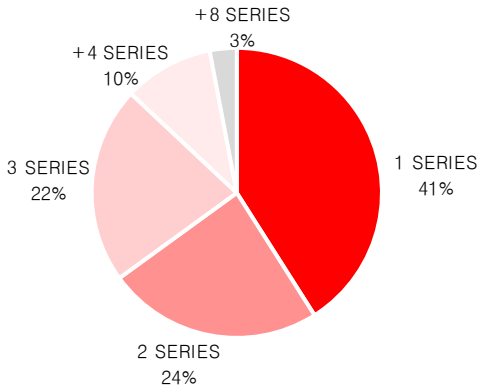
OTT 플랫폼의 증가와 모바일 기기의 확산으로 미디어의 소비 방식도 변화했다. 더 이상 시청자는 실시간으로 방송을 시청할 필요가 없다. 언제, 어디서나 원하는 때에 손쉽게 콘텐츠를 골라 시청할 수 있는 환경이 조성됐기 때문이다. 이러한 환경적 변화에 맞춰 나온 새로운 콘텐츠 소비 방식이 '빈지 워칭(Binge Watching)'이다. 빈지워칭이란 수 많은 콘텐츠를 주말이나 휴일 등 특정한 시간에 연속해서 몰아보는 시청 방식을 일컫는다. 넷플릭스의 일부 콘텐츠는 최초 공개일에 시즌 전편을 한번에 공개하고, TV, PC, 스마트폰 등 모든 스마트 기기에서 연동해서 볼 수 있는 환경도 제공한다. 반면, 연속형 콘텐츠를 몰아볼 수 있는 환경에서 다음 회차를 이어봐야 한다는 부담감이 작용할 것이란 우려도 공존한다.

도표 14 미국의 연령별 빈지 워칭 수준



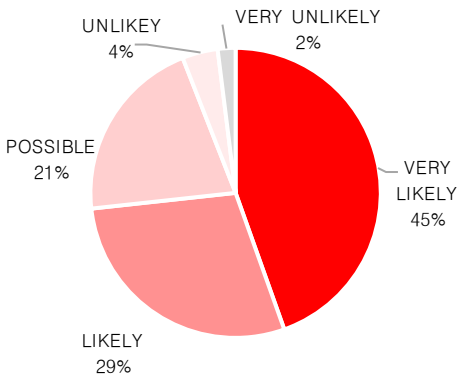
자료: Morning Consult, 유진투자증권

도표 15 빈지 워칭 시 한번에 시청하는 콘텐츠 수



자료: Tech Crunch, 유진투자증권

도표 16 시즌 미완성시 향후 이어볼 가능성 높아



자료: Tech Crunch, 유진투자증권

연속 콘텐츠에 대한 부담을 해소하기 위해 현재 확대되고 있는 콘텐츠가 '스탠드 얼론'이다. 기존의 TV 프로그램이 에피소드별로 직렬로 이어진 이야기를 전개해 나가는 것과 달리 '스탠드 얼론'은 하나의 에피소드가 다음 에피소드와 직접적으로 연결되지 않는다. 하나의 시즌 안에서 출연하는 인물의 특징, 배경의 설정은 동일하지만 특정 사건이나 이야기를 다루는 에피소드가 개별적으로 존재하도록 만드는 것이다. 일종의 옴니버스 식으로 구성하는 콘텐츠다. 미국에서 선풍적인 인기를 끌었던 '기묘한 이야기(Stranger Things)'나 '친애하는 백인 여러분(Dear White People)'이 대표적이다.

아직 국내 드라마는 '스탠드 얼론'으로 제작됐다고 정의한 작품은 없다. 그러나 tvN의 응답하라 시리즈는 스탠드 얼론의 전 단계로 볼 수 있는 요소가 있다. 큰 틀에서 각각의 시리즈임에도 불구하고 이전 시리즈의 출연진이 다음 시리즈에 출연함으로써 하나의 세계관을 공유하고 있기 때문이다.

도표 17 '응답하라 1997'의 주인공이 '응답하라 1994'에 출연하면서 하나의 세계관을 공유



자료: tvN

II. 영화

1. 2019년 Review: 유례없는 흥행?

흥행작 다수 포진한 반면 성수기는 부진

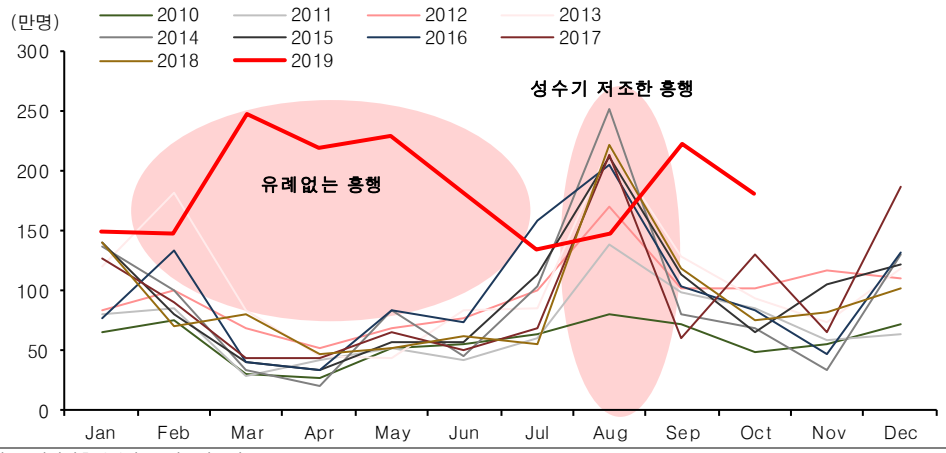
유례없는 흥행이란 평가보다는 개별 영화의 흥행이 중요

한국 영화의 최대 성수기는 7~8월 여름 방학을 포함하고 있는 3분기다. 더운 날씨에 실내 활동이 증가하고, 여름 계절적 특수와 추석 특수까지 더해지기 때문이다. 그러나 2019년 박스오피스는 예년과는 시작부터 다른 양상이었다.

2019년 1월 개봉된 영화 '극한직업'은 1,626만명의 관객을 동원하며 역대 박스오피스 순위 2위를 기록했다. 3월에만 '캡틴 마블'이 554만명의 관객을 동원하면서 1분기 영화 관객수 성장(+7.4% yoy)을 견인했다. 2분기가 시작된 4월에는 '어벤져스:엔드게임'이 개봉했고, 1,392만명의 관객을 동원했다. 동시에 칸 영화제 황금종려상을 수상한 '엑시트'가 5월 말 개봉하면서 2분기에만 958만명의 관객을 디즈니 애니메이션의 실사판 영화 '알라딘'도 3분기에만 827만명을 동원했다. 이에 따라 2분기 관객수는 5,425만명(+20.4% yoy)을 기록했다. 3분기는 '스파이더맨:파 프럼 홈'과 '엑시트'가 각각 800만명, 941만명을 동원했다. 반면 최대 성수기를 맞아 개봉한 '봉오동 전투', '나랏말싸미'는 흥행에 실패했다.

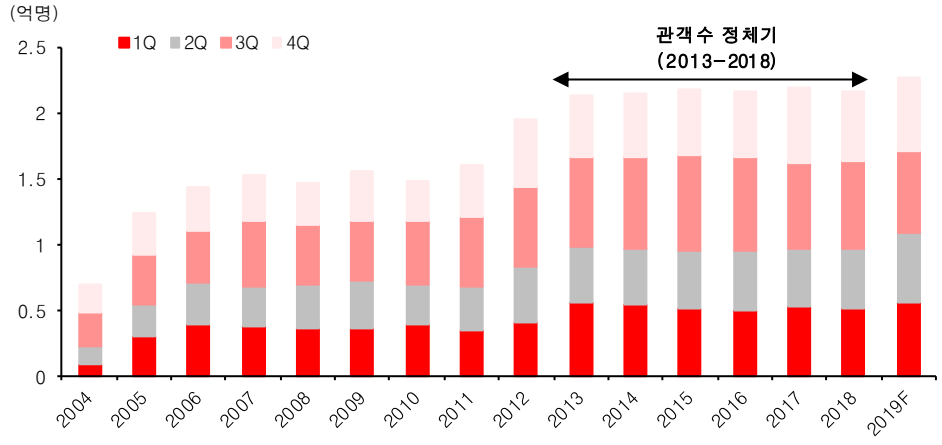
결과적으로 2019년의 박스오피스는 영화 산업에서 절대적인 성수기나 비수기가 없다는 것을 확인시켜줬다. 영화의 흥행은 개봉의 시기와 무관하다. 결국 영화라는 콘텐츠의 질적인 성장과 다양한 소재를 통해 관객을 극장으로 이끄는 것이 중요하다.

도표 18 월별 관객수 추이, 2019년 유례없는 흥행과 성수기 부진 공존



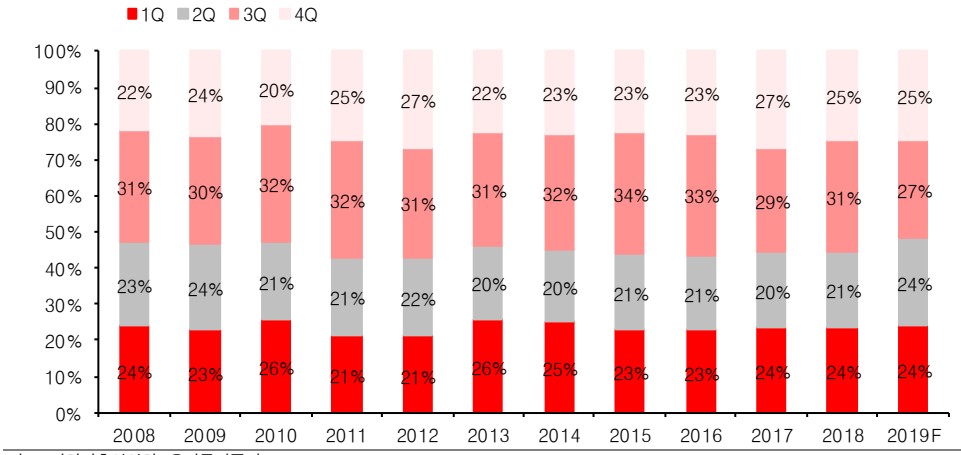
자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 19 연도별 영화 관람객수 추이



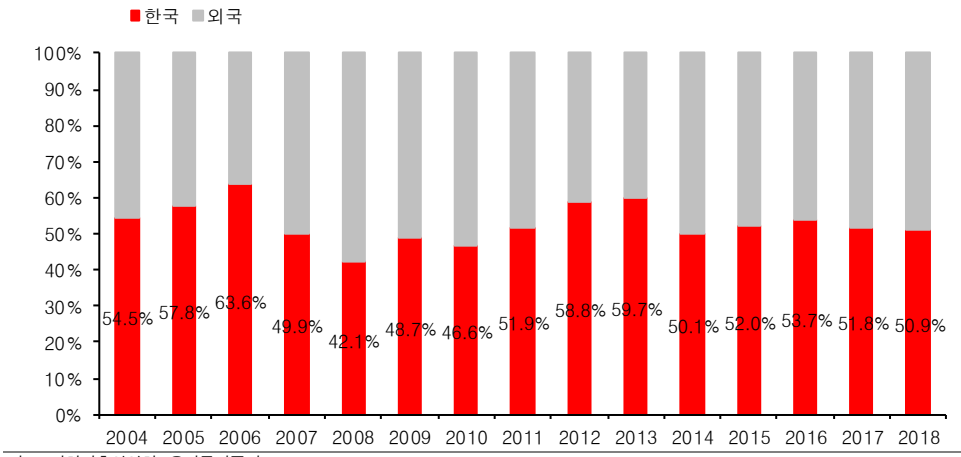
자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 20 연도별 극장 관람객수 분기별 비중



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 21 연도별 외화/내화 비중



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 22 역대 박스오피스 (관객수 기준)

순위	영화명	개봉일	매출액	관객수	대표국적	배급사
1	명량	2014-07-30	135,757,221,810	17,615,658	한국	씨제이이앤엠(주)
2	극한직업	2019-01-23	139,649,129,516	16,265,174	한국	씨제이이앤엠(주)
3	신과함께-죄와 벌	2017-12-20	115,707,627,637	14,411,775	한국	롯데쇼핑㈜롯데엔터테인먼트
4	국제시장	2014-12-17	110,942,451,730	14,263,578	한국	씨제이이앤엠(주)
5	어벤져스: 엔드게임	2019-04-24	122,182,694,160	13,934,592	미국	월트디즈니컴퍼니코리아 유한책임회사
6	베테랑	2015-08-05	105,170,856,250	13,414,484	한국	씨제이이앤엠(주)
7	아바타	2009-12-17	125,304,346,000	13,338,863	미국	주식회사 해리슨앤컴퍼니,이십세기폭스코리아(주)
8	도둑들	2012-07-25	93,672,361,700	12,984,692	한국	(주)쇼박스
9	7번방의 선물	2013-01-23	91,433,836,670	12,811,537	한국	(주)넥스트엔터테인먼트월드(NEW)
10	암살	2015-07-22	98,468,435,781	12,706,819	한국	(주)쇼박스
11	알라딘	2019-05-23	106,951,573,359	12,551,784	미국	월트디즈니컴퍼니코리아 유한책임회사
12	광해, 왕이 된 남자	2012-09-13	88,912,983,469	12,324,002	한국	씨제이이앤엠(주)
13	신과함께-인과 연	2018-08-01	102,677,675,409	12,276,350	한국	롯데컬처웍스(주)롯데엔터테인먼트
14	택시운전사	2017-08-02	95,871,287,649	12,189,654	한국	(주)쇼박스
15	부산행	2016-07-20	93,187,289,548	11,567,644	한국	(주)넥스트엔터테인먼트월드(NEW)
16	변호인	2013-12-18	82,872,468,788	11,374,895	한국	(주)넥스트엔터테인먼트월드(NEW)
17	해운대	2009-07-22	81,027,925,000	11,324,958	한국	씨제이엔터테인먼트
18	어벤져스: 인피니티 워	2018-04-25	99,926,399,769	11,212,710	미국	월트디즈니컴퍼니코리아 유한책임회사
19	괴물	2006-07-27	66,717,700,300	10,917,400	한국	(주)쇼박스
20	왕의 남자	2005-12-29	66,018,145,400	10,513,976	한국	(주)시네마서비스
21	어벤져스: 에이지 오브 울트론	2015-04-23	88,585,537,366	10,494,840	미국	월트디즈니컴퍼니코리아(주)
22	인터스텔라	2014-11-06	82,669,061,000	10,309,432	미국	워너브러더스 코리아(주)
23	겨울왕국	2014-01-16	82,461,504,400	10,296,101	미국	소니픽쳐스릴리징월트디즈니스튜디오스코리아(주)
24	기생충	2019-05-30	85,877,324,245	10,084,520	한국	씨제이이앤엠(주)
25	보헤미안 랩소디	2018-10-31	86,280,975,785	9,948,386	미국	이십세기폭스코리아(주)
26	검사외전	2016-02-03	77,320,403,264	9,707,581	한국	(주)쇼박스
27	엑시트	2019-07-31	79,215,383,162	9,423,100	한국	씨제이이앤엠(주)
28	설국열차	2013-08-01	67,026,842,200	9,352,448	한국	씨제이이앤엠(주)
29	관상	2013-09-11	66,009,826,500	9,135,806	한국	(주)쇼박스
30	아이언맨 3	2013-04-25	70,809,259,500	9,001,679	미국	소니픽쳐스릴리징월트디즈니스튜디오스코리아(주)
31	캡틴 아메리카: 시빌 워	2016-04-27	72,679,892,327	8,678,117	미국	월트디즈니컴퍼니코리아(주)
32	해적: 바다로 간 산적	2014-08-06	66,372,140,706	8,666,208	한국	롯데쇼핑㈜롯데엔터테인먼트
33	수상한 그녀	2014-01-22	62,720,049,849	8,660,530	한국	씨제이이앤엠(주)
34	과속스캔들	2008-12-03	53,801,341,400	8,223,342	한국	롯데쇼핑㈜롯데엔터테인먼트
35	국가대표	2009-07-29	57,570,773,000	8,035,181	한국	(주)쇼박스

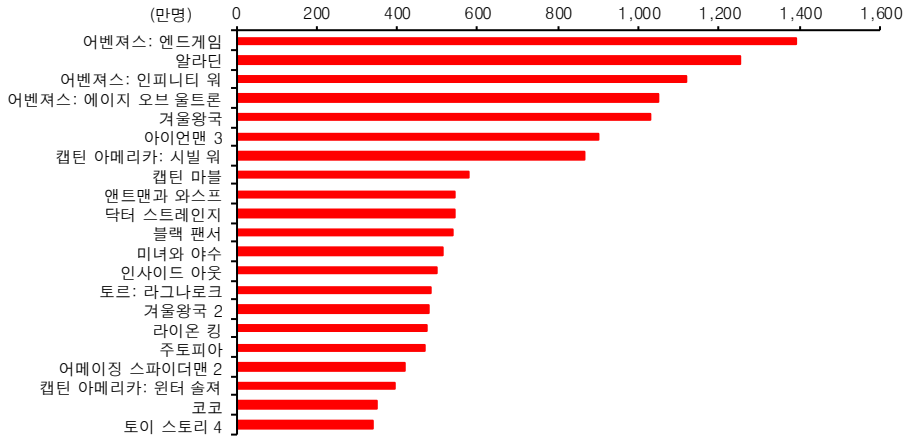
자료: 유진투자증권
주: 2019.11.30 기준

디즈니와 DC까지 흥행

한국 박스오피스 역대 200위를 뽑아 보면, 디즈니가 배급한 영화가 동원한 국내 관객수는 1억 4217만명이다. 이중 2019년의 비중(10월까지 누적기준, 겨울왕국 2 제외)만 32%에 달한다.

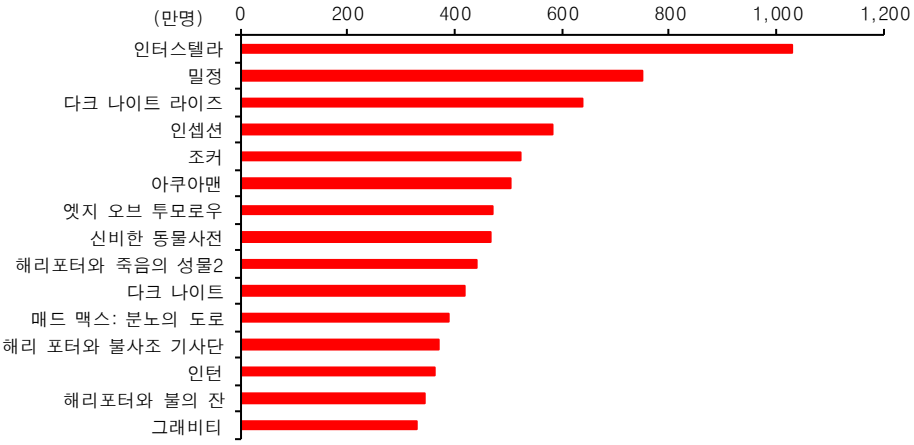
DC의 영화 '조커'는 2019년 전세계 박스오피스에서 흥행 기록을 이어나갔다. 역대 북미 박스오피스에서는 R등급(17세 미만 부모/보호자 동반, 국내 18세 이상과 유사) 영화 사상 최고 흥행작으로 자리매김했다. 국내에서는 워너 브라더스가 배급한 국내 영화를 제외하고 DC 유니버스의 흥행으로만 보면 2019년 10월 기준으로 2위를 기록했다. 마블 유니버스 대비 DC 유니버스의 팬덤이 부진한 한국에서 유니버스의 특정 인물만을 그렸음에도 흥행에 성공한 것이다.

