2020. 10. 14

유진투자증권

Initiate: Media/Ads



드라마 제작사에게 주어지는 합격 목걸이

- 스튜디오드래곤(253450.KQ)
- CJ ENM(035760.KQ)
- 제일기획(030000.KS)
- 이노션(214320.KS)



Media/Contents/Ads 이현지
02)368-6199
hjlee1@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
OTT (Over The Top)	인터넷으로 영화, 드라마 등 각종 영상을 제공하는 서비스. 대표적인 OTT 업체로는 넷플릭스, 유튜브가 있음
SVOD (Subscription Video on Demand)	구독형 스트리밍 비디오 서비스로 월 단위 정기결제를 통해 해당 기간동안 무제한으로 영상을 시청할 수 있는 서비스. 넷플릭스, 아마존프라임비디오, Hulu 등 대부분의 OTT 업체들이 사용하는 비즈니스모델
미디어렙 (Media Representation)	매체의 판매를 대행하고 매체의 기획, 운영을 보조. 광고주보다는 매체와 더 가까이 닿아있음
프로그래매틱 광고 (Programmatic Ad)	자동화된 방식의 프로그램으로 디지털 광고를 거래하는 것. 광고 구매자와 판매자를 자동으로 연결해 광고를 적합한 소비자에게, 적합한 장소와 시간에 노출하는 것
비유기적 성장	인수합병(M&A) 등의 외부적 요인을 통해 회사를 확장시키거나 성장시키는 것. 광고대행사들은 주로 M&A를 통해 비유기적 성장을 달성해옴
통합 마케팅 전략 (IMC)	ATL과 BTL의 적절한 조화를 통해 통합적인 마케팅 전략을 수립하는 것
캡티브 마켓 (Captive Market)	계열사의 내부 시장. 제일기획의 캡티브는 삼성전자, 이노션의 캡티브는 현대기아차가 있음

Summary

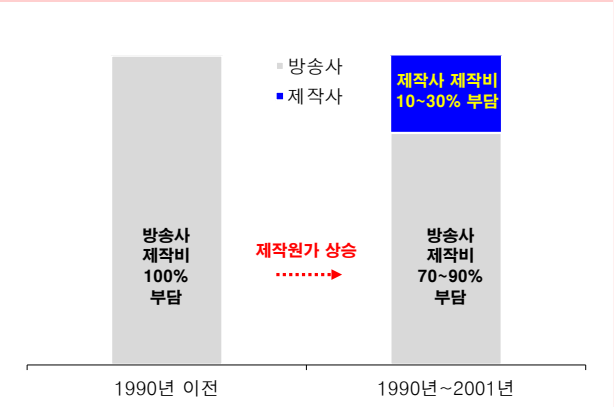
<2020 EUGENE's View>

미디어 생태계가 빠르게 변화하고 있다. 모바일을 통한 동영상 시청 시간이 증가하면서 TV 보다는 OTT(Over the Top)를 이용하는 사람이 많아졌다. 이미 디지털 광고시장은 TV 시장을 앞지른지 오래다. 그렇다보니 OTT 사업자들은 경쟁력 있는 콘텐츠 확보 노력에 심혈을 기울이게 되었고, 광고대행사들은 콘텐츠 광고 효과를 높이기 위해 성장하는 디지털 매체에 집중하게 되었다.

이에 당사에서는 해당 리포트를 통해 드라마 제작사가 플랫폼과의 힘겨루기에서 협상력 우위를 차지하게 된 배경에 대해 알아보고, 앞으로의 콘텐츠 시장이 나아갈 방향에 대해서 분석해보고자 한다. 또한 저성장을 지속하는 광고시장에서 성장하는 광고대행사의 생존법에 대해서 분석해보고, 국내 광고대행사가 앞으로 나아가야 할 길에 대해서 가늠해보고자 한다.

독보적인 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 높은 협상력을 지닌 스튜디오드래곤(253450.KQ)을 미디어 최선호주로 추천한다.

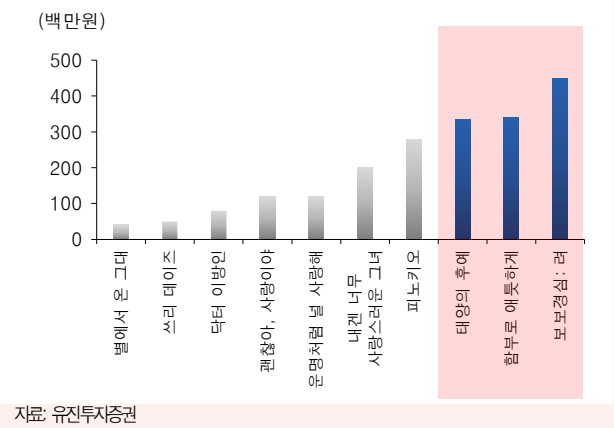
2000 년대 이전 드라마 제작비 부담 주체의 변화



자료: 유진투자증권

- 1990 년까지는 방송사 주도로 드라마 제작이 이루어졌기 때문에 **드라마에 대한 모든 권리가 방송사에 귀속됐음.**
- 1990 년~2001 년에는 외주제작사라는 새로운 주체가 등장했으나 방송사에 납품하는 구조가 지속되면서 여전히 방송사가 주도적인 위치에 있었음.
- 드라마 제작사들은 방송사로부터 제작비를 전부 보전 받았으나, 출연료 상승에 따라 제작비용이 증가하자 제작사들이 부족한 비용을 직접 광고 지원비로 충당하게 됨.

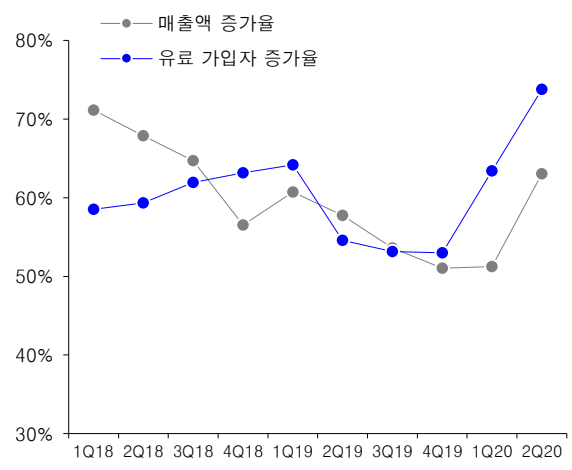
상승하고 있는 주요 한국 드라마의 중국 내 판권 가격



자료: 유진투자증권

- 중국 내 한국 드라마 판권 가격이 오르면서 **한국 드라마 제작사가 협상력을 갖기 시작함.**
- 제작사들은 방송사에서 보전해주는 편성매출 외에 부가판권을 활용해 글로벌 시장으로 눈을 돌리게 되었음.
- **한국 드라마의 글로벌 위상이 올라가며 방송사를 통하지 않고도 제작사가 직접 플랫폼 사업자들과 협상을 할 수 있는 수준까지 성장했기 때문.**

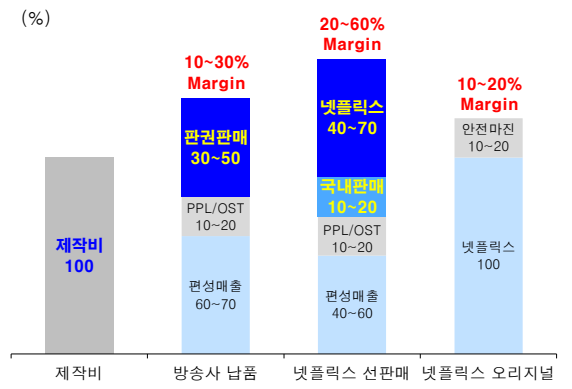
가파르게 성장하고 있는 넷플릭스 아시아태평양 유료 가입자 수



자료: Netflix, 유진투자증권

- **넷플릭스의 한국 진출로 제작사의 협상력이 강화됨.**
- 넷플릭스가 한국 시장에 진출한 이유는 크게 두 가지
  1) 한국 시장 자체 진출, 2) 아시아 지역 진출을 위한 교두보
- 넷플릭스 아시아지역 가입자는 60%의 고성장을 지속 중. 동남아시아 시장 공략을 위해서는 동남아시아 시장을 꽉 잡고 있는 한국 드라마 확보가 필수적.
- 넷플릭스는 올해 콘텐츠에만 약 160 억 달러를 투자할 계획. 보수적으로 5%만 가정해도 최소 1 조원이 예상되는데, 이는 CJ ENM, 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리의 올해 합산 제작비 규모와 비슷함. 연간 47 편 정도의 규모임. 아시아 시장 진출을 준비 중이기 때문에 아시아향 투자 규모는 증가할 가능성 있음.

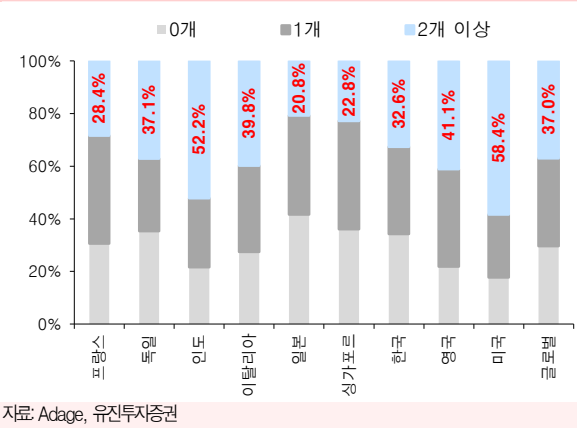
드라마 수익 구조: 판권 판매가 이익의 규모를 결정



자료: 유진투자증권

- 제작사가 넷플릭스에 콘텐츠를 판매하는 방법은 크게 두 가지
  1) 오리지널 콘텐츠 제작, 2) 완성된 콘텐츠 판매(라이센싱계약)
- 오리지널 제작시 넷플릭스가 IP 를 가져가는 대신 10~20%의 안전마진이 보장됨. 넷플릭스라는 거대 유통망을 통해 **글로벌 레퍼런스를 확보할 수 있어 제작사의 협상력을 높일 수 있음.**
- '더 킹: 영원의 군주'는 넷플릭스에 유리한 리쿱율에 선판매되며 약 34%의 프로젝트 마진을 기록했을 것으로 추정됨. **제작사의 높아진 협상력을 바탕으로 판매 단가가 상승**했기 때문.
- **콘텐츠 경쟁력을 가진 대형 제작사 위주로 우호적인 환경 지속.**

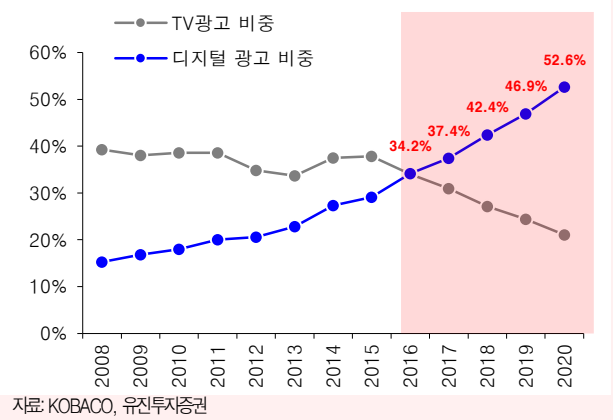
국가별 OTT 구독 수: 2 개 이상 OTT 구독층 견조



자료: Adage, 유진투자증권

- **새로운 OTT 사업자의 등장은 전체 시장의 파이를 확대시킬 것**
  1) 구독형 스트리밍 비디오 시장은 아직 성장 단계이고,
  2) 2 개 이상의 복수 OTT 플랫폼 구독 사용자 층이 견조하며,
  3) 플랫폼마다 보유한 콘텐츠 라이브러리가 차별화 되었기 때문
- **결론적으로 콘텐츠가 중요해졌고, 복수 OTT 등장으로 공급처가 많아진 제작사에게 유리한 외부환경이 지속될 것.**

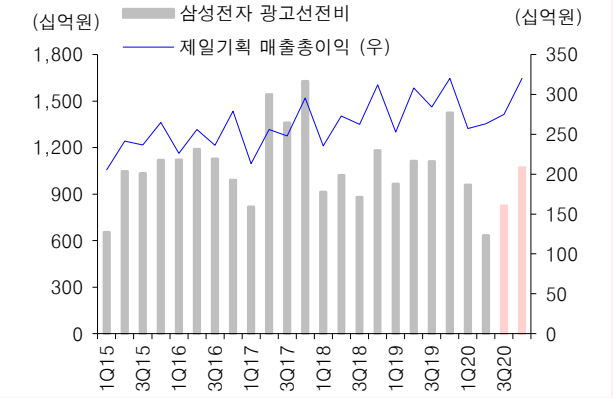
국내 TV 광고 및 디지털 광고 비중 추이: 디지털 확대



자료: KOBACO, 유진투자증권

- 글로벌 광고 시장의 50% 이상이 디지털 광고에서 발생 중이며, 올해 국내 디지털 광고 비중은 전체의 53%로 예상됨.
- 국내에서는 2016년 디지털 광고 시장이 TV 광고 시장을 추월함. **모바일을 통한 동영상 소비가 증가하며 디지털 광고 시장의 빠른 성장이 이어지고 있음.**
- **디지털 광고는 타겟팅 전략의 수립이 수월하기 때문에 광고비를 효율적으로 사용하고자 하는 광고주의 수요가 시장 성장을 견인할 것으로 예상됨.**

삼성전자 광고선전비 증감에 따라 제일기획 매출총이익도 변동



자료: 제일기획, 유진투자증권

- 국내 광고대행사는 대기업 계열의 인하우스에서 출발함. 단독 광고주의 물량이 절대적으로 많을 수 밖에 없는 구조.
- **제일기획과 이노션은 전체의 70% 이상이 캡티브 물량**으로, 캡티브 광고주의 동향에 같이 영향을 받을 수 밖에 없음.
- 제일기획과 이노션은 계열 그룹사의 해외 진출 전략에 따라 함께 성장해옴. **매출의 70% 이상이 해외에서 발생하기 때문에 먹거리가 풍부한 해외 시장에 집중하며 비유기적 성장**을 이뤄옴.

제일기획: 삼성닷컴 비즈니스로 디지털 비중 확대



자료: 제일기획, 유진투자증권

- **제일기획의 디지털 전략은 닷컴, 이커머스 등 세일즈에 영향을 주는 마케팅을 늘리는 방향으로 진행하고 있음.**
- 제일기획은 삼성전자의 온라인 플랫폼인 '삼성닷컴' 비즈니스를 운영하며 디지털 물량을 꾸준히 확보해옴. 현재 디지털 비중은 전체의 42% 수준으로 향후 디지털 비중의 빠른 상승이 기대됨.
- 디지털 환경으로 시장이 빠르게 재편됨에 따라 데이터 분석 능력이 중요해졌음. 최근 데이터 분석 전문기업인 중국의 '컬러데이터'를 인수하며 소셜미디어 상의 소비자 데이터 분석 능력을 내재화하며 시장 변화에 빠르게 대응하고 있음.

미디어 최선호주로 스튜디오드래곤 추천

구분			스튜디오드래곤 (253450.KQ)	CJ ENM (035760.KQ)	제일기획 (030000.KS)	이노션 (214320.KS)
투자의견 및 목표주가			BUY(신규) 110,000 원(신규)	BUY(신규) 180,000 원(신규)	BUY(신규) 26,000 원(신규)	BUY(신규) 68,000 원(신규)
현재주가(10/13)			87,200 원	145,500 원	21,500 원	55,300 원
시가총액			2 조 4,527 억원	3 조 1,907 억원	2 조 4,734 억원	1 조 1,060 억원
실적	매출액 (십억원)	2019A	469	3,790	3,422	1,274
		2020F	**541**	**3,497**	**2,881**	**1,283**
		2021F	599	3,728	3,216	1,428
	영업이익 (십억원)	2019A	29	269	206	122
		2020F	**51**	**252**	**208**	**106**
		2021F	61	298	231	137
	당기순이익 (십억원)	2019A	26	59	139	95
		2020F	**41**	**140**	**145**	**83**
		2021F	53	207	161	103
수익성	영업이익률 (%)	2019A	6.1	7.1	6.0	9.6
		2020F	**9.5**	**7.2**	**7.2**	**8.2**
		2021F	10.1	8.0	7.2	9.6
	당기순이익률 (%)	2019A	5.6	1.5	4.1	7.4
		2020F	**7.5**	**4.0**	**5.0**	**6.4**
		2021F	8.8	5.6	5.0	7.2
	ROE (%)	2019A	6.4	3.7	15.1	9.9
		2020F	**9.1**	**4.1**	**14.5**	**8.0**
		2021F	10.6	5.7	15.1	9.5
밸류에이션	PER (배)	2019A	85.9	33.6	20.0	19.3
		2020F	**60.3**	**25.7**	**17.4**	**17.8**
		2021F	46.7	17.1	15.6	14.2
	PBR (배)	2019A	5.3	1.2	2.9	1.9
		2020F	5.2	1.0	2.4	1.4
		2021F	4.7	1.0	2.3	1.3
성장성	매출액증가율 (%)	2019A	23.5	60.6	-1.6	2.8
		2020F	**15.5**	**-7.7**	**-15.8**	**0.7**
		2021F	10.6	6.6	11.6	11.3
	영업이익 증가율 (%)	2019A	-28.1	48.0	13.6	3.1
		2020F	**79.0**	**-6.4**	**1.2**	**-13.3**
		2021F	18.0	18.1	10.9	29.6
	EPS 증가율 (%)	2019A	-26.3	-61.0	6.4	-4.2
		2020F	**53.7**	**19.2**	**3.0**	**-15.6**
		2021F	29.2	50.0	11.4	25.4

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2020.10.13 종가 기준

CJ ENM (035760.KQ) → 미디어 산업 변화에 선제적으로 대응

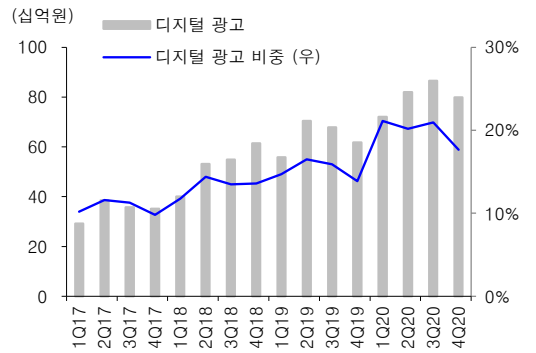
돈 되는 콘텐츠, 돈 버는 디지털

- 모바일을 통한 동영상 시청 시간 증가로 PIP 광고, OTT, MCN 채널 광고 등 디지털 광고가 모두 빠르게 성장하고 있음
- 이러한 디지털 광고의 성장 배경은 탄탄한 콘텐츠 경쟁력
- 디지털 광고가 미디어 부문의 핵심으로 자리잡으며 주가를 견인하는 요인으로 작용할 것

미디어의 커머스로의 확장성

- 콘텐츠와 커머스의 경계가 모호해지고 있음
- 핵심 역량은 미디어를 소비하는 과정에서 자연스럽게 커머스를 녹여내는 것
- MCN 채널인 DIA TV 와 비디오커머스 제작사인 다다스튜디오를 기반으로 시장 영향력을 확대해 나가고 있음

CJ ENM 디지털 광고 매출 비중 추이



자료: CJ ENM, 유진투자증권

다다스튜디오의 비디오커머스 콘텐츠



자료: 다다스튜디오, 유진투자증권

CJ ENM (035760.KQ) : 목표주가 180,000 원, 투자의견 BUY 제시

CJ ENM 목표주가 산정 식

구분	12MF NOPLAT (십억원)	Multiple	산정가치 (십억원)	세부사항
(A) 영업가치			**1,699**	**(A)=①+②+③+④**
① 미디어사업 가치	24.3	17.0	413	스튜디오드래곤 제외, 전통/뉴미디어 광고업체 평균 PER
② 커머스사업 가치	137.5	7.0	963	국내 홈쇼핑 업체 평균 PER
③ 영화사업 가치			183	쇼박스 시가총액 적용
④ 음악사업 가치	6.7	21.0	140	국내 엔터3사 평균 PER 30% 할인
(B) 지분가치			**2,686**	**(B)=(a)+(b)+(c)**
(a) 스튜디오드래곤			856	전일 시가총액의 40% 할인, 지분율 58.18%
(b) 넷마블			1,809	전일 시가총액의 40% 할인, 지분율 22.89%
(c) 삼성생명			21	전일 시가총액의 40% 할인, 지분율 0.28%
(C) 사업가치			**4,385**	**(C)=(A)+(B)**
(D) 순차입금			499	당사 2020년 추정치
(E) 적정가치			**3,886**	**(E)=(C)-(D)**
주식수(천주)			21,929	
주당적정가치(원)			177,195	
목표주가(원)			**180,000**	
상승여력(%)			23.7%	
현재주가(원)			145,500	

자료: 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

스튜디오드래곤 (253450.KQ) → 넘사벽 글로벌 콘텐츠 제작 역량

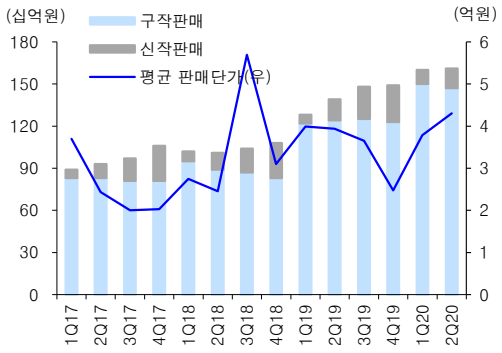
탄탄한 콘텐츠 제작 역량

- 스타작가와 역량 있는 연출 인력을 다수 보유하며 차별화된 콘텐츠 제작 역량 강화
- 신작은 콘텐츠 판가 상승으로, 구작은 꾸준한 후판매로 이어지며 콘텐츠 라이브러리 가치 부각

국내를 넘어 글로벌 시장으로

- 넷플릭스를 넘어 아마존, 애플 TV+, HBO Max 등의 글로벌 OTT 사업자와 콘텐츠 협의 중. 진입 장벽이 높았던 미국 시장 진출로 수익성 큰 폭 상승 전망
- 높아진 글로벌 레퍼런스를 바탕으로 콘텐츠 판매 단가 상승 지속. 해외 판매매출 호조세가 실적 성장 이끌 것

보유 라이브러리 현황



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

미국 제작사 스카이댄스에서 리메이크 예정인 호텔 델루나



자료: 언론보도, 유진투자증권

스튜디오드래곤 (253450.KQ) : 목표주가 110,000 원, 투자의견 BUY 제시

스튜디오드래곤 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 12MF EBITDA	174	
② 적용 EV/EBITDA(배)	17	동사 2018년 EV/EBITDA 평균의 20% 할인
③ 기업가치	**2,959**	**③=①*②**
④ 순현금	140	2020년 당사 추정치
⑤ 적정 시가총액	**3,099**	**⑤=③+④**
⑥ 주식수(천주)	28,127	
⑦ 주당 적정가치(원)	110,160	⑦=⑤/⑥
⑧ 목표주가(원)	**110,000**	
상승여력(%)	26.3%	
현재주가(원)	87,200	

자료: 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

Cheil

제일기획 (030000.KS) → 디지털 중심의 사업구조 구축

계열과 비계열의 조화

- 광고비는 경기 변동에 영향을 받지만 기업의 비즈니스에서 아예 줄일 수는 없음
- 국내 최대 광고주 삼성전자를 캡티브로 보유하며 안정적으로 물량 확보
- 하반기에는 계열과 비계열 광고주들의 광고비 증가가 예상됨에 따라 상반기 대비 매출총이익 규모 확대 전망

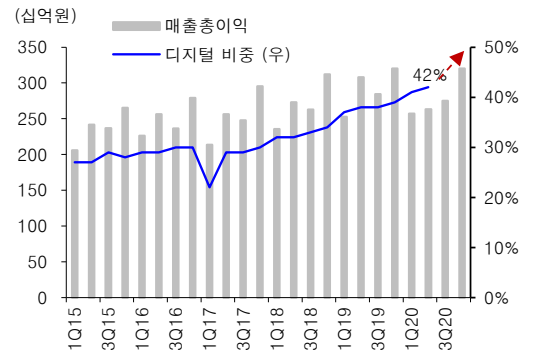
디지털 중심 사업구조

- 닷컴 비즈니스가 높은 성장세를 지속 중이고 디지털 매체 위주로 신규 광고주를 개발하며 디지털 전환 가속화
- 디지털 비중이 높은 북미와 중국 중심으로 상반기 대비 실적 개선 기대
- 광고주의 비즈니스 퍼포먼스와 연동된 디지털 중심 통합 솔루션 강화로 광고주 락인 효과 및 신사업 대행 지역 확대 기대

넘치는 배당 매력

- 배당성향 60%를 유지하며 주주친화정책을 적극적으로 펼치고 있음. 올해 예상 DPS 840 원(시가배당수익률 3.9%) 전망

매출총이익 내 디지털 비중 42%



자료: 제일기획, 유진투자증권

최근 온라인으로 진행된 삼성전자 갤럭시 언팩 행사



자료: 언론보도, 유진투자증권

제일기획 (030000.KS) : 목표주가 26,000 원, 투자의견 BUY 제시

제일기획 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 12MF 지배주주순이익	150	
② Target PER(배)	17.2	과거 3개년 12MF PER 평균
③ 기업가치	**2,586**	**③=①*②**
④ 주식수(천주)	101,279	
⑤ 주당가치(원)	25,532	⑤=③/④
⑥ 목표주가(원)	**26,000**	
상승여력(%)	20.9%	
현재주가(원)	21,500	

자료: 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

INNOCEAN

이노션 (214320.KS) → 슬기로운 캡티브 생활

쏟아지는 캡티브 물량

- 하반기에는 현대기아차 신차 모멘텀이 확대됨에 따라 상반기 대비 매출총이익 규모 확대 전망
- 2021 년에는 현대차의 친환경차 라인업(아이오닉, 제네시스)이 추가되고 기아차의 글로벌 CI 변경이 예정되어 있어 외형과 수익성 모두 개선될 전망
- 온라인 신차 공개 등 캡티브 광고주의 마케팅 물량이 디지털 매체로의 전환을 시작하며 디지털 비중 확대 예상

해외시장의 높은 성장세

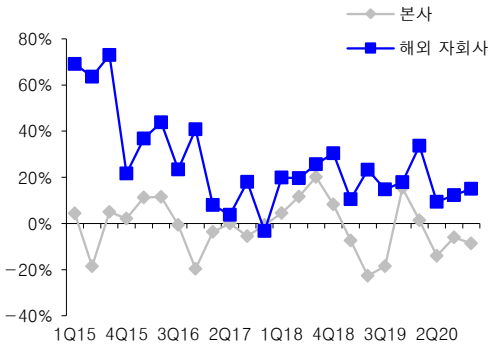
- 웰콤그룹 인수효과로 기존에 커버하지 않던 지역을 새롭게 담당하며 미주 시장에서의 영향력 강화 기대
- 웰콤의 거점을 활용해 신규 지역 개발하며 해외 시장에서 두자릿수의 높은 성장세 지속할 것

2021 년 현대차 친환경차 라인업

	1H21	2H21
IONIQ 아이오닉	아이오닉5 	
제네시스	제네시스 eG80 	제네시스 eGV70 
		제네시스 JW(SUV) 

자료: 현대차, 유진투자증권

고성장세를 지속하고 있는 해외 시장



자료: 이노션, 유진투자증권

이노션 (214320.KS) : 목표주가 68,000 원, 투자의견 BUY 제시

이노션 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 2021 년 지배주주순이익	78	
② Target PER(배)	17.4	상장 이후 과거 5개년 평균 PER
③ 기업가치	**1,356**	**③=①*②**
④ 주식수(천주)	20,000	
⑤ 주당가치(원)	67,780	⑤=③/④
⑥ 목표주가(원)	**68,000**	
상승여력(%)	23.0%	
현재주가(원)	55,300	

자료: 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가 기준

Contents

I. Overview **14**

성장과 회복의 시작 14

II. 콘텐츠: 플랫폼과 제작사의 힘겨루기 **15**

2000 년대 이전: 방송국(플랫폼) > 드라마 제작사 15

2000 년~2010 년: 방송국(플랫폼) ≥ 제작사 16

2010 년~2016 년: 중국 OTT 사업자의 등장 18

2016 년~현재: 글로벌 OTT 넷플릭스의 등장 21

앞으로의 콘텐츠 시장: 경쟁보다는 공존, 전체 시장의 파이 확대 33

추천종목: 스튜디오드래곤(253450.KQ), TP 110,000 원 39

III. 광고: 하반기에는 오를 일만 남았다 **40**

광고 산업의 구조 40

광고 시장의 현주소 44

글로벌 광고대행사의 생존법 50

국내 광고대행사의 생존법 55

관심종목: 제일기획(030000.KS), TP 26,000 원 64

IV. 투자전략 및 Valuation **65**

기업분석 **67**

CJ ENM(035760.KQ)

스튜디오드래곤(253450.KQ)

제일기획(030000.KS)

이노션(214320.KS)

I. Overview

성장과 회복의 시작

바야흐로 콘텐츠 전성시대다. 이제는 더 이상 주말 드라마 방영 시간에 맞춰 뛰어가지 않아도 내가 원하는 시간에 언제든 콘텐츠를 마음껏 즐길 수 있게 되었다. 그렇다 보니 OTT 플랫폼들은 경쟁력 있는 콘텐츠 확보 노력에 심혈을 기울이게 되었고, 광고대행사들은 콘텐츠 광고 효과를 높이기 위해 성장하는 디지털 매체에 집중하게 되었다.

미디어/광고 산업을 성장과 회복의 키워드로 분석해보았다. 드라마 제작사들은 코로나 19 이전의 주가를 회복하고 성장세로 돌아섰지만 광고대행사들은 코로나19 영향이 가장 심각하게 반영됐던 올해 3 월 저점 이후 아직도 회복하지 못하며 코스피 대비 언더퍼폼하고 있다. 하지만 하반기에는 미디어/광고 산업 모두 우상향 할 것으로 전망한다.

글로벌 OTT 경쟁이 치열해지면서 콘텐츠 수급 경쟁이 지속될 것으로 전망한다. 이에 따라 드라마 제작사에 수혜가 예상된다. 한류 열풍의 효과로 한국 콘텐츠가 아시아 시장 진출을 위한 교두보로 작용하는 점은 이미 높아진 국내 제작사의 협상력을 강화하는 요인으로 작용한다. 콘텐츠 경쟁력과 우호적인 외부환경에 힘입어 해외 판매 위주로 국내 제작사의 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

코로나19 의 영향으로 올해 상반기는 경기가 위축되며 기업들이 광고비를 줄였지만, 광고는 기업이 비즈니스를 영위하는 데 있어 뗄레야 뗄 수 없는 관계다. 제품을 판매하거나 브랜드 로열티를 유지하기 위해서는 지속적인 광고비의 투자가 필요하기 때문이다. 집 나간 광고비는 다시 돌아오게 마련이다. 성장하는 디지털 매체에 집중되어 있고, 방대한 소비자 데이터를 분석할 수 있는 데이터 역량을 가진 업체의 수혜가 예상된다.

II. 콘텐츠: 플랫폼과 제작사의 힘겨루기

2000 년대 이전: 방송국(플랫폼) > 드라마 제작사

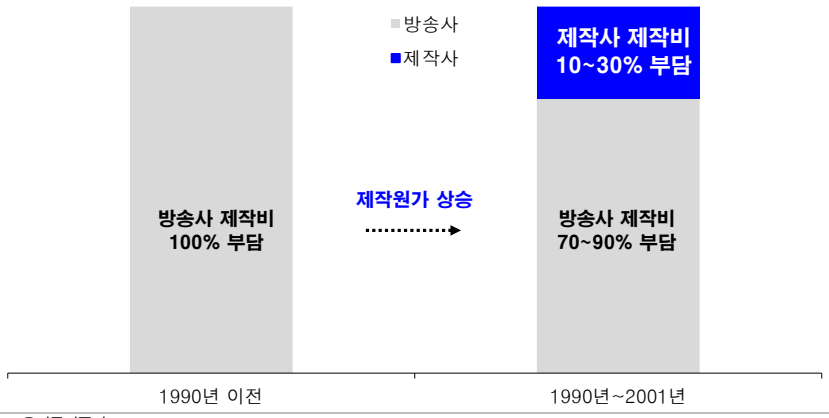
1990 년까지는 드라마 제작의 모든 구조가 방송사에 의해 이뤄졌다. 따라서 방송사 외에는 주도적 주체가 형성될 수 없었고 당연히 드라마에 대한 모든 권리가 방송사에게 귀속됐다.

1990 년부터 2001 년까지는 외주제작 제도가 도입되면서 기존의 방송사, 연기자 외에 외주제작사라는 새로운 주체가 등장했다. 하지만 여전히 방송사가 주도적인 위치에 있었는데, 이유는 방송사가 기획한 내용을 외주제작사가 제작하여 방송사에 납품하는 구조였기 때문이다. 드라마 제작사들이 손해를 보지 않는 구조이다 보니 제작사는 방송사로부터 보장 받는 제작비 이상의 부가수익을 창출하기는 여전히 어려운 구조였다.

이 시기의 흥미로운 점은 방송사의 수익구조가 미미하게나마 변화했다는 점인데, 드라마 방영을 통한 광고판매 수익 이외에 해외판권 판매수익이 생겨났다. 해외교포가 많이 있는 지역을 중심으로 방영권을 판매하고 주변국들에 드라마를 수출하기 시작했다. 국내에서도 케이블 및 위성채널에 지상파 방송물이 방영되며 판권 수익이 발생했다. 이 시기의 판권은 아직 저작권(IP)의 개념이 아닌, 단순 판매를 뜻하는 것이지만 광고판매 이외의 판매수익을 인식했다는 점에 의의가 있다.

외주제작사는 방송사로부터 기획안을 채택 받기 위해 치열하게 인기 연기자를 캐스팅했다. 그 결과, 외주제작사 간 편성 경쟁이 심화되며 연기자의 출연료가 상승하게 되었다. 출연료 상승에 따라 드라마 제작비용이 증가하자 방송사는 전체 제작비의 70~90% 수준만 지원할 수 있게 되었고, 부족한 비용은 외주제작사가 PPL 등의 협찬, 광고 지원비로 직접 충당해야 했다.