도표 23 역대 디즈니 영화 관객 수 현황



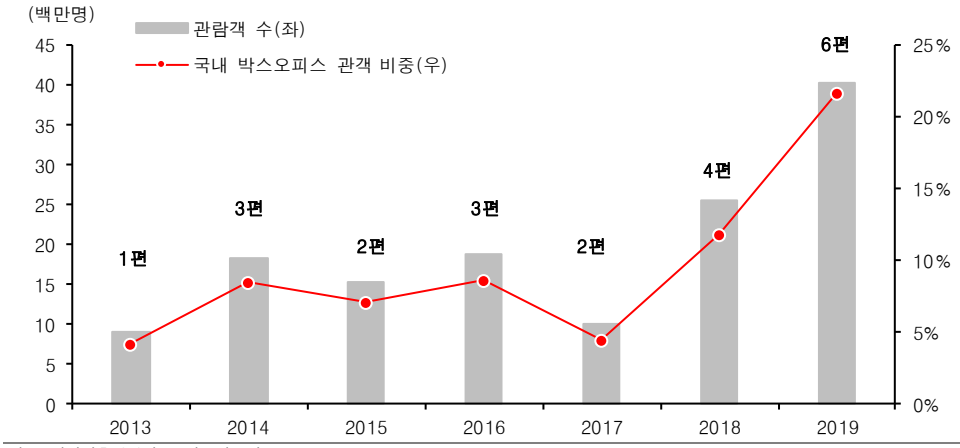
자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 24 역대 워너 브라더스(DC) 영화 관객 수 현황



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 25 연도별 디즈니 영화의 전체 관객수 및 비중



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

2. 2020년 Preview: 경험을 제공하고 프리미엄으로 성장하라

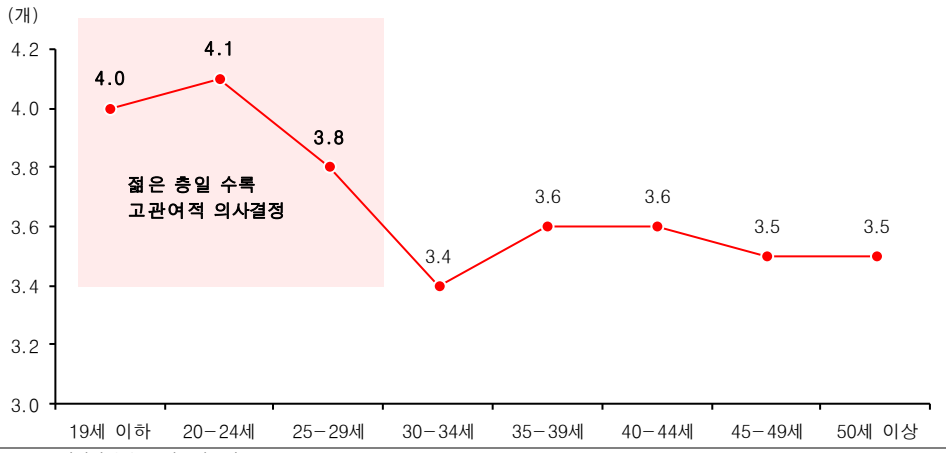
경험을 소비하는 시대

극장에서의 영화 관람은 콘텐츠 소비가 아닌 경험을 소비하는 문화생활

영화관에서 영화를 소비하는 것은 TV를 시청하는 것과 다르다. 소비자들은 영화관에 가기 전, 어떤 여화를 시청할지 선택하기 위해 다양한 정보를 수집한다. 그리고 영화관에 직접 가는 행위를 수반한다. 따라서 영화는 소비자의 입장에서 고관여적 의사결정이 된다.

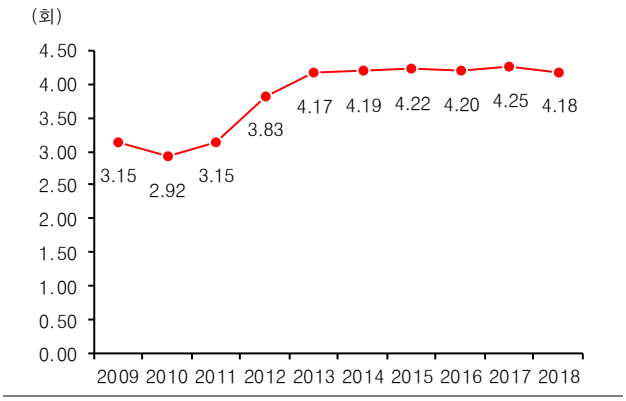
영화를 소비할 수 있는 방법이 VTR, DVD, VOD, 블루레이, OTT까지 다양하게 확대됐다. 이제 영화는 반드시 극장에서 봐야한다는 인식이 사실상 사라졌다. 그럼에도 불구하고 사람들은 영화관을 찾아가고, 여전히 영화관에서 영화를 소비하고 있다. 더군다나 한국의 1인당 영화관람 횟수는 전세계 최고 수준을 자랑한다.

도표 26 연령별 영화 관람 전 '찾아보는 정보의 수' 비교



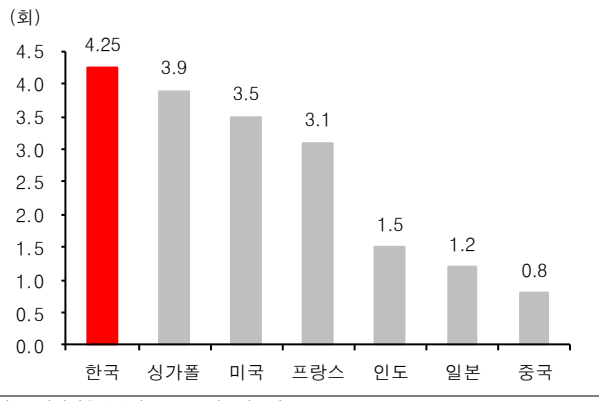
자료: CGV리서치센터, 유진투자증권

도표 27 한국 연도별 영화 관람 횟수



자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

도표 28 주요 국가별 영화 관람 횟수, 한국 최상위권



자료: 영화진흥위원회, IHS, 유진투자증권
주: 2017년 기준

이는 영화관만이 제공할 수 있는 경험적 이해가 있기 때문이다. 가정의 TV 스크린이 대형화되고 홈시어터의 수준이 향상됨에도 불구하고 소비자는 대체 불가능한 경험적 소비를 인지하고 있다. 이는 단순히 영화관의 대형 스크린, 어두운 환경에 따른 집중도 향상, 고성능의 스피커 때문만은 아니다. 감정을 자극하는 장면에서 주변의 사람들과 감정을 공유할 수 있는 경험과 같은 인문학적인 요소도 포함한다.

국내 영화관에서 디즈니 애니메이션 '겨울왕국 2'를 상영하면서, 극장을 방문해 직접 영화를 관람한 사람만 가질 수 있는 특별한 티켓을 제공했다. 해당 티켓은 SNS를 통해 전세계 팬들로부터 큰 관심을 이끌었다. 이러한 요소들은 극장만이 제공할 수 있는 경험들 중 하나다.

또한 반복적 소비(N차 관람)이 등장하고 있는 점도 주목해야 한다. 영화관에서 관람했던 영화의 DVD를 사람들은 왜 구매해서 소장하려 했을까? 혹은 이미 본 영화임에도 불구하고 영화전문 채널에서 재송출 될 때 다시 관람한 경험이 있지 않은가? 아니면 매년 명절 특선 영화 리스틀 보고 재미있던 영화를 다시 본적이 있을 것이다.

도표 29 국내 극장에서 제공하는 겨울왕국 2 티켓



자료: Twitter

도표 30 메가박스의 오리지널 티켓 모습



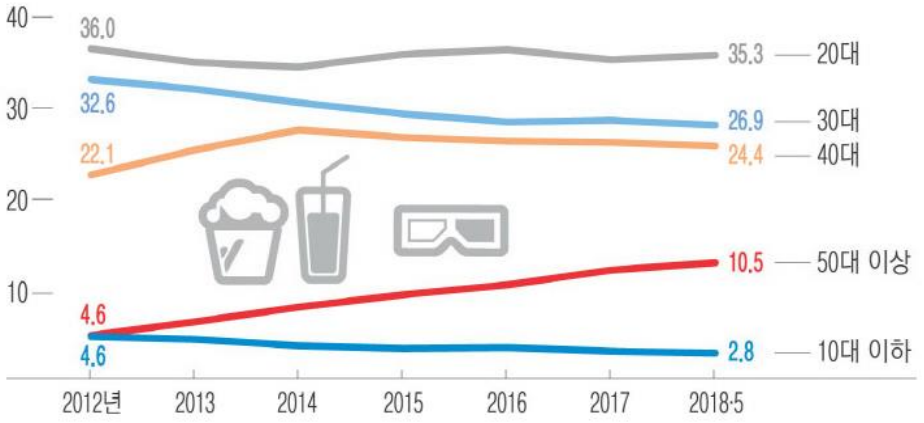
자료: 메가박스

Z세대를 영화관으로 이끈다

개인 기기를 통한 콘텐츠 소비가 익숙한 Z세대의 영화관 유인

연령별 관객 비중에서 Z세대가 차지하는 비중은 점차 둔화되고 있다. 극장 사업자를 비롯해 영화 관련 사업자 모두가 향후 영화 산업의 소비층이 축소되는 것을 우려하고 있다. Z세대는 기존의 세대들과 달리 영화를 선택할 때, 극장에서 볼 영화와 OTT를 통해 볼 영화를 애초에 구분 짓는다. 또한 유튜브를 통한 미디어 소비가 익숙한 만큼 리액션 영상을 통해 경험 자체도 간접적으로 소비하는 것도 익숙하다. 따라서 극장에서 영화를 시청하는 빈도가 낮아지면 낮아질수록, 극장만이 제공하는 독특한 경험적 학습이 어렵게 된다.

도표 31 극장 관객 연령대별 비중 (단위:%)



자료: CGV리서치센터(CGV 회원 대상)

이들을 극장으로 유인하기 위해 다양한 시도가 이뤄지고 있다. 10대 관람객을 이끌기 위한 싱어롱(같이 노래를 부르며 관람할 수 있는 상영 형태)상영, 응원상영(콘서트와 마찬가지로 응원봉을 들고 관람하는 형태)와 같이 사람들과 어울리며 관람할 때만 얻을 수 있는 경험을 제공하고 있다.

도표 32 싱어롱 상영 이벤트



자료: CGV

도표 33 2018 러시아 월드컵 응원상영 이벤트



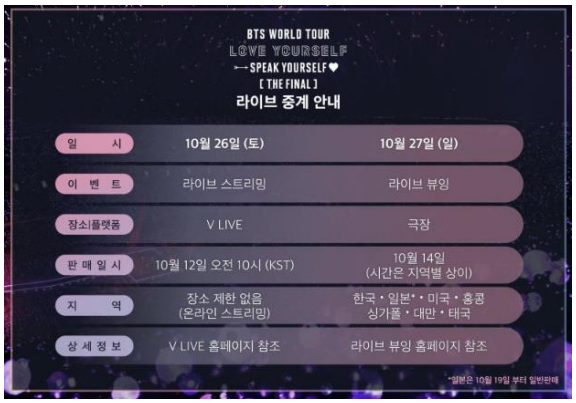
자료: 언론보도

극장에서 축구, 야구 등 스포츠 경기를 상영하고, K-pop 아티스트의 백스테이지 실황이나 콘서트를 실시간으로 시청할 수 있도록 하는 것들 모두가 Z세대를 영화관으로 이끌려는 시도다.

극장은 영화뿐만 아니라 주변 사람들과 공감하는 문화장소로서 접근 중

극장은 영화를 상영하기 위한 장소로 머물지 않는다. 극장의 스크린과 스피커를 활용한 다채로운 문화를 소비하는 공간으로 개념이 확대된다. 한국과 시차가 없는 일본 도쿄에서 2020년 올림픽이 개최된다. 2020년 한국 선수들의 활약과 함께 다채로운 스포츠 경기가 극장에서 생중계되고, Z세대의 경험의 소비로 영화관의 유입이 확대되는 발판이 마련될 것이다.

도표 34 BTS 콘서트 극장에서 실시간 중계



자료: Bighit

도표 35 온라인게임 '롤' 챔비언십 결승전 생중계



자료: 메가박스, 언론보도

스크린 다변화로 선택 폭 확대

다양한 스크린의 제공으로 N차 관람(중복관람) 비중 확대

경험을 소비하는 최근의 소비 트렌드에 맞춰 극장이 제공하는 서비스도 다양화됐다. 대형 스크린으로는 관객을 이끌 수 있는 유인이 부족하기 때문이다.

극장은 분명 영화관에서만 느낄 수 있는 경험을 제공해야 한다. 이에 맞춰 스크린X(3면이 스크린), 아이맥스(일반 극장보다 큰 스크린 화면을 채우는 필름으로 촬영, 인간 시야 한계까지 영상으로 채워 몰입도 증가), 3D, 4D 등 스크린을 다변화하고 있다.

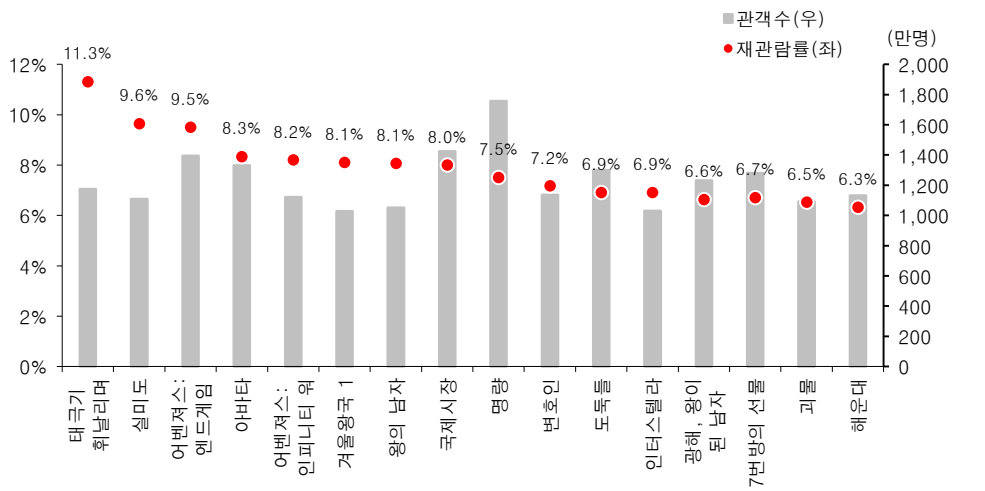
동일한 콘텐츠도 소비 방식에 따라 다른 경험을 선사함

영상뿐만 아니라 음향 특화 서비스도 제공된다. 메가박스는 MX 상영관을 통해 관객들에게 최고의 사운드를 제공한다. 또한 음성에 특화된 상영관인 만큼 오페라, 클래식 라이브 중계, 뮤지컬 등의 콘텐츠를 극장에서 서비스하고 있다. CGV도 사운드X 특별관을 운영하며 영상의 움직임과 소리의 방향과 거리를 완벽하게 재현하고 있다.

프리미엄 상영관을 확대하면서, 관객의 선택 폭도 확대되고 있다. 국내 1위의 극장 사업자인 CGV는 4DX, IMAX를 이외에 Sweetbox(커플석), Skybox(독립공간), Tempur Cinema(리클라이닝 침대), Cine de Chef, Cine & Foret 등 다양한 프리미엄 상영관을 보유하고 있다.

영화 소비가 개인 스마트 기기를 통해 개인화 되고 있다. 관객들의 소비 습관 변화에 맞춰, 외부 환경을 선택할 수 있도록 했기 때문에 관객들의 유입을 확대할 유인이 될 것이란 판단이다. 또한 하나의 영화를 3D, 4D 등 다양하게 소비할 수 있도록 해 N차 관람(중복관람) 확대에 따른 추가성장도 가능하다.

도표 36 주요 영화의 재관람률 현황



자료: CGV리서치센터, 유진투자증권

도표 37 일반 상영관과 프리미엄 상영관의 티켓 가격 비교

구분	1인당 티켓 가격(원)
일반 상영관	11,000
STARIUM	12,000
ScreenX	13,000
4DX	15,000
IMAX	15,000
SKYBOX	30,000
골드 클래스	35,000
TEMPUR CINEMA	45,000
CINE de CHEF Salon	45,000

자료: CJ CGV, 유진투자증권
주: 프라임 시간 기준, 일부 스크린은 상영관별 가격 상이

도표 38 3면을 활용한 스크린X 상영관



자료: CJ CGV

도표 39 음향 특화 MX 상영관



자료: 메가박스

도표 40 CGV 프리미엄 스크린 Tempur Cinema



자료: CJ CGV

도표 41 씨네Q 프리미엄 상영관



자료: 씨네Q

III. 엔터

1. 2019년 Review: 다사다난(多事多難)

외부 변수에 대한 논란

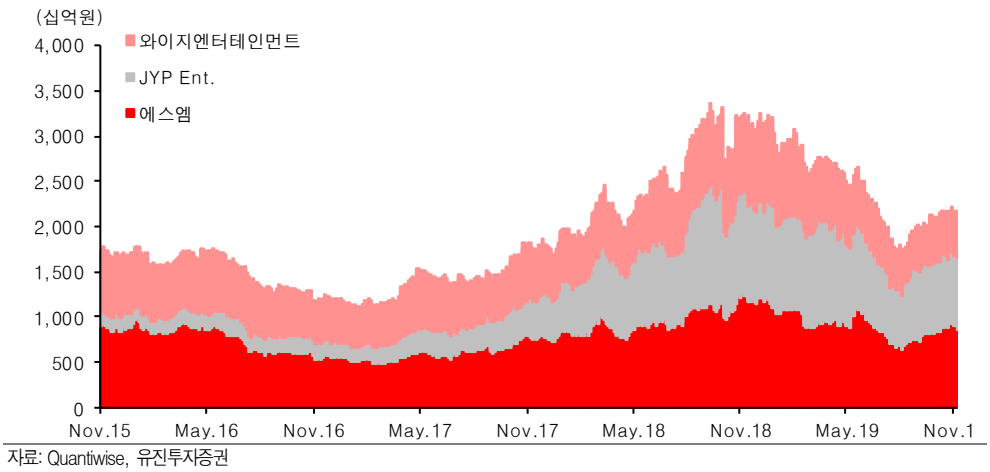
논란이 야기한 투자심리 악화

2018년 최대 주가상승을 보여줬던 엔터3사의 주가는 2019년 연초의 논란과 함께 급락으로 이어졌다. 빅뱅의 전 멤버인 승리 관련 스캔들을 시작으로, 정준영, 최종훈 등 중소엔터테인먼트 소속 아티스트까지 연루되면서 전반적인 업종에 대한 투자심리를 악화시켰다.

그러나 이는 외부변수로서 엔터 본업의 활동에 미치는 영향은 미미했다. 사건 이후로 앨범 발매, 콘서트 투어, 일본을 비롯한 해외 활동까지 문제가 발생한 부분은 없었다.

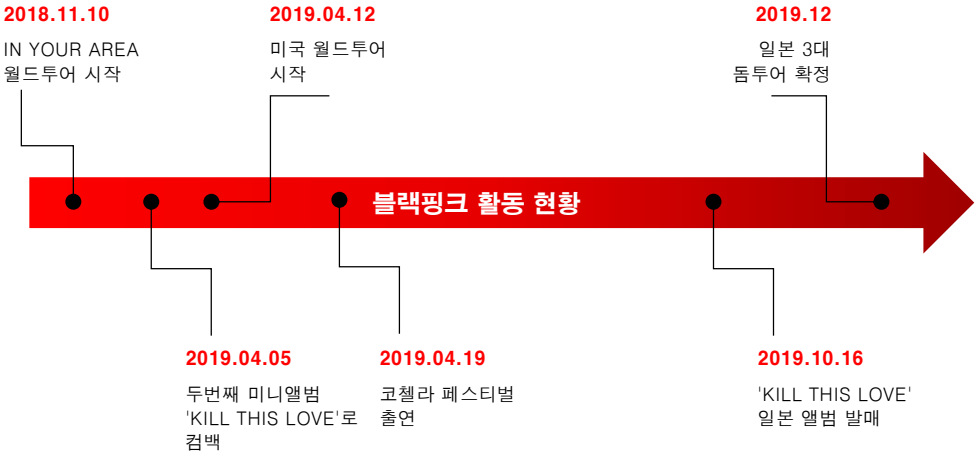
승리의 소속사였던 YG엔터테인먼트의 소속 아티스트의 활동에 미친 영향도 제한적이었다. 블랙핑크는 국내에서 유료 팬미팅을 차질 없이 진행됐고, 일본에서는 앨범도 발매됐다. 악동뮤지션은 멤버 찬혁의 전역 이후 앨범 발매 및 방송 출연도 예정대로 진행했다.

도표 42 엔터 3사 합산 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 43 YG 소속 블랙핑크 활동은 소속사 논란과 관계없이 진행



자료: 유진투자증권

도표 44 블랙핑크 일본 활동(10/18)



자료: Tweeter

도표 45 블랙핑크 국내 팬미팅 현장(9/21)



자료: 네이버 블로그

공개오디션 결과 조작

서바이벌 프로그램에 대한 시청자의 신뢰도 하락

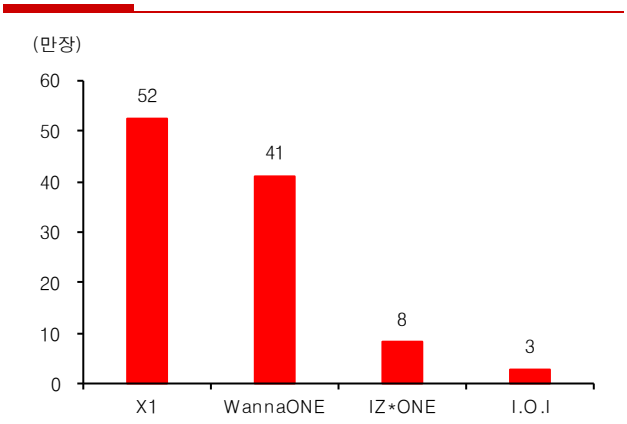
국민 오디션을 자칭했던 프로듀스 시리즈로 배출된 아티스트는 신인임에도 불구하고 데뷔 앨범의 파급력이 매우 컸다. 시즌 최초로 데뷔했던 워너원(WannaOne)의 데뷔 앨범의 초동 판매량은 41만장, 두 번째 시즌으로 데뷔한 아이오아이(I.O.I)의 초동 판매량 3만장, 세 번째 시즌 아이즈원(IZ*ONE)의 초동도 8만장, 네 번째 시즌의 엑스원(X1)의 초동은 52만장을 기록했다.

일반적으로 신인 그룹의 데뷔 앨범은 판매량이 많지 않다. 일정 수준의 팬덤을 확보할 때까지 최소 2년이상의 시간이 소요되기 때문이다. 현재 정상급 아티스트로 평가되는 방탄소년단(BTS), 엑소(EXO), 소녀시대, TWICE(트와이스)와 프로듀스 시리즈로 데뷔한 아티스트의 앨범별 초동 판매량을 비교해보면, 공개오디션 프로그램의 팬덤 확대에 대한 기여를 확인할 수 있다.

그러나 시청자의 투표를 통해 데뷔 멤버를 선별했다는 국민 투표가 조작 논란에 휩싸였다.

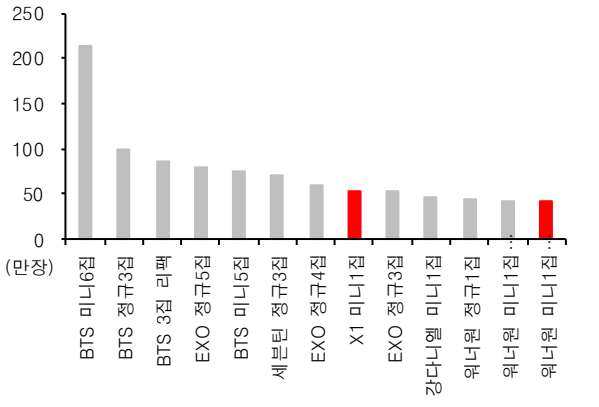
현재 관련 내용에 대한 조사가 진행중에 있으나, 방송 프로그램을 전반과 특히 오디션 프로그램에 대한 시청자들의 신뢰는 완전히 무너져 내렸다. 이제 기존의 전화, 모바일, PC 투표를 통한 서바이벌 오디션 프로그램의 추가 제작은 사실상 불가능하다. 신인 아티스트의 효과적인 마케팅 수단 하나가 사라진 것이다.

도표 46 프로듀스 시즌 별 아티스트 데뷔 앨범 판매량



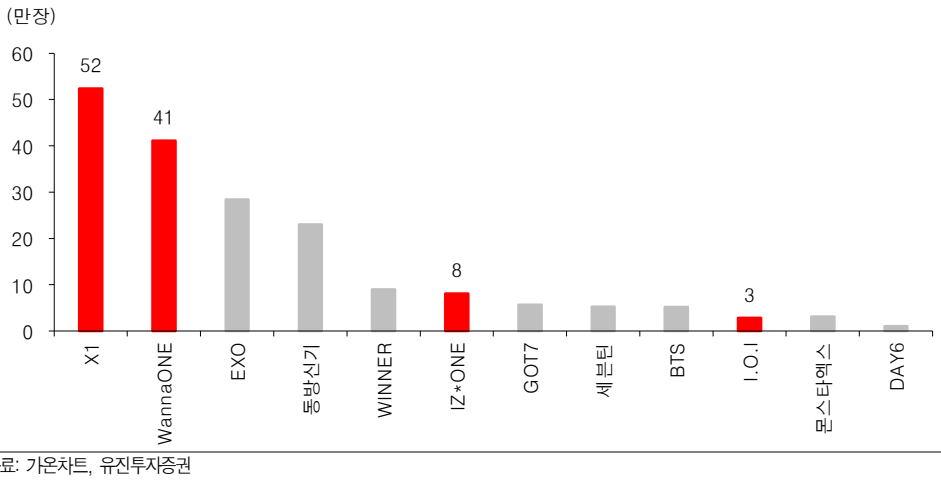
자료: 가온차트, 유진투자증권

도표 47 역대 아이돌 초동판매량 순위, 엑스원, 워너원은 데뷔 앨범으로 순위권 기록



자료: 가온차트, 유진투자증권

도표 48 아티스트 데뷔 앨범과 프로듀스 시리즈별 아티스트의 초동 앨범 판매량 비교



자료: 가온차트, 유진투자증권

도표 49 역대 아이돌 초동 앨범 판매량 순위

순위	가수	앨범	발매일	초동판매량(만장)
1	방탄소년단	미니 6집 <MAP OF THE SOUL : PERSONA>	2019.04.12	213.0
2	방탄소년단	정규 3집 <LOVE YOURSELF 轉 'Tear'>	2018.05.18	100.4
3	방탄소년단	정규 3집 리패키지 <LOVE YOURSELF 結 'Answer'>	2018.08.24	86.8
4	EXO	정규 5집 <DON'T MESS UP MY TEMPO>	2018.11.02	79.0
5	방탄소년단	미니 5집 <LOVE YOURSELF 承 'Her'>	2017.09.18	75.9
6	세븐틴	정규 3집 <An Ode>	2019.09.16	70.1
7	EXO	정규 4집 <THE WAR>	2017.07.18	60.2
8	X1	미니 1집 <비상: QUANTUM LEAP>	2019.08.27	52.4
9	EXO	정규 3집 <EX'ACT>	2016.06.09	52.2
10	강다니엘	미니 1집 <color on me>	2019.07.29	46.7
11	워너원	정규 1집 <1¹¹=1(POWER OF DESTINY>	2018.11.19	43.8
12	워너원	미니 1집 리패키지 <1-1=0(Nothing Without You>	2017.11.13	41.8
13	워너원	미니 1집 <1X1=1(TO BE ONE)>	2017.08.07	41.1
14	EXO	정규 5집 리패키지 <LOVE SHOT>	2018.12.13	39.3
15	워너원	미니 2집 <0+1=1(I PROMISE YOU)>	2018.03.19	38.9
16	백현	미니 1집 <City Lights>	2019.07.10	38.1
17	방탄소년단	정규 2집 리패키지 <You Never Walk Alone>	2017.02.13	37.4
18	방탄소년단	BTS WORLD OST	2019.06.28	37.0
19	EXO	2017 겨울 스페셜 앨범 <Universe>	2017.12.26	36.3
20	워너원	스페셜 앨범 <1÷X=1(UNDIVIDED)>	2018.06.04	35.5
21	방탄소년단	정규 2집 <WINGS>	2016.10.10	34.7
22	세븐틴	미니 6집 <YOU MADE MY DAWN>	2019.01.21	33.8
23	EXO	정규 4집 리패키지 <The Power Of Music>	2017.09.05	33.7
24	EXO	2016 겨울 스페셜 앨범 <For Life>	2016.12.19	31.6
25	세븐틴	미니 5집 <YOU MAKE MY DAY>	2018.07.16	27.4

자료: 가온차트, 유진투자증권

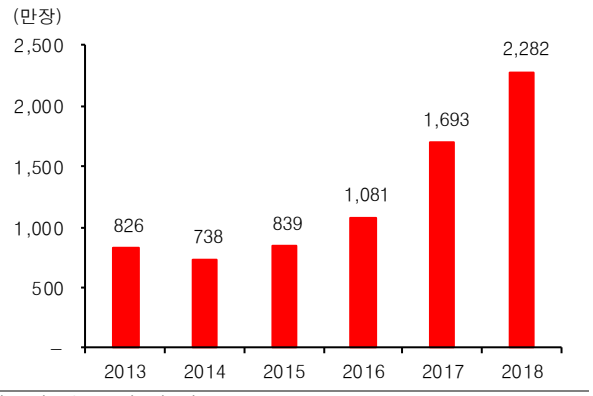
앨범 판매 역대 최고

글로벌 인지도 확대로 K-pop 아티스트의 앨범 판매량 확대 중

가온차트 기준의 앨범판매량(상위 400위 합산)을 보면 2016년 이후, 급 성장을 보이고 있다. 해당 차트에서 수집되는 판매량 데이터는 출고단위의 도매수량을 집계한다. 따라서 해외 소매상으로 넘어가는 앨범의 판매량도 포함된다. 2016년 이후 앨범 판매량이 급 성장한 것은 국내 팬덤형 아티스트의 해외 인지도 상승의 영향이 크다.

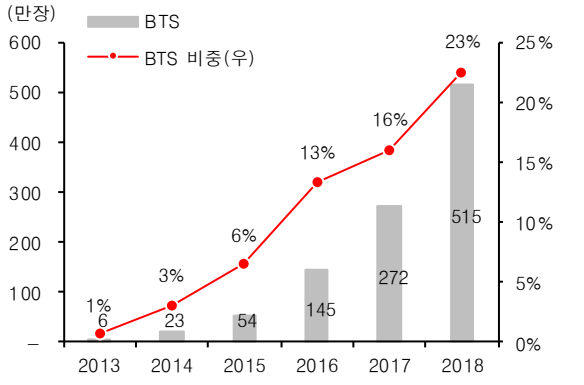
BTS는 K-pop을 구조적으로 성장시켰고, 글로벌 전반으로 확산하는데 가장 큰 기여를 한 것으로 평가된다. BTS의 앨범 판매량이 큰 폭으로 확대했던 2016년부터 한국 아티스트의 앨범 판매량도 증가했다.

도표 50 국내 앨범 판매량 추이



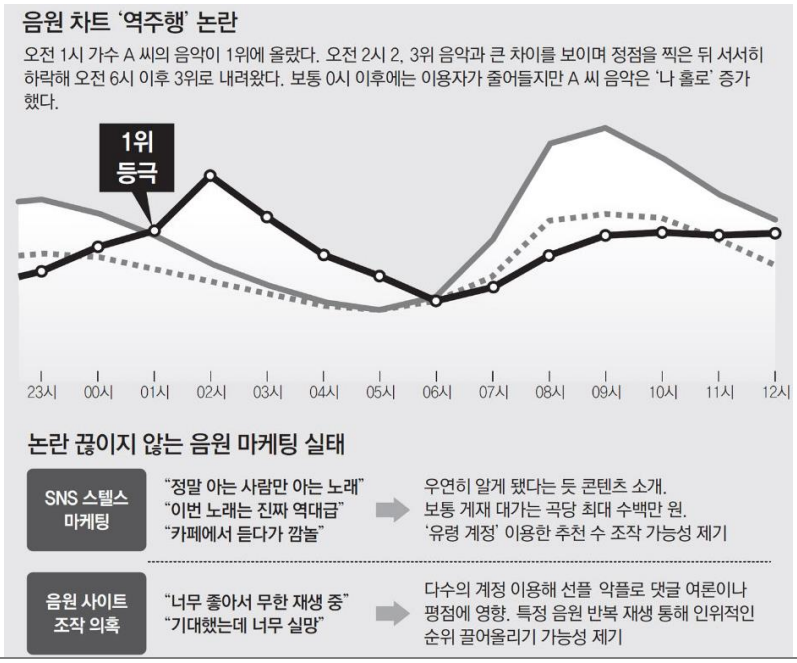
자료: 가온차트, 유진투자증권
주: 상위 400개 앨범 판매량 합산

도표 51 연간 BTS 앨범 판매량 및 비중 추이



자료: 가온차트, 유진투자증권
주: 국내 앨범 판매량은 상위 400개 앨범의 합산 기준

도표 52 음원차트 조작 가능성 높아, 논란 야기 중

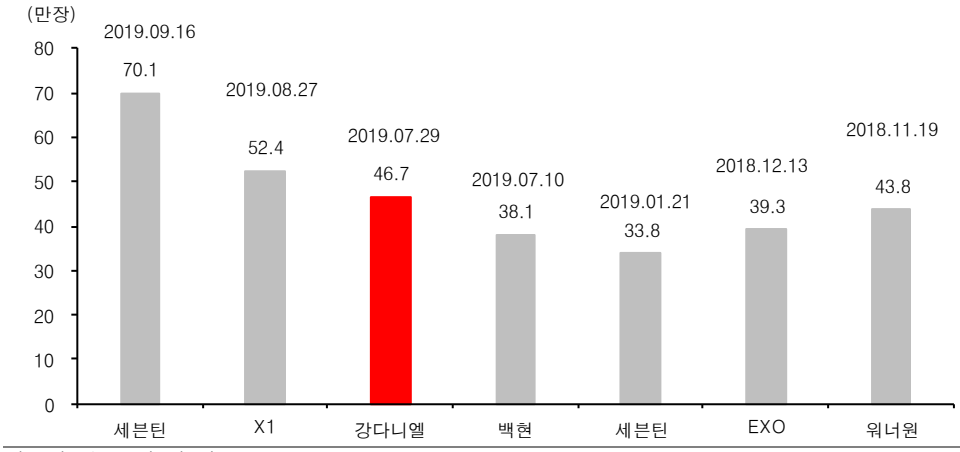


자료: 동아일보

또한 음원차트에 대한 신뢰도가 낮아지면서 앨범 판매량도 확대되는 추세다. 팬덤형 아티스트의 특징을 갖고 있는 K-pop의 특성상 팬덤간의 경쟁이 음반(물리적 앨범)으로 전이됐다고 판단한다. 자신이 응원하는 아티스트가 차트 상위권에 진입하는 것이 팬덤간의 인기를 비교하는 척도가 되기 때문이다.

또한 워너원의 강다니엘의 솔로 앨범은 역대 솔로 최고의 초동 앨범 판매량을 기록하는 한편, 솔로임에도 불구하고 전체 아이돌 초동 앨범 순위 10위를 기록했다. 이는 1인 기획사 설립 이후, 홀로서기를 시작하면서 법적 다툼까지 이어졌던 아티스트에 대한 팬들의 응원이 앨범 구입으로 표출됐다는 판단이다. 팬덤의 성장에 따른 앨범 판매 증가도 있으나, 음원 차트에 대한 신뢰도 하락, 팬덤간의 경쟁적인 앨범 구매도 물리적 앨범 판매를 확대하고 있다.