도표 1 2000 년대 이전 드라마 제작비 부담 주체의 변화



자료: 유진투자증권

2000 년~2010 년: 방송국(플랫폼) ≥ 제작사

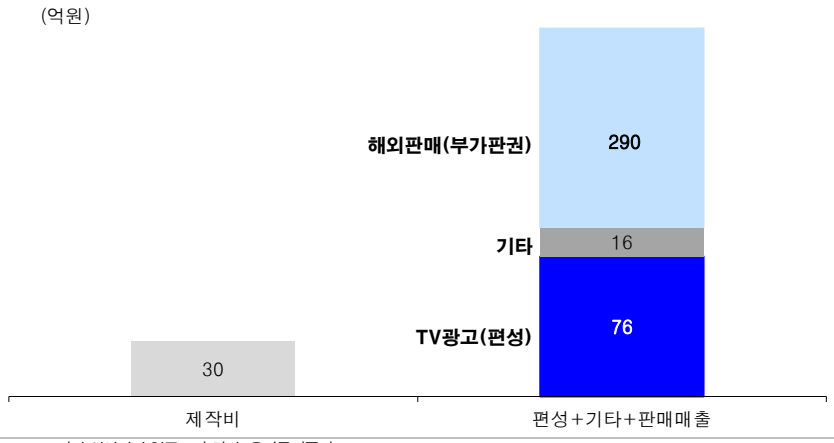
드라마 제작규모가 성장하면서 방송사는 점점 높아진 제작비용을 감당하기 어려워졌다. 방송사가 행사할 수 있는 영향력이 줄어들면서 제작사는 방송사와 판권 수익의 일부를 공유하는 구조를 형성했다. 2003 년 방영된 '겨울연가'를 통해 제작사들은 판권 확보의 중요성을 알게 되었다.

'겨울연가'는 제작비로 30 억원이 투입되었는데 국내에서 76 억원을, 해외 판매로 290 억원을 벌어들이며 방송사와 제작사에 막대한 수익을 가져다 주었다. 일본에서 드라마가 크게 성공한 후 DVD, 소설, 기념품, 공연, 애니메이션 등의 다양한 형태로 재창출되며 부가 수익이 지속적으로 발생했기 때문이었다. 드라마 자체의 저작권(IP)이 여러 미디어 형태로 확장된 '원소스 멀티유즈'(One Source Multi-Use, OSMU)를 이뤄내며 수익을 창출하게 된 것이다. 그 이후부터 제작사들은 드라마 제작 시, 방송사로부터 편성매출을 확정 지음과 동시에 해외 판권을 선판매했다. 저작권을 활용해 해외 시장에서 막대한 수익을 얻을 수 있음을 알게 되었기 때문이다.

하지만, 제작사는 방송사로부터 완전히 독립적이지는 못했다. 2007 년 방영된 '태왕사신기'는 제작사가 투자자를 모집해 제작한 사전제작 드라마로 방송사는 방영권을 구입할 뿐 대부분의 권리는 제작사에 귀속되어 있었다. '겨울연가'의 성공으로 일본 내에서 인기가 많은 배우를 주연으로 내세웠고 제작비로만 총 430 억원을 투입한 대규모 프로젝트였지만, 결과는 실패였다. 저작권을 활용해 다양한 방식으로 부가 수익을 창출하려고 노력했으나 제작비조차도 충당하지 못했다. 부가판권은 확보했지만, 제작사의 글로벌 영향력이 부족해 이를 활용하지 못했기 때문이었다.

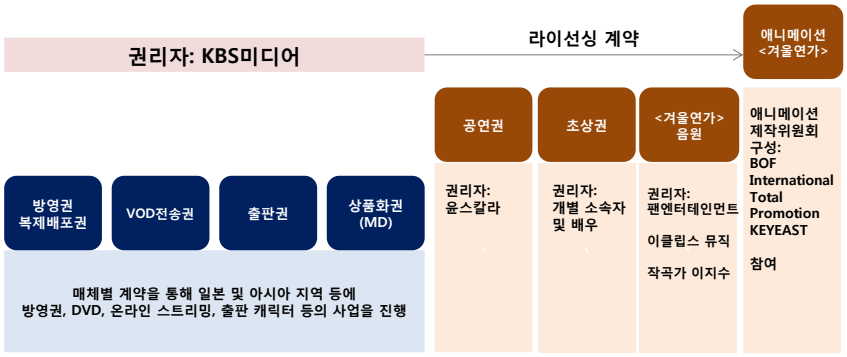
'겨울연가'는 글로벌 레퍼런스가 형성되어 있는 방송사의 주도로 해외 판권 판매가 이루어졌기 때문에 해외 마케팅이나 네트워크 활용이 용이했다. 하지만, '태왕사신기'는 제작사에 의해 해외 판매가 이루어졌고, 제작사는 방송사에 비해 대외 신뢰도나 협상력이 부족하기 때문에 전체적인 수익구조를 확대하는 데 취약할 수 밖에 없었다. 부가판권을 획득하며 추가 수익을 기대할 순 있었지만 아직 제작사 단독으로 해외시장을 개척하기에는 무리가 있었기 때문에 제작사가 방송사로부터 독립하기는 여전히 쉽지 않았다.

도표 2 겨울연가의 수익구조



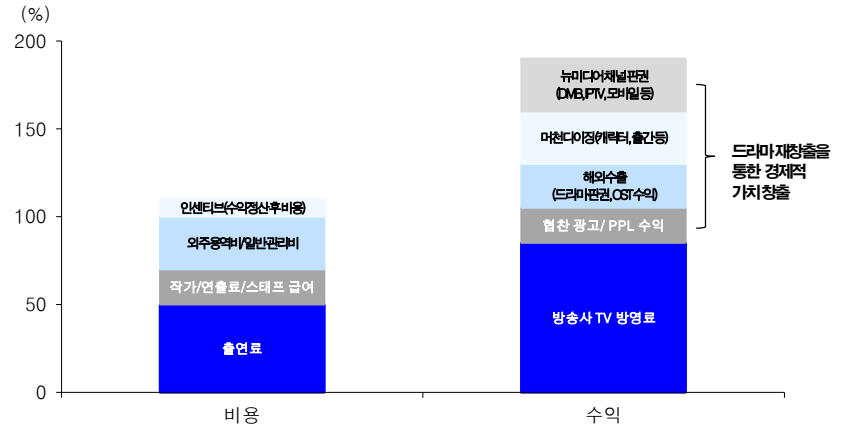
자료: TV 드라마 산업의 수익구조와 현안, 유진투자증권

도표 3 겨울연가의 라이선싱 흐름도 : OSMU 의 적용



자료: TV 드라마 산업의 수익구조와 현안, 한국문화콘텐츠진흥원 일본사무소, 유진투자증권

도표 4 드라마 수익-비용 구조



자료: TV 드라마 산업의 수익구조와 현안, 유진투자증권

도표 5 시기별 드라마 제작환경 변화

구분		1 기(1990 년까지)	2 기(1991 년~2002 년)	3 기(2002 년 이후)
제작주체		방송사/연기자	방송사, 제작사, 연기자	방송사, 제작사, 매니지먼트사
상호관계		방송사 주도	방송사 주도	상호 협조
주요역할	방송사	제작+방송	제작+방송	방송사, 제작사, 매니지먼트사
	제작사	없음	제작+방송	제작+투자
	매니지먼트	연기	연기	연기(투자도 일부 참여)
주요 원천수익		광고비	광고비+제작지원	광고비+지적재산권 수익+기타
주요수익	방송사	광고비	광고비+해외판매 수익	광고비+판권수익(협의에 따라 조정)
	제작사	없음	제작납품+부가수익(제작지원 등)	제작수익+부가수익(드라마 OST 발매수익, 제작지원 등)+판권수익(협의에 따라 조정)
	매니지먼트	출연료	출연료	출연료+초상권 수익 등

자료: TV 드라마 산업의 수익구조와 현안, 유진투자증권

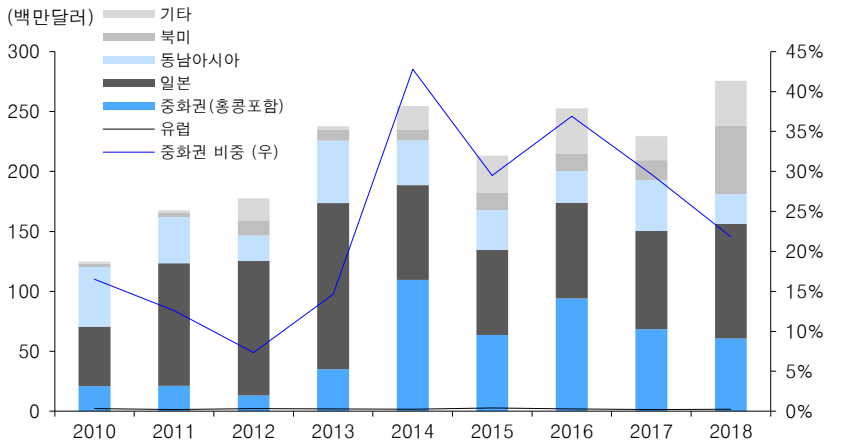
2010 년~2016 년: 중국 OTT 사업자의 등장

플랫폼: 중국 OTT 시장 성장을 이끈 원동력, 한국 드라마

K-POP 을 중심으로 유행하던 한류는 2010 년 중국에서 OTT 사업자가 등장하면서 한국 드라마에 대한 관심으로 번졌다. 한국 드라마 수출은 이전부터 꾸준히 이루어졌기 때문에 놀라운 일은 아니지만 중국 OTT 사업자의 등장으로 한국 드라마 제작사가 협상력을 갖기 시작했다.

2013 년 유쿠에 판매된 '상속자들'을 시작으로 아이치이에 판매된 '별에서 온 그대'가 연이어 대성공을 거두며 중국 OTT 사업자 간 한국 드라마 판권 확보 경쟁이 치열해졌다. 당시 중국은 저작권 관리가 잘 되고 있지 않았기 때문에 원하는 콘텐츠를 언제든지 불법으로 다운받아 감상할 수 있었다. 그렇기 때문에 어느 방송사도 높은 가격을 주고 한국 콘텐츠를 구매할 유인이 없었다. 하지만 거대 IT 기업 산하에 있던 온라인 동영상 플랫폼 기반의 중국 OTT 들은 한국 드라마 판권을 확보해 중국 시장 내 독점 방영을 시작했고, 고화질 영상을 제공해 시장을 점유해갔다. 특히 '별에서 온 그대'는 아이치이에 회당 4 만 달러가 넘는 가격에 판매되었는데, 중국 내 25 억뷰를 기록하며 큰 인기를 얻었다. '별에서 온 그대' 효과로 아이치이는 알리바바 산하의 유쿠, 텐센트 산하의 텐센트비디오보다 시장에 늦게 진입했음에도 불구하고 순식간에 3 대 OTT 사업자로 자리매김하게 되었다.

도표 6 방송산업 지역별 수출액 현황: 2014 년부터 높아진 중화권 수출 비중



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

도표 7 중국 3 대 OTT 현황

	아이치이(iQIYI)	유쿠투도우	텐센트비디오
사진	iQIYI 爱奇艺	YOUKU 优酷	腾讯视频
모회사	바이두	알리바바	텐센트
출범연도	2010 년 설립, 2011 년 11 월, 아이치이 기동	2005 년 설립, 2012 년 유쿠와 통합	2011 년 4 월
MAU ('20.03)	6.24 억명	4.69 억명	5.38 억명
유료가입자('20.03)	1.19 억명	0.9~1.0 억명	1.12 억명

자료: 언론보도, 유진투자증권

중국에 판매되는 한국 드라마 판권 가격이 점차 오르면서, 2016 년 '태양의 후예'는 아이치이에 회당 25 만 달러에 판매되었다. 불과 3 년만에 판가가 6 배 넘게 오른 것이다. 그럼에도 아이치이는 투자 비용 대비 더 큰 성과를 얻었는데, '태양의 후예'를 한국, 중국 동시방영 조건으로 계약하면서 유료회원 수가 50% 이상 증가한 것이다. 아이치이에서 '태양의 후예'를 보려면 회원권을 구매해야만 했는데 1 개월 회원권은 약 3,500 원, 3 개월 회원권은 약 10,400 원이었다. 방영 기간을 2 개월로 생각했을 때, 투자 금액(48 억원=회당 3 억원(25 만 달러)*16 부작)을 회수하기 위한 최소 유료 가입자는 69 만명(BEP=48 억원/1 개월권*2 번=68.6 만명) 정도이다. 2015 년 12 월 초 1 천만 명을 상회하던 아이치이 유료 회원 수가 2016 년 3 월 1,500 만명으로 증가한 것을 바탕으로 '태양의 후예'로 새로 유입된 가입자 수가 500 만명이라고 가정하면 최소 350 억원 이상의 수익을 벌어들인 것으로 추정된다.

도표 8 아이치이에 회당 4 만 달러에 판매된 '별에서 온 그대'



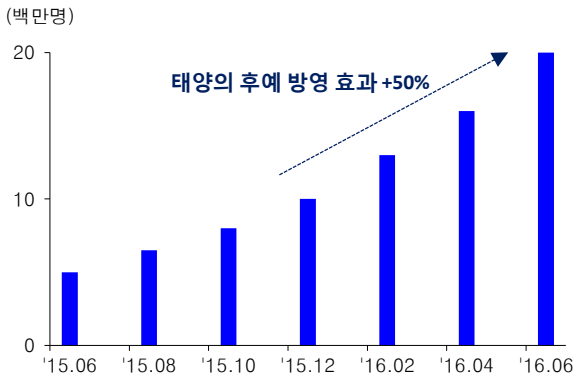
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 9 아이치이에 회당 25 만 달러에 판매된 '태양의 후예'



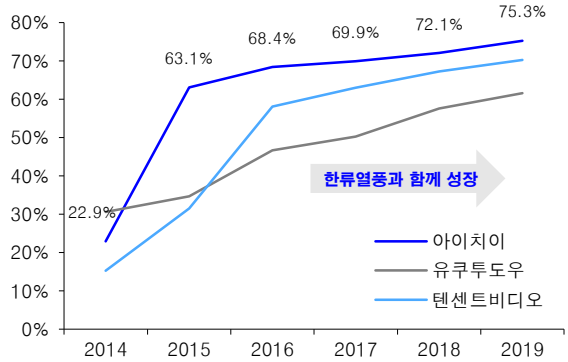
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 10 아이치이 가입자수 추이



자료: iQiyi, 유진투자증권

도표 11 중국 OTT 플랫폼별 침투율



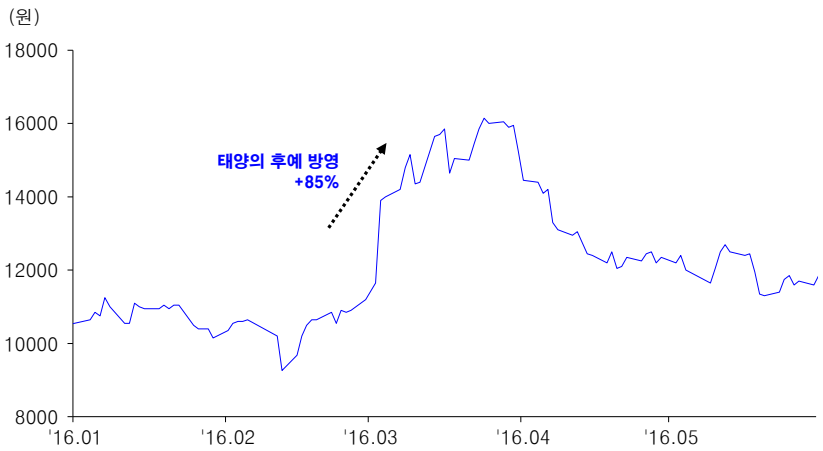
자료: eMarketer, 유진투자증권

제작사: 중국 내 드라마 판가 상승으로 글로벌 협상력 확보하기 시작

'태양의 후예'를 만든 제작사 NEW 는 중국(회당 25 만달러), 일본(회당 10 만달러)을 비롯해 유럽, 중동, 아시아, 미국 등 32 개국에 판권을 판매한 수익만으로 제작비 130 억원의 절반가량을 충당했다. 여기에 아이치이와 동시방영 조건으로 계약을 맺으면서 추가적으로 누적 조회수에 따른 러닝 개런티를 받기로 했다. '태양의 후예'가 방영되던 2016 년 2 월 24 일~2016 년 4 월 14 일까지 NEW 의 주가는 85% 올랐다. 2 개월 만에 약 1,060 억원의 시가총액을 더한 것인데, 시장에서도 다양한 활용 가치를 가진 부가 판권을 확보한 제작사에 더 높은 점수를 매긴 것이다.

중국 OTT 사업자 간 신규 가입자 유치를 위한 경쟁이 한국 드라마의 판가를 상승시키는 요인으로 작용했다. 그 결과 제작사들은 더 이상 방송사에서 보전해주는 일정 수준의 편성 매출에만 안주하지 않고 부가 판권을 활용한 글로벌 시장 판매로 눈을 돌리게 되었다. OTT 사업자가 등장하며 드라마를 판매할 곳이 다양해졌고, 한국 드라마의 글로벌 위상이 올라가며 이제는 방송사를 통하지 않고도 제작사가 직접 플랫폼 사업자들과 협상을 할 수 있는 수준까지 성장했기 때문이다. 2000 년대 초반, 일본에서 시작된 한국 드라마의 인기는 한국 드라마의 인지도를 높일 수 있었던 수출 물량 확대의 시기였다면 2010 년대에 시작된 중국에서의 인기는 한국 드라마의 판권 가격을 높여 제작사가 협상력을 가지게 되는 계기를 마련해주었다.

도표 12 태양의 후예 제작사 NEW 주가



자료: 유진투자증권

도표 13 주요 한국 드라마의 중국 내 판권 가격 추이

연도	제목	출연진	작가	회당 가격(천달러)	판매된 중국 OTT
2013	상속자들	이민호, 박신혜	김은숙	30	Youku
2013	별에서 온 그대	김수현, 전지현	박지은	40	iQIYI
2014	괜찮아, 사랑이야	조인성, 공효진	노희경	120	Youku
2015	피노키오	이종석, 박신혜	박혜련	280	iQIYI
2015	프로듀사	김수현, 이지은	박지은, 김지선	200	Sohu.com
2016	태양의 후예	송중기, 송혜교	김은숙, 김원석	250	iQIYI
2016	함부로 애틋하게	김우빈, 수지	이경희	300	Youku
2016	보보경심: 려	이준기, 이지은	조윤영	400	Youku

자료: 언론종합, 유진투자증권

2016 년~현재: 글로벌 OTT 넷플릭스의 등장

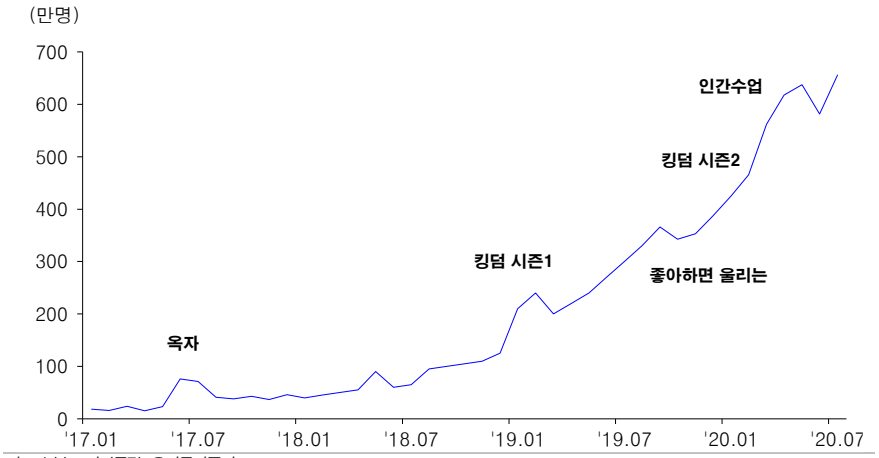
플랫폼(1): 한국식 오리지널 콘텐츠로 사로잡기

2016 년 넷플릭스가 한국 시장에 진출했다. 넷플릭스의 한국 진출은 1) 한국 시장 자체 진출과 2) 한국 시장을 교두보로 아시아 지역 진출의 두 가지 이유로 나눠볼 수 있다.

이미 국내에는 다양한 OTT 사업자들이 지상파 및 종편 드라마의 다시보기 서비스를 제공하고 있었기 때문에 넷플릭스가 국내 소비자를 유인하기 위해서는 한국식 입맛에 맞는 색다른 킬러 콘텐츠를 보유해야만 했다. 2017 년 6 월, 넷플릭스는 580 억원의 제작비를 투입해 오리지널 영화인 '옥자'를 독점 공개했다. '옥자' 효과로 국내 넷플릭스 이용자 수는 76 만명으로 빠르게 증가했다. 전월 23 만명 대비 무려 3 배 이상 늘어난 수치이다. 그러나 '옥자' 효과는 그리 오래 가지 않았다. 같은 해 8 월 국내 이용자가 다시 절반 가까이 줄어든 것이다.

영화는 단발성 작품으로 플랫폼으로 유인한 이용자를 오랜 시간 묶어둘 요소가 없다. 넷플릭스는 시즌제 오리지널 시리즈를 기획하기로 결심하고 2019 년 120 억원의 제작비를 투입해 국내 첫 오리지널 시리즈인 '킹덤'을 독점 공개했다. 좀비를 소재로 한 사극 드라마라는 신선한 설정과 탄탄한 스토리를 바탕으로 장르물에 목말라 있던 국내 소비자들이 넷플릭스로 몰려들기 시작했다. '킹덤' 효과로 국내 이용자 수는 전년 대비 3 배 증가했는데, '옥자'와는 달리 방영 이후에도 이용자 수가 꾸준히 증가했다. 시청률 부담에서 자유로워 개연성 없는 내용은 과감히 삭제해 작품성을 갖췄고, 시즌제 시리즈물이라는 특성 탓에 다음 시즌의 내용을 염두에 두고 제작이 되어 지속적으로 시청자를 몰입하게 하고, 넷플릭스에서만 볼 수 있다는 특징이 맞물려 이용자 이탈을 방지했을 것으로 판단한다. 대체로 오리지널 콘텐츠가 공개될 때마다 이용자 수가 증가하는 양상을 보이기 때문에, 넷플릭스는 신규 이용자 확보를 위해 오리지널 콘텐츠 투자를 확대할 것으로 전망한다.

도표 14 넷플릭스 월간 순이용자 수 추이



자료: 닐슨코리안클릭, 유진투자증권
참고: PC+모바일 기준

도표 15 국내 넷플릭스 첫 오리지널 콘텐츠인 옥자



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 16 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 킹덤



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 17 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 좋아하면 울리는



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 18 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 인간수업



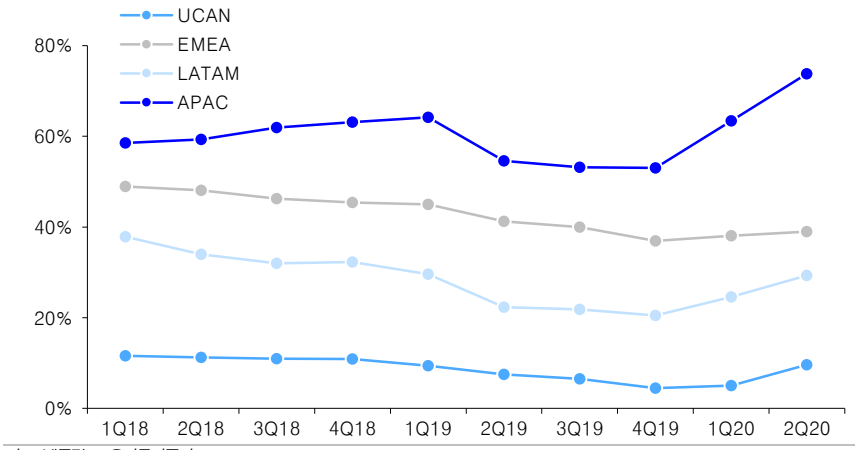
자료: 언론보도, 유진투자증권

플랫폼(2): 사실 한국 콘텐츠는 아시아 시장 진출을 위한 교두보

넷플릭스는 북미 OTT 시장에 다양한 경쟁자들이 진입하면서 유료 가입자 수 증가율이 둔화되자 60%대의 고성장을 지속 중인 아시아 시장으로 눈을 돌렸다. 동남아시아 1 위 OTT 사업자인 홍콩의 뷰(Viu)는 론칭 초기부터 한국 콘텐츠 독점 방영권을 확보하면서 성장했다. 동남아시아 시장을 공략하기 위해서는 한국 콘텐츠의 확보가 필수적인 셈이다.

넷플릭스는 인기 있는 한국 드라마의 글로벌 판권을 구매해 한국 콘텐츠 라이브러리를 확대하고 있다. 실제로 2020년 넷플릭스 플랫폼 내에서 동남아시아 국가별 가장 많이 시청한 드라마 1위, 2 위가 모두 한국 드라마였다. 넷플릭스가 한국 콘텐츠를 지속적으로 확보해야만 하는 이유이자, 한국 제작사들의 협상력이 우위에 있을 수 밖에 없는 이유이다.

도표 19 넷플릭스 지역별 유료 가입자 증가율 추이



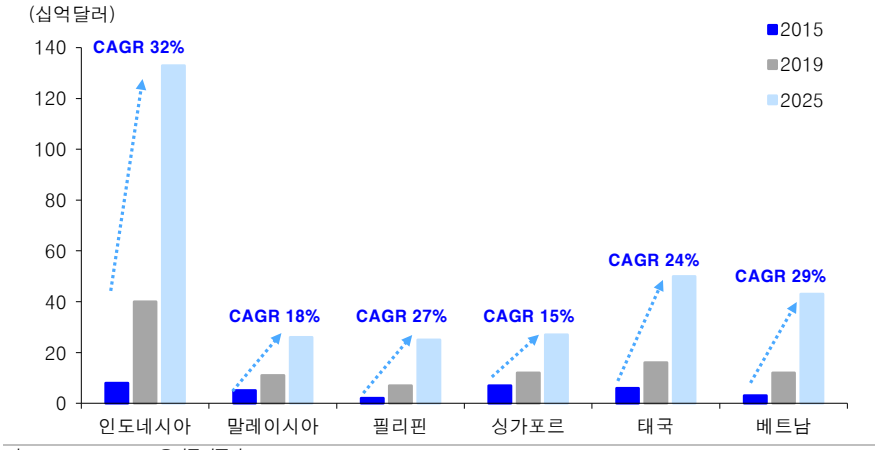
자료: 넷플릭스, 유진투자증권

도표 20 동남아시아 3 대 OTT 현황

	훅(HOOQ)	아이플릭스(iflix)	뷰(Viu)
사진	HOOQ	iflix	viu
개요	싱가포르 싱텔, 소니픽쳐스, 워너브라더스 JV 의 OTT	말레이시아 기반의 독립계 OTT	홍콩 최대 통신사 PCCW 의 OTT
MAU	-	2,100 만명	4,140 만명
수익모델 [1]	▪ HOOQ subscription: 월정액(5달러) ▪ 2019년 광고형 'HOOQ FREE' 출시	▪ 월정액(3달러)을 통신사에 B2B판매 ▪ 2018년 광고형'iflix Free'출시	▪ Free Viu(광고형) ▪ Viu Premium: 월정액(2달러)
특징	할리우드 콘텐츠 특화	다양한 콘텐츠, 저렴한 가격	한류 콘텐츠, 빠른 시청지원
현황	2020 년 3 월 청산 -> 2020 년 7 월 한국 쿠팡에 인수	2020 년 6 월 중국 텐센트에 인수	-

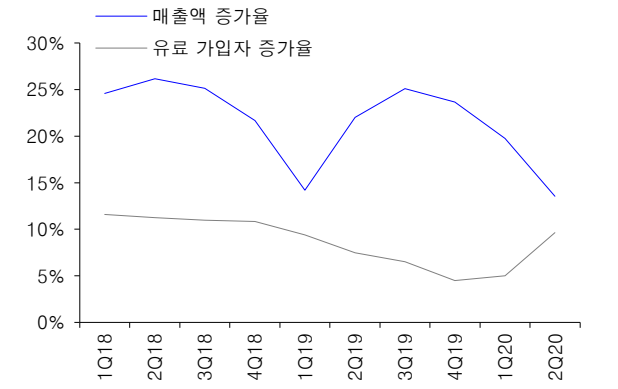
자료: 산업자료, 유진투자증권
참고1) 월정액 가격은 인도네시아 기준

도표 21 동남아시아 인터넷 경제 규모



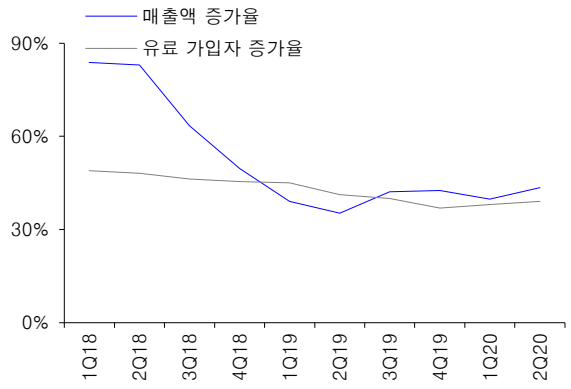
자료: Bain&Company, 유진투자증권

도표 22 넷플릭스 북미 지역 성장률 추이



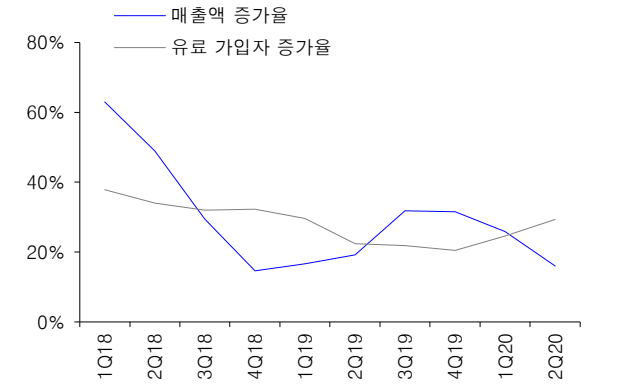
자료: Netflix, 유진투자증권

도표 23 넷플릭스 유럽 지역 성장률 추이



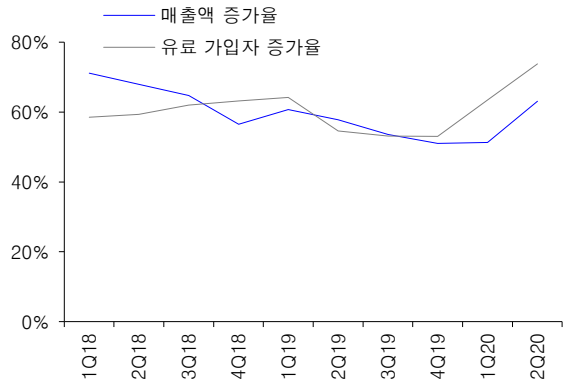
자료: Netflix, 유진투자증권

도표 24 넷플릭스 남미 지역 성장률 추이



자료: Netflix, 유진투자증권

도표 25 넷플릭스 아시아태평양 지역 성장률 추이



자료: Netflix, 유진투자증권

도표 26 2020 년 넷플릭스 내 동남아시아 국가별 최다 시청 드라마 순위

말레이시아

제목	제작국가	제작연도	제작사
사이코지만 괜찮아	한국	2020	스튜디오드래곤
더 킹: 영원의 군주	한국	2020	스튜디오드래곤
우리, 사랑했을까	한국	2020	JTBC 스튜디오
쌍갑포차	한국	2020	삼화네트웍스, JTBC 스튜디오
사랑의 불시착	한국	2019	스튜디오드래곤
Demon Slayer	일본	2019	
부부의 세계	한국	2020	JTBC 스튜디오
슬기로운 의사생활	한국	2020	CJ ENM
Dark Desire	멕시코	2020	
청춘기록	한국	2020	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤

대만

제목	제작국가	제작연도	제작사
슬기로운 의사생활	한국	2020	CJ ENM
사이코지만 괜찮아	한국	2020	스튜디오드래곤
더 킹: 영원의 군주	한국	2020	스튜디오드래곤
우리, 사랑했을까	한국	2020	JTBC 스튜디오
Demon Slayer	일본	2019	
쌍갑포차	한국	2020	삼화네트웍스, JTBC 스튜디오
사랑의 불시착	한국	2019	스튜디오드래곤
하이바이, 마마!	한국	2020	스튜디오드래곤
비밀의 숲	한국	2020	스튜디오드래곤
Snowpiercer	미국	2020	* 설국열차 리메이크 작품

홍콩

제목	제작국가	제작연도	제작사
사이코지만 괜찮아	한국	2020	스튜디오드래곤
더 킹: 영원의 군주	한국	2020	스튜디오드래곤
우리, 사랑했을까	한국	2020	JTBC 스튜디오
Snowpiercer	미국	2020	* 설국열차 리메이크 작품
사랑의 불시착	한국	2019	스튜디오드래곤
쌍갑포차	한국	2020	삼화네트웍스, JTBC 스튜디오
청춘기록	한국	2020	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
Too Hot to Handle	미국	2020	
The Victim's Game	대만	2020	
Dark	독일	2017	

태국

제목	제작국가	제작연도	제작사
사이코지만 괜찮아	한국	2020	스튜디오드래곤
더 킹: 영원의 군주	한국	2020	스튜디오드래곤
Snowpiercer	미국	2020	* 설국열차 리메이크 작품
도깨비	한국	2016	스튜디오드래곤
Unlucky Ploy	태국	2020	
쌍갑포차	한국	2020	삼화네트웍스, JTBC 스튜디오
The Underclass	태국	2020	
우리, 사랑했을까	한국	2020	JTBC 스튜디오
청춘기록	한국	2020	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
부부의 세계	한국	2020	JTBC 스튜디오

베트남

제목	제작국가	제작연도	제작사
사이코지만 괜찮아	한국	2020	스튜디오드래곤
응답하라 1988	한국	2015	CJ ENM
우리, 사랑했을까	한국	2020	JTBC 스튜디오
비밀의 숲	한국	2020	스튜디오드래곤
The Umbrella Academy	미국	2019	
부부의 세계	한국	2020	JTBC 스튜디오
청춘기록	한국	2020	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
Dark Desire	멕시코	2020	
꽃보다 남자	한국	2009	그룹에이트
사랑의 불시착	한국	2019	스튜디오드래곤

필리핀

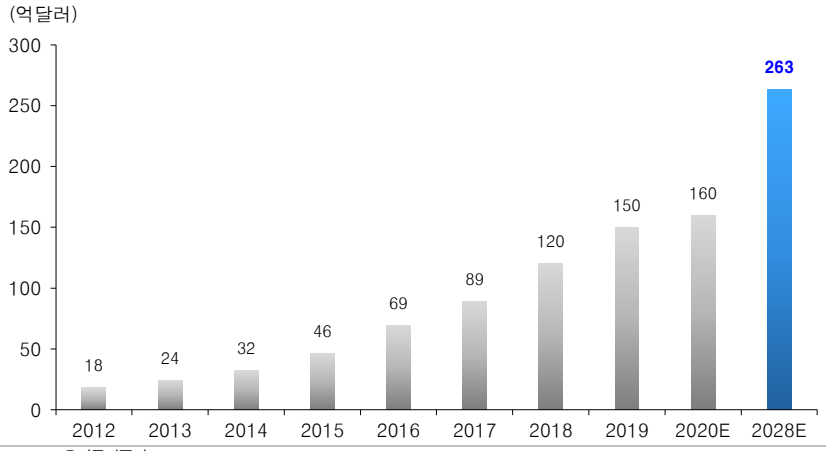
제목	제작국가	제작연도	제작사
사이코지만 괜찮아	한국	2020	스튜디오드래곤
더 킹: 영원의 군주	한국	2020	스튜디오드래곤
Girl from Nowhere	태국	2018	
사랑의 불시착	한국	2019	스튜디오드래곤
A Love to Last	필리핀	2017	
부부의 세계	한국	2020	JTBC 스튜디오
우리, 사랑했을까	한국	2020	JTBC 스튜디오
청춘기록	한국	2020	팬엔터테인먼트, 스튜디오드래곤
The Underclass	태국	2020	
Cocomelon	미국	2020	

자료: FlixPatrol, 유진투자증권
참고: 2020 년 10 월 10 일 누적 기준

넷플릭스는 올해 콘텐츠에만 약 160 억 달러(약 19 조원)를 투자할 것이라고 밝혔다. 오리지널 콘텐츠 투자 비중이 50%까지 올라왔다고 가정하면, 외부 콘텐츠 판권 확보에 남은 50%, 즉 9.5 조원을 투자할 수 있다. 보수적으로 5%만 투자해도 아시아향 투자 금액은 최소 1 조원이 예상되는데, 이는 CJ ENM, 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리의 올해 예상되는 연간 합산 콘텐츠 제작비와 비슷한 규모이다. 2020 년 2 분기말 기준 아시아태평양 지역의 유료 가입자 비중은 전체의 12%로 2017 년 1 분기 대비 약 3 배 가량 증가했다. 아시아 지역이 꾸준히 성장하고 있고, 시장 진출을 위해 투자를 늘릴 계획이 있다는 점을 감안하면 실제 아시아향 투자 금액은 더 커질 것이다. 그리고 아시아 콘텐츠에서 가장 큰 영향력을 행사하는 곳이 한국이기 때문에 투자 금액의 상당 부분이 한국 시장에 투입될 것으로 예상된다.