도표 53 팬덤의 성장도 있으나, 강다니엘 이후 앨범의 초동 판매량 증가



자료: 가온차트, 유진투자증권

도표 54 역대 솔로 초동 앨범 판매량 순위

순위	가수	앨범	발매일	초동판매량(만장)
1	**강다니엘**	**미니 1집 <color on me>**	**2019.07.29**	**46.7**
2	백현	미니 1집 <City Lights>	2019.01.10	38.1
3	아이유	미니 5집 <Love poem>	2019.11.19	14.8
4	첸	미니 2집 <사랑하는 그대에게>	2019.10.01	13.5
5	태연	미니 1집 <Purpose>	2019.10.28	13.3
6	레이	미니 1집 <Lose Control>	2016.10.28	12.6
7	황치열	미니 2집 <Be Myself>	2018.04.24	10.9
8	유노윤호	미니 1집 <True Colors>	2019.06.12	10.4
9	황치열	미니 1집 <Be Ordinary>	2017.06.14	10.4
10	첸	미니 1집 <사월, 그리고 꽃>	2019.04.01	10.3
11	황치열	정규 2집 <The Four Seasons>	2019.01.21	10.3
12	**박지훈**	**미니 1집 <O'CLOCK>**	**2019.03.27**	**9.6**
13	**김재환**	**미니 1집 <Another>**	**2019.05.20**	**9.3**
14	태연	정규 1집 <My Voice>	2017.02.28	8.7
15	태민	미니 2집 <WANT>	2019.02.11	8.5
16	태민	정규 1집 <Press It>	2016.02.23	7.3
17	**하성운**	**미니 1집 <My Moment>**	**2019.02.28**	**6.9**
18	G-DRAGON	미니 1집 <One of A Kind>	2012.09.01	6.8
19	은지원	정규 6집 <G1>	2019.07.01	6.6
20	**하성운**	**미니 2집 <BXXX>**	**2019.07.08**	**6.6**
21	**이진혁**	**싱글 1집 <S.O.L>**	**2019.11.04**	**6.5**
22	김현중	미니 2집 <Lucky>	2011.10.11	6.5
23	태민	정규 2집 <MOVE>	2017.10.16	6.3
24	김재중	정규 1집 <WWW: Who When Why>	2013.10.29	6.3
25	김재중	미니 1집 <I>	2013.01.17	6.3

자료: 가온차트, 유진투자증권
주: 분홍색 음영은 2019년 발매된 앨범을 의미, 굵은 글씨체는 프로듀스 시리즈 방송 출연 혹은 데뷔멤버

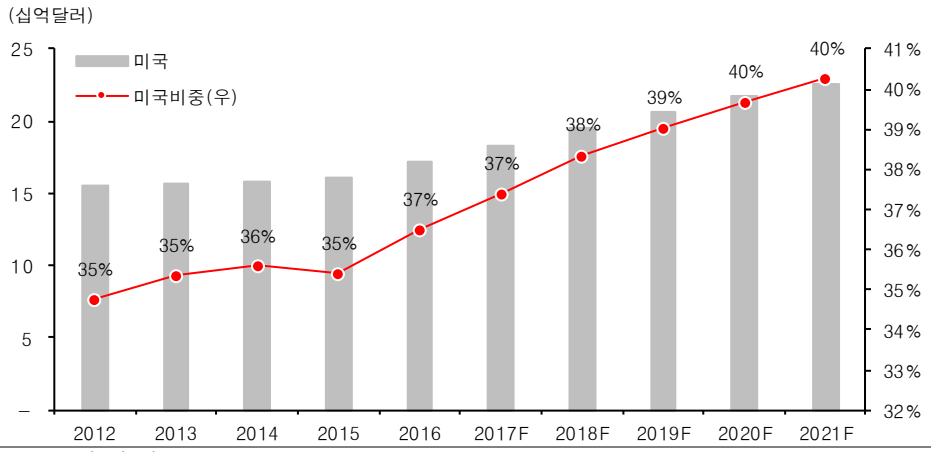
2. 2020년 Preview: 미국을 향하는 K-pop

미국 시장 진출, 달라진 위상

지역별 맞춤형 아티스트 데뷔로 북미 시장 공략

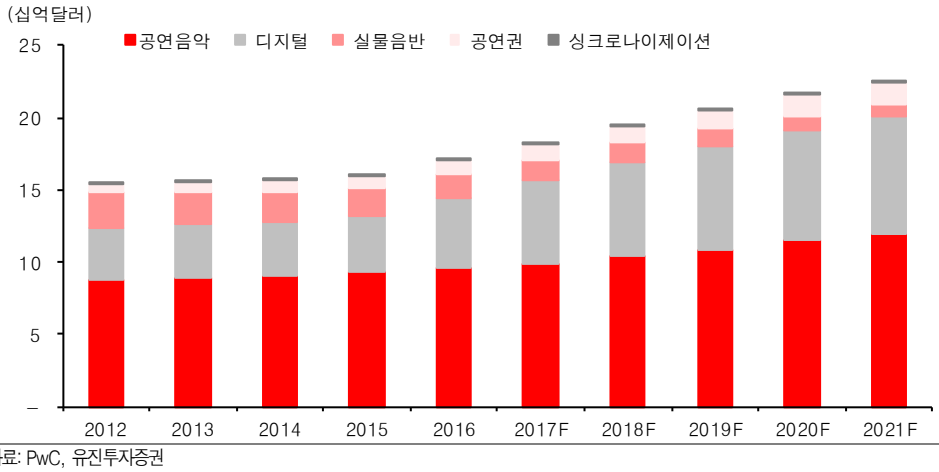
북미 시장은 세계 최대의 미디어 시장이다. 한한령 이후 국내 미디어/엔터테인먼트 업종 내 기업들의 수출 급감으로 성장동력을 잃을 것이란 우려가 컸다. 최근 질적인 성장을 이뤄낸 한국 콘텐츠는 북미 시장에 본격적으로 진출하고 있다.

도표 55 전 세계 음악 시장 내 미국 시장 비중 추이 및 전망



자료: PwC, 유진투자증권

도표 56 미국 음악 시장 규모 전망



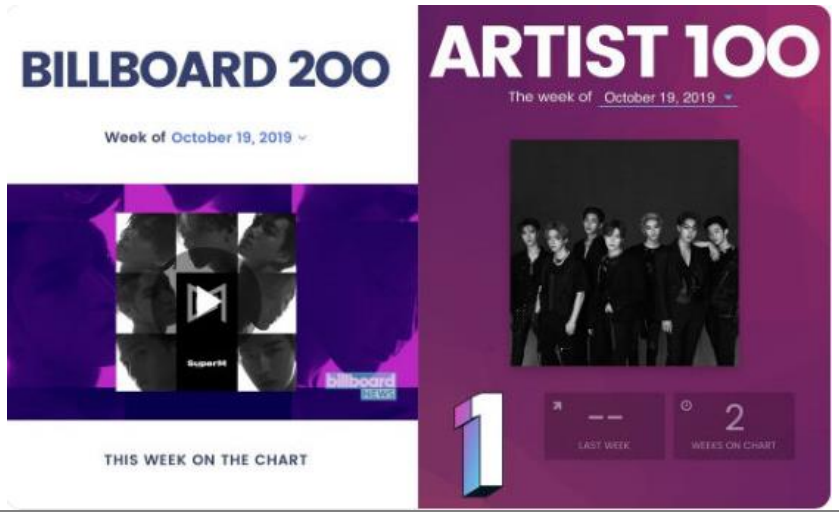
자료: PwC, 유진투자증권

에스엠의 SuperM 미국 시장 데뷔와 함께 투어도 진행하며 팬덤을 입증

K-pop이 미국에 진출을 추진한 것은 처음이 아니다. 이미 보아가 미국에 진출했었고, 원더걸스도 국내 흥행시기 과감한 의사결정으로 미국 시장의 문을 두드린 바 있다. 가수 싸이는 유튜브라는 글로벌 플랫폼에서의 흥행으로, 의도치 않게 미국, 유럽 등 서양 문화권에서 활동을 했었다.

그러나 최근의 북미 시장 진출을 과거의 양상과는 분명 다르다. K-pop의 인지도 확대와 주류 음악 장르로 인정받는 과정이 수반됐기 때문이다. 국내 엔터테인먼트 기업들도 미국 시장을 공략하기 위한 맞춤형 그룹을 기획하고 있다. 국내 최대 기획사인 SM은 북미 시장 맞춤형 아티스트 'SuperM'을 데뷔시켰다.

도표 57 SuperM은 데뷔와 함께 빌보드 8개 차트에서 1위를 기록



자료: Billboard

SuperM의 데뷔는 현지 음악 레이블인 CMG(Capitol Music Group, UMG(Universal Music Group) 산하 레이블)가 협력 한다는 점에서 의미가 크다.

국내 음악 시장은 대형 기획사(SM, JYP, YG 등)가 음반의 기획, 제작, 유통은 물론 신인 발굴, 트레이닝, 아티스트의 매니지먼트까지 모든 부분을 전담하고 있다. 따라서 레이블의 역할이 다소 생소하다. 미국의 음악 시장은 제작과 유통 사업이 이원화 돼있다. 음반을 기획하고 제작하는 음반사를 레이블로 칭하고, 레이블을 연합해 홍보와 마케팅, 판매관리의 총괄은 마케팅 회사로 볼 수 있는 메이저 음반회사(유니버셜 뮤직, 워너뮤직, 소니뮤직 등)가 담당한다.

도표 58 3대 레코드 레이블 산하의 브랜드 현황



자료: 유진투자증권

미국에 진출한 SuperM의 미국 내 음반 유통 및 마케팅을 CMG가 맡았다. 미국 현지 업체가 음반 유통과 마케팅을 담당함에 따라 기존의 오프라인 유통망과 현지에 최적화된 마케팅 역량이 기대된다.

이미 NCT127이 북미 시장일 타깃으로 콘서트 투어를 진행했고, SuperM의 북미 투어도 진행중에 있다. 또한 세븐틴, 블랙핑크 등 국내 아티스트의 북미 공략은 이미 시작된 바 있다. 2020년은 K-pop이 북미 업체와 협업을 통한 구조적 성장의 시작이 될 것이다.

도표 59 SuperM 북미 투어 일정

연도	분기	공연일	콘서트명	지역분류	국가	도시	공연장
2019	4Q	11/11	We Are The Future Live	북미	미국	텍사스	Dickies Arena
2019	4Q	11/13	We Are The Future Live	북미	미국	시카고	United Center
2019	4Q	11/15	We Are The Future Live	북미	미국	덜루스	Infinite Energy Arena
2019	4Q	11/17	We Are The Future Live	북미	미국	페어팩스	Eaglebank Arena
2019	4Q	11/19	We Are The Future Live	북미	미국	뉴욕	Madison Square Garden
2020	1Q	1/30	We Are The Future Live	북미	미국	샌디에고	Viejas Arena
2020	1Q	2/1	We Are The Future Live	북미	미국	LA	The Forum
2020	1Q	2/2	We Are The Future Live	북미	미국	산호세	SAP Center at San Jose
2020	1Q	2/4	We Are The Future Live	북미	미국	켄트	Accesso Showare Center
2020	1Q	2/6	We Are The Future Live	북미	캐나다	밴쿠버	Rogers Arena

자료: 에스엠, 유진투자증권

IV. 결론

외부 환경의 변화

OTT 대전

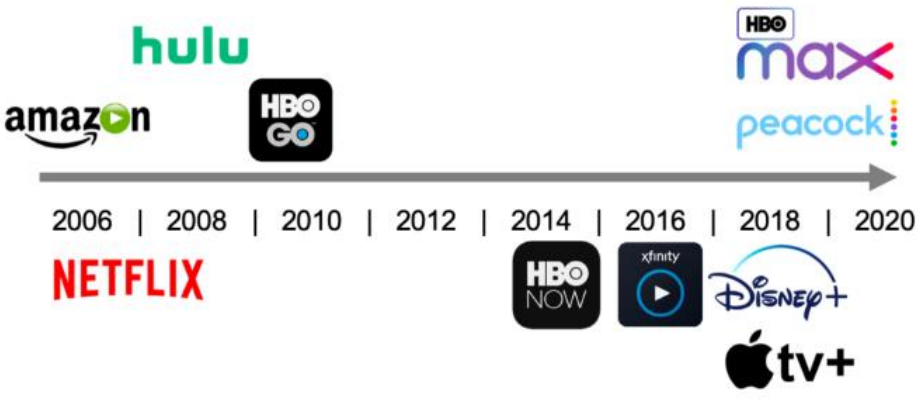
넷플릭스가 선점해온 글로벌 OTT 시장에 콘텐츠 사업자의 진출이 본격화됐다. 북미 시장에서는 지난 11월 1일 애플TV+가 서비스를 시작했고, 디즈니 플러스도 같은 달 11일 OTT 사업을 개시했다.

아직 글로벌 OTT 사업자간의 경쟁은 북미 시장에서만 이뤄지고 있다. 글로벌 최대 미디어 시장인 북미 시장에서 시작된 OTT 서비스 경쟁은 향후 유럽을 지나 아시아 시장에서도 심화될 것으로 예상된다. 아시아 시장은 스마트폰 보급률이 여전히 확대되고 있는 지역이고, 배후 인구도 많기 때문에 규모의 경제가 필수인 OTT 플랫폼들이 시장 선점을 위해 경쟁할 것이다.

국내에서도 지상파 3사와 SK텔레콤이 웨이브(Wavve)를 출범하며, 한국판 넷플릭스를 위한 공격적 행보를 선보였다. CJ ENM의 OTT인 티빙은 JTBC와 협력해 콘텐츠를 강화할 예정이고, KT도 신규 플랫폼 '시즌(Seezn)'을 선보이며 OTT 경쟁에 가세했다.

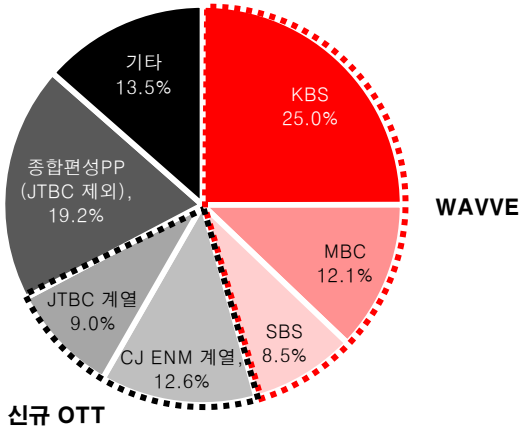
넷플릭스가 '하우스 오브 카드'의 성공 이후, '기묘한 이야기' 등 오리지널 콘텐츠가 성공하면서 가입자 성장이 지속됐다. 디즈니 플러스는 스타워즈를 드라마화한 '만달로리안'을 비롯해 마블 스튜디오의 '어벤져스', 픽사 '토이 스토리' 등 오리지널 콘텐츠를 무기로 가입자 확대할 계획이다. 국내 토종 OTT 웨이브도 확보한 자금을 통해 오리지널 드라마 제작편수를 확대할 예정이다.

도표 60 북미 OTT 사업자 확대 본격화



자료: 유진투자증권

도표 61 방송사업자 시청점유율 비중 (2018년 기준)



자료: 방송통신위원회, 유진투자증권

도표 62 Wavve 서비스 주요 현황

지분구조	SKT 30.0%, KBS 23.3%, MBC 23.3%, SBS 23.3%
특징	■ 본방송 5분 내 다시보기 서비스 ■ 실시간 스포츠 방송 ■ 해외 드라마 및 신작 영화 등 22만편의 VOD 확보 ■ 넷플릭스 대비 1,000~2,000원 저렴
한계	■ 기존 옥수수 채널 중 CJ ENM 계열 방송 송출 제외 ■ JTBC 계열 일반 채널의 실시간 TV 지원 제한
공정거래위원회 주요 승인 조건	■ 기존 VOD 공급 계약의 일방적 해지 금지 ■ 타 OTT에 VOD 제공 시 성실한 협상 조건 **(단, 타 OTT의 콘텐츠 공급 거절 등의 정당한 이유 인정되는 경우는 제외)** ■ 지상파 3사의 홈피이지/모바일 어플리케이션의 무료 실시간 방송 중단 및 유료 전환 금지 ■ SK텔레콤 및 SK브로드밴드 이외의 소비자의 구독형 OTT 가입 제한 금지

자료: 유진투자증권

K-콘텐츠의 북미 진출로 지역 다각화

중국을 넘어 북미로 진출 국가가 확대되고 있다. 북미 시장은 세계 최대의 미디어 시장이다. 한한령 이후 국내 미디어/엔터테인먼트 업종 내 기업들의 수출 급감으로 성장동력을 잃을 것이란 우려가 컸다. 최근 질적인 성장을 이뤄낸 한국 콘텐츠는 북미 시장에 본격적으로 진출하고 있다.

엔터테인먼트 업종에서는 BTS의 성공 이후, 북미에서 K-pop에 대한 관심 확대 및 팬덤이 증가하고 있다. 에스엠엔터테인먼트에서는 북미 시장을 공략하기 위해 그룹 SuperM을 데뷔시켰다. 기존에 EXO, 샤이니, NCT, WayV에서 활동하고 있는 멤버들 중 일부를 차출해 만든 그룹이다.

드라마 제작사 스튜디오드래곤은 미국 시장 직진출을 위해 현지 법인 설립을 설립할 예정이다. 미국의 드라마 제작비 규모가 한국보다 월등히 크기 때문에 작품 기획에서 제작까지 이뤄질 경우 회사 매출 및 이익의 성장이 가능하다.

영화 기생충의 북미 시장에서 2019년 개봉한 외국어 영화 중 최고 흥행 수입을 기록했고, 북미 개봉 한국어 영화 중 최대 박스오피스 달성이 예상된다.

도표 63 역대 북미 개봉 한국어 영화 순위

순위	개봉	영화 제목	박스오피스 (달러)
1	2014.08.14	명량(Admiral: Roaring Cermets, The)	2,589,808
2	2014.12.25	국제시장(Ode to my Father)	2,303,458
3	2007.03.09	괴물(The Host)	2,201,923
4	2016.07.22	부산행(Train to Busan)	2,129,767
5	2016.10.21	아가씨(The Handmaiden)	2,006,788
6	2017.12.22	신과함께 1(Along with the Gods: The Two Worlds)	1,908,822
7	2015.08.07	암살(The Assassination)	1,904,682
8	2017.08.11	택시 운전사(A Taxi Driver)	1,527,827
9	2019.01.25	극한직업(Extreme Job)	1,219,858
10	2015.09.17	베테랑(Veteran)	1,200,627

자료: RENTRAK, 유진투자증권
주: 2019.02.25 기준

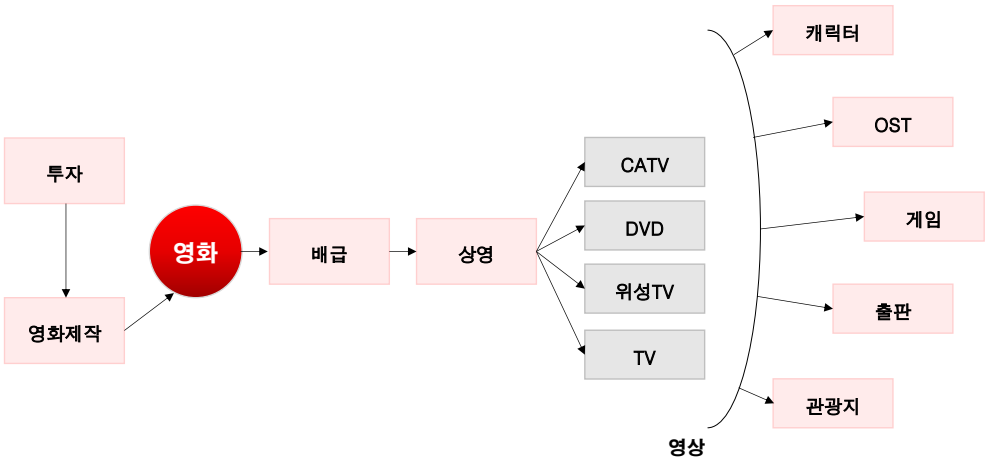
Appendix. 영화 산업 구조

영화 산업은 영화 제작사, 투자자, 배급사, 극장으로 구성된다. 하나의 영화는 '기획 → 투자자 확보 → 제작 → 배급 → 상영'의 과정으로 진행된다. 이 과정에서 정해진 수익 배분에 따라 영화 관련 밸류체인 내 기업들의 수익이 확정된다.

영화가 상영되는 메커니즘에서 영화사가 시나리오를 작성하고 영화화를 위한 기획을 한다. 기획 된 영화는 자금조달을 위해 투자자들에게 시나리오를 제안하게 된다. 시나리오 제안에는 감독, 제작진, 출연 배우, 예산 등이 책정된다. 투자자들은 영화의 시나리오 및 제작진, 배우 캐스팅 등을 종합적으로 검토한 후 수익성을 판단하고 특정 시나리오를 픽업(Pick up, 투자 결정)하게 된다. 투자의 경우 단일 투자자가 영화의 모든 예산을 투자하지 않고, 많은 투자자들이 공동투자 형태로 투자가 이뤄진다. 다만, 영화에 대한 단일 투자규모가 가장 크고, 투자를 주도하는 기업이 '메인 투자자'라고 불린다. 주요 메인 투자자들로는 CJ엔터테인먼트, 롯데엔터테인먼트, 쇼박스, NEW, 메가박스플러스엠 등이 있다.

영화의 제작이 완료되면, 배급의 과정이 이뤄진다. 영화가 상영되는 과정에서 배급사는 영화의 흥행을 결정짓는 중요한 역할을 수행한다. 배급사는 1) 스크린 확보, 2) 수익배분의 역할을 수행한다. 배급사는 영화의 예산(순제작비) 및 광고비용을 감안해 손익분기점(BEP)를 계산하고 멀티플렉스 업체들과 상영관 수를 확정한다. 영화관을 통해 상영되는 영화는 일반적으로 얼마나 많은 상영관을 확보했는가에 따라 수익이 결정되는 비례 관계에 있다. 또한 국내 영화산업을 일반적으로 메인 투자자가 배급사의 역할을 겸하는 경우가 많아 상영관 확보가 영화의 성공의 핵심이다.

도표 64 영화 산업 관련 수익모델 도식화



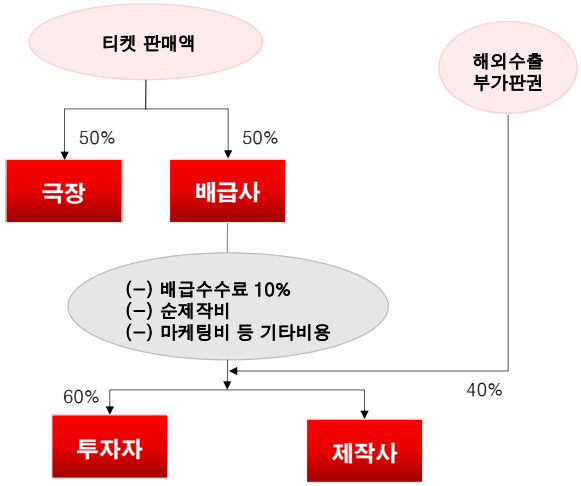
자료: 유진투자증권

영화가 상영이 종료된 후에는 투자에 따른 수익배분이 중요하다. 관객이 한편의 영화 티켓을 10,000원에 구입했다고 가정하면, 약 13%의 세금(영화 발전기금 3%, 부가가치세 10%)을 제외한 수익을 극장, 제작자, 투자자, 배급사가 나누게 된다. 세금을 제외한 나머지에 대해서 극장과 배급사가 5:5의 비율로 배분하게 된다. 계산의 편의를 위해 10%의 세금으로 단순 계산하면, 극장과 배급사의 수익은 4,500원이 된다. 배급사는 배급수수료를 약 10~12%(약 500원 수준)을 제외한 나머지(4,000원)을 영화의 손익분기점까지 적립하게 된다. 영화가 손익분기점을 넘어서는 경우, 배급사는 영화의 투자자와 제작사에 수익을 일정 비율로 배분하게 된다. 일반적으로 투자자가 약 60%, 제작사가 40%의 수익을 배분하게 된다.

국내에서는 배급사가 메인투자자 역할을 겸하는 경우가 많기 때문에, 영화가 손익분기점을 넘어서는 경우 배급사는 배급수수료와 투자 수익도 확보하게 된다. 다만, 영화가 손익분기점에 이르지 못하는 경우에는 투자자가 100%의 손해를 분담한다. 영화 제작사는 표면적으로는 손실이 없지만, 향후 새로운 작품에 대한 투자자 확보에 어려움이 발생할 가능성이 높아진다.

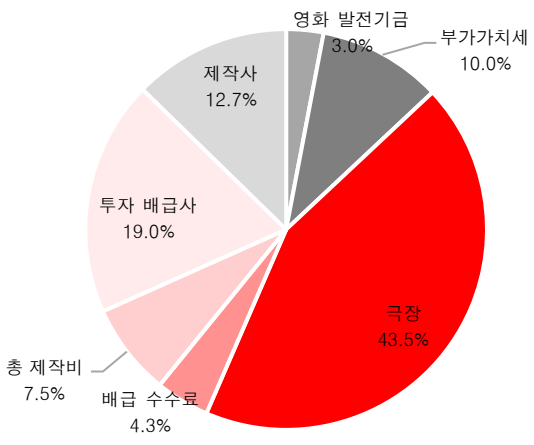
평균적인 영화의 손익분기점은 100억원의 총제작비(순제작비+광고비)에 약 300만명 정도의 관객을 필요로 하며, 국내 4대 주요 영화 배급사로는 CJ엔터테인먼트, 쇼박스, 롯데엔터테인먼트, NEW가 있다.

도표 65 영화 투자 배급에 대한 수익배분 구조



자료: 유진투자증권

도표 66 티켓 1장당 수익 배분 비율



자료: 유진투자증권



기업분석

스튜디오드래곤(253450.KQ)
BUY(유지) / TP 91,000원(유지)
미국 진출, 더 넓은 시장을 향한 도약의 서막

에스엠(041510.KQ)
BUY(유지) / TP 47,000원(유지)
'SuperM'과 'NCT127'은 노는 물이 달라요

CJ CGV(079160.KS)
BUY(신규) / TP 47,000원(신규)
국내 1위, 글로벌 진출, 투자 유치까지 삼위일체

제이콘텐트리(036420.KS)
BUY(신규) / TP 51,000원(신규)
넷플릭스라는 달콤한 초콜릿을 더하다

스튜디오드래곤(253450.KQ)

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

미국 진출, 더 넓은 시장을 향한 도약의 서막

■ **미국 법인 설립으로 해외 진출 가속화될 것**

스튜디오드래곤은 2020년 미국 법인 설립을 완료하고, 세계 최대 미디어 시장 공략에 나선다. 미국에서 진행중인 드라마 '라이브'의 리메이크 작품에는 원작 제작자가 직접 참여할 예정이다. 이미 미국 현지에서 작가 섭외 및 작품 기획을 진행하고 있으며 2020년 3월 내 작품 채택 여부도 결정될 전망이다. 단순 리메이크 판권 판매가 아니라 국내 제작진이 참여하기 때문에 미국 시장 내 제작 레퍼런스를 확보한다는 점에서 의미가 크다. 또한 미국의 편당 드라마 제작비 규모가 국내 대비 월등히 크기 때문에 단순 외주제작을 통한 경상이익도 기대할 수 있다.

■ **넷플릭스와의 전략적 제휴와 지분 보유, 한국 콘텐츠의 거장임을 입증**

세계 최대 OTT 사업자 넷플릭스는 동사의 콘텐츠 확보를 위한 전략적 제휴를 강화했다. 넷플릭스는 3년간 21편 이상의 콘텐츠 공급(오리지널+방영권 구매)받는 계약을 체결하는 한편, 지분 4.99%를 확보할 수 있게 됐다. 해당 계약은 아시아 시장 중심으로 확보한 국내 콘텐츠의 경쟁력이 글로벌로 확대되고 있음을 입증한 사례다. 향후 글로벌 OTT 사업자의 아시아 지역 내 가입자 확보를 위해서는 한국 콘텐츠 확보 경쟁 심화로 국내 제작사에 대한 관심이 확대될 전망이다.

■ **국내 최대의 드라마 제작사로 직접적 수혜 예상, 투자의견 및 목표주가 유지**

동사는 국내 최대 드라마 제작사로 2020년 연간 약 35편 이상의 작품을 제작할 것으로 예상된다. 넷플릭스와 계약 규모는 기존의 판매와 큰 차이가 없다. 따라서 이번 계약에 따라 의존도가 확대 됐다기보다 안정적인 공급처를 확보했다고 평가한다. 향후 OTT 사업자 확대에 따른 수급 경쟁에 따른 최대 수혜가 기대된다. 스튜디오드래곤에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	287	380	480	631	731
영업이익(십억원)	33	40	41	70	87
세전계속사업손익(십억원)	30	46	49	78	95
당기순이익(십억원)	24	36	36	57	70
EPS(원)	851	1,278	1,275	2,026	2,477
증감률(%)	-77.0	50.3	-0.2	58.9	22.3
PER(배)	76.4	72.3	60.6	38.1	31.2
ROE(%)	9.5	9.3	8.5	12.2	13.1
PBR(배)	4.9	6.5	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA(배)	22.1	21.1	14.0	12.7	9.2

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	91,000원
현재주가(12/03)	77,300원

Key Data (기준일: 2019.12.03)

KOSPI(pt)	2,084
KOSDAQ(pt)	630
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	2,172
52주 최고/최저(원)	110,500 / 50,900
52주 일간 Beta	1.13
발행주식수(천주)	28,096
평균거래량(3M,천주)	141
평균거래대금(3M,백만원)	10,572
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	2.4
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5인	74.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	18.0	15.5	-29.1
KOSPI 대비상대수익률	2.2	16.5	25.3	-17.8

Company vs KOSDAQ composite

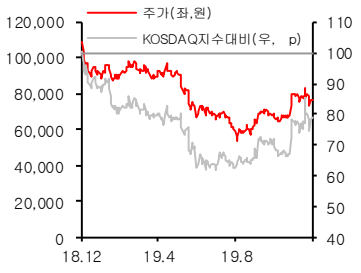


도표 67 실적 전망

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**79.9**	**74.3**	**123.7**	**101.7**	**111.8**	**128.2**	**131.2**	**108.8**	**379.5**	**479.9**	**630.9**
YoY	*6.0%*	*19.6%*	*59.6%*	*41.5%*	*40.0%*	*72.6%*	*6.1%*	6.9%	*32.3%*	*26.4%*	*31.5%*
편성 매출	**40.7**	**34.1**	**48.9**	**54.4**	**44.1**	**58.1**	**60.8**	**51.9**	**178.1**	**214.9**	**287.2**
판매 매출	**32.1**	**28.8**	**63.4**	**37.8**	**56.2**	**60.3**	**60.0**	**45.3**	**162.1**	**221.8**	**283.7**
기타 매출	**7.1**	**11.4**	**11.4**	**9.5**	**11.5**	**9.8**	**10.4**	**11.5**	**39.4**	**43.2**	**60.0**
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	115.8	94.2	324.0	419.6	537.8
매출원가율	82.9%	85.7%	80.0%	93.6%	86.6%	88.0%	88.3%	86.6%	85.4%	87.4%	85.2%
매출총이익	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	15.4	15.3	14.6	55.5	60.3	93.2
매출총이익률	17.1%	14.3%	20.0%	6.4%	13.4%	12.0%	11.7%	13.4%	14.6%	12.6%	14.8%
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	6.6	15.7	19.6	22.9
판관비율	3.7%	4.4%	2.7%	5.9%	3.6%	3.6%	3.3%	6.1%	4.1%	4.1%	3.6%
영업이익	**10.7**	**7.3**	**21.4**	**0.4**	**11.0**	**10.8**	**11.0**	**8.0**	**39.8**	**40.8**	**70.3**
YoY	*-23.7%*	*-17.6%*	*222.1%*	*-87.3%*	*3.5%*	*47.2%*	*-48.8%*	*1717.8%*	*20.8%*	*2.4%*	*72.3%*
OPM	13.3%	9.9%	17.3%	0.4%	9.9%	8.4%	8.4%	7.4%	10.5%	8.5%	11.1%
영업외손익	0.2	0.1	0.6	1.3	2.1	1.1	2.2	2.5	5.7	7.9	7.7
세전이익	10.8	7.4	22.0	1.7	13.1	11.8	13.2	10.6	45.6	48.7	78.0
세전이익률	13.6%	10.0%	17.8%	1.7%	11.8%	9.2%	10.1%	9.7%	12.0%	10.2%	12.4%
법인세	3.0	1.6	4.8	(0.0)	4.0	4.6	1.6	2.8	9.9	13.0	21.0
당기순이익	**7.9**	**8.9**	**17.2**	**1.7**	**9.1**	**7.3**	**11.6**	**7.7**	**35.7**	**35.7**	**56.9**
NPM	9.8%	12.0%	13.9%	1.7%	8.2%	5.7%	8.9%	7.1%	9.4%	7.4%	9.0%

자료: 유진투자증권

도표 68 스튜디오드래곤은 해외 진출 등을 통한 외형 성장 및 수익성 확대 전략



자료: 스튜디오드래곤

스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**459**	**512**	**575**	**640**	**719**
유동자산	290	247	265	409	592
현금성자산	193	160	168	272	413
매출채권	55	69	79	119	159
재고자산	1	1	0	1	1
비유동자산	170	265	310	231	127
투자자산	41	66	96	100	104
유형자산	1	1	1	1	1
기타	128	199	212	130	22
부채총계	**91**	**111**	**136**	**145**	**154**
유동부채	91	108	128	137	145
매입채무	32	55	16	24	32
유동성이자부채	10	0	58	58	58
기타	49	53	53	54	55
비유동부채	0	3	9	9	9
비유동이자부채	0	2	7	7	7
기타	0	1	2	2	2
자본총계	**368**	**401**	**438**	**495**	**565**
지배지분	368	401	438	495	565
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	322	322	322
이익잉여금	32	68	103	160	230
기타	3	(0)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**368**	**401**	**438**	**495**	**565**
총차입금	10	2	65	65	65
순차입금	(183)	(158)	(102)	(206)	(348)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**287**	**380**	**480**	**631**	**731**
증가율(%)	85.7	32.4	26.4	31.4	15.8
매출원가	240	324	420	538	616
매출총이익	**47**	**56**	**60**	**93**	**114**
판매 및 일반관리비	14	16	20	23	27
기타영업손익	0	0	(0)	0	0
영업이익	**33**	**40**	**41**	**70**	**87**
증가율(%)	98.3	21.0	2.1	72.6	24.3
EBITDA	**74**	**115**	**148**	**155**	**198**
증가율(%)	91.4	55.1	28.2	5.0	27.5
영업외손익	**(3)**	**6**	**8**	**8**	**8**
이자수익	1	4	4	5	6
이자비용	2	0	0	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(2)	2	5	3	3
세전순이익	**30**	**46**	**49**	**78**	**95**
증가율(%)	188.3	50.8	6.9	59.9	22.3
법인세비용	6	10	13	21	26
당기순이익	**24**	**36**	**36**	**57**	**70**
증가율(%)	192.9	50.3	(0.1)	59.1	22.3
지배주주지분	24	36	36	57	70
증가율(%)	192.9	50.3	(0.1)	59.1	22.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**851**	**1,278**	**1,275**	**2,026**	**2,477**
증가율(%)	-	50.3	(0.2)	58.9	22.3
수정EPS(원)	851	1,278	1,275	2,026	2,477
증가율(%)	-	50.3	(0.2)	58.9	22.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**(7)**	**(25)**	**35**	**110**	**148**
당기순이익	30	46	36	57	70
자산상각비	41	75	107	85	110
기타비현금성손익	1	(1)	9	0	0
운전자본증감	(73)	(135)	(99)	(32)	(32)
매출채권감소(증가)	(14)	(27)	(19)	(40)	(40)
재고자산감소(증가)	(2)	0	0	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	9	26	14	8	8
기타	(66)	(134)	(94)	0	0
투자현금	**(141)**	**136**	**(101)**	**(9)**	**(10)**
단기투자자산감소	0	(4)	(75)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(2)	(2)
재무현금	**188**	**(10)**	**0**	**0**	**0**
차입금증가	(18)	(10)	(1)	0	0
자본증가	208	0	1	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**40**	**102**	**(65)**	**101**	**138**
기초현금	12	51	153	88	188
기말현금	51	153	88	188	327
Gross Cash flow	76	120	152	142	180
Gross Investment	214	(5)	124	38	38
Free Cash Flow	**(138)**	**125**	**28**	**104**	**142**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	851	1,278	1,275	2,026	2,477
BPS	13,141	14,305	15,599	17,626	20,103
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	76.4	72.3	60.6	38.1	31.2
PBR	4.9	6.5	5.0	4.4	3.8
EV/ EBITDA	22.1	21.1	14.0	12.7	9.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.9	21.6	14.3	15.3	12.1
수익성(%)					
영업이익율	11.5	10.5	8.5	11.1	12.0
EBITDA이익율	25.9	30.3	30.8	24.6	27.0
순이익율	8.3	9.4	7.5	9.0	9.5
ROE	9.5	9.3	8.5	12.2	13.1
ROIC	15.4	14.6	10.4	16.6	25.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(49.5)	(39.3)	(23.3)	(41.7)	(61.6)
유동비율	319.6	228.4	207.4	299.9	407.4
이자보상배율	19.0	343.0	81.8	90.3	112.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
매출채권회전율	6.1	6.1	6.5	6.4	5.3
재고자산회전율	n/a	405.4	912.0	1,062.1	875.6
매입채무회전율	11.1	8.7	13.4	31.3	25.8

에스엠(041510.KQ)

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

'SuperM'과 'NCT127'은 노는 물이 달라요

■ **미국 시장을 공략하는 SuperM과 NCT127**

세계 최대 음악 시장인 미국을 공략하기 위해 NCT127과 SuperM의 활동이 본격화되고 있다. 특히 SuperM은 데뷔와 함께 앨범발매 및 북미 콘서트 투어도 진행하고 있다. 기존 데뷔 그룹에서 차출 된 멤버로 구성된 그룹이기 때문에 단기적인 성과가 나타난다. 또한 SuperM은 단발성 프로젝트 그룹이 아니기 때문에 추가 앨범 발매와 팬덤 확대를 통한 2020년 미국 시장의 성과가 기대된다.

SuperM의 미국 내 앨범 유통, 마케팅은 현지 음악 레이블(CMG, Capitol Music Groul)이 담당하고 있다. 미국 현지 업체가 음반 유통과 마케팅을 담당함에 따라 기존의 오프라인 유통망과 현지에 최적화된 마케팅 역량을 통해 북미 시장에서 수익화가 빠르게 이뤄질 전망이다.

■ **2020년 신인 그룹 데뷔로 아티스트 라인업 보강**

아티스트 포트폴리오 측면에서 상대적으로 신인그룹의 부재가 약점으로 지목돼왔다. 동사는 2020년 2개(남성/여성)의 신인그룹을 데뷔시킬 예정이다. 또한 풍부한 아티스트 라인업을 바탕으로 SuperM처럼 그룹 별 아티스트를 차출한 신인 그룹의 데뷔 가능성도 열려있다. 엑소 멤버의 군입대에 따른 활동 공백은 솔로, 유닛 활동을 통해 대체가 가능하다.