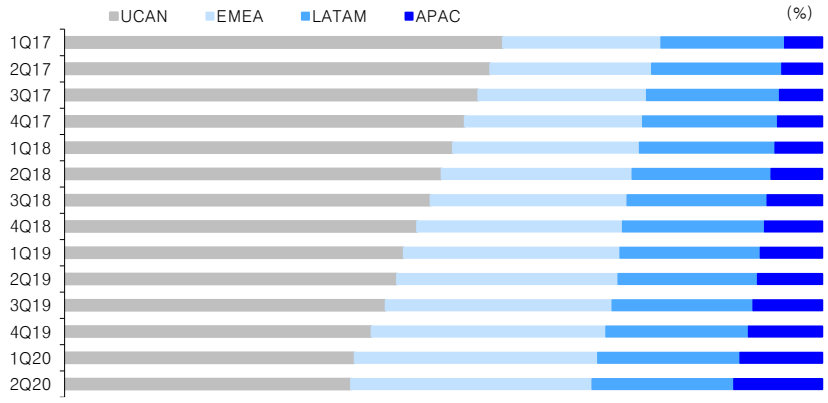
넷플릭스에서 오리지널 콘텐츠 제작을 확대한다고 하더라도, 동남아시아 시장 진출을 위해서는 한국 콘텐츠 확보가 필수이기 때문에 한국 시장은 일정 부분 투자가 보장되어 있는 안정된 시장이다. 제작사들의 협상력이 플랫폼 사업자보다 강할 수 밖에 없는 이유이다.

도표 27 넷플릭스 연간 콘텐츠 투자액



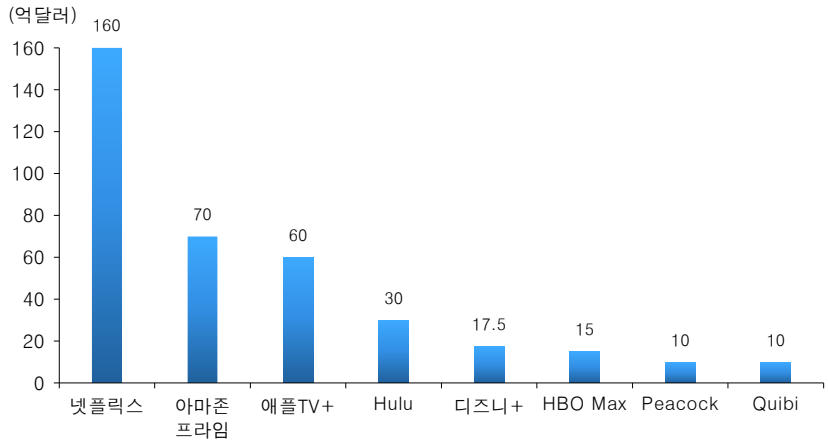
자료: Netflix, 유진투자증권

도표 28 넷플릭스 지역별 유료 가입자 수 비중



자료: Netflix, 유진투자증권

도표 29 글로벌 OTT 2020 년 예상 콘텐츠 투자액



자료: Forbes, 유진투자증권

제작사: 글로벌 레퍼런스 확보로 협상력 우위

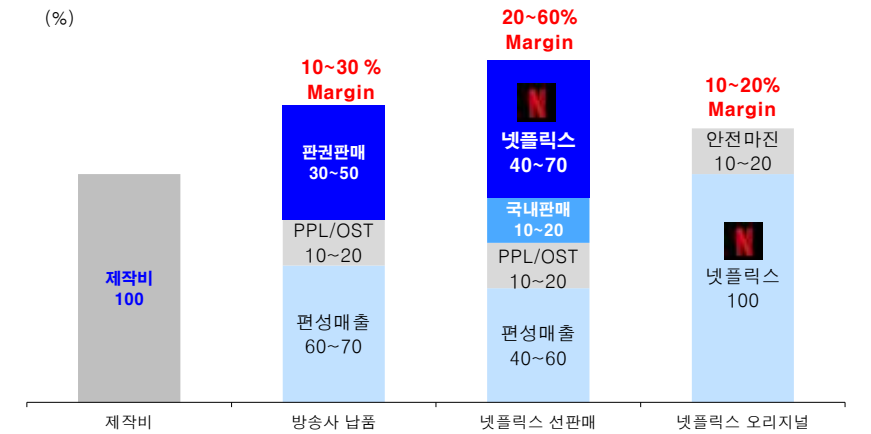
한국 드라마의 글로벌 위상이 높아진 가운데, 넷플릭스가 등장하며 제작사의 콘텐츠 공급처가 확대되었다. 넷플릭스는 신규 가입자를 확보하고 이를 유지하기 위해서 꾸준히 매력적인 콘텐츠의 유입이 필요하고, 제작사는 넷플릭스라는 플랫폼을 통해 간접적으로 글로벌 시장에 유통되며 레퍼런스를 확보하는 좋은 기회를 얻을 수 있기 때문에 넷플릭스와 제작사는 공생의 관계로 성장해왔다.

제작사가 넷플릭스에 콘텐츠를 판매하는 방법은 크게 두 가지인데, 1) 오리지널 콘텐츠를 제작하거나 2) 완성된 콘텐츠를 판매(라이센싱 계약)하는 방법이다. 오리지널 콘텐츠를 제작할 경우, 넷플릭스에서 제작비를 지원하고 IP 를 가져가는 대신 10~20%의 안전마진을 보장 받는다.

오리지널 콘텐츠는 보통 회당 10 억원 혹은 그 이상에서 제작이 되는데 평가 기준이 시청률이 아닌 유료 구독자의 유지이기 때문에 콘텐츠의 완성도가 중요하다. '킹덤'에 회당 20 억원이 넘는 제작비가 투입된 데에는 콘텐츠의 완성도를 높이려는 의도가 숨어있었고, 두 개의 시즌 모두 해외에서 신선한 소재와 높은 작품성으로 호평을 받으며 큰 인기를 끌었다. 사실 제작사 입장에서는 IP 를 확보하는 편이 수익의 규모 면에서 장기적으로 유리하지만, 그럼에도 불구하고 오리지널 콘텐츠를 제작하는 이유는 넷플릭스를 통해 레퍼런스를 확보하고 글로벌 콘텐츠 시장에 진출할 기회가 생기기 때문이다. 제작사인 에이스토리는 '킹덤'으로 글로벌 시장에서 제작 역량을 인정 받아 미국 시장 진출에 한 발 가까이 다가갈 수 있게 되었다.

오리지널 시리즈는 콘텐츠의 흥행 여부와 관계 없이 넷플릭스에서 제작비를 지원하기 때문에 제작사는 손해를 보지 않는다. 다만, 제작규모가 클수록 리쿱율이 높기 때문에 회당 제작비가 높은 작품일수록 수익률이 높다. 오리지널 콘텐츠는 부가 판권 수익은 창출하기 어렵지만 안전 마진을 보장 받고 글로벌 레퍼런스를 확보할 수 있는 좋은 기회다. 제작사에게 유리한 환경이다.

도표 30 드라마 수익 구조



자료: 유진투자증권

제작사들은 방송사 편성과 기타 협찬 광고 등에서 발생한 매출을 통해 드라마 방영 이전에 제작비의 60~70%를 미리 회수한다. 나머지 30~40%는 판매매출로 충당하는데, 투자한 금액 이상으로 수익이 발생하면 전부 이익으로 연결되는 구조이기 때문에 판매매출의 규모에 따라 제작사의 이익이 결정된다. 스튜디오드래곤이 2018 년 3 분기 사상 최대 실적을 기록한 배경은 판매매출의 호조에 있었다. 넷플릭스가 '미스터 션샤인'의 판권을 제작비의 70% 수준에 구매하면서 약 28%의 프로젝트 마진을 기록했기 때문이다.

'더 킹: 영원의 군주'는 회당 20 억원의 제작비가 투입된 대작임에도 불구하고 국내에서는 부진한 시청률을 기록하며 흥행에 실패했다. 하지만, 넷플릭스에 유리한 리쿱율에 선판매되며 올해 2 분기 판매매출의 성장을 견인했다. '더 킹: 영원의 군주'는 넷플릭스 판매로 약 34%의 프로젝트 마진을 기록했을 것으로 추정된다.

도표 31 28%의 프로젝트 마진이 추정되는 미스터 션샤인



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 32 34%의 프로젝트 마진이 예상되는 더 킹



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 33 '더 킹: 영원의 군주' 수익성 추정

	(억원)	세부내용
-	320	총 제작비(=20 억원*16 부작)
+	144	SBS 방영료(매출 인식 후 전액 비용 처리)
+	64	PPL, OST 등 기타 매출
-	**112**	**=판매매출로 충당해야 하는 최소 금액 (제작비-편성매출-기타매출)**
+	204	넷플릭스 판권 판매 매출 인식 금액(CJ ENM 수수료 제외)
+	16.32	국내판매(VOD, 수수료 제외)
+	**220.32**	**=판매매출 합계**
	108.32	**더 킹 프로젝트 예상 수익 금액**
	33.9%	**총 예상 프로젝트 마진**

자료: 유진투자증권 추정

넷플릭스는 작년 11 월 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리와 각각 3 년간 총 21 편, 20 편의 콘텐츠 제작 및 글로벌 유통을 위한 전략적 파트너십을 체결했다. 킬러 콘텐츠를 넷플릭스에서만 독점 공개해 기존 가입자의 이탈을 방지하고 신규 가입자를 유치하려는 전략으로 보인다.

넷플릭스는 그 동안 2010 년 3 편에서 시작해 2019 년 26 편에 이르기까지 수많은 한국 드라마를 확보해왔다. 2016 년부터 보유 드라마 편수가 갑자기 증가하는데, 넷플릭스가 스튜디오드래곤의 콘텐츠를 구매하기 시작한 시점이다. 넷플릭스에서 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리의 콘텐츠가 얼마나 영향력이 있는지 추정해보았다.

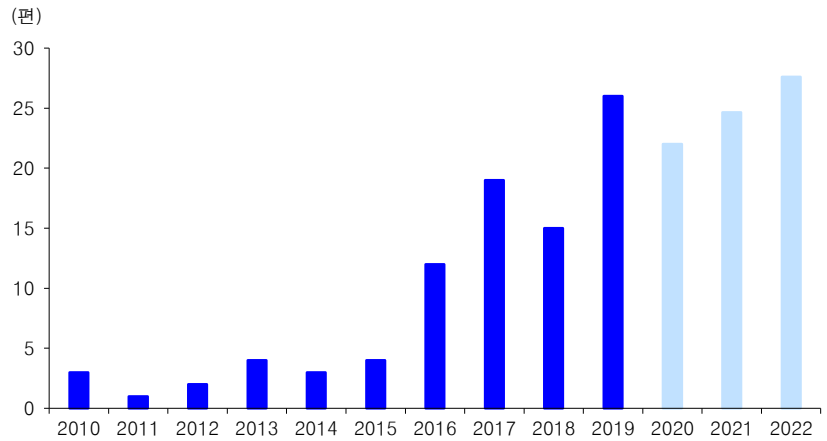
올해 3 분기까지 넷플릭스에 판매된 스튜디오드래곤의 신작과 오리지널 콘텐츠 작품은 총 6 편(동시방영 4 편, 오리지널 2 편(스위트홈 포함))이다. 4 분기에 한 편이 더 판매된다는 보수적인 가정하에 7 편의 신작 판매가 이루어진다고 가정해보면, 2020 년 넷플릭스가 구매하는 한국 콘텐츠의 32%는 스튜디오드래곤의 작품이 된다. 구작 포함시 41%로 비중이 확대된다. 넷플릭스와의 파트너십을 고려해 향후 2 년간 7 편씩 신작 판매가 이루어진다고 가정해도 최소 25%는 스튜디오드래곤의 작품을 구매한다.

제이콘텐트리의 올해 3 분기까지 넷플릭스향 신작 판매는 3 편으로, 4 분기에 한 편이 추가로 판매된다는 보수적인 가정하에 4 편의 신작 판매가 이루어진다고 가정해보면, 2020 년 넷플릭스가 구매하는 한국 콘텐츠의 18%는 제이콘텐트리의 작품이 된다. 구작 포함시 27%로 비중이 상승한다. 넷플릭스와의 파트너십을 고려해 향후 2 년간 4 편씩 신작 판매가 이루어진다고 가정해도 최소 15%는 제이콘텐트리의 작품을 구매한다.

넷플릭스 한국 콘텐츠 구매의 50%가 두 개의 제작사에서 나오고 있다. 차별화된 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 두 제작사는 넷플릭스에 더 많은 작품을 판매하며 비중을 높여갈 것이다. 제작사 내에서도 콘텐츠 경쟁력을 가진 대형 제작사가 유리해졌다.

플랫폼에 담기는 콘텐츠가 중요해졌기 때문에 콘텐츠의 평균 판매단가 상승추세는 지속될 것이고, 이에 따라 제작사의 수익성이 개선될 것으로 보인다. 또한, 제작사들은 안정적인 콘텐츠 공급처를 확보하며 판매매출의 성장세를 지속할 것으로 보인다. 콘텐츠 파워를 가지고 있는 상위 제작사에게 유리한 환경이다.

도표 34 넷플릭스가 제공하는 한국 콘텐츠 수



자료: Netflix, 유진투자증권
참고: 2020 년, 2021 년, 2022 년은 당사 예상치

도표 35 넷플릭스에서 방영 중인 한국 드라마 라인업 (1)

연도	작품명	제작사	방송국	작가	배우	시작일	종료일
2017년	내성적인 보스	KBS 미디어	tvN	주화미	연우진, 박혜수	2017/1/16	2017/3/14
	내일 그대와	드림 E&M	tvN	허성혜	신민아, 이제훈	2017/2/3	2017/3/25
	힘쎈여자 도봉순	JS 픽쳐스, 드라마하우스	JTBC	백미경	박보영, 박형식	2017/2/24	2017/4/15
	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	본팩토리	tvN	김경민	이현우, 조이	2017/3/20	2017/5/9
	터널	스튜디오드래곤	OCN	이은미	최진혁, 윤현민	2017/3/25	2017/5/21
	시카고 타자기	THE UNICORN	tvN	진수완	유아인, 임수정	2017/4/7	2017/6/3
	애타는 로맨스	가든미디어	OCN	김하나, 김영윤	성훈, 송지은	2017/4/17	2017/5/30
	맨투맨	드라마하우스, 미운빈무브먼트스토리	JTBC	김원석	박해진, 박성웅	2017/4/21	2017/6/10
	비밀의 숲	스튜디오드래곤, 씨그널엔터테인먼트	tvN	이수연	조승우, 배두나	2017/6/10	2017/7/30
	품위있는 그녀	JS 픽쳐스	JTBC	백미경	김희선, 김선아	2017/6/16	2017/8/19
	하백의 신부	넘버쓰리픽쳐스	tvN	정윤정	신세경, 남주혁	2017/7/3	2017/8/22
	구해줘	스튜디오드래곤	OCN	서주연	택연, 서예지	2017/8/5	2017/9/24
	명불허전	본팩토리	tvN	김은희	김남길, 김아중	2017/8/12	2017/10/1
	청춘시대 2	드라마하우스, 지앤지 테이크투	JTBC	박연선	한예리, 한승연	2017/8/25	2017/10/7
	이번 생은 처음이라	스튜디오드래곤, MI	tvN	윤난중	이민기, 정소민	2017/10/9	2017/11/28
	블랙	아이윌미디어	OCN	최란	송승헌, 고아라	2017/10/14	2017/12/10
	슬기로운 감빵생활	tvN	tvN	정보훈	박해수, 성동일	2017/11/22	2018/1/18
	나쁜 녀석들: 악의 도시	스튜디오드래곤, 얼반웍스미디어	OCN	한정훈	박중훈, 주진모	2017/12/16	2018/2/4
	화유기	스튜디오드래곤, JS 픽쳐스	tvN	홍정은, 홍미란	이승기, 차승원	2017/12/23	2018/3/4
2018년	미스티	글앤그림미디어	JTBC	제인	김남주, 지진희	2018/2/2	2018/3/24
	라이브	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어	tvN	노희경	정유미, 이광수	2018/3/10	2018/5/6
	나의 아저씨	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어	tvN	박해영	이선균, 이지은	2018/3/21	2018/5/17
	밥 잘 사주는 예쁜 누나	드라마하우스, 콘텐츠케이	JTBC	김은희	손예진, 정해인	2018/3/30	2018/5/19
	미스 함무라비	스튜디오앤뉴	JTBC	문유석	고아라, 김명수	2018/5/21	2018/7/16
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	스토리티비	tvN	추혜미	이상윤, 이성경	2018/5/21	2018/7/10
	김비서가 왜 그럴까	본팩토리, 스튜디오드래곤	tvN	백선우, 최보림	박서준, 박민영	2018/6/6	2018/7/26
	미스터 션샤인	스튜디오드래곤, 화앤담픽쳐스	tvN	김은숙	이병헌, 김태리	2018/7/7	2018/9/30
	라이프	씨그널엔터테인먼트그룹, AM 스튜디오	JTBC	이수연	이동욱, 조승우	2018/7/23	2018/9/11
	내 아이디는 강남미인	아트앤컬처	JTBC	최수영	임수향, 차은우	2018/7/27	2018/9/15
	뷰티 인사이드	스튜디오앤뉴, 용필름	JTBC	임메아리	서현진, 이민기	2018/10/1	2018/11/20
	SKY 캐슬	드라마하우스, HB 엔터테인먼트	JTBC	유현미	염정아, 이태란	2018/11/23	2019/2/1
	일단 뜨겁게 청소하라	드라마하우스, 오형제	JTBC	한희정	윤균상, 김유정	2018/11/26	2019/2/4
	사의 찬미		SBS	조수진	이종석, 신혜선	2018/11/27	2018/12/4
	알함브라 궁전의 추억	스튜디오드래곤, 초록뱀미디어	tvN	송재정	현빈, 박신혜	2018/12/1	2019/1/20

자료: 유진투자증권
참고: 2020 년 10 월 10 일 기준

도표 36 넷플릭스에서 방영 중인 한국 드라마 라인업 (2)

연도	작품명	제작사	방송국	작가	배우	시작일	종료일
2019 년	킹덤	에이스토리	넷플릭스	김은희	주지훈, 류승룡	2019/1/25	
	로맨스는 별책부록	스튜디오드래곤, 글앤그림미디어	tvN	정현정	이나영, 이종석	2019/1/26	2019/3/14
	눈이 부시게	드라마하우스	JTBC	이남규, 김수진	김혜자, 한지민	2019/2/11	2019/3/19
	빙의	스튜디오드래곤, 데이드림엔터테인먼트	OCN	박희강	송새벽, 고준희	2019/3/6	2019/4/25
	으라차차 와이키키 1, 2	씨제스 엔터테인먼트, 드라마하우스	JTBC	강효숙, 송지은, 송민소, 서윤범	이이경, 김선호	2019/3/25	2019/5/14
	페르소나	미스틱스토리, 기리제작사	넷플릭스		아이유	2019/4/11	
	첫사랑은 처음이라서 1, 2	에이스토리	넷플릭스	김란	지수, 정채연	2019/4/18	
	어비스	스튜디오드래곤, 네오엔터테인먼트	tvN	문수연	박보영, 안효섭	2019/5/6	2019/6/25
	절대그이	아폴로픽쳐스, iHQ	SBS	양혁문, 장아미	여진구, 방민아	2019/5/15	2019/7/11
	봄밤	JS 픽쳐스	MBC	김은희	한지민, 정해인	2019/5/22	2019/7/11
	아스달 연대기	스튜디오드래곤, KPJ	tvN	김영현, 박상연	장동건, 송중기	2019/6/1	2019/9/22
	보좌관-세상을 움직이는 사람들	스튜디오앤뉴, 용필름	JTBC	곽정환	이정재, 신민아	2019/6/14	2019/7/13
	60 일, 지정생존자	스튜디오드래곤, DK E&M	tvN	김태희	지진희, 이준혁	2019/7/1	2019/8/20
	신입사관 구해령	초록뱀미디어	MBC	김호수	신세경, 차은우	2019/7/17	2019/9/26
	열여덟의 순간	드라마하우스, 키이스트	JTBC	윤경아	옹성우, 김향기	2019/7/22	2019/9/10
	멜로가 체질	삼화네트웍스	JTBC	이병헌, 김영영	천우희, 전예빈	2019/8/9	2019/9/28
	좋아하면 울리는	스튜디오드래곤	넷플릭스	이아연, 서보라	김소현, 정가람	2019/8/22	
	타인은 지옥이다	영화사 우상, 스튜디오N	OCN	정이도	임시완, 이동욱	2019/8/31	2019/10/6
	조선혼담공작소 꽃파당	JP E&M, 블러썸스토리	JTBC	김이랑	김민재, 공승연	2019/9/16	2019/11/5
	동백꽃 필 무렵	팬엔터테인먼트	KBS2	임상준	공효진, 강하늘	2019/9/18	2019/11/21
	배가본드	셀트리온 엔터테인먼트	SBS	장영철, 정경순	이승기, 배수지	2019/9/20	2019/11/23
	나의 나라	셀트리온 엔터테인먼트	JTBC	채승대	양세종, 우도환	2019/10/4	2019/11/23
	모두의 거짓말	스튜디오드래곤	OCN	전영신, 원유정	이민기, 이유영	2019/10/12	2019/12/1
	보좌관 2-세상을 움직이는 사람들	스튜디오앤뉴, 용필름	JTBC	이대일	이정재, 신민아	2019/11/11	2019/12/10
	초콜릿	드라마하우스, JYP 픽쳐스	JTBC	이경희	윤계상, 하지원	2019/11/29	2020/1/18
	사랑의 불시착	스튜디오드래곤	tvN	박지은	현빈, 손예진	2019/12/14	2020/2/16
2020 년	이태원 클라쓰	쇼박스	JTBC	조광진	박서준, 김다미	2020/1/31	2020/3/21
	나 홀로 그대	스튜디오드래곤	넷플릭스	류용재	윤현민, 고성희	2020/2/7	
	하이에나	키이스트	SBS	김루리	김혜수, 주지훈	2020/2/21	2020/4/11
	하이바이, 마마!	스튜디오드래곤, 엠아이	tvN	권해주	김태희, 이규형	2020/2/22	2020/4/19
	슬기로운 의사생활	에그이즈커밍	tvN	이우정	조정석, 유연석	2020/3/12	2020/5/28
	킹덤 2	에이스토리	넷플릭스	김은희	주지훈, 류승룡	2020/3/13	
	부부의 세계	JTBC 스튜디오, 드라마하우스	JTBC	주현	김희애, 박해준	2020/3/27	2020/5/16
	루갈	리엔엔터테인먼트	OCN	도현	최진혁, 박성웅	2020/3/28	2020/5/17
	더 킹: 영원의 군주	스튜디오드래곤, 화앤담픽쳐스	SBS	김은숙	이민호, 김고은	2020/4/17	2020/6/6
	인간수업	스튜디오 329	넷플릭스	진한새	김동희, 정다빈	2020/4/29	
	쌍갑포차	삼화네트웍스, JTBC 스튜디오	JTBC	하윤아	황정음, 육성재	2020/5/20	2020/6/25
	사이코지만 괜찮아	스튜디오드래곤, 스토리티비, 골드메달리스트	tvN	조용	김수현, 서예지	2020/6/20	2020/8/9
	모범형사	블러썸스토리, JTBC 스튜디오	JTBC	최진원	손현주, 장승조	2020/7/6	2020/8/25
	우리, 사랑했을까	드라마하우스, 길픽쳐스	JTBC	이승진	송지효, 손호준	2020/7/8	2020/9/2
	우아한 친구들	스튜디오앤뉴, 제이씨앤	JTBC	박효연, 김경선	유준상, 송윤아	2020/7/10	2020/9/5
	비밀의 숲 2	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	tvN	이수연	조승우, 배두나	2020/8/15	2020/10/4
	도시괴담		넷플릭스			2020/8/20	
	청춘기록	스튜디오드래곤, 팬엔터테인먼트	tvN	하명희	박보검, 박소담	2020/9/7	on air
	사생활	도레미엔터테인먼트, JTBC 스튜디오	JTBC	유성열	서현, 고경표	2020/10/7	on air
	스타트업	스튜디오드래곤, 하이스토리	tvN	박혜련	배수지, 남주혁	2020/10/17	on air
	도도솔솔라라솔	몬스터유니온	KBS2	오지영	고아라, 이재욱	2020/10/7	on air
	보건교사 안은영		넷플릭스	정세랑, 이경미	정유미, 남주혁	2020/9/25	

자료: 유진투자증권
참고: 2020 년 10 월 10 일 기준

앞으로의 콘텐츠 시장: 경쟁보다는 공존, 전체 시장의 파이 확대

미래: 플랫폼 < 제작사

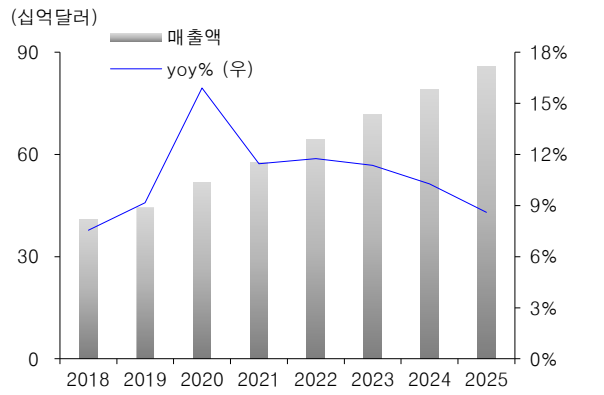
2019 년 11 월, 애플과 디즈니가 각각 애플 TV 플러스, 디즈니플러스를 론칭하며 OTT 시장에 뛰어들었다. 국내에는 2016 년 진출한 넷플릭스가 독점적 지위를 누리고 있는 가운데, 디즈니플러스가 내년 한국 시장에 진출할 예정이다.

글로벌 OTT 경쟁이 치열하다. 하지만, 새로운 사업자의 등장은 파이를 나눠먹는 싸움이 아니라 전체 시장의 파이를 확대시킬 것으로 판단한다. 결론적으로 콘텐츠가 중요해졌기 때문에, 플랫폼의 자체 제작 콘텐츠가 늘어날 것이고, 제작사들에게 유리한 외부 환경이 지속될 것으로 보인다.

OTT 경쟁으로 시장이 확대될 것이라고 생각하는 근거는 세 가지이다. 1) 구독형 스트리밍 비디오 시장은 아직 성장 단계이고, 2) 2 개 이상의 OTT 플랫폼을 구독하는 사용자 층이 견조하며, 3) 플랫폼마다 보유한 콘텐츠 라이브러리가 차별화 되었다는 점이다.

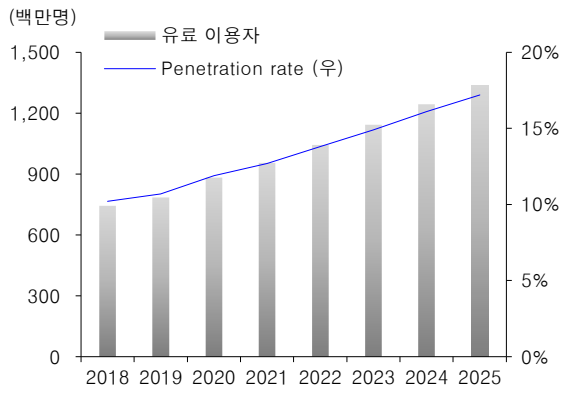
글로벌 구독형 스트리밍 비디오(SVOD) 시장은 2020 년 516 억 달러, 가입자 수는 8.8 억명 규모로 성장할 것으로 전망한다. SVOD 시장의 대장 격인 넷플릭스가 연평균 28%씩 견조한 성장세를 지속하고 있고, 시장에 새롭게 진입한 디즈니가 빠르게 성장하며 전체 시장 크기가 확대되고 있다. 디즈니플러스는 출시한 지 한 달 만에 미국 SVOD 시장 수익의 16%를 거둬들이고, 3 개 분기 만에 6 천만명에 가까운 구독자를 확보했다. 역대 OTT 플랫폼 중 가장 최단 기간에 최다 구독자를 확보한 것이다. SVOD 유료 이용자 수는 전체 시장의 12% 정도로 아직 성장 잠재력이 무한하다. 뉴미디어 업체 중에서 탄탄한 SVOD 구독층을 보유한 넷플릭스와 아마존(아마존 프라임 비디오)의 시가총액이 제일 가파르게 성장한 점을 감안 했을 때, 아직 SVOD 시장은 성장 초기 단계로 규모의 확대가 이루어질 것으로 전망한다.

도표 37 글로벌 SVOD 시장 규모



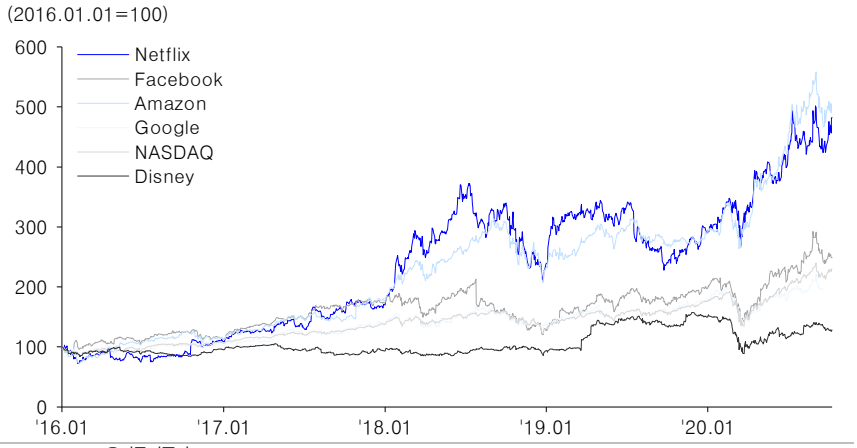
자료: Statista, 유진투자증권

도표 38 글로벌 SVOD 유료 이용자 수



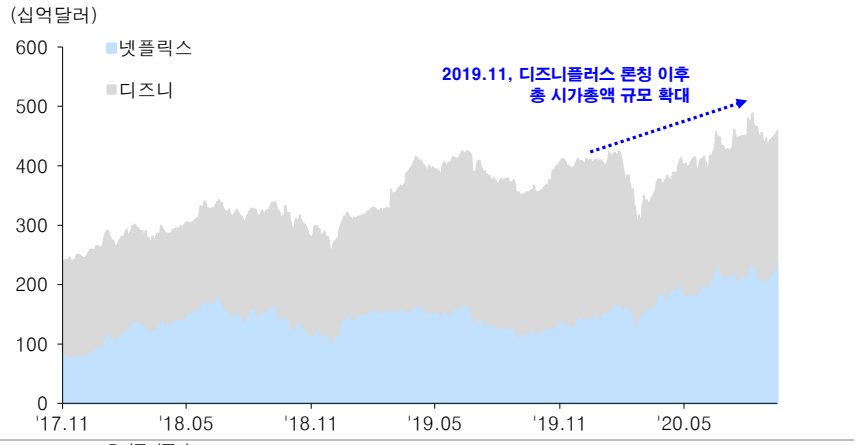
자료: Statista, 유진투자증권

도표 39 뉴미디어 기업들의 시가총액 비교



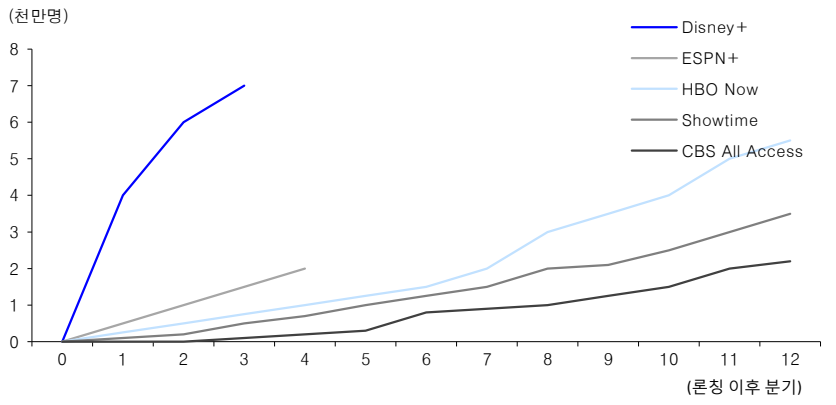
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 40 디즈니플러스 출시 이후 주요 미디어 기업 합산 시가총액 규모 확대



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 41 디즈니플러스 최단 기간에 구독자 6천만명 돌파



자료: UBS, 유진투자증권

구독형 OTT 시장이 성장하면서 전세계 37%의 사용자가 2 개 이상의 OTT 플랫폼을 구독하고 있다. 복수 구독 형태는 특히나 어린 연령대에서 많이 확인되는데, 10 대~30 대 이용자들의 절반은 평균적으로 2 개 이상의 OTT 플랫폼을 구독하는 것으로 나타났다.