■ **투자의견 BUY, 목표주가 47,000원 유지**

2020년 솔로, 유닛 활동의 확대와 신인그룹 데뷔까지 성장 모멘텀이 유효하다. 또한 미국의 SuperM, 중국의 WayV 등 국가별 맞춤 전략을 통한 성장도 지속될 것이다. 에스엠에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	365	612	686	778	812
영업이익(십억원)	11	48	49	63	76
세전계속사업손익(십억원)	24	46	52	69	81
당기순이익(십억원)	-5	23	21	43	51
EPS(원)	199	1,365	889	1,649	1,949
증감률(%)	17.3	585.9	-34.9	85.6	18.2
PER(배)	174.4	38.3	41.3	22.3	18.8
ROE(%)	1.3	8.0	4.6	7.8	8.5
PBR(배)	2.2	2.8	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	18.7	11.1	5.6	5.3	4.4

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	47,000원
현재주가(12/03)	36,700원

Key Data (기준일: 2019.12.03)

KOSPI(pt)	2,084
KOSDAQ(pt)	630
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	861
52주 최고/최저(원)	55,000 / 27,000
52주 일간 Beta	0.66
발행주식수(천주)	23,447
평균거래량(3M,천주)	231
평균거래대금(3M,백만원)	8,354
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	16.0
주요주주 지분율(%)	
이수만 외 7인	19.2
국민연금공단	10.4
KB자산운용	8.4
한국투자신탁운용	8.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.9	21.1	-15.1	-31.5
KOSPI 대비상대수익률	3.1	19.6	-5.4	-20.3

Company vs KOSDAQ composite

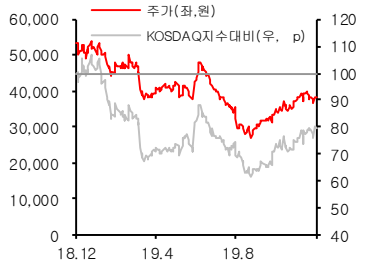


도표 69 에스엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**110.6**	**124.4**	**168.7**	**208.5**	**130.8**	**159.6**	**173.5**	**221.6**	**612.2**	**685.5**	**777.9**
YoY	*62.5%*	*83.8%*	*94.6%*	*45.9%*	*18.2%*	*28.3%*	*2.8%*	*6.3%*	*67.6%*	*12.0%*	*13.5%*
SM Entertainment	59.4	60.5	65.7	95.9	57.0	64.6	83.7	101.1	281.6	306.4	321.9
SM Japan	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	16.0	20.1	15.0	94.9	66.0	95.3
DREAMMAKER	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	14.0	29.4	10.8	58.3	70.5	93.7
SM C&C	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	42.7	39.8	79.5	197.0	197.3	216.8
키이스트	-	-	38.4	20.9	23.4	33.3	21.7	33.3	59.3	111.7	124.8
(내부거래)	(19.3)	(17.3)	(18.2)	(24.0)	(16.0)	(10.9)	(21.3)	(18.1)	(78.9)	(66.3)	(74.7)
매출원가	66.6	85.0	117.5	142.8	89.7	113.4	113.6	146.0	409.5	462.8	523.5
매출원가율	60.2%	68.3%	69.6%	68.5%	68.6%	71.0%	65.5%	65.9%	66.9%	67.5%	67.3%
매출총이익	44.0	39.4	51.2	65.7	41.1	46.3	59.9	75.6	202.7	222.8	254.4
판관비	33.6	29.4	39.1	50.5	38.2	42.4	39.9	53.7	155.0	174.2	191.0
판관비율	30.4%	23.6%	23.2%	24.2%	26.2%	26.5%	23.0%	24.2%	25.3%	25.4%	24.6%
영업이익	**10.4**	**10.0**	**12.1**	**15.2**	**2.8**	**3.9**	**19.9**	**21.9**	**47.7**	**48.6**	**63.4**
YoY	*765.8%*	*626.2%*	*162.8%*	*305.1%*	*-72.9%*	*-61.3%*	*64.2%*	*44.3%*	*336.4%*	*1.7%*	*30.6%*
OPM	9.4%	8.0%	7.2%	7.3%	2.1%	2.1%	11.5%	9.9%	7.8%	7.1%	8.2%
영업외손익	4.7	1.1	(1.2)	(6.4)	0.1	2.9	1.7	1.2	(1.8)	3.1	5.3
세전이익	15.1	11.1	10.9	8.8	2.7	2.7	21.6	23.1	46.0	51.6	68.7
법인세	3.7	7.1	3.6	8.2	6.4	6.4	12.3	8.5	22.6	30.7	25.4
당기순이익	11.4	4.0	7.3	0.7	(3.7)	(3.7)	9.3	14.6	23.4	20.9	43.3
지배주주순이익	**11.2**	**5.1**	**6.4**	**0.6**	**(1.0)**	**(1.0)**	**8.3**	**13.0**	**30.6**	**20.8**	**38.7**

자료: 유진투자증권

도표 70 미국에서 데뷔한 SuperM



자료: 언론보도

도표 71 SuperM은 데뷔와 함께 빌보드 8개 차트 1위 기록



자료: Billboard

도표 72 SuperM 북미 투어 일정

연도	분기	공연일	콘서트명	지역분류	국가	도시	공연장
2019	4Q	11/11	We Are The Future Live	북미	미국	텍사스	Dickies Arena
2019	4Q	11/13	We Are The Future Live	북미	미국	시카고	United Center
2019	4Q	11/15	We Are The Future Live	북미	미국	덜루스	Infinite Energy Arena
2019	4Q	11/17	We Are The Future Live	북미	미국	페어팩스	Eaglebank Arena
2019	4Q	11/19	We Are The Future Live	북미	미국	뉴욕	Madison Square Garden
2020	1Q	1/30	We Are The Future Live	북미	미국	샌디에고	Viejas Arena
2020	1Q	2/1	We Are The Future Live	북미	미국	LA	The Forum
2020	1Q	2/2	We Are The Future Live	북미	미국	산호세	SAP Center at San Jose
2020	1Q	2/4	We Are The Future Live	북미	미국	켄트	Accesso Showare Center
2020	1Q	2/6	We Are The Future Live	북미	캐나다	밴쿠버	Rogers Arena

자료: 에스엠, 유진투자증권

도표 73 역대 솔로 초동 앨범 판매량 순위

순위	가수	앨범	발매일	초동판매량(만장)
1	강다니엘	미니 1집 <color on me>	2019.07.29	46.7
2	**백현**	**미니 1집 <City Lights>**	**2019.01.10**	**38.1**
3	아이유	미니 5집 <Love poem>	2019.11.19	14.8
4	**첸**	**미니 2집 <사랑하는 그대에게>**	**2019.10.01**	**13.5**
5	**태연**	**미니 1집 <Purpose>**	**2019.10.28**	**13.3**
6	**레이**	**미니 1집 <Lose Control>**	**2016.10.28**	**12.6**
7	황치열	미니 2집 <Be Myself>	2018.04.24	10.9
8	**유노윤호**	**미니 1집 <True Colors>**	**2019.06.12**	**10.4**
9	황치열	미니 1집 <Be Ordinary>	2017.06.14	10.4
10	**첸**	**미니 1집 <사월, 그리고 꽃>**	**2019.04.01**	**10.3**
11	황치열	정규 2집 <The Four Seasons>	2019.01.21	10.3
12	박지훈	미니 1집 <O'CLOCK>	2019.03.27	9.6
13	김재환	미니 1집 <Another>	2019.05.20	9.3
14	**태연**	**정규 1집 <My Voice>**	**2017.02.28**	**8.7**
15	**태민**	**미니 2집 <WANT>**	**2019.02.11**	**8.5**
16	**태민**	**정규 1집 <Press It>**	**2016.02.23**	**7.3**
17	하성운	미니 1집 <My Moment>	2019.02.28	6.9
18	G-DRAGON	미니 1집 <One of A Kind>	2012.09.01	6.8
19	은지원	정규 6집 <G1>	2019.07.01	6.6
20	하성운	미니 2집 <BXXX>	2019.07.08	6.6
21	이진혁	싱글 1집 <S.O.L>	2019.11.04	6.5
22	김현중	미니 2집 <Lucky>	2011.10.11	6.5
23	**태민**	**정규 2집 <MOVE>**	**2017.10.16**	**6.3**
24	김재중	정규 1집 <WWW: Who When Why>	2013.10.29	6.3
25	김재중	미니 1집 <I>	2013.01.17	6.3

자료: 가온차트, 유진투자증권
주: 분홍색 음영은 에스엠 소속 아티스트

에스엠(041510.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**798**	**1,002**	**1,124**	**1,221**	**1,281**
유동자산	441	537	620	705	753
현금성자산	199	282	326	366	404
매출채권	182	189	227	269	278
재고자산	9	12	12	14	15
비유동자산	357	465	504	516	528
투자자산	179	169	203	211	220
유형자산	93	93	96	94	93
기타	85	203	206	211	215
부채총계	**362**	**426**	**485**	**543**	**558**
유동부채	330	394	443	500	514
매입채무	209	266	304	360	373
유동성이자부채	49	44	57	57	57
기타	73	84	82	83	84
비유동부채	31	32	42	43	44
비유동이자부채	11	10	22	22	22
기타	20	22	21	21	22
자본총계	**436**	**576**	**639**	**677**	**723**
지배지분	344	424	478	517	562
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	170	219	246	246	246
이익잉여금	134	174	195	234	280
기타	29	19	25	25	25
비지배지분	91	152	161	161	161
자본총계	**436**	**576**	**639**	**677**	**723**
총차입금	60	55	78	78	78
순차입금	(139)	(227)	(247)	(288)	(325)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**365**	**612**	**686**	**778**	**812**
증가율(%)	4.4	67.6	12.0	13.5	4.3
매출원가	249	410	463	523	537
매출총이익	**116**	**203**	**223**	**254**	**274**
판매 및 일반관리비	105	155	174	191	199
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**11**	**48**	**49**	**63**	**76**
증가율(%)	(47.2)	336.4	1.7	30.6	19.5
EBITDA	**33**	**88**	**109**	**108**	**121**
증가율(%)	(25.4)	166.3	24.1	(0.4)	11.9
영업외손익	**13**	**(2)**	**3**	**5**	**5**
이자수익	1	3	4	4	4
이자비용	1	3	4	5	5
지분법손익	16	(6)	(5)	(2)	(2)
기타영업손익	(2)	5	9	8	8
세전순이익	**24**	**46**	**52**	**69**	**81**
증가율(%)	8.0	88.4	12.3	33.2	18.2
법인세비용	29	23	31	25	30
당기순이익	**(5)**	**23**	**21**	**43**	**51**
증가율(%)	적전	흑전	(10.8)	107.3	18.2
지배주주지분	4	31	21	39	46
증가율(%)	18.6	606.9	(32.0)	85.7	18.2
비지배지분	(9)	(7)	0	5	5
EPS(원)	**199**	**1,365**	**889**	**1,649**	**1,949**
증가율(%)	17.3	585.9	(34.9)	85.6	18.2
수정EPS(원)	199	1,365	889	1,649	1,949
증가율(%)	17.3	585.9	(34.9)	85.6	18.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**77**	**120**	**83**	**99**	**97**
당기순이익	(5)	23	21	43	51
자산상각비	22	40	60	45	46
기타비현금성손익	(15)	7	31	(2)	(3)
운전자본증감	46	52	(12)	12	3
매출채권감소(증가)	(83)	2	(31)	(42)	(10)
재고자산감소(증가)	(1)	(1)	(4)	(2)	(1)
매입채무증가(감소)	97	46	28	56	13
기타	34	6	(6)	0	0
투자현금	**(111)**	**(127)**	**(51)**	**(61)**	**(62)**
단기투자자산감소	(4)	3	0	(2)	(2)
장기투자증권감소	(0)	0	(1)	(6)	(6)
설비투자	(11)	(10)	(14)	(12)	(12)
유형자산처분	7	1	0	0	0
무형자산처분	(25)	(26)	(35)	(37)	(37)
재무현금	**64**	**46**	**(1)**	**0**	**0**
차입금증가	4	(8)	(11)	0	0
자본증가	0	35	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**26**	**42**	**37**	**38**	**35**
기초현금	170	195	237	274	312
기말현금	195	237	274	312	348
Gross Cash flow	48	106	113	86	94
Gross Investment	61	78	64	46	56
Free Cash Flow	**(12)**	**28**	**49**	**40**	**38**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	199	1,365	889	1,649	1,949
BPS	15,824	18,428	20,391	22,041	23,990
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	174.4	38.3	41.3	22.3	18.8
PBR	2.2	2.8	1.8	1.7	1.5
EV/ EBITDA	18.7	11.1	5.6	5.3	4.4
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	15.6	11.0	7.6	10.0	9.2
수익성(%)					
영업이익율	3.0	7.8	7.1	8.2	9.3
EBITDA이익율	9.0	14.3	15.9	13.9	15.0
순이익율	(1.3)	3.8	3.0	5.6	6.3
ROE	1.3	8.0	4.6	7.8	8.5
ROIC	(1.0)	10.8	7.4	14.0	16.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(31.9)	(39.5)	(38.8)	(42.5)	(45.0)
유동비율	133.4	136.3	139.9	140.9	146.5
이자보상배율	9.1	18.7	11.6	12.9	15.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
매출채권회전율	3.2	3.3	3.3	3.1	3.0
재고자산회전율	36.8	60.8	58.2	59.2	55.9
매입채무회전율	2.9	2.6	2.4	2.3	2.2

CJ CGV(079160.KS)

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

국내 1위, 글로벌 진출, 투자 유치까지 삼위일체

■ **투자의견 BUY, 목표주가 47,000원으로 신규 커버리지 개시**

CJ CGV에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원을 제시한다. 목표주가는 국내외 국가별 박스오피스 성장성을 고려해 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식으로 산정했다. 당사에서 추정하는 동사의 기업가치는 약 1.0조원으로, 국내, 터키, 4DX, CGI홀딩스(중국, 베트남, 인도네시아)의 합산 영업가치 3.6조원에 순차입금 2.6조원(CGI홀딩스 지분 매각금 전액 부채상환 가정)을 제외해 산정했다.

■ **CGI홀딩스의 외부 자금 조달로 재무구조 개선**

동사는 해외 통합법인(중국, 베트남, 인도네시아)의 지분을 CGI홀딩스로 통합한 후 지분 28.57%를 MBK파트너스, 미래에셋대우PE 컨소시움에 3,336억원에 매각했다. CGV 베트남 상장 철회 이후, 이어진 외부 투자 유치를 추진해온 결실을 맺은 것이다. 이번 계약에서 박스오피스 성장성이 높은 3개 국가를 포함한 통합법인의 가치를 1.17조원으로 평가했다. 현재(12/03) 동사의 시가총액 7,766억원을 감안하면 저평가 부각에 따른 가치 상승이 기대된다.

또한 지분 매각을 통해 확보한 자금(3,336억원)은 차입금 상환 및 신흥시장 투자 재원으로 활용될 예정이다. 동사는 외형 성장 중심의 경영 전략 추진과 회계기준 변경에 따른 리스부채 증가로 재무건전성이 악화된바 있다. 이번 외부자금 조달을 통한 재무구조 개선은 시장의 우려를 불식시킬 것이다.

국내 박스오피스는 구조적 성숙기에 접어들었으며, 프리미엄 스크린이 매출 성장을 견인할 것으로 예상된다. 베트남, 인도네시아 등 경제 성장과 박스오피스 성장이 지속되는 해외 실적 성장이 주가 상승의 핵심이다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	1,714	1,769	1,951	2,068	2,198
영업이익(십억원)	86	78	117	123	128
세전계속사업손익(십억원)	12	-210	-13	7	15
당기순이익(십억원)	10	-189	-18	6	13
EPS(원)	-66	-6,647	-365	388	544
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	30.9
PER(배)	n/a	n/a	n/a	94.6	67.4
ROE(%)	-0.4	-67.0	-4.2	3.2	4.4
PBR(배)	5.1	7.8	3.0	3.0	2.9
EV/EBITDA(배)	9.9	7.7	7.4	6.5	6.5

자료: 유진투자증권

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	47,000원
현재주가(12/03)	36,700원

Key Data (기준일: 2019.12.03)

KOSPI(pt)	2,084
KOSDAQ(pt)	630
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	777
52주 최고/최저(원)	48,600 / 29,500
52주 일간 Beta	1.13
발행주식수(천주)	21,161
평균거래량(3M,천주)	102
평균거래대금(3M,백만원)	3,623
배당수익률(19F, %)	0.5
외국인 지분율(%)	9.9
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 2인	39.1
국민연금공단	10.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.5	8.4	5.3	-13.0
KOSPI대비상대수익률	8.2	2.4	4.5	-10.8

Company vs KOSPI composite

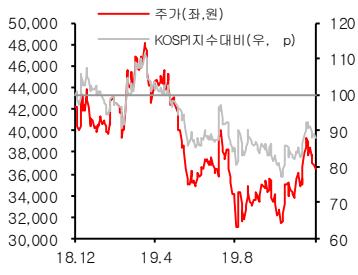


도표 74 CJ CGV 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018A	2019F	2020F
매출	**465**	**482**	**497**	**507**	**517**	**464**	**541**	**547**	**1,769**	**1,951**	**2,068**
본사	249	266	282	271	247	246	303	287	975	1,068	1,082
중국	110	95	104	89	117	80	113	92	357	397	403
터키	39	26	26	66	53	29	24	72	168	156	179
베트남	46	53	45	39	58	59	51	43	138	183	211
인도네시아	24	32	31	31	30	37	34	36	92	118	136
4DX	21	32	28	30	31	32	33	35	123	111	131
YoY	*5%*	*19%*	*5%*	*13%*	*11%*	*-4%*	*9%*	*8%*	*3%*	*10%*	*6%*
본사	*13%*	*20%*	*0%*	*8%*	*-1%*	*-8%*	*8%*	*6%*	*5%*	*10%*	*1%*
중국	*7%*	*27%*	*3%*	*11%*	*7%*	*-15%*	*9%*	*4%*	*6%*	*11%*	*1%*
터키	*-38%*	*-17%*	*21%*	*26%*	*38%*	*11%*	*-4%*	*9%*	*-20%*	*-7%*	*14%*
베트남	*43%*	*33%*	*31%*	*26%*	*26%*	*10%*	*14%*	*12%*	*5%*	*33%*	*15%*
인도네시아	*24%*	*39%*	*30%*	*22%*	*26%*	*14%*	*11%*	*14%*	*28%*	*29%*	*15%*
4DX	*-4%*	*9%*	*-24%*	*-12%*	*48%*	*1%*	*18%*	*16%*	*6%*	*-9%*	*18%*
영업이익(연결)	**24**	**23**	**31**	**40**	**30**	**16**	**38**	**39**	**78**	**117**	**123**
YoY	*22.6%*	*8733.7%*	*-5.1%*	*54.3%*	*26.9%*	*-31.2%*	*21.8%*	*-1.0%*	*-9.9%*	*51.2%*	*4.6%*
OPM	*5.1%*	*4.9%*	*6.2%*	*7.8%*	*5.8%*	*3.5%*	*7.0%*	*7.2%*	*4.4%*	*6.0%*	*5.9%*
본사	7	9	26	20	9	9	28	20	36	63	66
중국	12	3	5	4	9	1	7	5	20	24	22
터키	2	(3)	(5)	13	4	(3)	(4)	12	13	8	9
베트남	7	6	4	(0)	9	4	3	(1)	8	17	15
인도네시아	0	6	4	4	3	5	4	4	6	15	17
4DX	(1)	5	2	3	(1)	5	4	4	14	9	11
기타	(5)	(3)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(18)	(18)	(17)
영업외손익	(34)	(33)	(37)	(32)	(27)	(28)	(35)	(26)	(293)	(134)	(116)
세전이익	(9)	(9)	(6)	8	3	(12)	2	13	(210)	(15)	7
당기순이익	(9)	(10)	(10)	7	2	(10)	2	12	(189)	(18)	6
지배주주순이익	**(7)**	**(9)**	**(9)**	**6**	**2**	**(5)**	**2**	**10**	**(141)**	**(8)**	**8**

<본사>	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018A	2019F	2020F
매출액	**249**	**266**	**282**	**271**	**247**	**246**	**303**	**287**	**975**	**1,068**	**1,082**
YoY	*13.0%*	*20.3%*	*0.0%*	*7.8%*	*-0.9%*	*-7.8%*	*7.5%*	*5.9%*	*4.6%*	*9.6%*	*1.3%*
(상영매출)	169	172	185	175	163	151	199	186	649	700	698
(매점매출)	44	48	52	47	47	47	58	51	165	192	203
(광고매출)	19	28	29	29	19	28	30	30	100	105	108
(기타매출)	17	19	16	20	17	19	17	20	60	72	74
영업이익	**7**	**9**	**26**	**20**	**9**	**9**	**28**	**20**	**36**	**63**	**66**
YoY	*552.2%*	*흑전*	*3.5%*	88.2%	25.5%	-6.0%	5.8%	1.7%	*-17.8%*	74.5%	5.0%
OPM	*2.9%*	*3.5%*	*9.4%*	7.4%	3.7%	3.6%	9.2%	7.1%	*3.7%*	5.9%	6.1%
주요가정(천명)				-	-	-	-	-		-	-
관객수	55,072	54,247	61,438	56,362	54,521	48,822	63,896	57,489	216,386	227,119	224,728
CGV관람객	26,174	25,624	28,884	26,606	25,759	23,032	30,133	27,133	101,955	107,288	106,056
CGV 점유율	47.5%	47.2%	47.0%	47.2%	47.2%	47.2%	47.2%	47.2%	47.1%	47.2%	47.2%

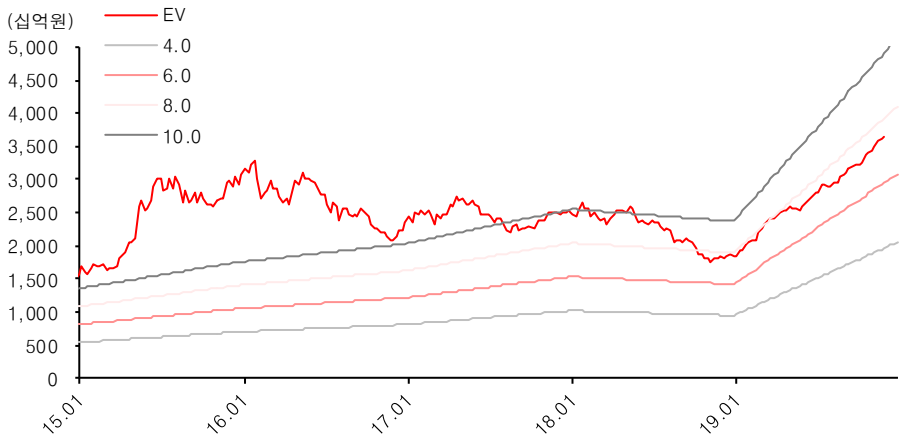
자료: 유진투자증권

도표 75 목표주가 산정 식

(십억원/배)	지역별	지분율	영업이익	감가상각비	EBITDA	밸류에이션	산정가치	비고
영업가치(A)							**3,611**	**2020년 기준**
	본사	100.0%	66.2	144.2	210.4	8.7	1,830	2012-2019년 평균
	터키	39.3%	8.5	37.2	45.7	7.4	132	신흥국 2020년 30% 할인 적용
	4DX	90.5%	11.3	10.4	21.7	8.1	158	특화관 2020년 평균 적용
	CGI홀딩스	71.4%					1,490	3개국 가치 합산 * 지분율
	중국	100.0%	22.1	127.4	149.6	9.1	1,362	중국 2020년 평균 적용
	베트남	80.0%	15.4	42.8	58.2	10.5	490	신흥국 2020년 평균 적용
	인도네시아	50.9%	16.6	27.1	43.6	10.5	234	신흥국 2020년 평균 적용
순차입금(B)							**2,612**	CGI홀딩스 매각 대금 전액 상환 가정
기업가치(C)=(A)-(B)							**999**	
주식수(천주)							21,161	
적정주가(원)							47,188	
목표주가(원)							**47,000**	
현재주가(원)							36,700	
상승여력(%)							28.1%	

자료: 유진투자증권

도표 76 CJ CGV EV/EBITDA 밴드



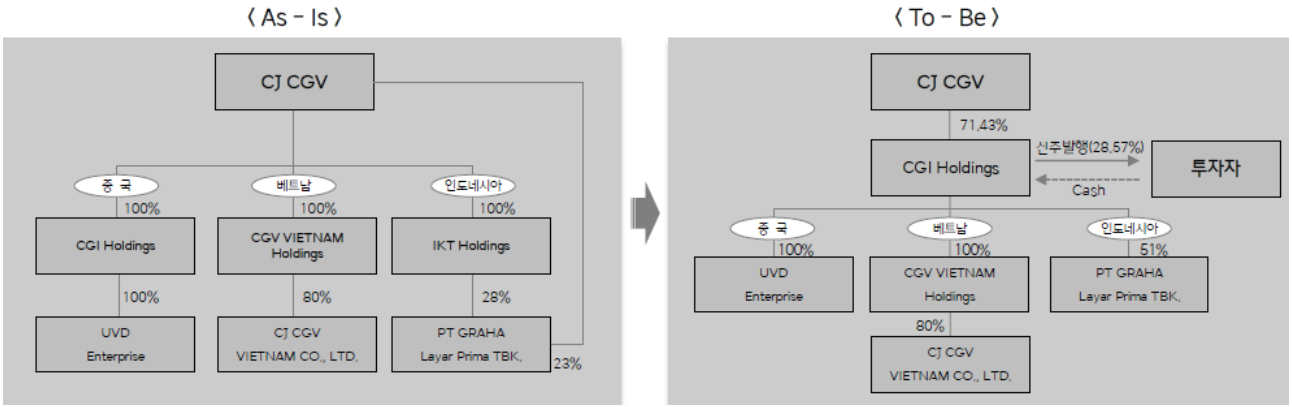
자료: 유진투자증권

도표 77 Peer Valuation

(백만달러, 배)	시가총액	2019년 매출액	영업이익	EV/EBITDA	PER	PSR	2020년 매출액	영업이익	EV/EBITDA	PER	PSR
CJ CGV	647.7	1,666.9	94.2	3.7	-	0.4	1,796.3	108.8	3.5	114.9	0.4
제이콘텐트리	487.9	470.8	48.5	9.7	23.7	1.0	530.0	56.4	8.7	18.1	0.9
국내 평균				**6.7**	**23.7**	**0.7**			**6.1**	**66.5**	**0.6**
AMC	849.5	5,532.8	228.9	14.2	-	0.2	5,514.1	248.2	14.1	-	0.2
MARCUS	972.9	835.0	76.2	9.2	20.6	1.2	869.0	85.0	8.8	18.3	1.1
CINEMARK	3,967.8	3,349.2	388.4	8.8	16.1	1.2	3,357.9	423.4	8.6	15.1	1.2
CINEPLEX	1,209.7	1,270.4	-	9.8	25.7	1.0	1,320.8	-	9.5	20.4	0.9
CINEWORLD	3,682.2	4,656.1	791.0	9.7	9.4	0.8	4,728.2	806.8	9.5	8.9	0.8
선진국 평균				**10.3**	**17.9**	**0.8**			**10.1**	**15.7**	**0.8**
WANDA FILM	4,242.2	2,242.0	244.1	11.7	20.5	1.9	2,550.3	313.9	9.8	16.6	1.7
CHINA FILM	3,765.5	1,396.9	247.7	9.7	21.6	2.7	1,530.4	273.3	8.7	18.8	2.5
SHANGHAI FILM	710.3	173.9	24.0	12.1	23.3	4.1	190.7	28.2	10.6	19.7	3.7
GUANGZHOU JINYI	555.5	303.7	18.5	8.3	46.9	1.8	342.3	21.6	7.3	37.3	1.6
중국 평균				**10.5**	**28.1**	**2.6**			**9.1**	**23.1**	**2.4**
PVR	1,301.3	523.7	106.7	13.2	46.9	2.5	592.9	123.2	11.5	35.6	2.2
MAJOR CINEPLEX	724.8	352.7	39.7	10.2	18.6	2.1	374.4	45.7	9.6	16.9	1.9
신흥국 평균				**11.7**	**32.8**	**2.3**			**10.5**	**26.3**	**2.1**
IMAX	1,317.7	396.2	83.7	8.9	19.7	3.3	410.7	96.4	8.3	17.7	3.2
IMAX CHINA	739.5	130.2	59.5	8.4	15.4	5.7	140.5	65.2	7.8	13.9	5.3
특화관 평균				**8.7**	**17.5**	**4.5**			**8.1**	**15.8**	**4.2**

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2019.12.02 종가 기준

도표 78 CJ CGV 해외법인 지배구조 변화



자료: CJ CGV, 유진투자증권

CJ CGV (079160.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**2,460**	**2,234**	**4,435**	**4,466**	**4,497**
유동자산	458	497	660	790	885
현금성자산	157	187	319	399	475
매출채권	201	190	222	270	287
재고자산	18	19	22	24	25
비유동자산	2,002	1,737	3,775	3,676	3,612
투자자산	273	344	352	367	382
유형자산	1,002	900	2,933	2,791	2,684
기타	728	493	489	518	546
부채총계	**1,682**	**1,684**	**3,897**	**3,923**	**3,947**
유동부채	868	863	1,163	1,187	1,209
매입채무	321	259	285	307	327
유동성이자부채	392	434	708	708	708
기타	155	170	171	173	174
비유동부채	814	821	2,733	2,736	2,739
비유동이자부채	724	721	2,639	2,639	2,639
기타	90	101	94	97	99
자본총계	**778**	**550**	**538**	**542**	**550**
지배지분	308	112	255	259	266
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	90	90	90
이익잉여금	320	182	166	170	177
기타	(112)	(170)	(11)	(11)	(11)
비지배지분	470	438	284	284	284
자본총계	**778**	**550**	**538**	**542**	**550**
총차입금	1,115	1,154	3,347	3,347	3,347
순차입금	959	967	3,028	2,948	2,872

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**1,714**	**1,769**	**1,951**	**2,068**	**2,198**
증가율(%)	19.7	3.2	10.3	6.0	6.3
매출원가	847	857	1,155	1,275	1,411
매출총이익	**867**	**912**	**796**	**793**	**787**
판매 및 일반관리비	781	835	678	670	659
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**86**	**78**	**117**	**123**	**128**
증가율(%)	22.6	(9.9)	51.2	4.6	4.2
EBITDA	**256**	**237**	**513**	**576**	**564**
증가율(%)	25.9	(7.3)	116.2	12.3	(2.0)
영업외손익	**(75)**	**(288)**	**(131)**	**(116)**	**(113)**
이자수익	4	5	2	7	7
이자비용	39	47	50	67	67
지분법손익	5	5	4	6	6
기타영업손익	(45)	(251)	(87)	(62)	(60)
세전순이익	**12**	**(210)**	**(13)**	**7**	**15**
증가율(%)	(35.7)	적전	적지	흑전	125.9
법인세비용	2	(22)	5	1	2
당기순이익	**10**	**(189)**	**(18)**	**6**	**13**
증가율(%)	78.5	적전	적지	흑전	125.9
지배주주지분	(1)	(141)	(8)	8	12
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	40.2
비지배지분	11	(48)	(11)	(2)	1
EPS(원)	**(66)**	**(6,647)**	**(365)**	**388**	**544**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	40.2
수정EPS(원)	(66)	(6,647)	(365)	388	544
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	40.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**188**	**104**	**356**	**431**	**446**
당기순이익	10	(189)	(18)	6	13
자산상각비	169	159	395	453	436
기타비현금성손익	(4)	(29)	115	(1)	(5)
운전자본증감	(65)	(109)	(6)	(26)	2
매출채권감소(증가)	(56)	(4)	(54)	(47)	(17)
재고자산감소(증가)	(3)	5	(4)	(2)	(1)
매입채무증가(감소)	64	(72)	24	22	20
기타	(70)	(38)	29	1	1
투자현금	**(290)**	**(32)**	**(252)**	**(349)**	**(367)**
단기투자자산감소	(4)	4	(2)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	1	4	4
설비투자	(278)	(245)	(204)	(287)	(305)
유형자산처분	0	210	1	0	0
무형자산처분	3	(9)	(27)	(52)	(52)
재무현금	**46**	**(12)**	**(4)**	**(4)**	**(4)**
차입금증가	67	(128)	82	0	0
자본증가	(12)	(12)	(4)	(4)	(4)
배당금지급	12	12	4	4	4
현금 증감	**(67)**	**53**	**103**	**79**	**74**
기초현금	200	133	185	289	367
기말현금	133	185	289	367	441
Gross Cash flow	290	259	492	457	444
Gross Investment	352	145	256	373	364
Free Cash Flow	**(61)**	**113**	**236**	**84**	**80**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(66)	(6,647)	(365)	388	544
BPS	14,554	5,284	12,047	12,235	12,579
DPS	350	200	200	200	200
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	94.6	67.4
PBR	5.1	7.8	3.0	3.0	2.9
EV/ EBITDA	9.9	7.7	7.4	6.5	6.5
배당수익율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	5.4	3.4	1.6	1.7	1.7
수익성(%)					
영업이익율	5.0	4.4	6.0	5.9	5.8
EBITDA이익율	14.9	13.4	26.3	27.8	25.7
순이익율	0.6	(10.7)	(0.9)	0.3	0.6
ROE	(0.4)	(67.0)	(4.2)	3.2	4.4
ROIC	4.4	3.6	3.4	3.1	3.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	123.3	175.8	562.3	543.5	522.5
유동비율	52.7	57.6	56.8	66.5	73.2
이자보상배율	2.2	1.6	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
매출채권회전율	9.2	9.1	9.5	8.4	7.9
재고자산회전율	98.8	96.5	96.2	91.3	90.6
매입채무회전율	5.8	6.1	7.2	7.0	6.9

제이콘텐트리(036420.KS)

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

넷플릭스라는 달콤한 초콜릿을 더하다

■ **투자의견 BUY, 목표주가 51,000원 제시**

제이콘텐트리에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가는 극장과 방송사업부문의 가치를 각각 산정하는 SOTP(Sum-of-the-parts)방식을 통해 산정했다. 2020년 사업부문별 세후영업이익에 극장 15.7배(선진국 영화관 평균 PER 적용), 방송 30.1배(국내 1위 사업자 적용 밸류에이션 43.0배를 30% 할인)를 적용해 산출했다. 당사에서 추정하는 동사의 기업가치는 영업가치 1조 573억원에 순차입금 3,278억원을 반영한 7,295억원이다.

■ **드라마 제작 편수 확대에 따른 매출 증가와 넷플릭스 판매로 이익도 안정화**

동사의 2019년 드라마 제작편수는 13편이지만, 2020년 하반기 수목드라마 슬롯이 편성 되면 연간 18편까지 제작이 가능하다. 2019년 13편의 드라마 제작에 따른 방송사업부문 매출은 2,236억원으로 편당 약 150억원(구작 판매 매출 등 감안)의 매출이 발생한 것으로 추정된다. 따라서 2020년 5편의 드라마 제작 증가에 따른 매출액 증가 분은 750억원 이상으로 예상한다.