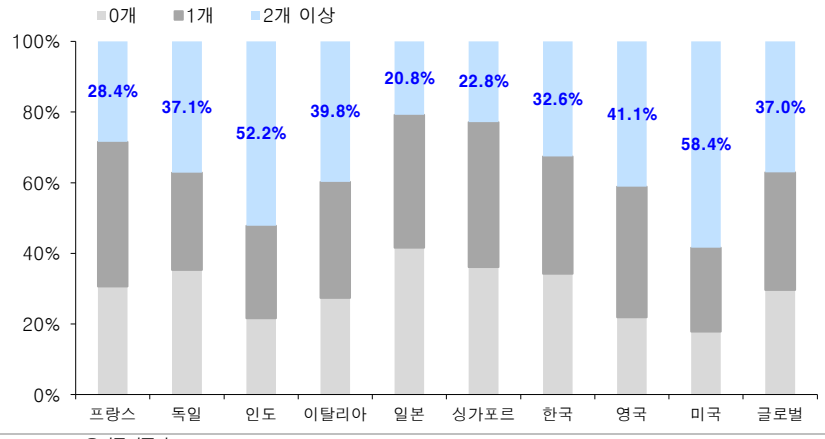
인상적인 점은 미국 시장은 전체 가구의 절반 이상이 2 개 이상의 OTT 플랫폼을 구독하고 있다는 점이다. 이런 형태가 자연스러운 현상일 수 밖에 없는 이유는 가격이 저렴하기 때문이다. 10 만원을 훌쩍 넘는 케이블 TV 보다는 아무리 비싸도 월 이용요금이 15,000 원 내외인 OTT 를 여러 개 구독하는 것이 '가성비' 측면에서 적합하다. 아래 도표는 흥미로운 조사 결과를 보여주는데, 넷플릭스 행에서 65.91%가 의미하는 바는 넷플릭스를 구독하고 있는 사람 중 65.91%가 추가로 아마존 프라임 비디오를 구독했다는 의미이다. 미국 시장에서 넷플릭스와 아마존 프라임 비디오가 양강 구도를 이루고 있는 가운데 디즈니가 빠르게 영역을 넓히고 있음을 알 수 있다.

도표 42 **플랫폼별 미국 시장 내 OTT 복수 구독자 비율**

	+ 넷플릭스	+ HBO Now	+ HBO Max	+ 아마존프라임비디오	+ 디즈니+	+ 훌루	+ 애플 TV+
넷플릭스	-	32.95%	8.82%	**65.91%**	50.14%	50.56%	22.98%
HBO Now	89.36%	-	16.01%	86.21%	69.61%	74.32%	46.03%
HBO Max	92.94%	62.29%	-	89.42%	80.03%	82.97%	55.31%
아마존프라임비디오	86.62%	41.78%	11.15%	-	60.99%	61.83%	29.94%
디즈니+	88.75%	45.43%	13.44%	82.15%	-	69.40%	34.97%
훌루	85.92%	46.57%	13.38%	79.95%	66.63%	-	33.48%
애플 TV+	91.35%	67.46%	20.86%	90.56%	78.51%	78.31%	-

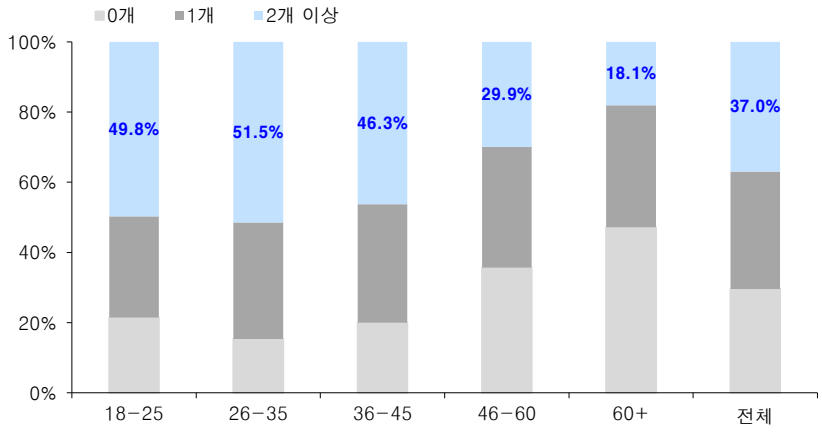
자료: Statista, 유진투자증권
참고: 2020.06, 미국 기준

도표 43 국가별 OTT 구독 수



자료: Limelight, 유진투자증권

도표 44 전세계 연령대별 OTT 구독 수



자료: Park Associates, 유진투자증권

복수 구독 형태가 늘어날수록 구독 취소의 리스크도 높아진다. 전환 비용이 낮기 때문이다. OTT 플랫폼 구독 취소에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 가격으로, 전세계 사용자의 절반 이상이 가격에 민감한 모습을 보였다. 여기서 흥미로운 점은 가격 다음으로 가장 큰 영향을 주는 요인이 콘텐츠였다는 것이다. 원하는 콘텐츠가 플랫폼에 없는 경우와 플랫폼에서 이용 가능한 콘텐츠가 흥미를 유발하지 못할 경우 구독을 취소했다.

그렇다면 한국의 경우는 어떨까? 한국은 케이블TV 나 IPTV 의 가격이 월 2 만원대로 저렴한 편이기 때문에 월 1 만원대의 OTT 를 복수 구독할 유인이 크지 않다. 그럼에도 한국 시장에서 OTT 사업자가 경쟁보다는 공존할 것이라 생각하는 이유는 각 OTT 마다 보유하고 있는 콘텐츠가 차별화 되었다는 점 때문이다.

웨이브는 지상파 채널 실시간 다시보기, 스포츠 중계 등의 콘텐츠를 탑재했고, 티빙은 캡티브 채널인 tvN, OCN 의 드라마와 예능들을 관람할 수 있다. 왓챠는 영화에 특화된 OTT 로 국내외 다양한 영화 작품을 접할 수 있다. 글로벌 OTT 인 넷플릭스는 성인향 작품을 위주로 넷플릭스에서만 볼 수 있는 오리지널 콘텐츠 제작을 확대하고 있고, 디즈니플러스는 보유하고 있는 마블, 스타워즈 등의 IP 를 활용해 어린이부터 노년층까지 모든 연령층의 시청자를 폭넓게 아우르는 콘텐츠를 제공하고 있다. 서로 같은 콘텐츠를 제공한다면 제로섬 경쟁일 수 있지만, 플랫폼마다 강점으로 두고 있는 콘텐츠가 다르기 때문에 서로 공존하면서 시장 전체 파이가 확대될 것으로 전망한다.

도표 45 OTT 구독 취소에 영향을 미치는 요인

국가	원하는 콘텐츠가 없을 때	낮은 콘텐츠 흥미	높은 가격	낮은 동영상 품질	디바이스 지원 불가
프랑스	7.6%	18.6%	59.2%	9.8%	4.8%
독일	3.6%	29.7%	49.1%	13.6%	4.0%
인도	9.6%	23.6%	45.2%	13.4%	8.2%
이탈리아	4.2%	18.4%	62.4%	11.4%	3.6%
일본	9.6%	34.0%	43.0%	6.4%	7.0%
싱가포르	6.2%	27.5%	55.5%	7.4%	3.4%
한국	12.4%	29.2%	40.4%	10.2%	7.8%
영국	4.2%	27.3%	54.6%	9.8%	4.0%
미국	5.2%	19.2%	60.2%	10.6%	4.8%
글로벌	7.0%	25.3%	52.2%	10.3%	5.3%

자료: Limelight, 유진투자증권

도표 46 국내 OTT 플랫폼 개요

	wavve	TVING	WATCHA
OTT	웨이브	티빙	왓챠
출시일	2019 년 9 월	2010 년 5 월	2016 년 1 월
지원기기	모바일, PC, 태블릿 PC, 스마트 TV	모바일, PC, 태블릿 PC, 스마트 TV	모바일, PC, 태블릿 PC, 스마트 TV
콘텐츠 수	실시간 채널 102 개, VOD 25 만편 이상	실시간 채널 36 개, VOD 61,000 여편	국내외 영화 8 만여편
월 요금	▪ 베이직 7,900원 ▪ 스탠더드 10,900원 ▪ 프리미엄 13,900원	▪ 티빙 무제한 11,900원 ▪ 티빙 무제한 플러스 15,900원 ▪ 무비 프리미엄 9,900원	▪ 베이직 7,900원 ▪ 프리미엄 12,900원
특징	▪ 지상파 생방송 시작 직후 5분 뒤 퀵 VOD 제공 ▪ 프로야구, e스포츠, 아이돌 공연 5GX 멀티뷰	▪ 오는 10월 JTBC와 OTT 합작법인 출범 ▪ 36개 실시간 채널방송 무료 시청 ▪ 인기 콘텐츠 IP를 활용한 굿즈 구매 가능	▪ 머신러닝 기반으로 고객 취향에 맞춰 영화 추천 ▪ 왓챠익스클루시브 통해 영화 우선 공개 서비스

자료: 유진투자증권

도표 47 해외 OTT 플랫폼 개요

OTT 이름	Netflix	Disney+ (Disney)	Hulu (Disney)	Amazon Prime Video	Apple TV+	Peacock	HBO Max
사진	NETFLIX	Disney+	hulu	prime video	tv+	peacock	HBOmax
출시일	2007 년 1 월	2019 년 11 월	2008 년 3 월	2006 년 9 월	2019 년 11 월	2020 년 7 월	2020 년 5 월
현재 진출 국가	190 개국 (중국 등 4 개국 제외)	12 개국	1 개국(미국)	242 개국	150 개국	1 개국(미국)	1 개국(미국)
가입자 수	1 억 9 천만명	6,000 만명	2,800 만명	1 억 5 천만명	1,000 만명	150 만 다운	400 만명
월 요금 (Basic)	$8.99	$6.99	$5.99 (광고 이용 시) $11.99 (광고 제거 시)	$8.99	$4.99	$4.99 (광고 이용 시) $9.99 (광고 제거 시) Comcast 케이블사용자 할인	$14.99
콘텐츠 현황	드라마: 1,500+ 영화: 4,000+	드라마: 7,000 영화: 500+	드라마: 1,700+ 영화: 2,300+	드라마: 1,900+ 영화: 17,000+	드라마 15 영화 2	드라마 15,000 시간 영화 5,000+ 시간	드라마 10,000 시간 영화 2,000
비즈니스모델	SVOD	SVOD	SVOD + AVOD	SVOD	SVOD	SVOD + AVOD	SVOD
모회사	Netflix	Disney	Disney	Amazon	Apple	Comcast	AT&T
주요 오리지널 콘텐츠							
	Stranger Things, Witcher	Disney, Marvel, Pixar 주요 영화 및 드라마	Handmaid's Tale, How I Met Your Mother	The Marvelous Mrs. Maisel, Jack Ryan	The Morning Show, Amazing Stories	The Office(2021~), The Blacklist	Friends(2020~), The Big Bang Theory

자료: 유진투자증권

추천종목: 스튜디오드래곤(253450.KQ), TP 110,000 원

미디어업종에 대한 투자의견 Overweight(신규)으로 신규 커버리지를 개시하며, 스튜디오드래곤(253450.KQ)을 최선호주로 제시한다.

결국 콘텐츠가 중요해졌다. 사용자들은 더 이상 플랫폼을 선택하고 그 안에서 수동적으로 콘텐츠를 '제공 받는' 것이 아닌 보고 싶은 콘텐츠를 따라 능동적으로 플랫폼을 '찾아 나서기 시작'했다. 플랫폼 입장에서는 사용자들을 묶어 둘 킬러 콘텐츠 확보가 절실한 상황이 되었다. 플랫폼들의 오리지널 콘텐츠 제작이 활발하게 이루어질 것으로 예상한다. 하지만, 넷플릭스도 디즈니도 재밌는 콘텐츠가 지속적으로 필요하다. 제작 역량을 인정 받은 제작사들의 협상 우위가 높아질 수 밖에 없다. 제작사에게 우호적인 외부 환경이 지속될 것으로 판단한다.

제작사의 협상력이 높아지는 구간에서 스튜디오드래곤이 수혜를 볼 것으로 기대한다. 높아진 글로벌 레퍼런스를 바탕으로 국내를 넘어 아시아, 미주 지역까지 영역을 확대하고 있다. 넷플릭스 외에도 아마존, 애플 TV+, HBO Max 등의 글로벌 사업자와 콘텐츠 제작 협의를 지속하고 있으며 향후 디즈니플러스 한국 진출 시 콘텐츠 공급처 다변화 효과가 있을 것으로 예상한다. 대체불가 콘텐츠 경쟁력을 지닌 동사의 입지가 더욱 견고해질 것이다.

III. 광고: 하반기에는 오를 일만 남았다

광고 산업의 구조

우리는 아침부터 저녁까지 수많은 광고에 노출된다. 출근길에 버스나 지하철 전광판에서 본 옥외광고부터 인터넷 기사를 읽을 때 스크롤 옆에서 자꾸 나를 따라오는 디스플레이 광고와 유튜브에서 동영상을 보기 위해 접하게 되는 다양한 동영상 광고들까지, 우리는 다양한 경로를 통해 광고를 접하고 있다. 내가 보는 모든 광고에는 광고주와 매체만 있는 것 같지만, 사실 그 안에는 이들의 역할을 대행해주는 광고대행사와 미디어렙이 있다.

광고 산업은 광고주의 광고비에서 시작된다. 광고주는 집행을 원하는 매체에 바로 광고비를 전달해도 되지만, 광고주가 대형화되고 효율적인 광고 집행이 요구됨에 따라 광고 분야에 전문 능력을 가진 광고대행사가 자리잡게 되었다. 제일기획이 제작한 'KT 제니의 빨간 노트' 편은 유튜브 조회수가 1,433 만회에 달하며 큰 인기를 끌었고, 이노션이 제작한 'SK 하이닉스 기업 광고'는 평균 조회수가 3 천만회를 상회하며 모두 소비자에게 브랜드 이미지를 각인시키는 효과를 얻었다. 광고주는 기업 내부 변수와 시장 외부 환경 변수들을 고려하여 광고비를 집행한다.

광고대행사는 광고주를 위한 광고의 기획, 제작, 매체 구매를 대행하고 광고만이 아닌 다양한 수단을 모두 사용해 통합적인 서비스를 제공하기 때문에 광고 산업에서 가장 중요한 역할을 담당한다. 광고주와 가장 가까이 닿아있고 전략을 공유하기 때문에 주요 광고주의 동향이 광고대행사의 실적 변수로 크게 작용한다. 제일기획, 이노션, HS 애드 등이 대표적이다.

미디어렙(Media Representation)은 매체의 판매를 대행하고 매체의 기획, 운영을 보조한다. 광고주보다는 매체에 더 가까이 닿아있다. 운영 매체의 광고 효과를 측정해 그 결과를 광고 대행사와 광고주에 전달하는 역할도 한다. 미디어렙은 매체의 종류에 따라 특화되어 있는데 국내 지상파 방송의 경우 KBS, MBC, EBS 를 담당하는 KOBACO 와 SBS 를 담당하는 미디어 크리에이트가 있고, 인터넷/모바일 광고를 담당하는 디지털 미디어렙은 KT 계열의 나스미디어, SK 텔레콤 계열의 인크로스, CJ ENM 계열의 메조미디어, SBS 계열의 DMC 미디어 등이 대표적이다.

매체는 크게 방송(TV, 라디오, 케이블/종편, IPTV, 위성, DMB 등)과 인쇄(신문, 잡지), 디지털(PC, 모바일), OOH(옥외, 극장, 교통)로 이루어져 있다. 최근 TV 보다는 OTT 를 많이 이용하고 유튜브 기반의 동영상 소비가 늘어나면서 디지털 부문에서의 성장세가 빠르게 올라오고 있다. 광고주는 소비자에게 노출 효과가 큰 매체를 선호하기 때문에 이에 따라 매체의 다변화는 광고대행사의 성장에 영향을 주는 변수로 작용한다.

도표 48 1,400 만뷰를 상회한 'KT 제니의 빨간 노트' 광고



자료: Youtube, 유진투자증권

도표 49 3 천만뷰를 상회한 SK 하이닉스 기업 광고



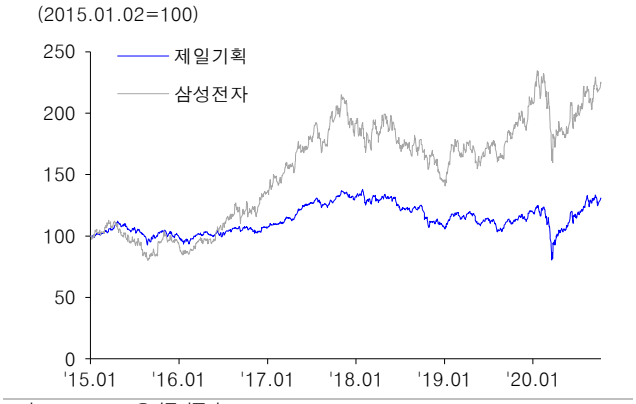
자료: Youtube, 유진투자증권

도표 50 광고 산업 구조



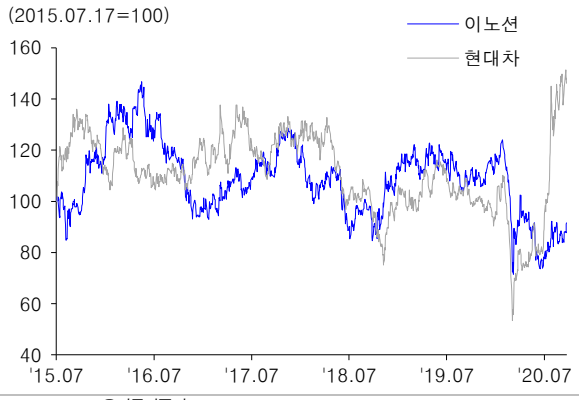
자료: 유진투자증권

도표 51 주요 광고주와 동조화 되는 광고대행사 주가 흐름



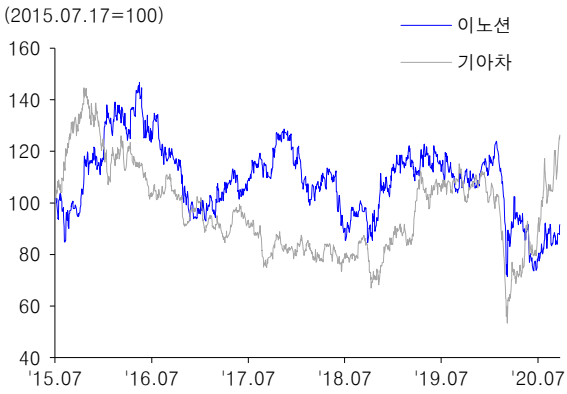
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 52 주요 광고주와 동조화 되는 광고대행사 주가 흐름



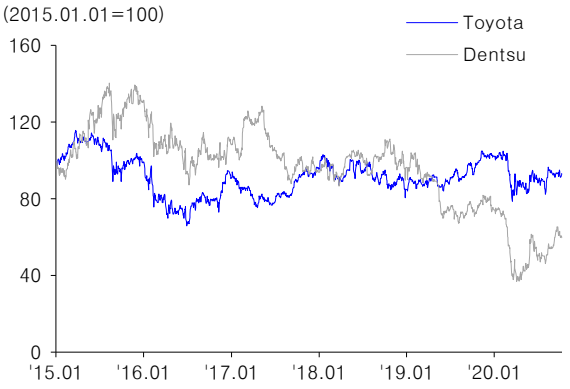
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 53 주요 광고주와 동조화 되는 광고대행사 주가 흐름



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 54 주요 광고주와 동조화 되는 광고대행사 주가 흐름



자료: Bloomberg, 유진투자증권

광고대행사의 수익 구조

광고대행사는 매출액이 아닌 매출총이익을 탑라인으로 인식한다. 광고주로부터 광고 제작에 필요한 광고비를 받으면 그에 대한 수수료를 수익으로 인식하는 구조이기 때문에 매출액에서 외주비용, 제작비용을 제외한 매출총이익이 광고대행사가 벌어들인 수익이 되는 것이다.

광고대행사는 매체대행과 광고물제작을 통해 광고주로부터 수수료를 보상받는다. 수수료는 크게 커미션(Commission) 방식과 Fee 방식으로 나누어지는데 커미션 방식은 광고 서비스에 대한 대가로 일정 비율을 보상받는 제도이고 Fee 방식은 광고주에게 서비스를 제공하는데 들인 광고대행사의 비용과 시간에 따라 보상받는 제도이다. 국내는 주로 커미션 방식을, 해외는 Fee 방식을 도입하고 있다.

국내 매체대행의 경우 인쇄는 대부분 15%의 미디어 커미션 제도가 사용되고 있으며, 방송광고는 라디오에 13%의 커미션 비율이 일률적으로 적용되고 TV 는 최초 1 억원 이하에는 11.5%, 1 억원 초과~8 억원 이하는 11%, 8 억원 초과분은 9%가 적용되고 있다. 옥외광고는 약 3~10%의 커미션 제도를 사용하고 있고 인터넷 광고의 경우에는 약 20%, 케이블 TV 는 15% 정도의 커미션 제도가 주로 사용되고 있다.

광고 제작의 경우 광고대행사는 광고를 제작하는 과정에서 외부로부터 다양한 서비스나 광고자료를 구매한다. 이 때 광고대행사는 서비스를 제공한 외부 공급업자에게 비용을 지불한 후 광고주에게 원가를 정산하여 광고비를 청구하는데 청구하는 금액에는 외주제작비, 진행경비, 제작수수료가 포함된다. 통상적으로 17.65%의 가산액을 부과한다.

커미션 방식의 보상제도는 광고주의 지출액 즉, 매체비용이라는 변수에 의해서 결정된다. 현재 주말 프라임 타임 15 초 TV 광고 단가는 1,725 만원으로 적용되는 커미션을 15%라고 가정했을 경우 광고대행사가 받게 되는 보상은 259 만원이다. 반면 세계 최고의 단일 경기 이벤트이자 미국 최고의 스포츠 이벤트인 슈퍼볼의 올해 30 초당 TV 광고 단가는 최고 560 만 달러(약 66 억원)로 광고대행사가 보상받는 금액은 9.9 억원이다. 같은 광고라 할지라도 광고 단가가 높은 매체에 집행했을 때 광고대행사는 더 큰 수익을 얻을 수 있는 것이다. 다르게 말하면 광고를 만들기 위해 소요한 비용과 시간과는 무관하게 어떤 매체를 구입하느냐에 따라 보상금액이 달라지기 때문에 커미션 방식으로 보상받는 광고대행사는 광고주와 매체에 영향을 받을 수 밖에 없다.

Fee 방식의 보상제도는 매체비용이 아닌 직접 수행한 업무에 의해서 보상받기 때문에 공정하고 매체와 관련 없는 부분도 보상이 가능하다. 하지만, 광고주의 지급이 할당된 광고대행사 인력에 따라 달라질 수 있고 커미션 제도보다 많은 관리상의 주의가 요구되기 때문에 복잡하다.

도표 55 광고대행사 보상 방법

커미션(Commission) 방식
■ 전통적 보상방법으로 지출 금액의 일정 비율을 보상으로 제공. 광고주 입장에서 계산이 용이함
■ 대행사의 노력이나 성과에 대한 보상이 아님
■ 매체와 관련이 없는 부분은 보상하기 어려움
Fee 방식
■ 광고주를 위해 들인 인적자원의 시간과 노력에 대한 보상
■ 커미션보다는 공정함. 매체와 관련 없는 부분도 보상 가능
■ 성과보상 미비, 광고주와 협의하기 어려움

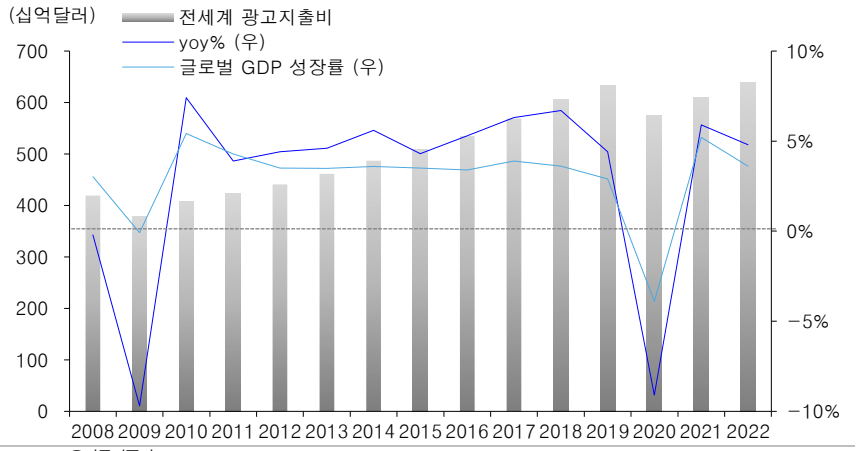
자료: 산업자료, 유진투자증권

광고 시장의 현주소

광고는 경기에 민감하게 반응한다. 경기 호황기에는 기업들이 광고 예산을 많이 투입하지만 경기 불황기에는 광고 예산을 보수적으로 집행한다. 어찌되었든 비용이기 때문이다. 그렇기 때문에 광고 시장 성장률은 대체적으로 GDP 성장률과 비슷한 방향성을 보인다. 올해는 코로나19 팬데믹의 영향으로 글로벌 광고 시장이 2009 년 금융위기 이후 가장 큰 타격을 받아 위축되었다. 하지만 이를 제외하고 보면 글로벌 광고 시장은 연평균 5%씩 꾸준히 성장해왔다. 전세계 경제 성장률보다 광고 시장이 빠르게 성장하고 있는 것이다.

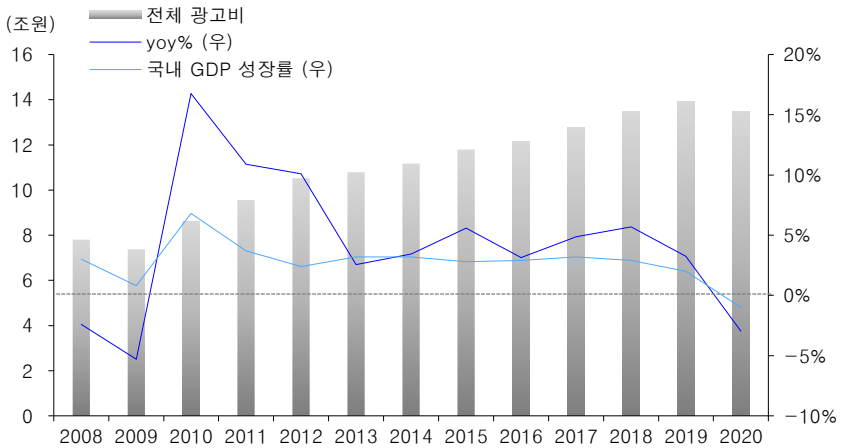
그에 반해 국내 광고시장은 지난 7 년간 연평균 3%씩 성장하며 국내 경제 성장률과 비슷한 움직임을 보여왔다. 대기업 위주의 수출 중심 산업구조를 가지고 있다 보니 해외 판매 증진을 위해 국내 기업의 광고비 집행이 해외로 이전 되었기 때문이다.

도표 56 글로벌 광고 시장 추이



자료: Zenith, 유진투자증권

도표 57 국내 광고 시장 추이



자료: KOBACO, 유진투자증권

광고주에게 매력적인 디지털 시장

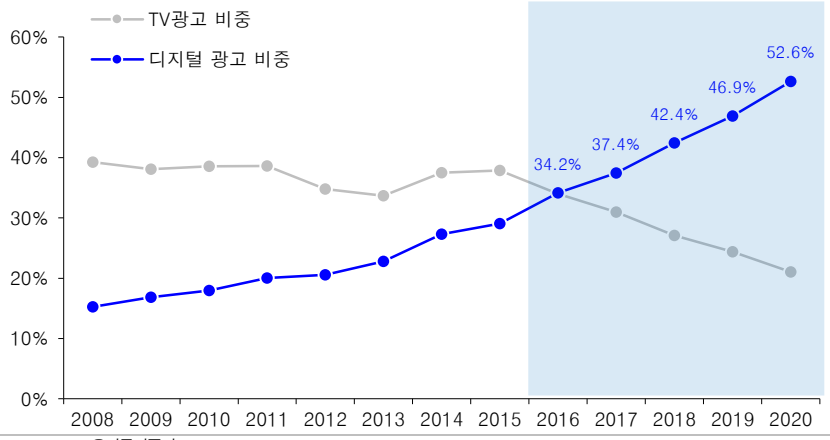
그런데 이렇게 저성장을 지속하는 광고 산업에서도 성장하고 있는 시장이 있다. 바로 디지털 광고 시장이다. 이미 글로벌 광고 시장의 50% 이상이 디지털 광고에서 발생하고 있으며, 국내 시장 역시 올해 디지털 광고 비중은 전체의 53%에 달할 것으로 전망된다. 코로나19 가 장기화되며 광고 시장의 중심이 디지털로 빠르게 재편되는 가운데 디지털 시장은 앞으로도 높은 성장세를 지속할 것으로 예상된다. 공급도 수요도 같이 늘어나고 있기 때문이다.

2016 년 국내 디지털 광고 시장이 TV 광고 시장을 추월했다. 통상적으로 올림픽이나 월드컵 같이 대형 스포츠 이벤트가 있는 해는 광고비 지출이 늘어나는데 마침 2016 년은 리우 올림픽이 있던 해로 성장에 대한 기대감이 높았다. 하지만 2016 년 국내 총 광고비는 전년대비 3.2% 성장에 그쳤으며, TV 광고 시장은 전년대비 7.4% 역성장했다. 내수 경기 침체가 지속되며 대형 광고주들이 보수적으로 광고비를 집행한 것이 주된 원인이었다. 또한 리우 올림픽은 12 시간의 시차와 성적 부진에 따른 낮은 관심으로 시청률이 낮아 추가 수익 확보에 실패하면서 올림픽 효과도 유발하지 못했다.

반면 디지털 광고 시장은 전년대비 21%라는 놀라운 성장세를 보였는데 특히 동영상 광고비가 전년대비 66% 증가했고, 전체 온라인 광고 중 모바일의 비중이 51%까지 올라왔다. 스낵 컬쳐가 확산되며 모바일을 통한 짧은 영상 소비가 늘었기 때문이다.

디지털의 강세는 2017 년에도 이어졌다. TV 광고 시장은 전년대비 4.5% 역성장을 기록했으나 디지털 시장은 15% 성장하며 그 영향력을 확대했다. 2017 년은 넷플릭스가 한국에서 첫 오리지널 콘텐츠를 공개한 해인데, 기존 TV 시청자들이 OTT 로 몰려가면서 TV 광고 시장의 영향력이 줄어들었다. OTT 는 광고를 싣지 않기 때문이었다. 갈 곳을 잃은 TV 광고주들은 성장하는 디지털 시장으로 몰리기 시작했고 그 결과 2020 년 국내 디지털 광고 시장은 7 조원 규모로 성장해 전체의 53%를 차지할 것으로 전망된다.

도표 58 국내 TV 광고 및 디지털 광고 비중 추이



자료: KOBACO, 유진투자증권

디지털 광고가 광고주에게 매력적일 수 밖에 없는 이유가 있다.

tvN 의 청춘기록은 넷플릭스를 통해 전세계 190 여개국에 동시방영 중으로 넷플릭스 상 동남아시아 9 개국에서 1 위, 전세계에서 9 위를 기록할 정도로 큰 화제를 불러 일으키고 있다. 하지만 국내 TV 주간 종합시청률을 보면 청춘기록은 KBS 뉴스 9 보다도 인기가 없고 트로트 열풍인 뽕시리즈 예능에 비해서도 인기가 없다. TV 보다는 OTT 로 콘텐츠를 소비하는 문화가 자리잡으며 발표되는 TV 시청률 정보로는 소비자 정보를 파악하는 데 한계가 있을 수 밖에 없는 것이다.

또한 TV 같은 전통 매체로는 시청자의 구매 패턴이나 행동정보를 수집하기 어렵고 불특정 다수가 시청하기 때문에 원하는 타깃에게만 광고를 할 수가 없다. 광고주들이 궁극적으로 궁금해 하는 것은 그래서 이 광고를 통해 얼마나 매출이 늘어났는지일 것이다. 디지털 광고, 특히 모바일 광고에서는 앱 다운로드 횟수나 광고 링크를 타고 들어온 소비자의 구매 전환 등 가시적인 지표들을 즉각적으로 확인할 수 있기 때문에 이에 따른 타겟팅 전략을 수립하기가 수월하다. 같은 비용을 투자하더라도 실제 소비자 행동 패턴을 파악하고 이에 맞는 광고를 집행할 수 있기 때문에 광고 효율성이 높을 수 밖에 없는 것이다.

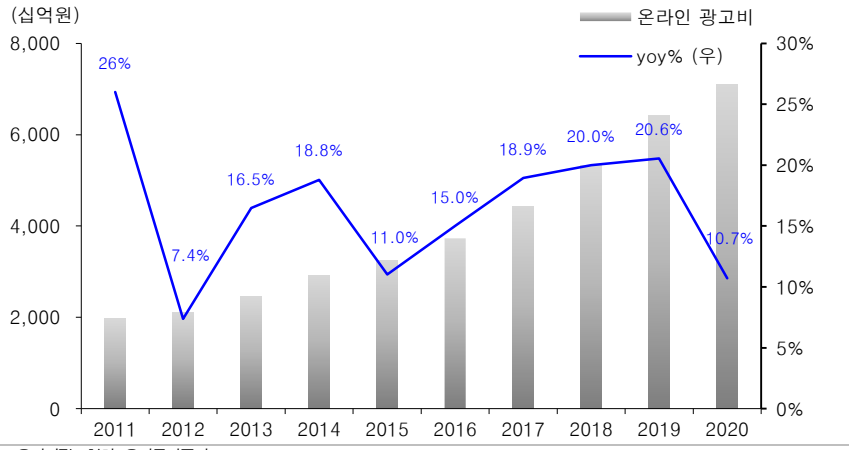
스마트폰 사용 시간이 늘어나는 점 역시 긍정적인 부분인데, 그만큼 디지털 광고 지면이 늘어나 더 많은 광고를 실을 수 있게 되었다. 한마디로 광고비를 효율적으로 사용하고자 하는 광고주의 수요가 매체로 하여금 더 많은 디지털 광고 지면을 확보하게 이끌면서 '가성비' 측면에서 디지털 광고 시장이 광고주에게 큰 인기를 얻게 된 것이다.

도표 59 9/21~9/27 일 주간 종합시청률

순위	프로그램	방송사	시청률
1	오! 삼광빌라!	KBS2	23.2%
2	기막힌 유산	KBS1	21.2%
3	보이스트롯 2 부	MBN	18.1%
4	보이스트롯 3 부	MBN	16.9%
5	미운 우리 새끼	SBS	12.6%
6	신청곡을 불러드립니다 – 사랑의 콜센타 2 부	TV 조선	11.9%
7	비밀의 남자	KBS2	11.9%
8	KBS 뉴스 9	KBS1	11.7%
9	뽕숭아학당 2 부	TV 조선	11.4%
10	놀면 뭐하니?	MBC	11.0%
11	신청곡을 불러드립니다 – 사랑의 콜센타 1 부	TV 조선	10.9%
12	트롯신이 떴다	SBS	10.4%
13	인간극장	KBS1	10.1%
14	우리말 겨루기	KBS1	9.8%
15	가요무대	KBS1	9.1%
16	아내의 맛 2 부	TV 조선	8.7%
17	한국인의 밥상	KBS1	8.5%
18	비밀의 숲 2	tvN	8.0%
19	청춘기록	tvN	7.4%

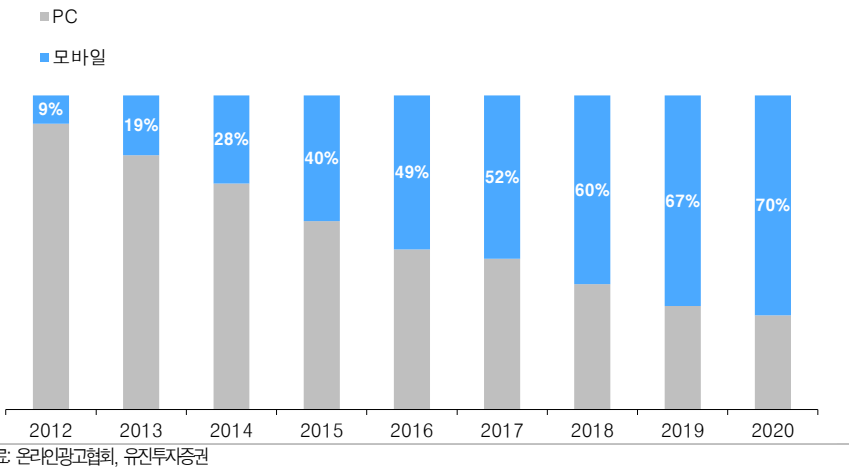
자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 60 국내 온라인 광고 시장 추이



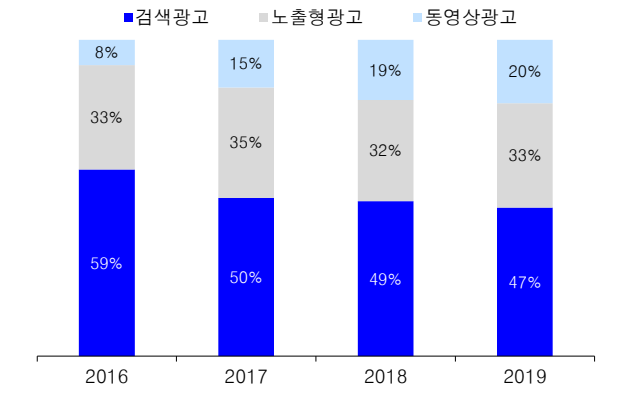
자료: 온라인광고협회, 유진투자증권

도표 61 모바일로 확대되고 있는 온라인광고 플랫폼 변화



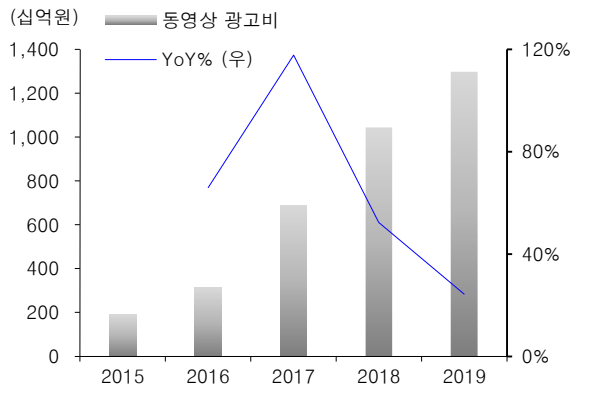
자료: 온라인광고협회, 유진투자증권

도표 62 온라인 광고 유형별 점유율



자료: 온라인광고협회, 유진투자증권

도표 63 동영상 광고 5개년 광고비 추이



자료: 온라인광고협회, 유진투자증권

데이터 기반의 디지털 광고, 프로그래매틱 광고

효율적으로 광고를 집행하길 원하는 광고주들이 늘어나면서 타겟팅 광고, 투명한 광고 기법 등 소비자의 행동 데이터에 근거해 실제로 매출 전환을 유도할 수 있는 광고 기법의 필요성이 대두되기 시작했다. 디지털 마케팅 전략이 매체 중심에서 소비자 중심으로 바뀌면서 다양한 매체에 보다 정교하고 효과적으로 광고를 집행할 수 있는 프로그래매틱 바잉 기술이 확산되었다.

프로그래매틱 광고는 프로그래매틱 바잉(Programmatic Buying)이라는 시스템을 통해 운영된다. 프로그래매틱 바잉은 광고를 구매할 때 사람이 아닌 사전에 만든 알고리즘에 따라 디지털을 통해 자동으로 실시간 구매를 한다. 즉, 광고 구매자와 판매자를 자동으로 연결해 광고를 적합한 소비자에게, 적합한 장소에, 적합한 시간에 노출하는 것이다. 프로그래매틱 바잉에는 세 가지 플랫폼이 등장한다. 매체 구매 플랫폼인 DSP, 매체 판매 플랫폼인 SSP, 매체를 사고 파는 거래소인 Ad Exchange 이다.

DSP(Demand Side Platform)는 매체 구매 플랫폼으로 매체 수요자(광고주)가 광고를 구매하기 위해 사용하는 플랫폼이다. 매체 수요자는 이를 통해 많은 유저를 가진 퍼블리셔를 선택한다. 대표적인 DSP 플랫폼 제공 업체는 구글(Google), 버라이즌(Verizon), 미디어매스(MediaMath), 더트레이드데스크(The Trade Desk) 등이 있다.

Ad Exchange 는 주식 거래소처럼 매체를 사고 파는 거래소이다. 주요 Ad Exchange 는 구글, 야후, 앱넥서스(AppNexus), 루비콘 프로젝트(Rubicon Project), 오픈엑스(Opne X) 등이 있는데, 우리나라는 아직 시장이 많이 활성화되지 않아 대부분의 퍼블리셔는 구글의 Exchange 인 Google Ad Manager 를 활용하고 있다. 퍼블리셔(공급자)는 SSP 를 사용해 Ad Exchange 에 지면을 판매 등록하고 매체 수요자(광고주)는 DSP 를 사용해 Ad Exchange 에 등록된 지면을 구매한다. Ad Exchange 는 일반적으로 RTB(Real Time Bidding) 방식을 사용하는데, RTB 는 유저가 광고에 노출될 때마다 해당 인벤토리를 경매에 부치는 방식이다. 노출이 발생할 때마다 실시간으로 DSP 에 해당 인벤토리의 구매 여부를 물어보며 해당 노출이 적합할 시 경매에 참여하게 된다. 이 과정은 매우 짧은 시간에 일어난다.

SSP(Supply Side Platform)는 DSP 와 정반대의 개념으로 퍼블리셔가 매체를 판매하기 위해 사용하는 플랫폼이다. 퍼블리셔 입장에서 보다 좋은 수익을 얻을 수 있는 광고를 선택할 수 있게 도와준다. Inventory 는 퍼블리셔가 판매할 수 있는 광고 지면으로, 노출량이나 기간으로 판매할 수 있다.

도표 64 프로그래매틱 광고 진행 과정

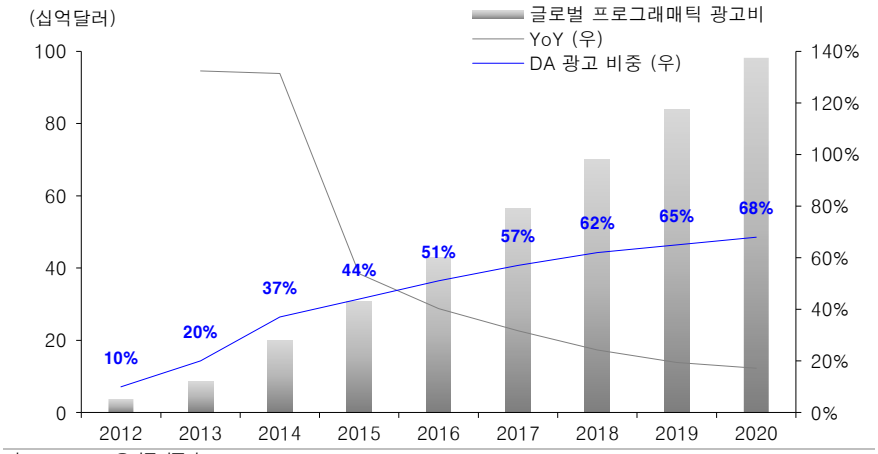


자료: 제일기획, 유진투자증권

전세계 프로그래매틱 광고 비중은 2018 년 62%에서 2020 년 68%까지 상승할 것으로 전망된다. 프로그래매틱 광고가 가장 활발하게 이루어지고 있는 지역은 미국이다. 미국의 프로그래매틱 디스플레이 광고는 전체 디지털 디스플레이 광고의 85%를, 프로그래매틱 동영상 광고는 디지털 동영상 광고의 82%를 차지한다. 그 중에서도 모바일에서의 프로그래매틱 광고가 가장 활발히 이루어질 것으로 전망된다.

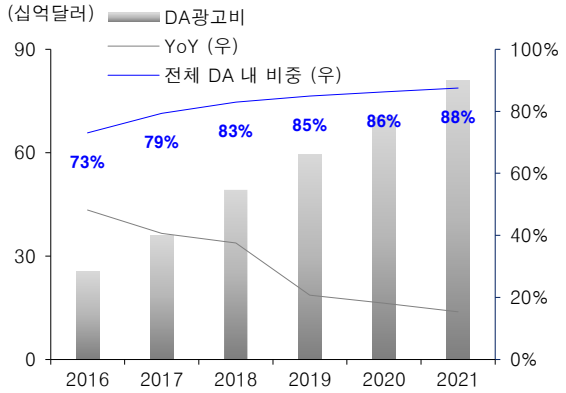
하지만 국내는 네이버, 카카오, 구글, 페이스북의 주요 포털 미디어가 높은 시장 점유율을 차지하고 있기 때문에 프로그래매틱 시장이 빠르게 자리잡기는 힘들 것으로 전망된다. 다만 데이터를 활용해 오디언스 기반 타겟 마케팅을 선호하는 광고시장의 흐름과 APAC 국가 중 한국의 프로그래매틱 광고 비중이 제일 낮은 것을 감안했을 때 향후 시장 확대 가능성은 존재한다.

도표 65 글로벌 프로그래매틱 광고비 추이



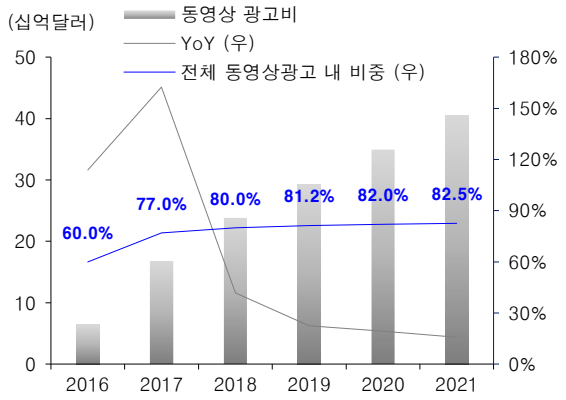
자료: eMarketer, 유진투자증권

도표 66 미국 프로그래매틱 디스플레이 광고비 추이



자료: eMarketer, 유진투자증권

도표 67 미국 프로그래매틱 동영상 광고비 추이



자료: eMarketer, 유진투자증권

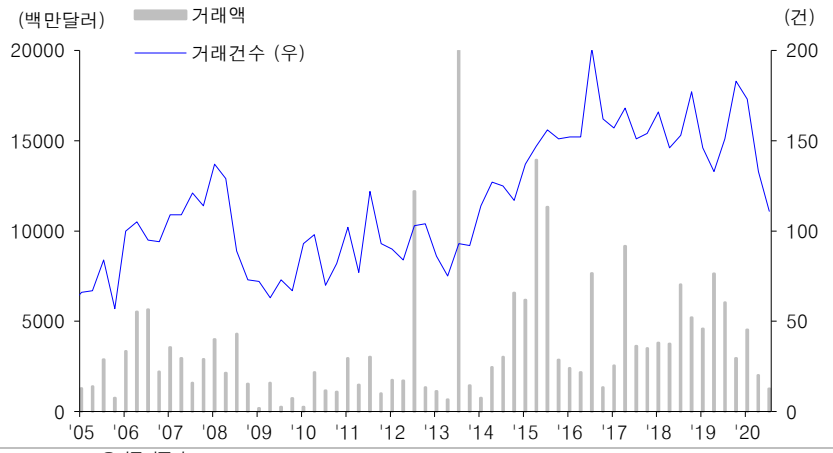
글로벌 광고대행사의 생존법

M&A 로 덩치 키우기

전통적으로 글로벌 광고대행사들은 M&A 를 통해 외형을 확대해왔다. 크고 작은 M&A 를 통해 거대 광고 지주회사를 만들고 그 안에 광고, 미디어 대행사 등 여러 개의 광고회사 네트워크를 구축해 비즈니스를 영위하는 구조가 대부분이다.

업계 1 위 기업인 WPP 의 경우 1980 년대부터 끊임없이 인수합병을 진행해왔는데 의료 광고, 디지털 마케팅, 온라인 쇼핑, 데이터 관리, 스포츠 마케팅 등 다양한 업종의 회사를 인수하며 외형을 확대해왔다. 글로벌 Big 4 대행사로 불리는 Omnicom, Publicis, Interpublic Group 역시 WPP 와 같은 방식으로 크고 작은 인수합병을 통해 외형을 확대시켰다. 글로벌 광고 시장 M&A 건수와 상위 5 개 광고대행사의 합산 시가총액 흐름이 비슷한 방향성을 띄는 이유도 광고대행사들이 M&A 를 통해 성장해왔기 때문이다.

도표 68 글로벌 광고시장 M&A 동향



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 69 글로벌 5 대 광고대행사 합산 시가총액 추이

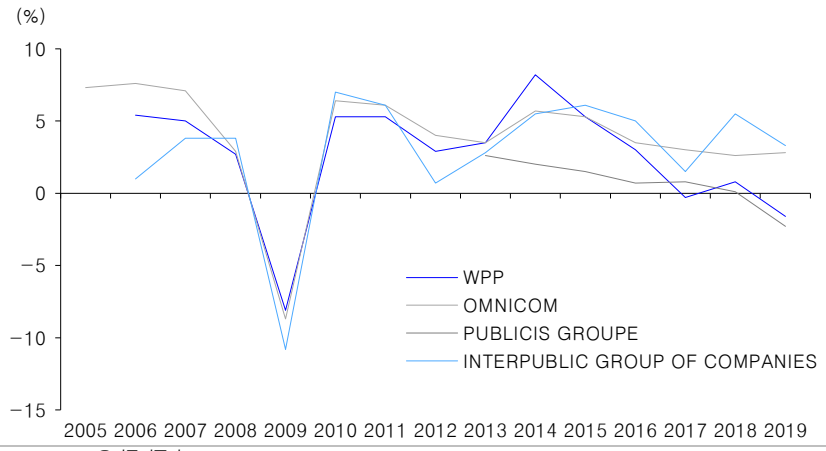


자료: Bloomberg, 유진투자증권
참고: WPP, Omnicom, Publicis, IPG, Dentsu 의 합산 시가총액

글로벌 광고대행사들은 M&A 를 통해 광고 시장 성장률 이상의 비유기적 성장을 도모해왔다.

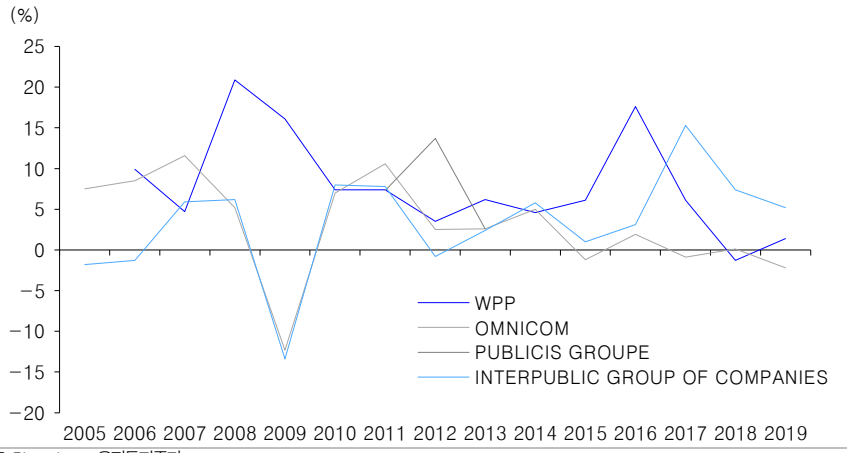
유기적 성장률은 총 수익에서 환율효과와 인수합병 효과를 제외한 성장률을 의미한다. 글로벌 광고대행사의 유기적 성장률은 2015 년부터 둔화되는 양상을 보였는데, 데이터 분석에 강점을 가진 IT/컨설팅 업체들이 광고 시장에 진입하기 시작하면서 전통 광고대행사들이 타격을 받았기 때문이다. 그럼에도 WPP 의 경우 2016 년 유기적 성장률이 3%인데 반해 공시된 매출 성장률은 17.6%라는 높은 성장률을 기록했다. 주된 이유는 당시 WPP 는 자사 호주 및 뉴질랜드 사업부를 호주의 STW 그룹과 합병해 WPP AUNZ 라는 새로운 법인을 설립하면서 기존에 커버하지 못했던 신규 광고 물량을 대량 확보하며 외형을 확대했기 때문이다. IPG 그룹 역시 2018 년 데이터 마케팅 회사인 Acxiom 을 23 억 달러에 인수하며 외형 확대 뿐 아니라 데이터 분석 능력을 내재화했다. 모두 M&A 를 통해 비유기적 성장을 도모한 것이다.

도표 70 글로벌 광고대행사 유기적 성장률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 71 글로벌 광고대행사 공시 매출 성장률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

디지털 부문에서는 IT/컨설팅 업체가 상위권을 유지하고 있지만, 전체 규모면에서는 여전히 글로벌 광고대행사들이 상위권을 유지하고 있다. 매체가 다변화되고 광고 기술이 고도화되면서 다양한 역량을 가진 통합 마케팅 전략(IMC)이 부각되고 있는데 이는 오직 종합 광고대행사만이 구사할 수 있는 영역이다. 그간 이뤄온 수많은 분야에서의 M&A 를 기반으로 꾸준히 성과를 보여주고 있는 것이다.

도표 72 글로벌 디지털 광고대행사 현황 (2019 년)

순위	대행사, 소속회사	본사	글로벌 매출 (2019, 백만달러)
1	Accenture Interactive, Accnture	NewYork	10,287
2	Deloitte Digital, Deloitte	NewYork	7,862
3	IBM iX, IBM Corp	Armonk, N.Y	5,595
4	PwC Digital Services, PwC	NewYork	4,296
5	Publicis Sapient, Publicis	Boston	2,125
6	Wunderman Thompson, WPP	NewYork	1,870
7	Epsilon, Publicis	Irving, Texas	1,192
8	Havas Creative, Vivendi	NewYork	1,049
9	Dentsu Japan Network, Dentsu	Tokyo	1,022
10	Ogilvy, WPP	NewYork	971
11	RAPP, Omnicom	NewYork	815
12	Isobar, Dentsu	London	685
13	Publicis Worldwide, Publicis	Paris	650
14	Merkle, Dentsu	Columbia, Md.	628
15	Digitas, Publicis	Boston	576
상위 15개 글로벌 디지털 광고대행사 매출 합계			**39,623**

자료: AdAge, 유진투자증권

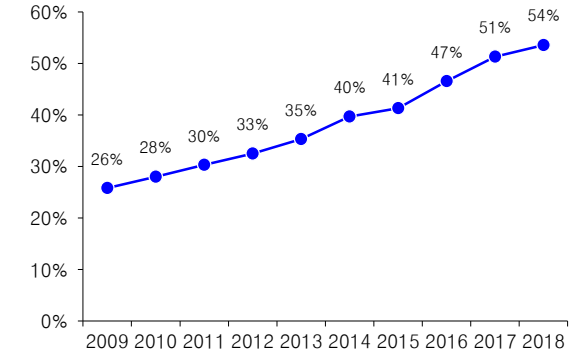
도표 73 글로벌 광고대행사 현황 (2019 년)

순위	광고대행사	본사	글로벌 매출 (2019, 십억달러)
1	WPP	London	16.9
2	Omnicom Group	New York	15.0
3	Publicis Groupe	Paris	12.3
4	Accenture's Accenture Interactive	New York	10.3
5	Interpublic Group of Cos.	New York	10.2
6	Dentsu Group	Tokyo	9.6
7	Deloitte's Deloitte Digital	New York	7.9
8	PwC's PwC Digital Services	New York	6.7
9	IBM Corp.'s IBM iX	Armonk, N.Y.	5.6
10	BlueFocus Communication Group	Beijing	4.1
11	Hakuhodo DY Holdings	Tokyo	3.0
12	**Cheil Worldwide**	**Seoul, S.Korea**	**2.9**
13	Vivendi's Havas	Puteaux, France	2.7
14	Advantage Marketing Partners	Irvine, Calif	1.7
15	MDC Partners	New York	1.4
16	QUAD	Sussex, Wis.	1.4
17	R.R. Donnelley's RRD Marketing Solutions	Chicago	1.3
18	**INNOCEAN Worldwide**	**Seoul, S.Korea**	**1.1**
19	Freeman	Dallas	1.1
20	DJE Holdings	Chicago	0.965

자료: AdAge, 유진투자증권

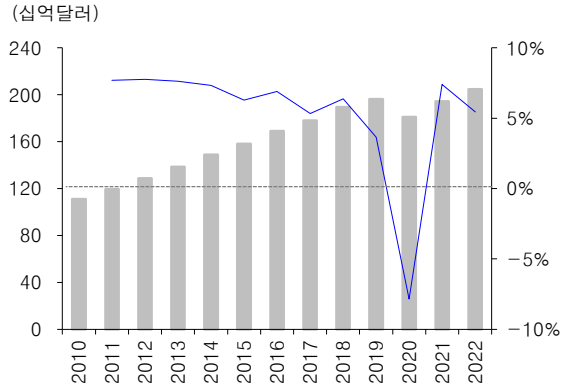
글로벌 광고대행사들은 성장하는 매체와 시장에 집중하며 급변하는 환경에 발빠르게 대응하고 있다. 미국 광고대행사들의 디지털 매출 비중은 2009 년 26% 수준에서 2018 년 54%로 10 년새 두 배 이상 성장했다. 디지털에 특화된 기업들의 인수를 통해 디지털 역량을 내재화했기 때문으로 판단한다. 또한 M&A 를 통해 확보한 전세계 각지에 있는 해외법인들을 통해 성장하는 시장에서 그에 맞는 전략을 내세워 추가적으로 성장할 수 있는 동력을 마련했다.

도표 74 미국 광고대행사의 디지털 매출 비중 추이



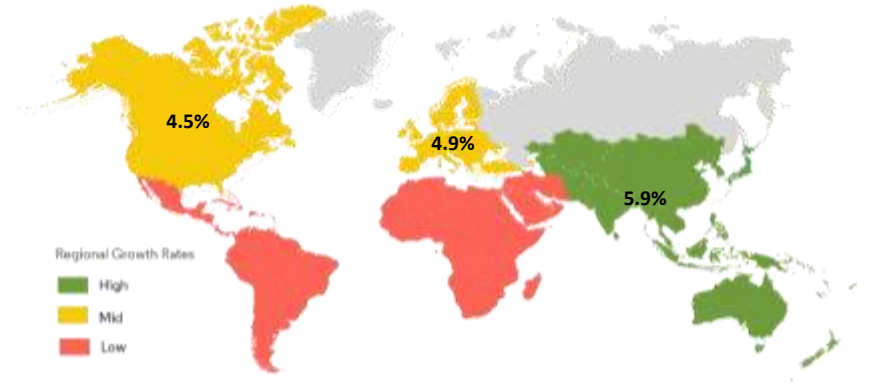
자료: AdAge, 유진투자증권

도표 75 아시아태평양 지역 광고비 추이



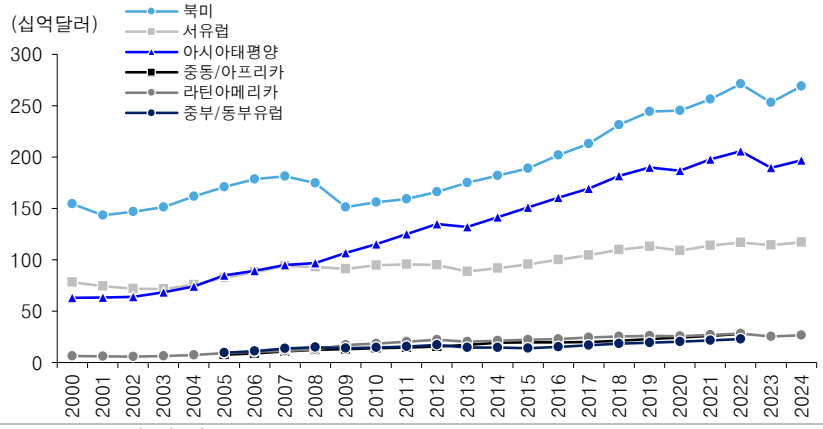
자료:Zenith, 유진투자증권

도표 76 지역별 광고 시장 성장률: 아시아태평양 지역의 높은 성장률



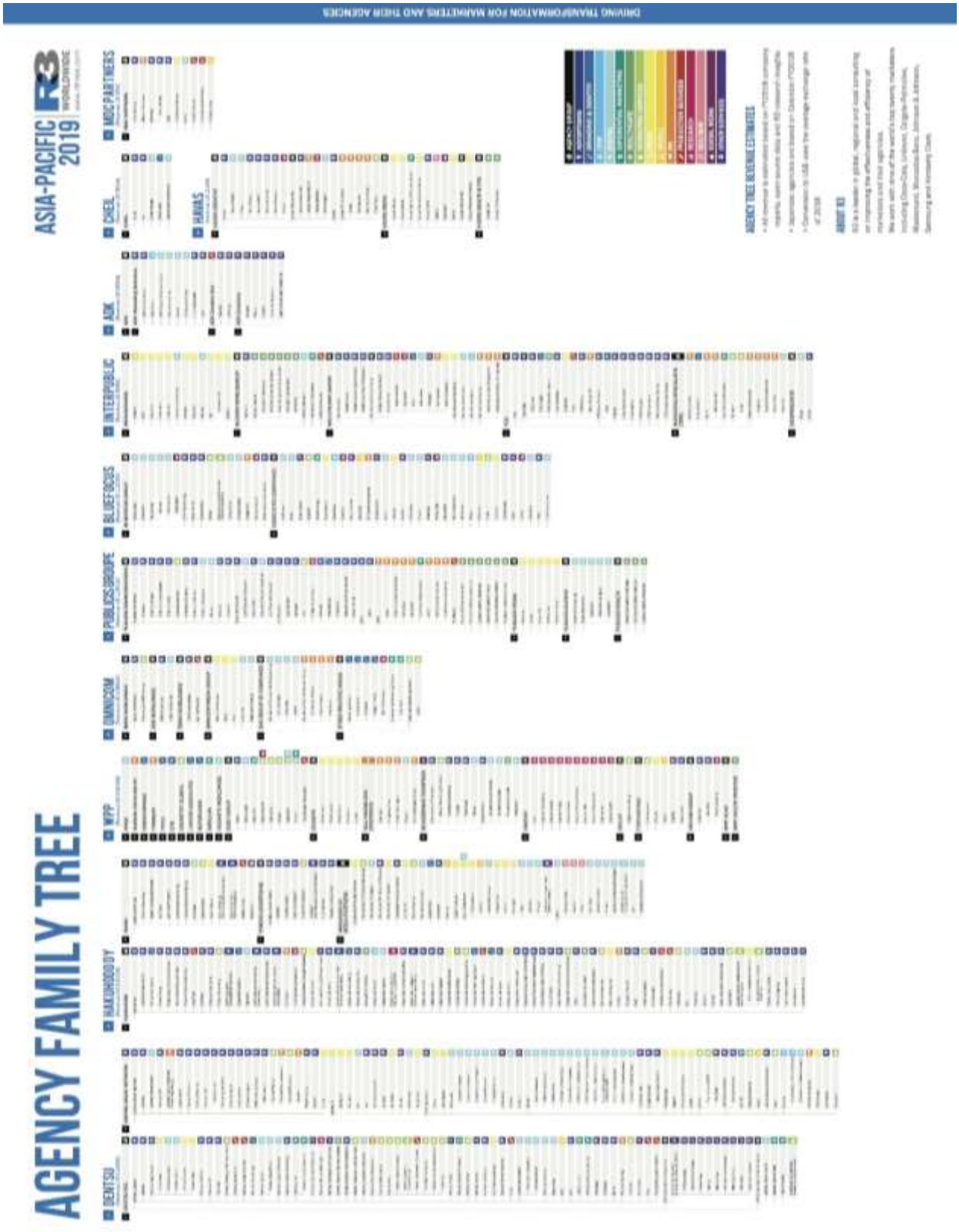
자료: Mordor Intelligence, 유진투자증권

도표 77 지역별 광고지출 예상: 아시아태평양 지역의 빠른 성장



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 78 아시아태평양 지역에 진출해 있는 글로벌 광고대행사 현황



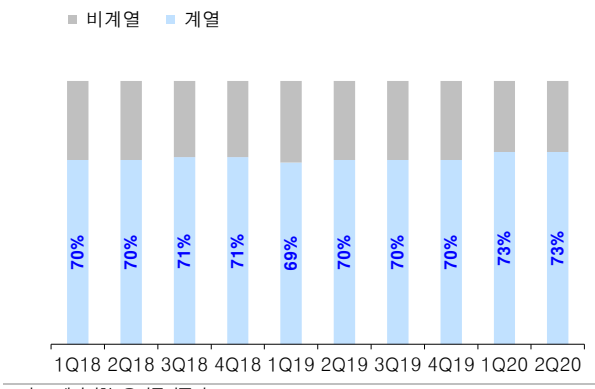
자료: mumbrella, 유진투자증권

국내 광고대행사의 생존법

광고주 전략(1): 든든한 캡티브를 발판으로 성장

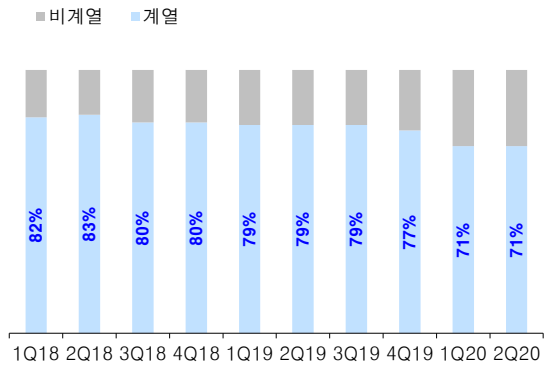
국내 광고 시장은 대기업 계열의 인하우스 대행사에서 출발한 특이한 형태를 이루고 있다. 그렇다보니 단독 광고주의 물량이 절대적으로 많을 수 밖에 없는 구조를 가지고 있다. 제일기획의 경우 전체의 70%가 캡티브 물량이며, 이노션은 전체의 71%가 캡티브에서 발생한다. 국내 광고대행사들은 캡티브 매출을 일정부분 확보한 상태에서 진출한 해외 시장에서 추가적으로 비계열 물량을 확보하는 방식으로 외형 성장을 도모해왔다.