넷플릭스와 2020년부터 3년간 20여편 이상의 콘텐츠 공급 계약을 체결함으로써 방송 부문의 이익관리도 가능해질 전망이다. JTBC 편성에 따른 일정 비율의 제작비 리쿱은 예측 가능한 반면 해외 방영권 판매 여부는 추정이 어렵다. 드라마 산업의 특성상 방영 이전까지 흥행여부를 추정하기 어렵기 때문이다. 또한 이러한 특성으로 인해 수익성의 변동도 크게 나타났다. 그러나 이번 계약을 통해 2020년 기준으로 전체 제작 드라마 중 30% 이상이 넷플릭스로 공급이 가능해졌다. 따라서 3년의 계약을 통해 일부 드라마에 대한 제작비를 일정비율 보전 받게 됨으로써 이익의 안정성이 확보될 것이다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	420	511	538	635	706
영업이익(십억원)	33	35	57	67	72
세전계속사업손익(십억원)	24	34	49	59	64
당기순이익(십억원)	11	26	37	45	48
EPS(원)	537	1,409	1,495	1,890	2,045
증감률(%)	-66.5	162.6	6.1	26.4	8.2
PER(배)	96.8	31.7	26.8	21.2	19.6
ROE(%)	5.3	7.4	6.2	7.4	7.4
PBR(배)	3.9	1.9	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	13.3	8.6	12.6	6.7	6.6

자료: 유진투자증권

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	51,000원
현재주가(12/03)	40,000원

Key Data (기준일: 2019.12.03)

KOSPI(pt)	2,084
KOSDAQ(pt)	630
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	576
52주 최고/최저(원)	45,950 / 4,195
52주 일간 Beta	0.91
발행주식수(천주)	14,407
평균거래량(3M,천주)	154
평균거래대금(3M,백만원)	5,636
배당수익률(19F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	2.9
주요주주 지분율(%)	
중앙홀딩스 외 1인	33.3
국민연금공단	10.1
한국투자신탁운용	5.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	15.1	-15.8	-21.4
KOSPI 대비상대수익률	6.0	9.1	-16.6	-19.2

Company vs KOSPI composite

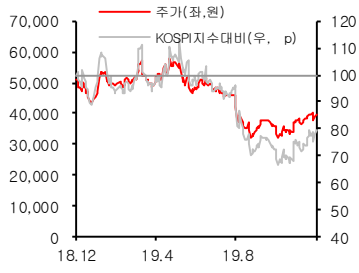


도표 79 제이콘텐트리 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018A	2019F	2020F
매출액	**126**	**131**	**143**	**138**	**143**	**142**	**180**	**170**	**511**	**538**	**635**
YoY	15.2%	17.8%	-8.9%	3.5%	13.2%	8.4%	26.0%	23.0%	21.6%	5.3%	17.9%
극장	74	74	91	80	78	68	91	81	317	319	318
상영	43	43	53	51	48	43	56	51	195	190	197
매점	14	14	16	14	14	14	17	15	55	59	60
광고	7	7	12	9	8	9	12	10	34	35	39
배급/투자	2	2	0	0	3	(2)	0	0	2	5	1
기타	7	7	10	5	5	5	6	5	31	29	21
방송	52	62	51	58	65	74	89	89	193	224	317
방영권	19	18	18	15	22	23	29	27	55	70	100
유통	24	33	31	33	31	41	46	50	95	121	168
국내	16	18	19	15	21	22	30	26	56	68	99
해외	8	15	12	18	11	19	16	23	39	53	69
기타	9	12	2	10	12	11	15	12	42	32	49
매출원가	67	69	74	73	83	82	106	100	274	284	372
매출원가율	53.1%	53.0%	51.6%	53.2%	58.2%	57.8%	59.1%	59.0%	53.6%	52.7%	58.6%
매출총이익	59	62	69	65	60	60	74	70	237	255	263
판관비	48	45	54	50	47	44	51	53	203	198	196
판관비율	38.2%	34.6%	37.7%	36.2%	33.2%	30.9%	28.4%	31.3%	39.7%	36.7%	30.8%
영업이익	**11**	**16**	**15**	**15**	**12**	**16**	**23**	**16**	**35**	**57**	**67**
YoY	176.3%	96.7%	-16.3%	247.3%	11.2%	-1.9%	47.6%	12.4%	4.2%	64.8%	17.5%
OPM	8.8%	12.4%	10.7%	10.6%	8.6%	11.3%	12.5%	9.7%	6.8%	10.6%	10.6%
극장	5	16	11	9	10	3	15	8	21	41	36
방송	6	1	6	6	2	13	8	8	12	18	31
영업외손익	(3)	(1)	(3)	(1)	(3)	(1)	(3)	(2)	(1)	(8)	(8)
세전이익	8	15	12	13	10	15	20	15	34	49	59
당기순이익	8	12	7	10	7	11	15	11	26	37	45
지배주주순이익	**4**	**7**	**4**	**6**	**4**	**7**	**9**	**7**	**18**	**22**	**27**

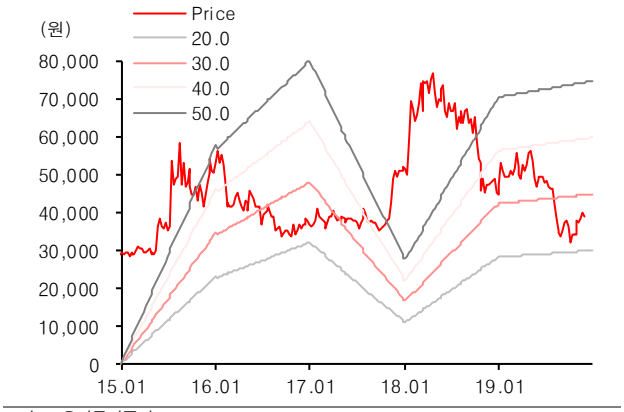
자료: 유진투자증권

도표 80 목표주가 산정 식

	세후영업이익	밸류에이션	가치	비고
영업가치(A) (십억원)			**1,057**	2020년 기준
극장	28.2	15.7	325	선진국 평균 적용. 지분율 73.53%
방송	24.3	30.1	732	국내 1위 사업자 적용 밸류에이션 30% 할인
순차입금(B) (십억원)			**328**	2020년 예상 순차입금(금융리스부채 포함)
기업가치(C)=(A)-(B)			**730**	
주식수(천주)			14,407	
적정주가(원)			50,639	
목표주가(원)			**51,000**	
현재주가(원)			40,000	
상승여력(%)			27.5%	

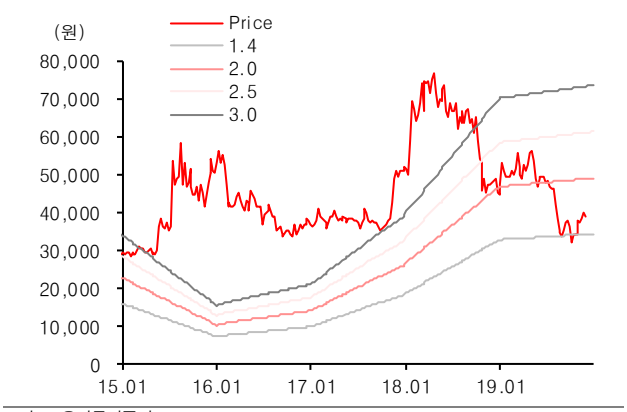
자료: 유진투자증권

도표 81 제이콘텐트리 PER 밴드



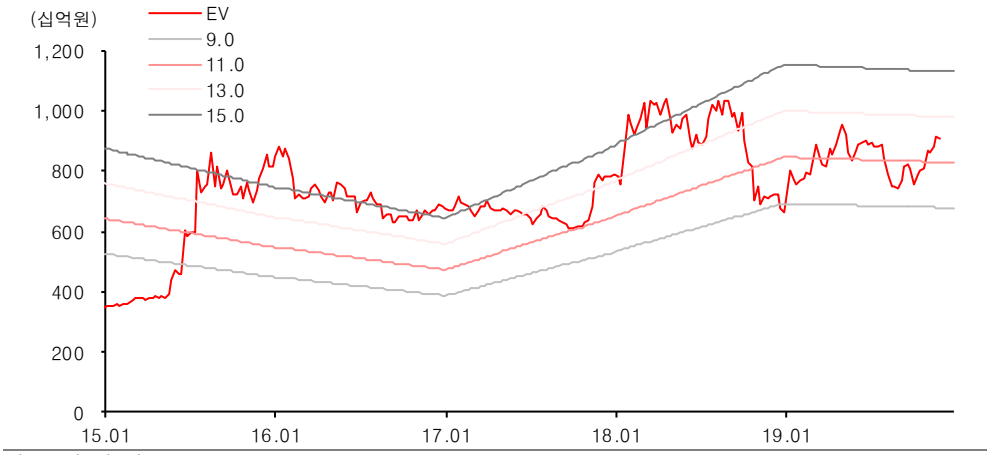
자료: 유진투자증권

도표 82 제이콘텐트리 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

도표 83 제이콘텐트리 EV/EBITDA 밴드



자료: 유진투자증권

도표 84 Peer Valuation

(백만달러, 배)	시가총액	2019년 매출액	영업이익	EV/EBITDA	PER	PSR	2020년 매출액	영업이익	EV/EBITDA	PER	PSR
CJ CGV	647.7	1,666.9	94.2	3.7	-	0.4	1,796.3	108.8	3.5	114.9	0.4
제이콘텐트리	487.9	470.8	48.5	9.7	23.7	1.0	530.0	56.4	8.7	18.1	0.9
국내 평균				**6.7**	**23.7**	**0.7**			**6.1**	**66.5**	**0.6**
AMC	849.5	5,532.8	228.9	14.2	-	0.2	5,514.1	248.2	14.1	-	0.2
MARCUS	972.9	835.0	76.2	9.2	20.6	1.2	869.0	85.0	8.8	18.3	1.1
CINEMARK	3,967.8	3,349.2	388.4	8.8	16.1	1.2	3,357.9	423.4	8.6	15.1	1.2
CINEPLEX	1,209.7	1,270.4	-	9.8	25.7	1.0	1,320.8	-	9.5	20.4	0.9
CINEWORLD	3,682.2	4,656.1	791.0	9.7	9.4	0.8	4,728.2	806.8	9.5	8.9	0.8
선진국 평균				**10.3**	**17.9**	**0.8**			**10.1**	**15.7**	**0.8**
WANDA FILM	4,242.2	2,242.0	244.1	11.7	20.5	1.9	2,550.3	313.9	9.8	16.6	1.7
CHINA FILM	3,765.5	1,396.9	247.7	9.7	21.6	2.7	1,530.4	273.3	8.7	18.8	2.5
SHANGHAI FILM	710.3	173.9	24.0	12.1	23.3	4.1	190.7	28.2	10.6	19.7	3.7
GUANGZHOU JINYI	555.5	303.7	18.5	8.3	46.9	1.8	342.3	21.6	7.3	37.3	1.6
중국 평균				**10.5**	**28.1**	**2.6**			**9.1**	**23.1**	**2.4**
PVR	1,301.3	523.7	106.7	13.2	46.9	2.5	592.9	123.2	11.5	35.6	2.2
MAJOR CINEPLEX	724.8	352.7	39.7	10.2	18.6	2.1	374.4	45.7	9.6	16.9	1.9
신흥국 평균				**11.7**	**32.8**	**2.3**			**10.5**	**26.3**	**2.1**
IMAX	1,317.7	396.2	83.7	8.9	19.7	3.3	410.7	96.4	8.3	17.7	3.2
IMAX CHINA	739.5	130.2	59.5	8.4	15.4	5.7	140.5	65.2	7.8	13.9	5.3
특화관 평균				**8.7**	**17.5**	**4.5**			**8.1**	**15.8**	**4.2**

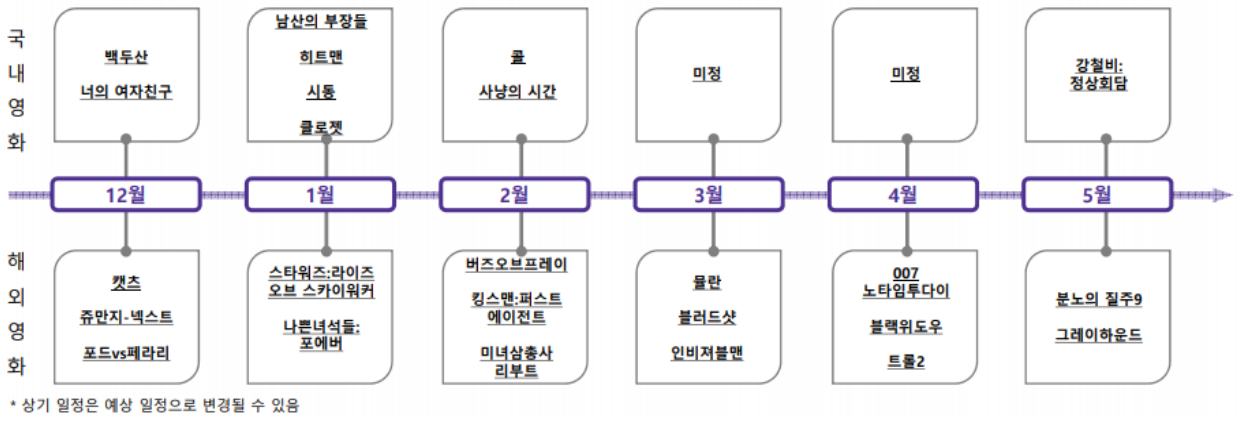
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2019.12.02 종가 기준

도표 85 2020년 1분기 드라마 라인업



자료: 제이콘텐트리

도표 86 2020년 상반기까지의 개봉 예정 주요 영화 라인업



자료: 제이콘텐트리

제이콘텐트리(036420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**662**	**821**	**1,094**	**1,126**	**1,164**
유동자산	208	342	273	328	378
현금성자산	82	198	121	169	201
매출채권	85	91	98	102	115
재고자산	24	33	33	35	40
비유동자산	454	479	821	798	786
투자자산	174	182	191	199	207
유형자산	193	209	535	528	525
기타	87	88	95	72	54
부채총계	**426**	**400**	**641**	**646**	**654**
유동부채	289	271	258	261	269
매입채무	66	65	53	56	63
유동성이자부채	142	119	132	132	132
기타	80	87	73	74	74
비유동부채	138	129	383	384	385
비유동이자부채	107	96	365	365	365
기타	31	33	19	20	20
자본총계	**236**	**421**	**453**	**480**	**510**
지배지분	158	337	354	381	410
자본금	57	72	72	72	72
자본잉여금	19	158	179	179	179
이익잉여금	75	95	91	118	148
기타	8	11	12	12	12
비지배지분	77	84	99	99	99
자본총계	**236**	**421**	**453**	**480**	**510**
총차입금	249	215	497	497	497
순차입금	167	17	376	328	295

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**420**	**511**	**538**	**635**	**706**
증가율(%)	25.4	21.6	5.3	17.9	11.2
매출원가	200	274	284	372	433
매출총이익	**221**	**237**	**254**	**263**	**273**
판매 및 일반관리비	187	203	198	196	201
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**33**	**35**	**57**	**67**	**72**
증가율(%)	15.2	4.2	64.8	17.5	6.6
EBITDA	**59**	**77**	**75**	**135**	**133**
증가율(%)	37.9	30.0	(2.1)	78.7	(1.3)
영업외손익	**(9)**	**(1)**	**(8)**	**(8)**	**(8)**
이자수익	4	5	6	8	9
이자비용	9	8	12	17	17
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타영업손익	(4)	2	(2)	0	(1)
세전순이익	**24**	**34**	**49**	**59**	**64**
증가율(%)	(30.5)	37.6	46.3	20.3	7.6
법인세비용	13	8	12	14	15
당기순이익	**11**	**26**	**37**	**45**	**48**
증가율(%)	(51.4)	134.8	45.4	20.8	7.6
지배주주지분	6	18	22	27	29
증가율(%)	(66.5)	186.6	16.8	26.4	8.2
비지배지분	4	7	16	18	19
EPS(원)	**537**	**1,409**	**1,495**	**1,890**	**2,045**
증가율(%)	(66.5)	162.6	6.1	26.4	8.2
수정EPS(원)	537	1,409	1,495	1,890	2,045
증가율(%)	(66.5)	162.6	6.1	26.4	8.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	**(4)**	**23**	**34**	**92**	**81**
당기순이익	11	26	37	45	48
자산상각비	26	42	18	67	61
기타비현금성손익	5	2	43	(17)	(18)
운전자본증감	(43)	(55)	(48)	(3)	(10)
매출채권감소(증가)	(44)	(8)	(18)	(4)	(13)
재고자산감소(증가)	(1)	(9)	2	(2)	(5)
매입채무증가(감소)	10	1	3	3	7
기타	(8)	(39)	(34)	1	1
투자현금	**(74)**	**(46)**	**(44)**	**(45)**	**(49)**
단기투자자산감소	(28)	(19)	31	(1)	(1)
장기투자증권감소	(5)	(3)	0	0	0
설비투자	(33)	(29)	(59)	(36)	(40)
유형자산처분	0	0	4	0	0
무형자산처분	(1)	1	(1)	(1)	(1)
재무현금	**73**	**115**	**(31)**	**0**	**0**
차입금증가	(50)	(38)	(42)	0	0
자본증가	0	153	0	0	0
배당금지급	0	1	0	0	0
현금 증감	**(6)**	**92**	**(41)**	**47**	**32**
기초현금	55	49	142	100	148
기말현금	49	142	100	148	180
Gross Cash flow	62	93	98	95	91
Gross Investment	90	83	123	47	58
Free Cash Flow	**(28)**	**10**	**(25)**	**48**	**33**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	537	1,409	1,495	1,890	2,045
BPS	13,206	23,391	24,547	26,436	28,482
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.8	31.7	26.8	21.2	19.6
PBR	3.9	1.9	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	13.3	8.6	12.6	6.7	6.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	10.1	6.3	5.9	6.1	6.3
수익성(%)					
영업이익율	7.9	6.8	10.6	10.6	10.2
EBITDA이익율	14.1	15.1	14.0	21.2	18.8
순이익율	2.6	5.0	6.9	7.1	6.8
ROE	5.3	7.4	6.2	7.4	7.4
ROIC	4.1	6.5	6.9	6.3	6.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	70.8	4.1	83.0	68.3	57.9
유동비율	72.2	126.2	106.0	125.4	140.5
이자보상배율	3.8	4.2	4.8	4.0	4.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.8	5.8	5.7	6.3	6.5
재고자산회전율	17.9	18.1	16.2	18.5	18.8
매입채무회전율	6.9	7.8	9.1	11.7	11.9

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)

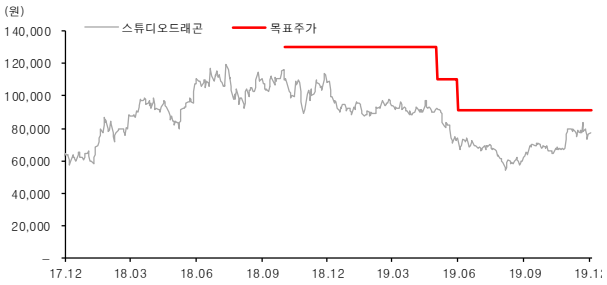
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.9.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-10-15	Buy	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	-28.9	-24.4
2019-03-26	Buy	130,000	1년	-29.6	-25.2
2019-05-10	Buy	110,000	1년	-30.4	-24.3
2019-06-04	Buy	91,000	1년	-24.7	-8.4
2019-07-09	Buy	91,000	1년	-25.1	-8.4
2019-08-09	Buy	91,000	1년	-23.6	-8.4
2019-09-18	Buy	91,000	1년	-20.1	-8.4
2019-10-15	Buy	91,000	1년	-17.4	-8.4
2019-11-08	Buy	91,000	1년	-14.6	-8.4
2019-11-22	Buy	91,000	1년	-15.5	-12.4
2019-12-04	Buy	91,000	1년		

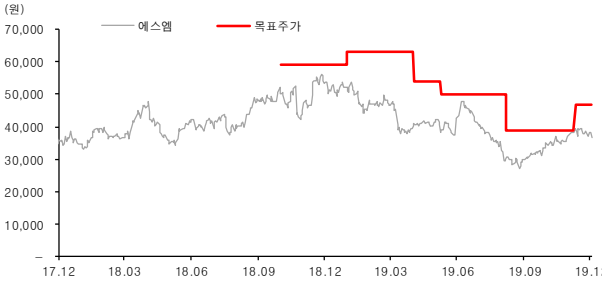
스튜디오드래곤(253450.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅



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	-22.4	-4.1
2019-06-04	Buy	50,000	1년	-23.1	-4.1
2019-07-16	Buy	50,000	1년	-33.7	-26.5
2019-08-16	Buy	39,000	1년	-13.6	1.0
2019-10-11	Buy	39,000	1년	-5.3	1.0
2019-11-15	Buy	47,000	1년	-18.4	-15.6
2019-12-04	Buy	47,000	1년		

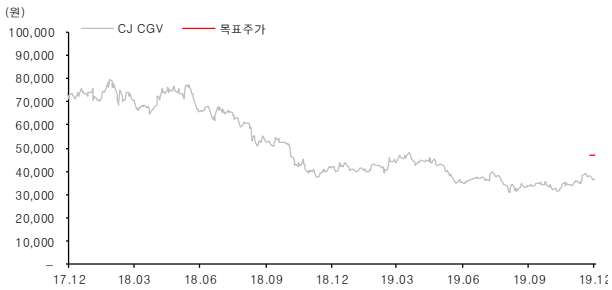
에스엠(041510.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-12-04	BUY	47,000	1년		

CJ CGV(079160.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-12-04	BUY	51,000	1년		

제이콘텐트리(036420.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한상웅