도표 79 제일기획 캡티브 비중



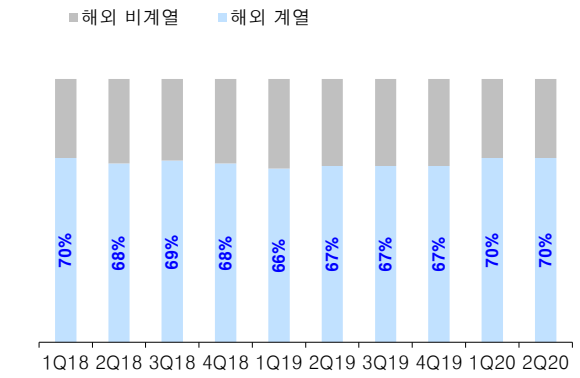
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 80 이노션 캡티브 비중



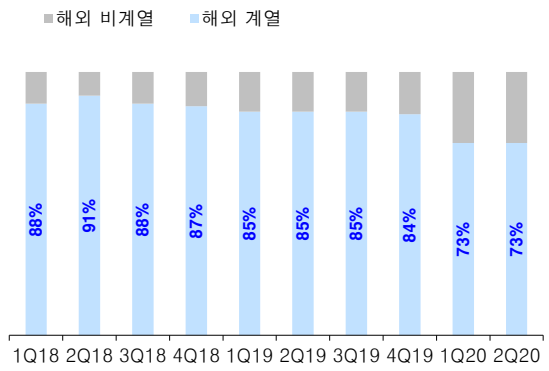
자료: 이노션, 유진투자증권

도표 81 제일기획 해외 자회사 캡티브 비중



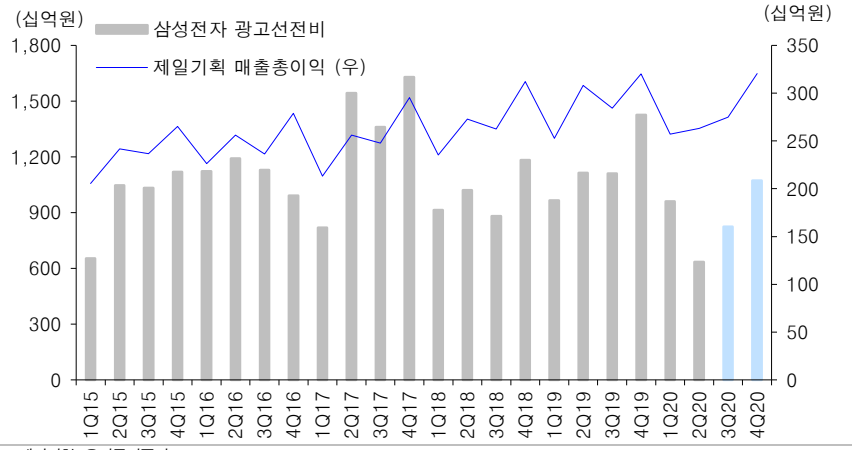
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 82 이노션 해외 자회사 캡티브 비중



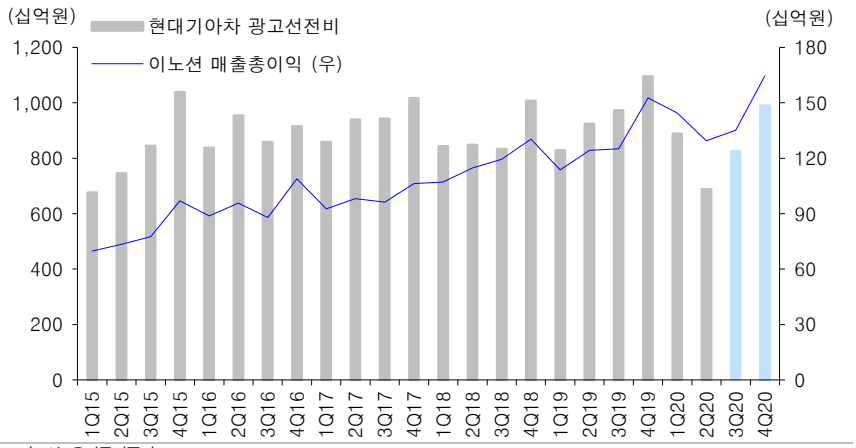
자료: 이노션, 유진투자증권

도표 83 삼성전자 광고선전비 증감에 따라 제일기획 매출총이익도 변동



자료: 제일기획, 유진투자증권
참고: 3Q20, 4Q20 은 당사 추정치

도표 84 현대기아차 광고선전비 증감에 따라 이노션 매출총이익도 변동



자료: 이노션, 유진투자증권
참고: 3Q20, 4Q20 은 당사 추정치

광고주 전략(2): 해외 진출로 외형 성장

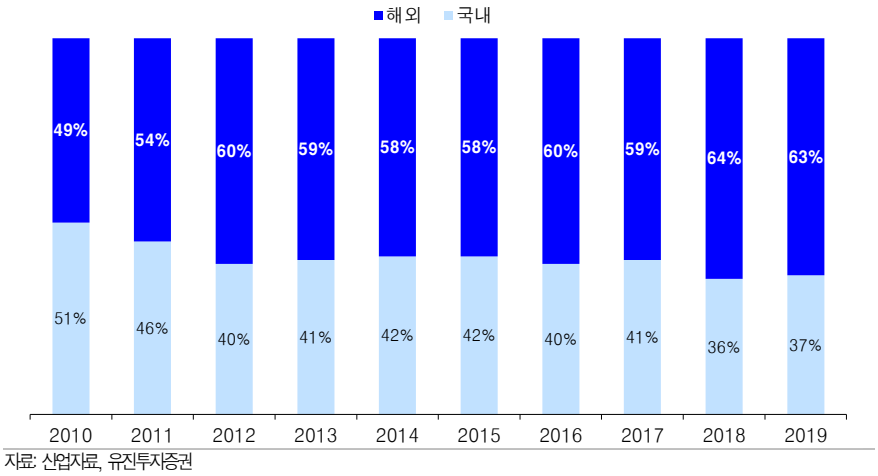
국내 광고대행사는 계열 그룹사의 해외 진출 전략에 따라 같이 성장해왔다.

국내 5 대 광고회사는 모두 대기업의 인하우스 대행사인데, 이들의 2019 년 해외 취급액은 전체의 63%로 2010 년 49%에서 꾸준히 그 비중이 증가해왔다. 지속적인 내수침체로 인해 매출 다변화와 성장의 발판을 마련하기 위해 기업들이 해외로 적극적으로 눈을 돌리면서 광고대행사도 같이 해외로 진출했기 때문으로 판단된다.

제일기획은 해외 자회사 비중이 전체의 74%에 달하며, 그 중에서도 유럽과 중국 지역의 매출이 해외 물량의 60%를 차지한다. 이노션은 해외 자회사 비중이 전체의 75%에 달하며, 그 중에서도 미주 지역의 매출이 해외 물량의 72%를 차지한다. 삼성전자와 현대/기아차의 주력 판매 시장 전략에 따라 제일기획과 이노션의 지역별 매출이 영향을 받는다.

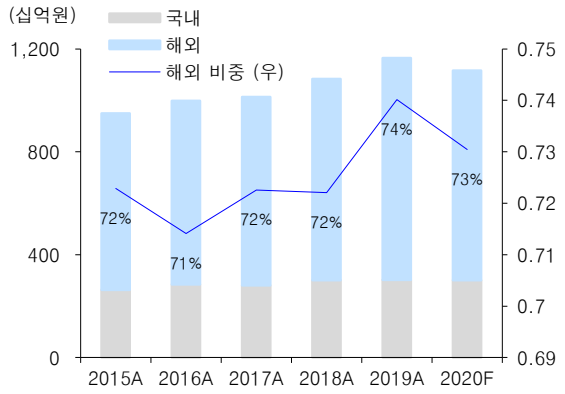
제일기획과 이노션은 해외에서 발생하는 매출이 70% 이상이며, 지난 5 년 간 해외 매출 성장률은 각각 연평균 10.1%, 26.1%를 기록했다. 내수 광고 시장 경쟁이 치열하더라도 먹거리가 풍부한 해외 시장에 집중하는 전략을 발휘해 비유기적 성장을 이뤄낼 수 있었다.

도표 85 10 대 광고회사 국내 및 해외광고 취급액 비율



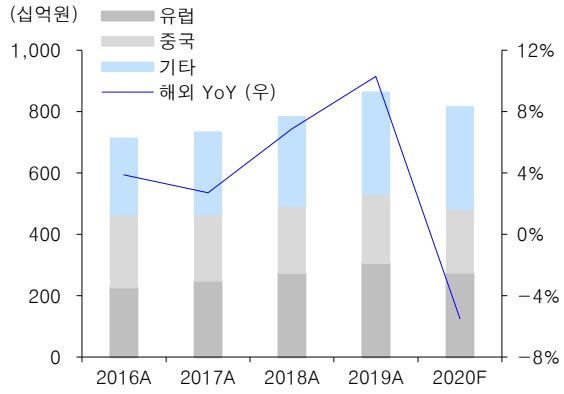
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 86 제일기획 매출총이익 내 해외 비중



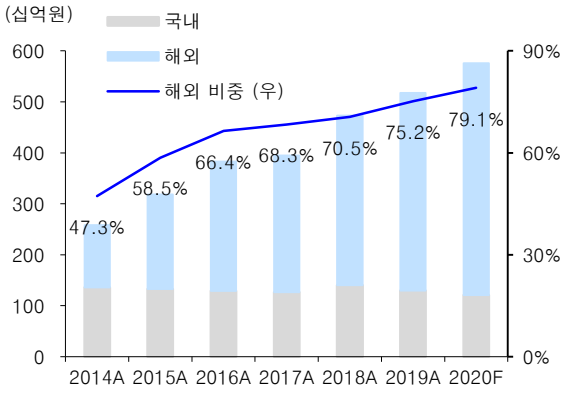
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 87 유럽과 신흥시장에서 강한 제일기획



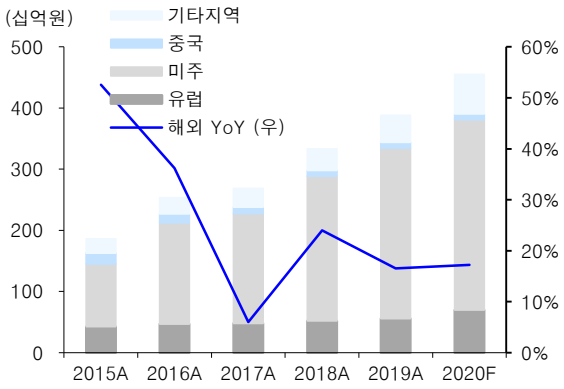
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 88 이노션 매출총이익 내 해외 비중



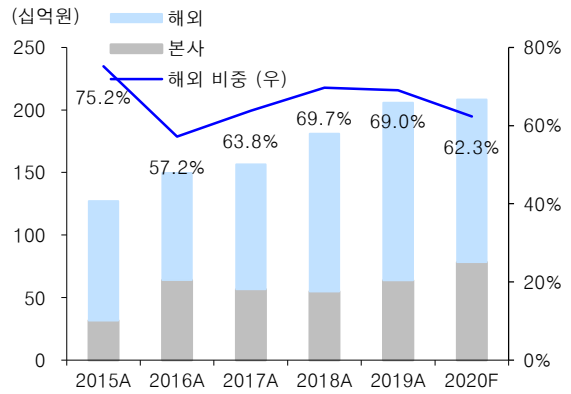
자료: 이노션, 유진투자증권

도표 89 미주에서 강한 이노션



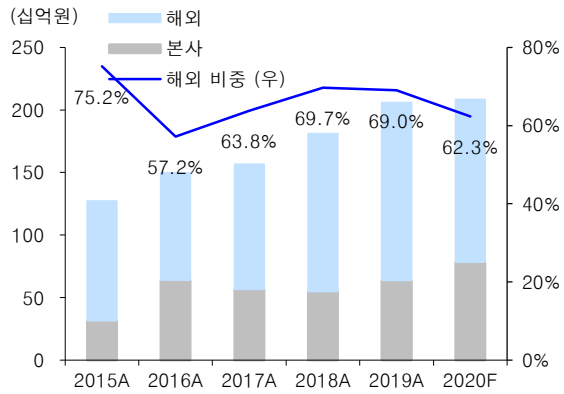
자료: 이노션, 유진투자증권

도표 90 제일기획 영업이익 내 해외 비중



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 91 이노션 영업이익 내 해외 비중



자료: 이노션, 유진투자증권

매체 전략: 디지털 전환에 발빠른 대응

디지털 환경으로 전환되면서 데이터 분석 능력이 중요해졌다. 소비자 행동에 대한 이해가 광고와 마케팅의 핵심적인 선결 조건이라는 것은 디지털 환경 이전의 시대나 지금이나 다르지 않지만, 지금은 과거에 비해 소비자 행동에 대한 데이터가 너무 많아졌다. 노출하고자 하는 콘텐츠를 어떤 매체를 활용해 게시했을 때 가장 소비자에게 반응이 좋았는지, 실제로 매출 전환을 유도한 매체는 어느 플랫폼이었는지 등 방대히 쌓인 빅데이터를 분석하고 활용해 잘 읽어내는 것이 업계의 화두로 떠올랐다. 광고대행사들은 빅데이터 수집, 분석, 활용 등을 전담하는 조직을 신설하고 정교한 타겟팅 광고를 위해 이를 적극적으로 활용하고 있다.

제일기획, 이노션, HS 애드 등이 수년 전부터 운영해 오고 있는 소비자 행동 분석을 위한 조직들은 빅데이터를 활용하고, 실시간에 가까운 소비자 반응을 수집하고, 소셜미디어상의 데이터를 주요 정보원으로 하며 이를 통해 구매 행동의 예측 가능성을 높이려 하는 점이 주요 특징이다. 외부적으로는 주로 M&A 를 통해서 역량을 내재화하고 있는데, 데이터에 강점이 있는 기업과 디지털 마케팅에 강점이 있는 기업들의 인수를 통해서 디지털 전환에 빠르게 대응하고 있다.

광고대행사마다 추구하는 디지털 신사업 전략은 조금씩 차이가 있다. 제일기획의 경우는 데이터와 커머스를 중심으로 한 디지털 전략을 추구하고 있고, 이노션은 매체를 활용한 디지털 콘텐츠 전략에 집중하고 있다. 제일기획과 이노션의 신사업의 양상은 다르지만 결국은 시장의 흐름에 맞게 디지털로의 빠른 전환에 발빠르게 대응하고 있는 것으로 보인다.

캡티브 물량의 디지털 전환 외에 신규 광고주를 디지털 중심으로 개발하는 것이 실적 방어와 장기적인 관점에서도 더 유리하기 때문에 디지털 중심의 신규 물량 개발은 꾸준히 이루어질 것으로 보인다. 디지털 매체에 대한 투자 비중이 높은 광고 대행사가 유리하며 이에 대한 성과는 주가에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 전망한다.

도표 92 **광고 대행사의 빅데이터 수집, 분석, 활용시스템**

광고대행사	관련 조직	특징	공통 사항
제일기획	제일 DnA 센터	빅데이터 분석으로 광고 집행 시기 및 매체 선정은 물론, 광고 효과도 파악해 광고, 캠페인 효율성을 높임	▪ 빅데이터 활용 ▪ 실시간에 가까운 소비자 반응을 수집 ▪ 소셜미디어 상의 데이터를 주요 정보원으로 함 ▪ 구매행동에의 예측 가능성을 높이려함
이노션	디지털 커맨드 센터	단순히 소비자 구매 패턴을 분석하는 것을 넘어 구매 행동으로 이어질 수 있는 전략적 빅데이터를 활용	
HS 애드	빅데이터인사이트연구소	온라인 상의 버즈를 분석해 소비자 인사이트를 발견하고 클라이언트 마케팅 제안에 활용	

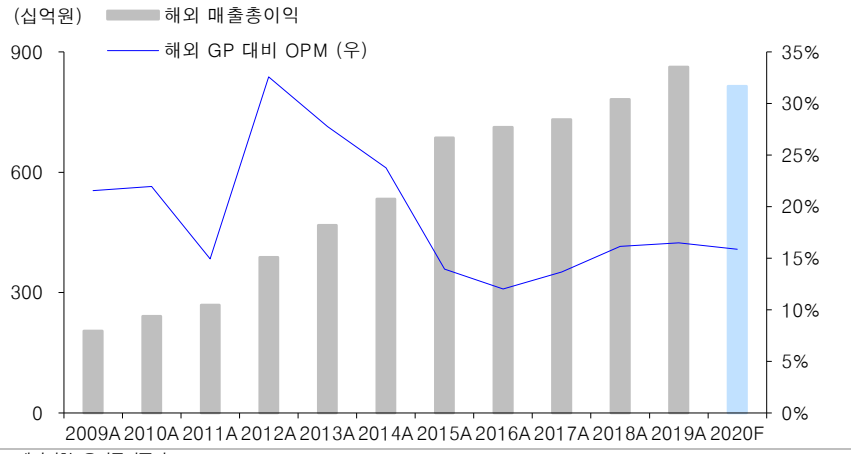
자료: 산업 자료, 유진투자증권

제일기획: 활발한 광고 대행사 간 M&A 로 외형 성장

제일기획은 꾸준히 해외의 다양한 대행사들을 인수합병하며 비계열 광고주를 개발해 비유기적 성장을 도모해왔다. 2009 년 인수한 중국의 디지털 마케팅 회사인 펑타이(PENGTAI)는 철저한 현지화 전략을 통해 중국 메이저 로컬 기업들을 유치하며 제일기획의 중국 시장 외형 성장을 이끌었다. 또한, 디지털 미디어와 전자상거래 부문을 중심으로 중국 내 180 여개 매체 파트너와 협력 관계를 유지하며 디지털 비중 확대를 견인했다. 2015 년 인수한 영국의 디지털 쇼퍼 마케팅 회사인 아이리스(Iris)는 쇼퍼 분석을 통해 구매 전환율을 높이는 통합 쇼퍼 마케팅 솔루션을 제공해 제일기획의 유럽 시장 외형 성장을 이끌었다. 아이리스 인수를 통해 캡티브 비중이 76%에서 65%로 줄어들며 비계열 물량 확대 효과를 톡톡히 누렸다.

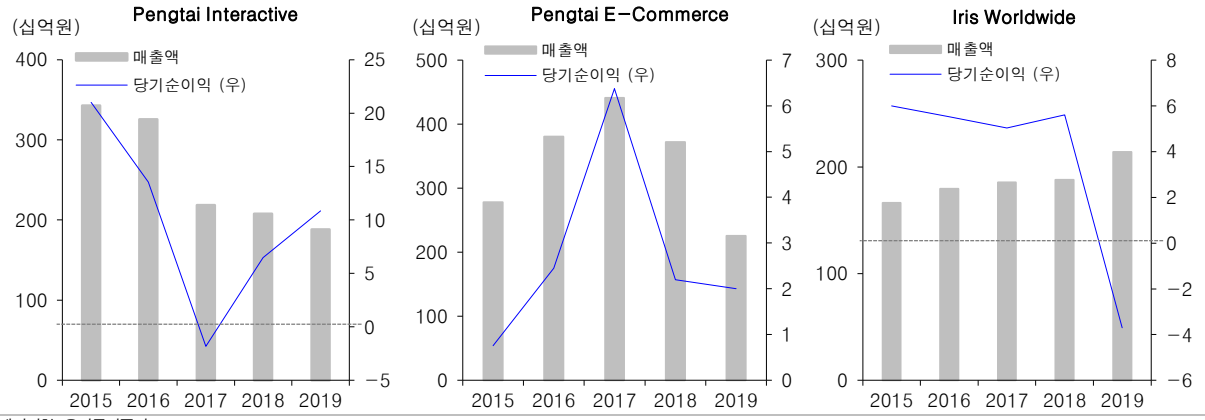
삼성전자의 해외물량 대부분이 경쟁 입찰을 통해 진행되기 때문에 제일기획은 광고 대행사 간 M&A 를 활발하게 진행하며 비계열 물량을 확대해왔다. 해외 자회사의 지난 10 년간 연평균 매출총이익 성장률은 15.5%에 달한다. 제일기획이 보유한 현금성 자산은 올해 2 분기말 기준 4,728 억원으로 유동성이 풍부하기 때문에 추가적인 M&A 를 통한 외형 성장을 기대할 수 있다.

도표 93 | 제일기획 해외 매출총이익 및 영업이익 추이



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 94 제일기획 주요 연결 자회사 5 개년 실적 추이



자료: 제일기획, 유진투자증권

준비된 디지털 강자

제일기획은 삼성전자의 온라인 플랫폼인 '삼성닷컴' 비즈니스를 운영하며 디지털 비중을 올해 2 분기말 기준 전체의 42%까지 끌어올렸다. 또한 신규 비계열 광고주를 디지털 중심으로 수주하며 디지털 비중을 늘려가고 있다. 제일기획의 디지털 전략은 매체에 집중하는 것보다는 닷컴, 이커머스 등 세일즈에 영향을 주는 마케팅을 늘리는 방향으로 진행하고 있다. 이미 운영하고 있는 플랫폼의 활용을 극대화하려는 전략으로 보이는데, 아직 초기 단계이긴 하지만 최근 제일기획은 '제삼기획'이라는 온라인 쇼핑몰을 만들어 이커머스 시장에 뛰어들었다. '제삼기획'을 통해 이커머스 생태계를 확장시켜 나갈 것으로 보인다.

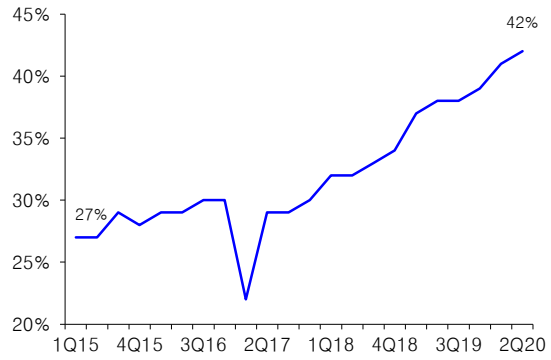
제일기획은 데이터 마케팅 역량 제고에도 힘쓰고 있다. 올해 6 월 중국의 빅데이터 분석 전문기업인 '컬러데이터' 인수를 통해 소셜 데이터 분석 능력을 내재화하고 중국 내 다양한 신규 광고주 영입 효과를 얻게 되었다. 컬러데이터 인수 외에도 향후 글로벌 전역에서 디지털 기반의 데이터 분석 업체 M&A 를 통해 외형을 확대하고 미래 성장동력을 확보해 나갈 것으로 전망한다.

도표 95 삼성닷컴 플랫폼



자료: 삼성닷컴, 유진투자증권

도표 96 제일기획 디지털 비중



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 97 제일기획 M&A 추이

인수 시기	인수기업명	지역	설립시기	사업분야	주요 광고주
2008.11	BMB(Beattie McGuinness Bungay)	영국	1999 년	크리에이티브	Linked-In, Microsoft, New Balance
2009.09	펑타이(PengTai Greater China)	중국	2000 년	디지털마케팅	ICBC, CCBC, Huawei, China Unicom, Line, KoreanAir
2009.12	TBG(The Barbarian Group)	미국	2001 년	디지털 크리에이티브	GE, Google, Pepsi, IBM, Intel, Bloomberg
2011.02	원에이전시(One Agency)	UAE	2011 년	리테일마케팅	Samsung, GM, LS, KOGAS
2012.07	맥키니(Mckinney)	미국	1969 년	크리에이티브	ESPN, Mizuno, Carmax, Crocs
2012.08	브라보아시아(Bravo Asia)	중국	2006 년	크리에이티브	Pepsi, Porsche, ebay, Minute Maid, New Balance
2014.11	아이리스(Iris)	영국	1999 년	디지털리테일	Shell, Guinness, Adidas, BMW, Diageo
2016.04	파운디드(Founded)	영국	2012 년	B2B 마케팅	Uniqlo, Sony, SAP, Financial Times
2017.03	PSL(Pricing Solutions Ltd)	캐나다	1993 년	B2B 마케팅	Lego, Allergan
2017.11	아톰 42(Atom 42)	영국	2007 년	디지털마케팅	NAH, Match.com, Drink Away
2018.05	센트레이드(Cheil Centrade)	루마니아	1993 년	디지털마케팅	동유럽지역 닷컴 비즈니스 운영, P&G, Raiffeisen
2018.06	익스피리언스커머스(Exp. Commerce)	인도	2006 년	디지털마케팅	Lenovo, MRF, Wipro, Ambuja Cement, Castrol
2018.11	89 디그리스(89 Degrees)	미국	1996 년	마케팅 전략	IKEA, Jeep, Marriott, Sanofi
2018.11	WDMP	영국	2002 년	크리에이티브	Wyevale garden centre, Wonga, Vonage, Just eat
2018.11	픽서스그룹(Fixers Group)	네덜란드	2005 년	마케팅 전략	Adidas, Samsung, Heineken, BMW mini, Shell, Reebok
2020.06	컬러데이터(ColourData)	중국	2014 년	디지털마케팅	Samsung, Pfizer, Schneider Electric

자료: 제일기획, 유진투자증권

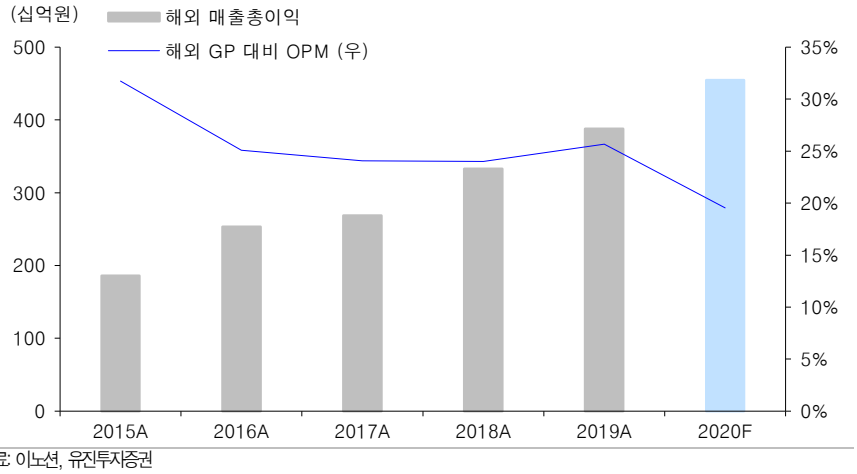
이노션: 해외 캡티브 물량 내재화로 외형 성장

이노션도 꾸준히 해외 M&A 를 진행하며 비계열 물량 확보를 통한 외형 성장에 집중하고 있다. 제일기획과의 차이점은 대행사간 인수합병이 아닌 해외 지역에서 기존 대행사들이 담당했던 현대/기아차의 미국 미디어 물량을 내재화하며 외형을 성장시켰다는 점이다.

2015 년 미국의 호라이즌 미디어와 51:49 의 지분 투자로 Canvas Worldwide 를 설립해 미국 내 현대차, 기아차의 미디어 대행 업무를 직접 담당하게 되었다. 또한, 호라이즌이 담당하던 비계열 광고주 하이네켄 영입 효과로 2016 년 미주 지역 내 매출총이익이 전년 대비 61% 증가했다. 2018 년 기아차 광고 제작을 주로 하던 미국의 크리에이티브 대행사 David & Goliath(D&G)을 인수해 해외 비계열 비중이 6%에서 12%로 크게 늘어났다. 2019 년 말에는 호주의 디지털 크리에이티브 대행사 웰콤을 인수하며 해외 비계열 물량이 16%에서 27%로 크게 늘어났다. 올해 2 분기말 기준 웰콤의 해외 연결 매출 기여는 37% 수준이다.

이노션이 보유한 현금성 자산은 올해 2 분기말 기준 5,852 억원으로 웰콤그룹 크기의 대행사를 3 개나 더 인수할 수 있는 수준이다. 풍부한 유동성을 바탕으로 추가적인 M&A 를 통한 비유기적 성장을 기대할 수 있다.

도표 98 이노션 해외 매출총이익 및 영업이익 추이



자료: 이노션, 유진투자증권

도표 99 이노션 M&A 추이

인수 시기	인수기업명	지역	설립시기	사업분야	주요 광고주
2015.09	Canvas Worldwide	미국	2015 년	미디어플래닝	* 호라이즌 미디어와 JV
2018.01	David & Goliath	미국	2018 년	크리에이티브	기아차 광고 제작, Auto-Owners Insurance
2019.11	웰콤그룹(Wellcome Group)	호주	2019 년	디지털 크리에이티브	Tesco, Victoria's Secret, Louis Vuitton, L'Oreal

자료: 이노션, 유진투자증권

M&A 로 디지털 성장 동력 확보

이노션은 올해 1 월 호주의 디지털 크리에이티브 대행사인 웰콤그룹의 지분 85%를 인수하며 유럽, 미주 등에서의 디지털 물량을 확대했다. 또한 산업 특성상 오프라인 행사로 진행할 수 밖에 없던 신차 공개를 온라인 채널로 공개하고, 미국과 인도 지역을 시작으로 온라인에서 신차 구매가 가능하도록 플랫폼을 구축하며 디지털로의 전환 노력을 보이고 있다.

이노션은 최근 오지랩이라는 온라인 쇼핑몰을 열고 '308KPOP'이라는 유튜브 채널을 개설했다. 유튜브 채널에서는 '팬의점 24'라는 아이돌 게스트와 토크쇼 형식으로 진행되는 오리지널 콘텐츠를 제작하고 있는데 국내 광고회사 최초로 진행하는 프로젝트이다. 이노션의 디지털 전략은 디지털 매체를 활용해 오프라인 물량을 온라인으로 확장하는 방향으로 진행하고 있다. 모두 아직 초기 단계라서 직접적인 성과를 내고 있지는 않지만 디지털 중심으로 신사업을 펼침에 따라 향후 그룹 내 디지털 비중이 빠른 속도로 올라올 것으로 예상된다.

도표 100 유튜브를 통해 세계 최초 공개한 올 뉴 투싼



자료: 현대차, 유진투자증권

도표 101 현대차의 온라인 판매망인 '클릭 투 바이'



자료: 현대차, 유진투자증권

도표 102 이노션의 온라인 쇼핑몰 오지랩



자료: 이노션, 유진투자증권

도표 103 이노션의 308KPOP 콘텐츠



자료: 이노션, 유진투자증권

관심종목: 제일기획(030000.KS), TP 26,000 원

광고업종에 대한 투자의견 Overweight(신규)으로 신규 커버리지를 개시하며, 제일기획(030000.KS)을 관심주로 제시한다.

광고주는 코로나19 영향이 가장 심각하게 반영됐던 올해 3 월 저점 이후 회복하지 못하고 있다. 광고는 기업이 비즈니스를 영위하는 데 있어 뗄레야 뗄 수 없는 관계다. 제품을 판매하거나 브랜드 로열티를 유지하기 위해서는 지속적인 광고비의 투자가 필요하기 때문이다. 코로나19 의 영향으로 올해 상반기는 경기가 위축되며 기업들이 광고비를 줄였지만, 집 나간 광고비는 다시 돌아오게 마련이다. 상반기의 부진한 실적은 주가에 충분히 반영되었다는 판단이다. 하반기에는 광고주의 리레이팅이 예상된다. 광고 시장의 중심이 디지털로 재편되면서 디지털 전환에 발빠르게 대응하는 업체의 수혜가 예상된다.

제일기획은 삼성닷컴 비즈니스를 안정적으로 운영해오며 디지털 비중을 전체의 42%까지 끌어올렸다. 디지털 중심으로 비계열 신규 광고주를 꾸준히 개발하고 있으며 소셜 플랫폼 데이터 분석 업체를 인수하는 등 데이터 기반의 비즈니스도 강화하고 있다. 디지털로의 재편에 가장 빠르게 대응함으로써 코로나19 와는 무관하게 안정적인 실적 창출이 가능할 것으로 전망한다. 준비된 디지털 강자로서 업계 1 위 사업자의 입지가 보다 견고해질 것이다.

IV. 투자전략 및 Valuation

도표 104 미디어 최선호주로 스튜디오드래곤 추천

구분			스튜디오드래곤 (253450.KQ)	CJ ENM (035760.KQ)	제일기획 (030000.KS)	이노션 (214320.KS)
투자의견 및 목표주가			BUY(신규) 110,000 원(신규)	BUY(신규) 180,000 원(신규)	BUY(신규) 26,000 원(신규)	BUY(신규) 68,000 원(신규)
현재주가(10/13)			87,200 원	145,500 원	21,500 원	55,300 원
시가총액			2 조 4,527 억원	3 조 1,907 억원	2 조 4,734 억원	1 조 1,060 억원
실적	매출액 (십억원)	2019A	469	3,790	3,422	1,274
		2020F	**541**	**3,497**	**2,881**	**1,283**
		2021F	599	3,728	3,216	1,428
	영업이익 (십억원)	2019A	29	269	206	122
		2020F	**51**	**252**	**208**	**106**
		2021F	61	298	231	137
	당기순이익 (십억원)	2019A	26	59	139	95
		2020F	**41**	**140**	**145**	**83**
		2021F	53	207	161	103
수익성	영업이익률 (%)	2019A	6.1	7.1	6.0	9.6
		2020F	**9.5**	**7.2**	**7.2**	**8.2**
		2021F	10.1	8.0	7.2	9.6
	당기순이익률 (%)	2019A	5.6	1.5	4.1	7.4
		2020F	**7.5**	**4.0**	**5.0**	**6.4**
		2021F	8.8	5.6	5.0	7.2
	ROE (%)	2019A	6.4	3.7	15.1	9.9
		2020F	**9.1**	**4.1**	**14.5**	**8.0**
		2021F	10.6	5.7	15.1	9.5
밸류에이션	PER (배)	2019A	85.9	33.6	20.0	19.3
		2020F	**60.3**	**25.7**	**17.4**	**17.8**
		2021F	46.7	17.1	15.6	14.2
	PBR (배)	2019A	5.3	1.2	2.9	1.9
		2020F	5.2	1.0	2.4	1.4
		2021F	4.7	1.0	2.3	1.3
성장성	매출액증가율 (%)	2019A	23.5	60.6	-1.6	2.8
		2020F	**15.5**	**-7.7**	**-15.8**	**0.7**
		2021F	10.6	6.6	11.6	11.3
	영업이익증가율 (%)	2019A	-28.1	48.0	13.6	3.1
		2020F	**79.0**	**-6.4**	**1.2**	**-13.3**
		2021F	18.0	18.1	10.9	29.6
	EPS 증가율 (%)	2019A	-26.3	-61.0	6.4	-4.2
		2020F	**53.7**	**19.2**	**3.0**	**-15.6**
		2021F	29.2	50.0	11.4	25.4

자료: 유진투자증권 당사 추정치 기준
주: 현재주가는 2020.10.13 종가기준

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

CJ ENM(035760.KQ)
BUY(신규) / TP 180,000 원(신규)
디지털 광고 생태계는 내가 접수한다

스튜디오드래곤(253450.KQ)
BUY(신규) / TP 110,000 원(신규)
글로벌 시장에서 노는 대체불가 제작사

제일기획(030000.KS)
BUY(신규) / TP 26,000 원(신규)
흔들림 없는 편안함

이노션(214320.KS)
BUY(신규) / TP 68,000 원(신규)
2021 년이 기대된다

T · M · T

Media/Contents/Ads 이현지
02)368-6199
hjlee1@eugenefn.com

CJ ENM(035760.KQ)

디지털 광고 생태계는 내가 접수한다

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	**180,000 원**
현재주가(10/13)	**145,500 원**

Key Data	(기준일: 2020.10.13)
KOSPI(pt)	2,403
KOSDAQ(pt)	872
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,191
52 주 최고/최저(원)	177,800 / 80,900
52 주 일간 Beta	1.18
발행주식수(천주)	21,929
평균거래량(3M,천주)	170
평균거래대금(3M,백만원)	22,211
배당수익률(20F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	20.4
주요주주 지분율(%)	
CJ (외 6 인)	42.7
자사주 (외 1 인)	10.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.8	16.4	36.7	-10.5
KOSPI 대비상대수익률	13.6	4.8	-9.4	-48.2

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	3,790	3,497	3,728
영업이익(십억원)	269	252	298
세전계속사업손익(십억원)	190	182	268
당기순이익(십억원)	59	140	207
EPS(원)	4,754	5,668	8,503
증감률(%)	-61.0	19.2	50.0
PER(배)	33.6	25.7	17.1
ROE(%)	3.7	4.1	5.7
PBR(배)	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.9	4.0	3.3

▪ 투자의견 BUY, 목표주가 180,000 원으로 커버리지 개시

CJ ENM 에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 180,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 4 개의 사업부문(미디어, 커머스, 영화, 음악)으로 다각화 되어 있는 동사의 사업 모델을 감안해 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 3.9 조원으로 영업가치 1.7 조원과 지분가치 2.7 조원에 순차입금 0.5 조원을 차감해 산정했다.

▪ 디지털 광고가 이끄는 미디어 실적

1) 돈 되는 콘텐츠, 돈 버는 디지털: 하반기는 미디어 부문의 수익성이 개선될 것으로 전망한다. 제작비 축소효과가 본격 반영되고 고마진의 디지털 광고사업이 빠르게 성장하고 있기 때문이다. 동사는 보유한 디지털 광고 플랫폼을 다양하게 활용해 디지털 광고 시장 지배력을 강화해 나가고 있다. 특히 모바일을 통한 동영상 시청 시간이 증가하면서 PIP 광고와 OTT, MCN 채널 광고가 시장의 수혜를 누리며 가파른 성장이 기대된다. 콘텐츠 시청 매체가 디지털로 옮겨가면서 향후 미디어 부문의 성장을 이끌 중심은 디지털 광고가 될 것으로 전망한다.

2) 미디어의 커머스로의 확장성: 미디어와 커머스의 경계가 모호해지고 있다. 동사는 콘텐츠의 기획 단계부터 상품 판매전략을 협의하는 비즈니스 구조를 구축하며 시장 변화에 빠르게 대응할 수 있는 역량을 갖췄다. 유튜브의 고성장세에 힘입어 MCN 서비스의 인플루언서 마케팅이 확대될 것으로 전망되고, 구매를 유도하는 비디오커머스 영상이 큰 인기를 끌며 디지털 광고수익이 확대될 것으로 기대된다.

3) 커머스는 안정감을 넘어서 수익성 확대로: 커머스는 자체 브랜드와 건강기능식품 등 고마진 상품 위주의 포트폴리오 구성으로 수익성을 확대할 것으로 전망한다. 2020 년 커머스 부문 영업이익률은 11.1%를 전망한다.

▪ 미디어 공룡을 매수하기 좋은 시점

상반기 방송광고 시장의 침체와 코로나19 의 타격에도 불구하고 미디어 부문은 이익 턴어라운드에 성공했다. 디지털 광고 위주로 높은 성장을 기록했기 때문이다. 디지털 사업이 확대되고 있음에도 불구하고 현재 주가는 12MF 기준 PER 22 배로 여전히 바닥권이다. 하반기에는 안정적으로 커머스가 수익성을 받쳐주는 가운데 디지털 중심으로 미디어의 구조적인 이익 개선이 기대된다.

I. 실적 전망 및 밸류에이션

1. 밸류에이션

CJ ENM 에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 180,000 으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 4 개의 사업부문(미디어, 커머스, 영화, 음악)으로 다각화 되어 있는 동사의 사업모델을 감안해 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 3.9 조원으로 영업가치 1.7 조원과 지분가치 2.7 조원에 순차입금 0.5 조원을 차감해 산정했다.

각 사업부문별 밸류에이션은 미디어 부문은 디지털 광고의 성장성을 감안해 국내 전통/뉴미디어 광고업체의 평균 PER 인 17.0 배를 적용했으며, 커머스 부문은 국내 홈쇼핑 업체의 평균 PER 7.0 배를 적용했다. 영화사업의 가치는 쇼박스의 시가총액을 적용했는데, 상장 배급사 중 영화의 투자와 제작, 배급을 주 사업으로 영위하는 점을 감안하면 합리적인 수준으로 판단한다. 음악사업의 가치는 국내 엔터 3 사 평균 PER 의 30%를 할인한 21.0 배를 적용했는데, 할인의 이유는 엔터 3 사 대비 아티스트 라인업이 취약하고 계약기간이 짧음을 반영했다.

지분가치는 스튜디오드래곤(지분율 58.18%), 넷마블(지분율 22.89%), 삼성생명(지분율 0.28%)에 40%의 할인율을 적용했다.

도표 105 CJ ENM 목표주가 산정 식

구분	12MF NOPLAT(십억원)	Multiple	산정가치(십억원)	세부사항
(A) 영업가치			**1,699**	**(A)=①+②+③+④**
① 미디어사업 가치	24.3	17.0	413	스튜디오드래곤 제외, 전통/뉴미디어 광고업체 평균 PER
② 커머스사업 가치	137.5	7.0	963	국내 홈쇼핑 업체 평균 PER
③ 영화사업 가치			183	쇼박스 시가총액 적용
④ 음악사업 가치	6.7	21.0	140	국내 엔터3사 평균 PER 30% 할인
(B) 지분가치			**2,686**	**(B)=(a)+(b)+(c)**
(a) 스튜디오드래곤			856	전일 시가총액의 40% 할인, 지분율 58.18%
(b) 넷마블			1,809	전일 시가총액의 40% 할인, 지분율 22.89%
(c) 삼성생명			21	전일 시가총액의 40% 할인, 지분율 0.28%
(C) 사업가치			**4,385**	**(C)=(A)+(B)**
(D) 순차입금			499	당사 2020년 추정치
(E) 적정가치			**3,886**	**(E)=(C)-(D)**
주식수(천주)			21,929	
주당적정가치(원)			177,195	
목표주가(원)			**180,000**	
상승여력(%)			23.7%	
현재주가(원)			145,500	

자료: CJ ENM, 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

2. 실적 전망

CJ ENM 의 3 분기 예상 실적은 매출액 8,562 억원, 영업이익 621 억원으로 전년 동기대비 각각 -5.9%, +3.0% 성장할 것으로 예상한다. 방송광고 시장 침체가 지속되며 매출은 하반기에도 역성장을 지속할 것으로 예상되나 티빙, 다이아 TV, 유튜브 등 디지털에서의 고성장세가 이어지며 미디어 수익성은 개선될 것으로 전망된다. 커머스 부문은 마진이 높은 자체 취급 브랜드 상품 판매가 늘어나면서 커머스 부문 영업이익률은 2020 년 11.1%에 달할 것으로 전망된다.

2020 년 연간 매출액과 영업이익은 각각 3 조 4,973 억원(-7.7%yoy), 2,523 억원(-6.4%yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 하반기에는 미디어와 커머스 모두 수익성이 개선될 것으로 예상되는데, 미디어는 제작비 효율화 효과와 디지털 중심의 실적이 반영될 것이며 커머스는 고마진 위주의 포트폴리오 상품 전략 효과가 드러나며 구조적인 이익 개선이 시작될 것이다.

상반기 코로나 19 의 영향을 크게 받았던 방송광고 시장이 회복세를 보이고 있다. 2021 년에는 방송광고 시장과 영화 시장의 업황이 개선되며 플러스 성장으로 전환할 것이다. 음악 부문도 언택트 및 디지털 콘서트 개최 등으로 변화하는 시장 환경에 빠르게 대응하며 수익성을 확대할 것으로 전망된다.

도표 106 CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**860**	**1,006**	**910**	**1,014**	**811**	**838**	**856**	**993**	**3,790**	**3,497**	**3,728**
YoY (%)	*10.5%*	*27.2%*	*16.5%*	*5.7%*	*-5.7%*	*-16.7%*	*-5.9%*	*-2.1%*	*14.5%*	*-7.7%*	*6.6%*
미디어	380	426	427	445	341	406	413	453	1,678	1,613	1,728
커머스	324	358	336	410	376	376	359	426	1,427	1,537	1,595
영화	104	68	84	93	54	13	35	57	349	159	203
음악	52	154	63	66	40	43	49	57	335	189	203
매출원가	503	617	565	643	473	472	508	591	2,328	2,045	2,177
매출원가율(%)	*58.5%*	*61.3%*	*62.1%*	*63.4%*	*58.4%*	*56.4%*	*59.3%*	*59.6%*	*61.4%*	*58.5%*	*58.4%*
매출총이익	357	389	345	372	337	365	348	401	1,462	1,453	1,551
판관비	278	301	285	329	298	292	286	324	1,193	1,200	1,253
판관비율(%)	*32.3%*	*30.0%*	*31.3%*	*32.4%*	*36.7%*	*34.9%*	*33.4%*	*32.7%*	*31.5%*	*34.3%*	*33.6%*
영업이익	**79**	**87**	**60**	**43**	**40**	**73**	**62**	**77**	**269**	**252**	**298**
YoY (%)	*4.1%*	*37.3%*	*7.0%*	*-14.9%*	*-49.7%*	*-16.1%*	*3.0%*	*80.6%*	*9.5%*	*-6.4%*	*18.1%*
미디어	14	37	16	5	4	25	26	29	71	83	97
커머스	42	36	29	42	38	50	36	47	149	170	183
영화	19	10	16	-1	-2	-3	-1	-1	44	-7	8
음악	5	5	-1	-3	-0	2	2	2	6	6	10
영업이익률(%)	***9.2%***	***8.7%***	***6.6%***	***4.2%***	***4.9%***	***8.8%***	***7.3%***	***7.8%***	***7.1%***	***7.2%***	***8.0%***
미디어	*3.6%*	*8.6%*	*3.8%*	*1.0%*	*1.1%*	*6.1%*	*6.2%*	*6.3%*	*4.2%*	*5.1%*	*5.6%*
커머스	*13.0%*	*10.1%*	*8.8%*	*10.2%*	*10.1%*	*13.2%*	*10.0%*	*11.0%*	*10.5%*	*11.1%*	*11.5%*
영화	*18.0%*	*14.8%*	*18.8%*	*-1.0%*	*-3.7%*	*-27.8%*	*-3.0%*	*-1.0%*	*12.5%*	*-4.5%*	*3.9%*
음악	*8.8%*	*3.2%*	*-1.7%*	*-4.2%*	*-0.0%*	*5.0%*	*3.8%*	*4.0%*	*1.7%*	*3.3%*	*4.9%*
세전이익	77	89	54	-31	39	51	56	36	190	182	268
당기순이익	**49**	**66**	**31**	**-87**	**30**	**39**	**43**	**28**	**59**	**140**	**207**
지배주주순이익	**43**	**63**	**29**	**-30**	**27**	**34**	**39**	**25**	**104**	**124**	**186**

자료: 유진투자증권

II. 투자 포인트

1. 돈 되는 콘텐츠, 돈 버는 디지털

디지털 광고가 미디어 부문 수익성을 견인할 것

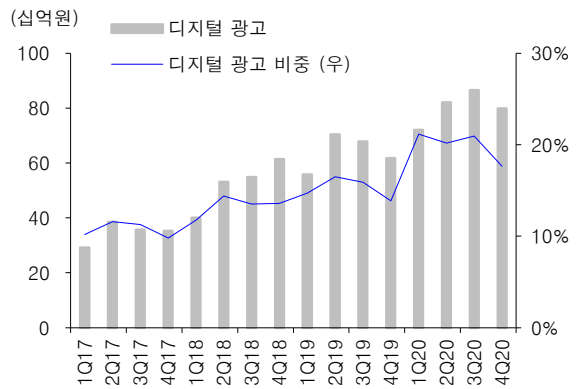
동사는 디지털 광고, 콘텐츠 판매 등 고마진 사업에 집중하며 수익성을 높이고 있다. 올해 2 분기 방송광고 시장의 부진에도 불구하고 미디어 부문에서 높은 영업이익을 달성했는데, 디지털 매출과 콘텐츠 판매의 호조에 따른 수익성 개선이 주 요인이라고 판단한다.

OTT 시장이 빠르게 확장됨에 따라 자체 OTT 플랫폼인 티빙이 무서운 속도로 성장하고 있다. 동사와 스튜디오드래곤의 화제성 높은 콘텐츠들은 넷플릭스에 판매된 일부 콘텐츠를 제외하고는 자체 플랫폼인 티빙에서만 시청할 수 있기 때문에 티빙은 높은 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 향후 성장 가능성이 높다. 티빙은 10 월 1 일 CJ ENM 으로부터 물적분할 되었는데, 당초 티빙은 JTBC 와 7:3 정도의 지분율로 합작법인을 신설하려 했으나 JTBC 의 지분율을 20% 이하로 낮추고 외부자금 유치를 추진하고 있다. 시기를 확실히 단정짓기는 어려우나, JTBC 와의 합작법인 출범 시 넷플릭스가 탐내는 두 대형 제작사의 작품을 모두 보유하게 되면서 티빙의 가치는 빠르게 상승할 것으로 판단한다.

동사는 TV 채널의 전후광고 및 중간광고 뿐 아니라 디지털 광고 플랫폼을 다양하게 보유하며 디지털 광고 시장의 지배력을 강화해 나가고 있다. 네이버 TV 중심의 PIP 광고와 MCN 채널 및 자체 운영 중인 유튜브 채널에서 발생하는 프리롤 광고, 콘텐츠 재생 전 보게 되는 티빙의 광고 등 다양한 광고 지면을 보유하며 디지털 광고 수익의 고성장세를 이어가고 있다. 동사의 디지털 광고는 모바일을 통한 동영상 시청 시간 증가에 따라 트래픽이 지속 유입되어 성장하는 동영상 광고 시장의 수혜를 누리며 높은 성장세를 이어갈 것으로 예상된다.

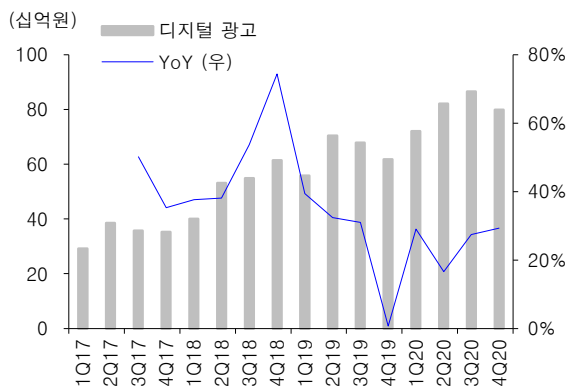
시장의 중심이 디지털 중심으로 빠르게 이동하고 있다. 동사의 주가를 움직이는 요인은 미디어 부문의 성장이다. 향후 디지털 광고 매출 비중은 확대될 것으로 예상하며 미디어 부문의 성장을 이끌 핵심은 디지털 사업이 될 것으로 전망한다.

도표 107 CJ ENM 디지털 광고 매출 비중 추이



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 108 CJ ENM 디지털 광고 매출 성장률 추이



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 109 티빙 분할 일정

구분	일자
분할계획서 승인을 위한 이사회결의일	2020년 3월 12일
주요사항보고서 제출일	2020년 3월 12일
분할 주주총회를 위한 주주확정일	2019년 12월 31일
주주명부 폐쇄기간	2020년 1월 1일 ~ 2020년 1월 7일
주주총회 소집공고일 및 통지일	2020년 3월 12일
분할계획서 승인을 위한 주주총회일	2020년 3월 27일
채권자 이의제출 공고	2020년 3월 30일
채권자 이의제출 기간	2020년 3월 30일 ~ 2020년 4월 30일
분할기일	**2020년 10월 1일**
분할보고총회일 및 창립총회일	2020년 10월 5일
분할등기일(예정일)	2020년 10월 12일

자료: DART, 유진투자증권

도표 110 자체 OTT 플랫폼인 티빙



자료: TVING, 유진투자증권

도표 111 MCN 채널의 프리롤광고



자료: Youtube, 유진투자증권

도표 112 네이버 TV 에서 콘텐츠 재생 전에 보게 되는 광고



자료: 네이버TV, 유진투자증권

2. 미디어의 커머스로의 확장성

(1) 이미 2018 년부터 시작한 미디어커머스

동사는 미디어 사업부와 커머스 사업부의 시너지를 통해 미디어커머스라는 새로운 성장동력을 중점적으로 추진해왔다. 완성된 콘텐츠에 협찬 형태로 상품을 노출시키는 PPL 과 달리 미디어커머스는 프로그램 초기 기획 단계부터 협의가 이루어지기 때문에 자연스럽게 브랜드와 제품을 노출시켜 인지도 확대에 기여하는 광고효과가 발생한다.

동사는 자체제작 브랜드인 '오덴세'의 식기를 '미스터 션샤인'과 '스페인 하숙'에 노출시켜 방송 이전 같은 기간보다 매출이 +78% 상승하는 효과를 얻었다. 특히 '스페인 하숙'에 노출된 이후 주요 타깃층인 3040 세대가 본방송 및 주말 재방송을 통해 지속적으로 콘텐츠를 시청하며 꾸준히 제품이 판매되었다. '로맨스는 별책부록'에서는 자체제작 패션 브랜드인 '씨이앤(Ce&)'과 '지스튜디오(g studio)'의 옷을 드라마 주연 배우에게 입혀 자연스럽게 브랜드를 노출해 온라인 쇼핑몰인 CJmall 에서만 50 억원의 상품판매를 달성했다.

동사는 미디어 산업 내 독보적인 영향력과 홈쇼핑 시장의 1 등 사업자라는 역량을 보유하고 있기 때문에 콘텐츠 기획 단계부터 제품을 노출시켜 판매로 직결되는 비즈니스 구조를 확보할 수 있었다. 특히나 콘텐츠에 노출되는 자체제작 상품은 원가를 제외하고는 모두 이익으로 발생하기 때문에 수익성이 높은 상품이다. 동사는 방송 플랫폼을 넘어 빠르게 성장하고 있는 디지털 플랫폼에도 집중하며 미디어커머스 선두주자로 시장 변화에 발빠르게 대응하고 있다.

도표 113 미스터 션샤인에 노출된 오덴세 컵



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 114 스페인 하숙에 노출된 오덴세 그릇



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 115 로맨스는 별책부록에 노출된 Ce& 의류



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 116 로맨스는 별책부록에 노출된 지스튜디오의 의류



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 117 CJ ENM 콘텐츠 IP 활용(1): 코미디빅리그



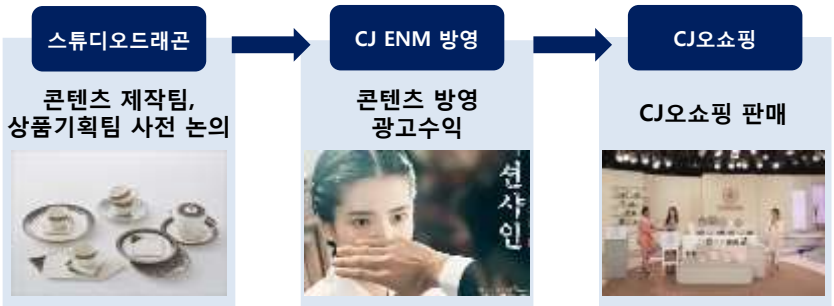
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 118 CJ ENM 콘텐츠 IP 활용(2): 막돼먹은 영애씨



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 119 콘텐츠의 기획부터 제작, 유통까지 총괄하는 비즈니스 모델 구축



자료: 유진투자증권

(2) 인플루언서를 통한 미디어 커머스의 성장

온라인 동영상 이용자의 93%가 유튜브를 시청할 만큼 유튜브의 영향력이 커지면서 덩달아 같이 성장하고 있는 산업이 MCN 이다. 동사의 MCN 서비스인 DIA TV 는 대도서관, 박막례할머니, 밴쯔 등의 유명 인플루언서를 포함해 약 1,400 명 이상의 크리에이터를 보유하고 있다. DIA TV 는 크리에이터에게 다양한 통계 데이터와 음원, 폰트, 스튜디오 서비스를 제공하며 광고주에게는 취향과 관심사를 감안해 맞춤형 콘텐츠 광고 서비스를 제공한다.

동사의 MCN 서비스는 유튜브 광고 수익부터 브랜드 협찬 수익, 인플루언서 상품 판매 등 다양한 방식으로 수익을 창출하고 있다. 그 중에서도 가장 떠오르고 있는 것이 브랜디드 콘텐츠인데, 크리에이터와 광고주가 협업해 콘텐츠 기획 단계부터 상품을 자연스럽게 녹여내 판매까지 유도하는 콘텐츠이다. 특히 방송광고 시장에 비해 비교적 제약이 심하지 않기 때문에 다양한 광고를 취급할 수 있다. 인플루언서들은 다수의 구독자를 확보하고 있기 때문에 파급효과도 상당하다.

유튜브의 성장세가 지속되고, 인플루언서의 영향력이 확대되면서 유튜브 채널을 활용한 미디어 커머스 시장은 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 동사는 국내 MCN 1 위 사업자로서 보유 크리에이터를 통해 시장 점유율을 확대해 나갈 것으로 기대한다.

도표 120 DIA TV 소속 크리에이터를 활용한 광고사례 (1)



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 121 DIA TV 소속 크리에이터를 활용한 광고사례 (2)



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 122 DIA TV 소속 크리에이터를 활용한 광고사례 (3)



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 123 DIA TV 소속 크리에이터를 활용한 광고사례 (4)



자료: CJ ENM, 유진투자증권

⑶ 다다 스튜디오를 통한 비디오커머스의 확대

동사는 다다 스튜디오를 통해 비디오커머스 콘텐츠를 제작하고 있다. 다다 스튜디오는 원래 CJ 오쇼핑 안에 있던 사업부였는데, CJ E&M 과 합병하면서 미디어커머스로 성장 전략을 수립했다. 다다 스튜디오는 1 분 이내의 짧은 영상으로 시청자의 흥미를 유발해 판매를 유도하는 콘텐츠를 제작하는 것이 특징이다.

다다 스튜디오의 영상을 보면 광고라는 생각이 들지 않는다. 오히려 재미 있는 콘텐츠를 보고 있는 느낌이 든다. 비디오커머스가 급속도로 성장하고 있는 이유가 바로 여기서 나타난다. 주로 페이스북이나 인스타그램 같은 소셜미디어에서 사용자들이 클립 영상을 커머스가 아닌 재미 있는 콘텐츠로 인식하며 공유해 많은 트래픽이 발생한다. 판매로 이어지려면 우선 많은 소비자에게 노출이 되어야 하기 때문에 비디오커머스는 주로 소셜미디어 플랫폼에서 많이 유통된다.

다다 스튜디오 역시 흥미로운 영상을 바탕으로 국내 뿐 아니라 중국 및 동남아시아 6 개국에서 자체 채널을 운영하며 빠른 속도로 성장하고 있다. 콘텐츠와 커머스의 경계가 허물어지고 있다. 아직 매출로 이어지는 규모가 크진 않지만 다다 스튜디오는 향후 동사 디지털커머스의 핵심으로 자리매김 할 것으로 전망한다.

도표 124 실손보험상품을 소개하기 위한 콘텐츠



자료: 다다스튜디오, 유진투자증권

도표 125 러쉬 브랜드의 입욕제 광고 콘텐츠



자료: 다다스튜디오, 유진투자증권

도표 126 학용품을 소개하기 위한 사회적 거리두기 콘텐츠



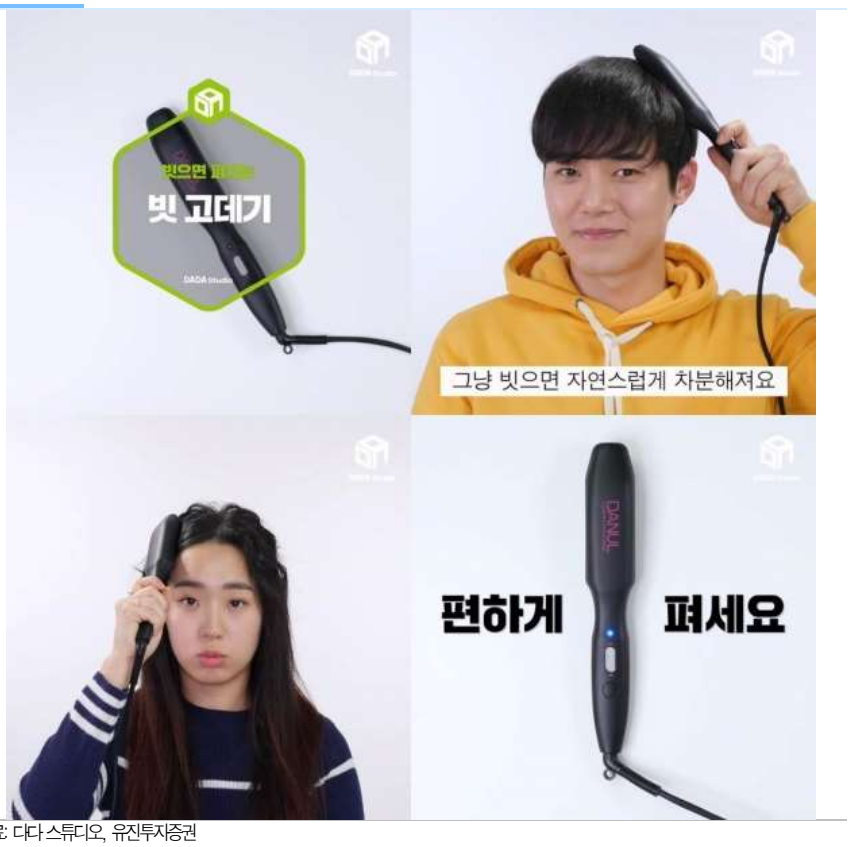
자료: 다다스튜디오, 유진투자증권

도표 127 추석기획전 콘텐츠



자료: 다다스튜디오, 유진투자증권

도표 128 다다 스튜디오의 빗 고데기 영상: 매출 10 배 가량 증가



자료: 다다 스튜디오, 유진투자증권

3. 커머스가 주는 안정감

자체 브랜드 상품으로 안정감을 넘어 수익성 확대로

그동안 커머스 부문은 안정적으로 수익을 창출하며 동사의 수익성을 견인해왔다. 올해 하반기부터는 고마진 전략으로 안정적인 수익성을 넘어 수익성 확대가 가능할 것으로 전망된다.

올해 2 분기 커머스 취급고가 감소했음에도 불구하고 커머스 사상 최대의 영업이익을 기록했다. 그 배경은 저마진의 상품들은 과감하게 정리하면서 자체 브랜드 위주로 상품을 구성해 높은 수익성을 달성했기 때문이다.

자체 브랜드 상품들은 원가를 제외하고는 모두 이익으로 남기 때문에 수익성이 높다. 동사의 자체 제작 브랜드 제품은 주로 의류나 패션쪽이 많았는데, 하반기에는 '오하루'라는 자체 건강기능식품 브랜드와 '오덴세'라는 키친웨어 브랜드에 집중해 수익성을 높일 계획이다. 현재 자체 브랜드 상품은 전체 취급고의 15% 정도로 향후 그 비중은 높아질 것으로 예상한다.

도표 129 '오하루'의 간편기능식품



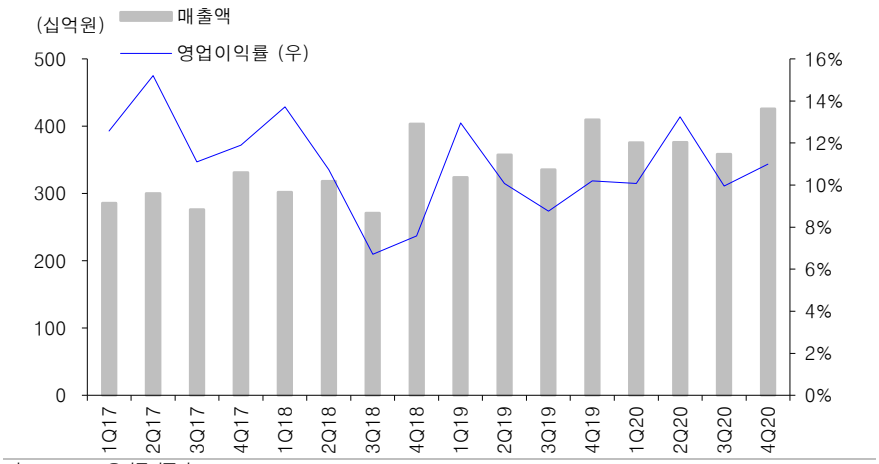
자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 130 '오덴세'의 식기류



자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 131 커머스 부문의 안정적인 수익성 지속



자료: CJ ENM, 유진투자증권

III. 기업 개요

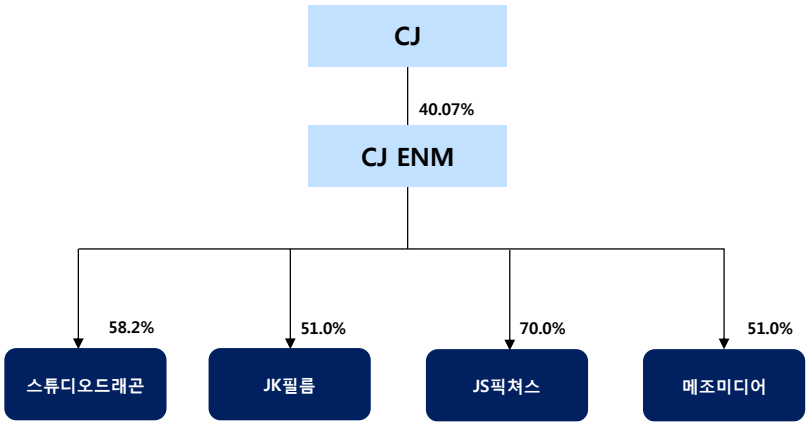
국내 1 위 종합 콘텐츠 기업

CJ ENM 은 한국의 대표적인 종합 콘텐츠 기업으로 CJ 그룹의 미디어 부문 계열사다. CJ ENM 의 전신으로는 미디어 부문을 담당하던 CJ E&M 과 홈쇼핑 사업을 하는 CJ 오쇼핑이 있다. CJ E&M 은 2010 년 CJ 오쇼핑의 미디어사업부문에서 인적분할되어 ㈜오미디어홀딩스로 설립된 후, 같은 해 10 월 코스닥 시장에 상장되었다. 2011 년 CJ E&M 으로 상호를 변경하고, CJ 그룹 내 미디어 계열사 ㈜온미디어, 씨제이미디어㈜, 씨제이인터넷㈜, 엠넷미디어㈜, 씨제이엔터테인먼트㈜를 인수합병하며 방송, 게임, 영화, 음악/공연/온라인의 4 개 사업 부문으로 다각화하며 종합 엔터테인먼트 사업을 영위하고 있다. 2018 년 7 월 1 일 CJ 오쇼핑과의 합병을 통해 합병법인인 CJ ENM 이 출범했다.

CJ E&M 은 tvN, OCN, Mnet, OLIVE 등 17 개 방송 채널을 보유하고 있으며 영화 배급 사업, 음원 유통 사업, 뮤지컬 등 공연 사업을 영위하고 있다. 방송부문에서는 자체제작 콘텐츠인 '막돼먹은 영애씨', '슬기로운 의사생활', '응답하라 시리즈', '꽃보다 청춘', '삼시세끼' 등 히트 프로그램을 다수 배출하며 탄탄한 채널 경쟁력을 확보했다. 방송부문의 비즈니스 모델은 광고수익이다. 영화 배급 사업은 CJ 의 콘텐츠 제작 및 투자 역량을 기반으로 국내 최대 규모의 배급사로 자리매김했으며, 역대 박스오피스 1 위인 '극한직업', 2 위 '명량', 7 위 '국제시장', '설국열차', '기생충' 등 흥행 작품을 꾸준히 발굴하며 입지를 다지고 있다. 음악 부문은 '슈퍼스타 K', '프로듀스 시리즈', '쇼미더머니' 등 보유한 방송 플랫폼과 음악 사업을 접목시키는 한편, 힙합 레이블 및 매니지먼트 지분 투자를 통해 음악 사업의 경쟁력을 강화하고 있다.

CJ 오쇼핑의 전신은 1995 년 국내 최초로 TV 홈쇼핑 채널을 개국한 39 쇼핑이다. 2000 년 3 월 CJ 그룹에 인수된 후, 2002 년 10 월 사명과 채널명을 CJ 홈쇼핑으로 변경했다. 홈쇼핑 시장 점유율 1 위 사업자로 자리매김했으며, 미디어와 커머스를 결합하는 다양한 시도를 통해 독자적인 영역을 개척해 나가고 있다.

도표 132 CJ ENM 지배구조



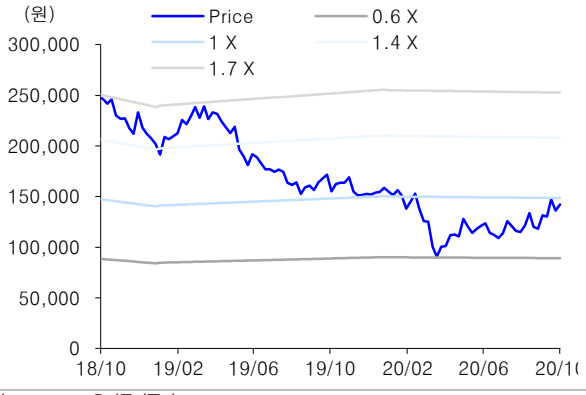
자료: Dart, 유진투자증권

도표 133 CJ ENM 12MF PER 밴드차트



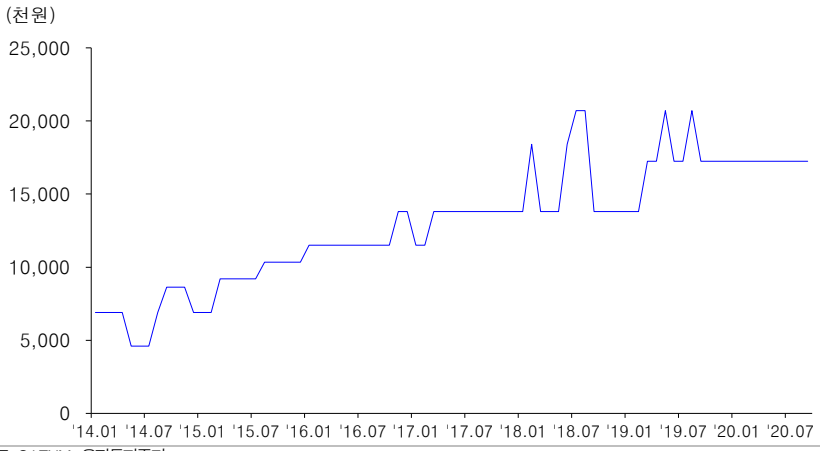
자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 134 CJ ENM 12MF PBR 밴드차트



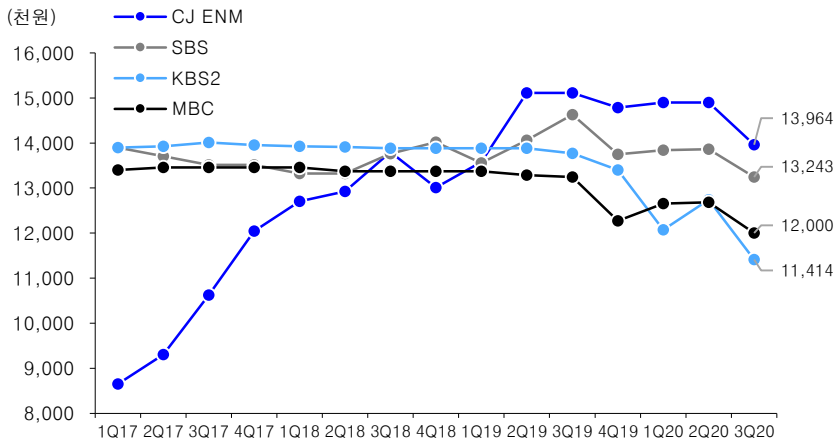
자료: CJ ENM, 유진투자증권

도표 135 꾸준히 상승하는 평균 광고 단가



자료: CJ ENM, 유진투자증권
참고: 15초 광고 기준

도표 136 아스달 연대기가 방영됐던 2Q19 부터 지상파 광고 단가 추월



자료: CJ ENM, 유진투자증권

CJ ENM(035760.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**6,755**	**5,435**	**6,266**	**6,443**	**6,665**
유동자산	1,807	1,676	2,292	2,440	2,603
현금성자산	540	371	896	1,031	1,176
매출채권	940	879	957	960	969
재고자산	94	121	131	137	143
비유동자산	4,948	3,759	3,974	4,003	4,062
투자자산	1,717	1,773	1,977	2,057	2,141
유형자산	1,398	948	963	947	942
기타	1,833	1,038	1,034	999	979
부채총계	**3,329**	**2,283**	**2,810**	**2,831**	**2,874**
유동부채	2,022	1,661	1,975	1,985	2,016
매입채무	536	557	533	537	562
유동성이자부채	894	453	838	838	838
기타	592	651	604	610	616
비유동부채	1,308	622	835	846	857
비유동이자부채	1,039	380	557	557	557
기타	268	243	278	289	301
자본총계	**3,426**	**3,152**	**3,456**	**3,612**	**3,791**
지배지분	2,763	2,946	3,190	3,346	3,525
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,245	2,330	2,419	2,419	2,419
이익잉여금	1,070	1,146	1,229	1,385	1,564
기타	(662)	(639)	(569)	(569)	(569)
비지배지분	662	205	266	266	266
자본총계	**3,426**	**3,152**	**3,456**	**3,612**	**3,791**
총차입금	1,933	832	1,395	1,395	1,395
순차입금	1,393	461	499	364	219

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**2,360**	**3,790**	**3,497**	**3,728**	**3,941**
증가율(%)	4.4	60.6	(7.7)	6.6	5.7
매출원가	1,234	2,328	2,045	2,177	2,303
매출총이익	**1,127**	**1,462**	**1,453**	**1,551**	**1,638**
판매 및 일반관리비	944	1,193	1,200	1,253	1,309
기타영업손익	(10)	26	1	4	5
영업이익	**182**	**269**	**252**	**298**	**329**
증가율(%)	(18.9)	48.0	(6.4)	18.1	10.4
EBITDA	**708**	**1,028**	**920**	**1,089**	**1,103**
증가율(%)	51.0	45.2	(10.5)	18.4	1.3
영업외손익	**(18)**	**(80)**	**(71)**	**(29)**	**(27)**
이자수익	7	12	5	10	11
이자비용	15	30	0	0	0
지분법손익	37	22	71	79	79
기타영업손익	(47)	(84)	(147)	(118)	(116)
세전순이익	**164**	**190**	**182**	**268**	**302**
증가율(%)	(11.1)	15.7	(4.2)	47.9	12.5
법인세비용	21	85	41	61	69
당기순이익	**184**	**59**	**140**	**207**	**233**
증가율(%)	28.4	(68.2)	139.2	47.8	12.5
지배주주지분	163	104	124	186	210
증가율(%)	24.3	(35.9)	19.2	50.0	12.5
비지배지분	22	(46)	16	21	23
EPS(원)	**12,183**	**4,754**	**5,668**	**8,503**	**9,569**
증가율(%)	(42.1)	(61.0)	19.2	50.0	12.5
수정EPS(원)	12,183	4,754	5,668	8,503	9,569
증가율(%)	(42.1)	(61.0)	19.2	50.0	12.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**490**	**691**	**750**	**908**	**930**
당기순이익	184	59	140	207	233
자산상각비	526	759	668	791	775
기타비현금성손익	(44)	(136)	(58)	(89)	(91)
운전자본증감	(246)	(310)	120	(2)	13
매출채권감소(증가)	(100)	(130)	(62)	(3)	(9)
재고자산감소(증가)	(9)	(41)	(15)	(7)	(6)
매입채무증가(감소)	(7)	102	60	4	25
기타	(130)	(240)	137	3	3
투자현금	**(123)**	**(282)**	**(1,121)**	**(760)**	**(774)**
단기투자자산감소	248	(6)	(342)	(19)	(19)
장기투자증권감소	6	(12)	(43)	12	9
설비투자	229	282	122	168	177
유형자산처분	3	4	1	0	0
무형자산처분	(296)	(595)	(581)	(572)	(572)
재무현금	**(28)**	**(595)**	**536**	**(31)**	**(31)**
차입금증가	182	(680)	393	0	0
자본증가	(21)	(26)	(27)	(31)	(31)
배당금지급	21	26	27	31	31
현금 증감	**339**	**(183)**	**168**	**117**	**126**
기초현금	114	453	270	438	555
기말현금	453	270	438	555	680
Gross Cash flow	795	1,096	751	910	917
Gross Investment	616	586	659	744	741
Free Cash Flow	**179**	**510**	**92**	**166**	**176**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	12,183	4,754	5,668	8,503	9,569
BPS	126,022	134,364	145,488	152,591	160,760
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400
밸류에이션(배,%)					
PER	16.6	33.6	25.7	17.1	15.2
PBR	1.6	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/ EBITDA	8.2	3.9	4.0	3.3	3.1
배당수익율	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
PCR	3.4	3.2	4.3	3.5	3.5
수익성(%)					
영업이익율	7.7	7.1	7.2	8.0	8.3
EBITDA이익율	30.0	27.1	26.3	29.2	28.0
순이익율	7.8	1.5	4.0	5.6	5.9
ROE	8.6	3.7	4.1	5.7	6.1
ROIC	6.1	5.3	8.8	10.1	11.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	40.7	14.6	14.4	10.1	5.8
유동비율	89.4	100.9	116.0	122.9	129.1
이자보상배율	12.3	9.1	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	3.6	4.2	3.8	3.9	4.1
재고자산회전율	27.7	35.3	27.9	27.9	28.1
매입채무회전율	6.3	6.9	6.4	7.0	7.2

T · M · T

Media/Contents/Ads 이현지
02)368-6199
hjlee1@eugenefn.com

스튜디오드래곤(253450.KQ)

글로벌 시장에서 노는 대체불가 제작사

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	**110,000 원**
현재주가(10/13)	**87,200 원**

Key Data	(기준일: 2020.10.13)
KOSPI(pt)	2,403
KOSDAQ(pt)	872
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	2,453
52 주 최고/최저(원)	94,000 / 63,700
52 주 일간 Beta	0.33
발행주식수(천주)	28,127
평균거래량(3M,천주)	247
평균거래대금(3M,백만원)	21,105
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	9.2
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM (외 6 인)	61.3
스튜디오드래곤우리사주 (외 1 인)	0.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.5	-3.6	15.5	34.2
KOSPI 대비상대수익률	9.4	-15.3	-30.6	-3.6

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	469	541	599
영업이익(십억원)	29	51	61
세전계속사업손익(십억원)	33	52	65
당기순이익(십억원)	26	41	53
EPS(원)	942	1,447	1,869
증감률(%)	-26.3	53.7	29.2
PER(배)	85.9	60.3	46.7
ROE(%)	6.4	9.1	10.6
PBR(배)	5.3	5.2	4.7
EV/EBITDA(배)	14.9	12.4	12.4

▪ 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원으로 커버리지 개시

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원으로 업종 내 최선호주로 커버리지를 개시한다. 당사가 추정하는 동사의 기업가치는 3.1 조원으로 12MF EBITDA 1,741 억원에 목표 EV/EBITDA 17.0 배를 적용해 산정했다. 새롭게 제작하는 드라마 뿐만 아니라 이미 보유한 라이브러리 IP 를 통해서도 미래 이익이 발생할 것으로 예상됨에 따라 EV/EBITDA 로 가치를 평가했다.

▪ 글로벌 시장에서 쏟아지는 러브콜

1) 탄탄한 콘텐츠 제작 역량: 드라마 제작의 핵심은 우수한 인재 확보에서 시작된다. 동사는 역량 있는 크리에이터를 다수 보유하며 차별화된 콘텐츠 경쟁력을 보여왔다. 신작은 콘텐츠 판가 상승으로, 구작은 꾸준한 후판매로 가시화되며 동사의 제작 역량이 국내외에서 인정 받고 있다. 향후에도 동사만의 차별화되는 높은 제작 경쟁력은 유지될 전망이다.

2) 높아진 레퍼런스로 해외 판매 호조 지속: 동사의 장기 성장동력은 해외판매에 있다. 동사는 최근 미국 제작사 스카이댄스와 '호텔 델루나' 리메이크 계약을 체결했다. 공동제작으로 참여하기 때문에 큰 폭의 수익성 상승이 기대된다. 그 외에도 아마존, 애플 TV+, HBO Max 등 글로벌 사업자와 콘텐츠 제작을 협의하며 추가 성장 모멘텀을 확보했다. 공급처가 다변화되며 견조한 해외 판매가 이어질 것으로 전망한다.

▪ 밸류에이션 매력 부각되는 시점

2020 년 동사의 매출액과 영업이익은 5,412 억원, 514 억원으로 전년대비 +15.5%, +79.0% 증가할 것으로 전망한다. 올해 4 분기 오리지널 콘텐츠인 '스위트홈'을 시작으로 내년은 최소 3 편 이상의 오리지널 콘텐츠 제작이 예상된다. 최근 에이스토리와 공동제작 작품인 '지리산'의 글로벌 방영권이 아이치이에 판매되면서 넷플릭스 이외의 사업자로의 판매를 가시화했다. 높아진 협상력을 바탕으로 판가 상승 추세 이어질 것이며 다양한 글로벌 사업자와의 협력 확대로 이익 레벨업이 기대된다.

I. 실적 전망 및 밸류에이션

1. 밸류에이션

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EBITDA 1,741 억원에 Target EV/EBITDA 17.0 배를 적용해 산출했다. 새롭게 제작하는 드라마 뿐만 아니라 이미 보유한 라이브러리 IP 를 통해서도 미래 이익이 발생할 것으로 예상됨에 따라 EV/EBITDA 로 산정했다. Target EV/EBITDA 배수는 동사의 2018 년 EV/EBITDA 평균의 20% 할인한 수치다. 2018 년은 '미스터 션샤인'이 넷플릭스에 높은 리쿱율에 판매되며 이익 기대치가 높아진 시점인데, 최근 동사는 '더 킹: 영원의 군주'를 넷플릭스에 높은 금액에 판매하며 판매 단가를 +25% 가량 크게 올렸다. 미국 OTT 사업자와 콘텐츠 제작을 협의하고 있으며 조금씩 가시적인 성과가 보이는 점을 감안시 더욱 큰 시장 기회에 가까워진 상황이다.

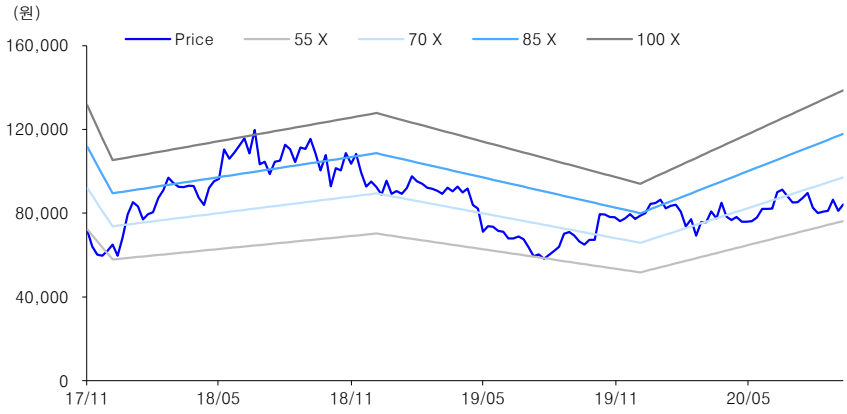
동사는 방영 후 1 개 분기 이상 경과한 드라마에 대해 제작비의 70%는 당기 비용으로 처리하고 나머지 30%를 1.5 년에 걸쳐 정액 상각한다. 이미 상각이 끝난 구작과 아직 상각이 진행 중인 작품의 판권이 꾸준히 판매되고 있기 때문에 EBITDA 를 적용한 가치 평가 산정은 합당하다고 판단한다.

도표 137 스튜디오드래곤 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 12MF EBITDA	174	
② 적용 EV/EBITDA(배)	17	동사 2018년 EV/EBITDA 평균의 20% 할인
③ 기업가치	**2,959**	**③=①*②**
④ 순현금	140	2020년 당사 추정치
⑤ 적정 시가총액	**3,099**	**⑤=③+④**
⑥ 주식수(천주)	28,127	
⑦ 주당 적정가치(원)	110,160	⑦=⑤/⑥
⑧ 목표주가(원)	**110,000**	
상승여력(%)	26.3%	
현재주가(원)	87,200	

자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

도표 138 스튜디오드래곤 12MF PER 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

도표 139 스튜디오드래곤 12MF PBR 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

2. 실적 전망

스튜디오드래곤의 3 분기 예상 실적은 매출액 1,245 억원, 영업이익 105 억원으로 전년대비 각각 5.0%, 3.6% 역성장할 것으로 예상한다. 텐트폴 작품이 없었지만 '사이코지만 괜찮아', '비밀의 숲 2', '청춘기록'이 넷플릭스에 선판매 되며 안정적인 해외 판매 성과가 이어질 것으로 전망된다.

편성매출은 방송사에 방영권을 판매한 매출로 캡티브(tvN, OCN) 매출과 논캡티브 매출로 나뉘어지는데 이번 3 분기는 지상파 방송작이 없었기 때문에 캡티브에서 대부분의 매출이 발생할 것으로 예상한다. 판매매출은 국내와 해외로 나뉘어지는데, 국내판매는 주로 IPTV 를 통한 VOD 결제 매출을 의미하고, 해외판매에는 주로 넷플릭스 같은 OTT 향 판매와 해외 각 지역별 매출이 포함된다. 해외판매는 국내 판매보다 큰 규모의 수익성을 창출할 수 있기 때문에 해외판매 비중은 꾸준히 높아질 것으로 예상한다. 기타매출은 협찬(PPL), OST, MD 매출을 포함한 매출을 의미한다.

2020 년 4 분기에는 넷플릭스향 오리지널 콘텐츠인 '스위트홈'이 공개되며 해외 판매 실적을 견인할 것으로 예상된다. 글로벌 OTT 사업자의 콘텐츠 확보 경쟁으로 동사의 해외 판매 매출은 지속적으로 상승할 것이다. 2020 년 연간 매출액과 영업이익은 각각 5,412 억원(+15.5%yoy), 514 억원(+79.0%yoy)을 기록할 것으로 전망된다.

도표 140 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**112**	**128**	**131**	**97**	**120**	**161**	**125**	**135**	**469**	**541**	**599**
YoY (%)	*40.0%*	*72.6%*	*6.0%*	*-4.2%*	*7.6%*	*25.9%*	*-5.0%*	*38.5%*	*23.5%*	*15.5%*	*10.6%*
편성매출	**44**	**58**	**61**	**46**	**45**	**65**	**46**	**49**	**209**	**205**	**217**
Captive	44	54	50	46	44	38	45	42	194	169	172
Non-Captive	0	4	10	0	1	28	1	7	14	36	45
판매매출	**56**	**60**	**60**	**43**	**67**	**76**	**69**	**76**	**219**	**288**	**332**
국내	14	18	16	11	14	16	13	12	59	55	64
해외	43	42	44	32	53	59	56	64	160	233	268
국내비중	*24.1%*	*30.0%*	*26.9%*	*25.9%*	*21.1%*	*21.5%*	*18.3%*	*16.2%*	*26.8%*	*19.2%*	*19.3%*
해외비중	*75.9%*	*70.0%*	*73.1%*	*74.1%*	*78.9%*	*78.5%*	*81.7%*	*83.8%*	*73.2%*	*80.8%*	*80.7%*
기타매출	**12**	**10**	**10**	**9**	**8**	**20**	**10**	**10**	**41**	**48**	**50**
매출원가	97	113	116	95	104	140	109	117	421	469	514
매출원가율(%)	*86.6%*	*88.0%*	*88.3%*	*97.8%*	*86.2%*	*86.5%*	*87.8%*	*86.4%*	*89.8%*	*86.7%*	*85.8%*
매출총이익	15	15	15	2	17	22	15	18	48	72	85
판관비	4	5	4	6	5	5	5	6	19	21	24
영업이익	**11**	**11**	**11**	**-4**	**12**	**17**	**11**	**12**	**29**	**51**	**61**
영업이익률(%)	*9.9%*	8.4%	8.3%	-4.1%	9.6%	10.5%	8.4%	9.2%	6.1%	9.5%	10.1%
YoY (%)	*3.5%*	47.3%	-49.2%	적전	4.8%	57.1%	-3.6%	흑전	-28.1%	79.0%	18.0%
세전이익	13	12	13	-5	12	17	11	12	33	53	65
당기순이익	**9**	**7**	**12**	**-2**	**9**	**13**	**9**	**10**	**26**	**41**	**53**
순이익률(%)	8.2%	5.7%	8.8%	-1.6%	7.1%	8.3%	7.3%	7.2%	5.6%	7.5%	8.8%
YoY (%)	16.1%	-18.0%	-32.9%	적전	-6.7%	84.6%	-21.7%	흑전	-26.1%	54.1%	29.0%

자료: 유진투자증권

II. 투자 포인트

1. 국내 최고 수준의 제작 역량 보유

(1) 안정적인 캡티브 물량 확보

동사는 tvN 과 OCN 등의 채널을 보유하고 있는 모회사 CJ ENM 을 통해 안정적으로 캡티브 물량을 확보하고 있다. 현재 tvN 에서는 월화, 수목, 토일 슬랏을, OCN 은 토일 슬랏을 확보했다. 캡티브 채널만으로 벌써 일주일에 4 편의 드라마 편성이 가능하다.

다만, tvN 과 OCN 의 드라마 편성 슬랏 개수는 한정되어 있기 때문에 캡티브 편성만으로는 동사의 제작 역량을 극대화하기 힘들다. 따라서 MBC 의 '봄밤', SBS 의 '푸른 바다의 전설', SBS 의 '더 킹: 영원의 군주' 등 지상파 편성을 통해 제작 역량을 발휘하고 있다.

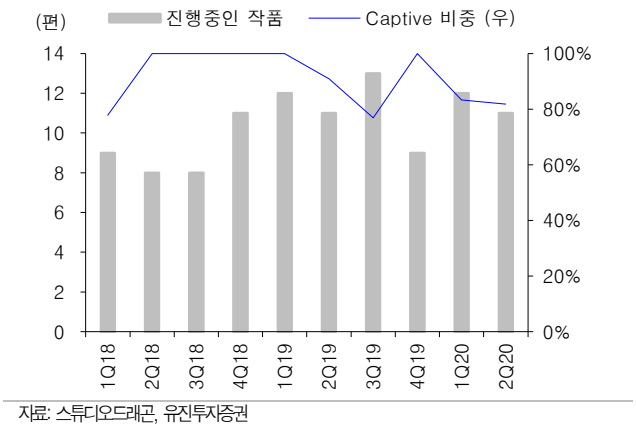
그 중 특히 올해 2 분기에 방영되었던 텐트폴 작품인 '더 킹: 영원의 군주'는 대작임에도 캡티브 채널이 아닌 지상파 채널 SBS 에서 방영되었는데 이는 동사가 경쟁입찰 방식으로 편성 채널을 선택하기 때문이다. 동사는 채널 선정 시 경쟁입찰을 통해 기획력과 연출력이 가장 좋은 채널에 방영권을 판매해 제작 초반부터 편성매출을 확정하고 중반부에 판매매출을 확정해 리스크를 줄이고 있다. 일정 물량이 안정적으로 캡티브에서 편성됨과 동시에 경쟁입찰을 통한 채널 선택 전략은 향후 동사의 수익성 제고에 기여할 것으로 보인다.

도표 141 캡티브 채널별 방영중 및 방영 예정인 드라마 현황

채널명	드라마명	출연진	작가	연출	방영요일	방영시기
tvN	청춘기록	박보검, 박소담	하명희	안길호	월화	09.07~
	구미호뎐	이동욱, 조보아	한우리	강신효	수목	10.07~
	스타트업	배수지, 남주혁	박혜련	오충환	토일	10.17~
OCN	써치	장동윤, 정수정	구모, 고영주	임대웅	토일	10.17~

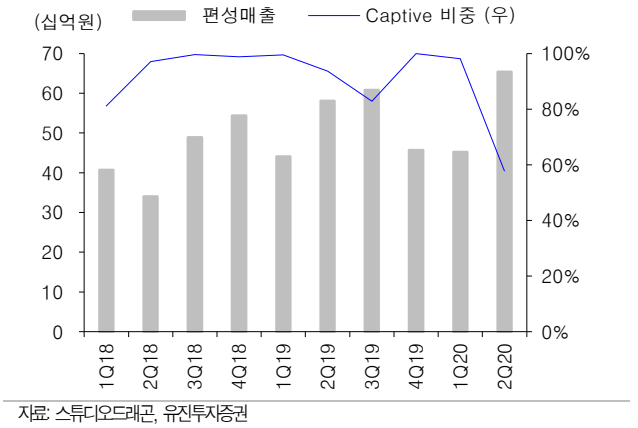
자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

도표 142 캡티브향 제작 현황



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

도표 143 편성매출 내 캡티브향 매출 비중



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

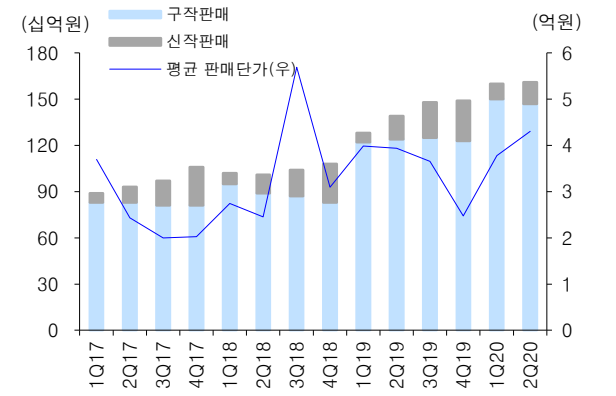
(2) 꾸준한 라이브러리 확대로 수익 안정성 확보

지속적인 수익성 창출을 위해서 판권 확보는 필수적이다. 일반적으로 드라마 제작비의 50~70%는 편성매출로 충당하고, 10~20%는 PPL, OST 등의 기타매출로 충당하는데 편성 매출은 드라마가 방영되는 시점에 이미 확정 수익으로 인식되기 때문에 추가적인 수익성 창출을 위해서는 판권 판매를 통한 판매매출이 반드시 필요하다.

동사는 2020 년 2 분기말 기준 161 개의 자체 IP 를 확보하고 있는데, 연간 28 편 이상의 제작 역량을 기반으로 꾸준히 작품 라이브러리를 확대하고 있다. 라이브러리 내 작품들은 국내 VOD 매출과 해외 OTT 향 판권 매출로 안정적인 수익성을 창출하고 있다. '미생', '시그널', '푸른바다의 전설', '도깨비' 등의 대작들이 각각 58%, 48%, 33%, 61%의 높은 수익률을 기록할 수 있었던 이유는 바로 해외에서 판권 판매 매출이 크게 발생해 수익성을 극대화했기 때문이다.

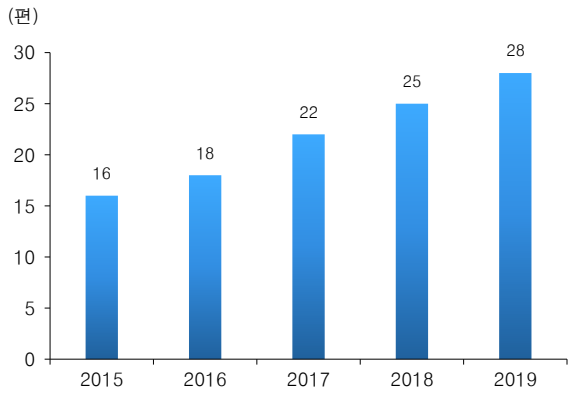
동사가 IP 를 직접 보유하고 있기 때문에 신작 뿐 아니라 구작의 지속적인 판매가 가능하다. 방영 이후에 후판매가 되는 경우, 이미 상각이 끝난 작품은 추가적으로 발생할 비용이 없기 때문에 수익성 개선에 도움이 된다. 동사가 보유한 라이브러리는 구작 판매가 안정적인 캐시카우 역할을 하면서 신작의 해외 판권 판매로 수익성을 극대화하는 수익 모델로 자리매김 하고 있다.

도표 144 보유 라이브러리 현황



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

도표 145 연도별 제작 현황



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

⑶ 신인 작가/감독 발굴로 제작 역량 강화

드라마는 작가의 풍부한 스토리 전개 능력과 이를 시각화할 수 있는 연출자의 만남에서 탄생한다. 그만큼 사람에 대한 투자가 중요하기 때문에 우수한 인재를 얼마나 확보하고 있는지가 핵심 역량이 된다.

동사는 매년 공모전을 개최해 역량 있는 신인 작가와 감독을 발굴하고 있다. 최종 선발된 신인 작가들의 작품은 동사 소속 PD 와 매칭하여 단막극 형태로 방영된다. 또한 공모전 이외에 내부적으로는 동사 소속 메인 작가들의 서브 작가들을 데뷔시켜 작품 창작의 선순환 구조를 형성하고 있다. 내외부적으로 다양한 신인 크리에이터 육성 프로그램을 통해 '비밀의 숲', '터널', '공항가는 길', '검색어를 입력하세요 WWW' 등의 인기작품들이 탄생했으며, 동사는 재능 있는 신인 크리에이터 확보를 통해 제작 역량을 강화하고 있다.

도표 146 내외부적으로 다양한 크리에이터 확보 구조



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

2. 글로벌 OTT 향 해외 판매 호조 지속

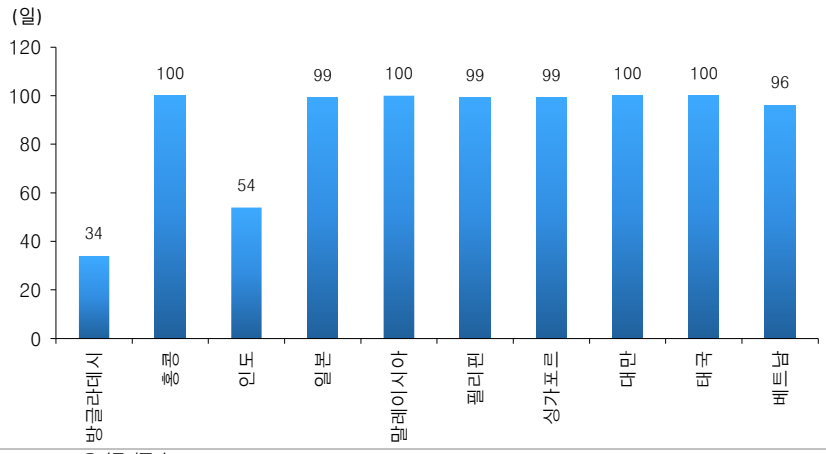
(1) OTT 사업자의 콘텐츠 수요 확대

킬러 콘텐츠 확보를 위한 글로벌 OTT 사업자 간 경쟁이 치열하다. 2016 년 국내에 진출한 넷플릭스는 국내 제작사와의 협업으로 오리지널 콘텐츠를 확대하며 시장 점유율을 높여왔다. 시장 후발주자인 디즈니는 자체 OTT 플랫폼인 디즈니플러스를 출시해 2021 년 국내 진출 예정이다.

동사는 작년 11 월 넷플릭스와 향후 3 년간 21 편 이상의 작품에 대해 제작 및 판매 계약을 체결했다. 디즈니가 한국 시장에 진출 하기 전에 킬러 콘텐츠를 선제적으로 확보하려는 넷플릭스의 전략으로 보이는데, 그만큼 동사의 제작 역량이 글로벌에서 인정받고 있다는 증거이기도 하다. 넷플릭스에 선판매된 '더 킹: 영원의 군주'와 '사이코지만 괜찮아'는 동남아시아 모든 지역 내 1 위를 싹쓸이할 정도로 높은 인기를 끌었고, '사랑의 불시착'은 종영 후 9 개월이 지났지만 여전히 일본에서 인기가 높다.

아시아 지역의 스트리밍 일간 랭킹 TOP10 중 절반 가까이를 한국 드라마가 차지하고 있다. 글로벌 OTT 사업자들이 아시아 시장 진출을 위한 교두보로 한국 콘텐츠 확보를 위해 치열한 경쟁을 펼칠 것으로 보인다. 동사는 높아진 글로벌 레퍼런스를 바탕으로 최근 아마존, 애플 TV+, HBO Max 등의 글로벌 사업자와 콘텐츠 협의 중에 있는데, 호텔 델루나의 경우 미국 제작사 스카이댄스에서 리메이크를 확정지었다. 공동제작으로 참여하기 때문에 수익성이 큰 폭으로 상승할 것으로 전망된다. 동사는 높아진 글로벌 레퍼런스를 바탕으로 다양한 글로벌 OTT 사업자와 협력하며 해외 판매 호조세를 이어갈 것으로 기대한다.

도표 147 동남아시아 국가별 넷플릭스 내 '사이코지만 괜찮아' 시청 TOP10 지속 일수



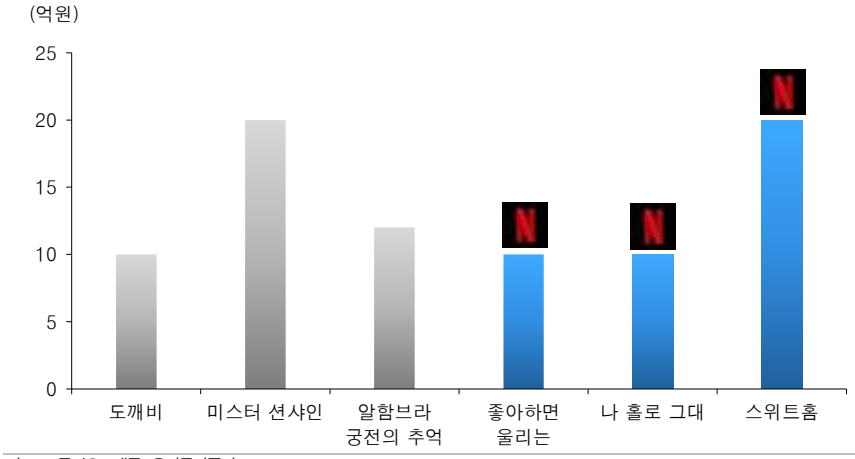
자료: Flixpatrol, 유진투자증권

(2) 높아진 글로벌 레퍼런스로 작품 수익성 확대

'도깨비', '미스터 션샤인', '알함브라 궁전의 추억' 등 회당 제작비가 10 억이 넘어가는 대작들의 연이은 흥행에 힘입어 동사는 글로벌 시장에서 협상력을 발휘할 수 있는 콘텐츠 제작사로 자리매김했다.

동사의 높아진 글로벌 레퍼런스는 넷플릭스와의 오리지널 콘텐츠 제작에서 볼 수 있다. 오리지널 콘텐츠는 넷플릭스가 제작비를 지원하고 IP 를 가져가는 대신, 10~20% 수준의 안전마진을 보장해주는 구조이다. 2019 년 3 분기 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 '좋아하면 울리는'을 시작으로 올해 1 분기 제작된 '나 홀로 그대'는 모두 회당 제작비 약 10 억원에 10% 수준의 마진을 보장받았다. 올해 4 분기 편성이 예정된 '스위트홈'은 회당 제작비로 약 2-30 억원이 투입되고 작품 수익성은 20% 수준이 될 것으로 추정된다. 작품의 제작 규모도 커지고 수익성도 높아진 주된 이유는 콘텐츠 제작사로서 동사의 협상력이 높아졌기 때문이다. 실제로 올해 상반기 기준 ASP 는 작년 대비 25% 정도 상승한 것으로 추정되는데, 강력한 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 동사의 ASP 상승 추세는 계속 이어질 것으로 전망된다. 높아진 판매 단가는 판매 매출을 큰 폭으로 상승시켜 수익성 확대에 기여할 것으로 보인다.

도표 148 작품별 회당 제작비 현황



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

III. 기업 개요

명실상부 국내 1 위 드라마 제작사

스튜디오드래곤의 전신은 CJ ENM 의 드라마 사업본부로, 2016 년 물적분할된 후 2017 년 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 드라마의 기획부터 제작, 판매까지 종합적으로 담당하는 국내 최초의 드라마 스튜디오로 자리매김했다.

동사는 2020 년 2 분기말 기준으로 총 226 명의 크리에이터를 보유하고 있으며, 연간 30 편 내외의 제작 능력을 확보하고 있다. 화앤담픽쳐스(김은숙 작가), 문화창고(박지은 작가), KPJ(김영현, 박상연 작가), 지티스트(노희경 작가) 등 핵심 제작사들을 자회사로 인수하고 스타 작가들과의 계약을 꾸준히 유지해오고 있으며, 이응복 감독, 김규태 감독 등 국내 최고 수준의 제작 및 연출 인력을 확보하고 있다.

동사는 웹툰을 기반으로 한 '미생', 장르물을 대중화 시킨 '시그널', 설화를 바탕으로 한 '푸른 바다의 전설', 미국 드라마를 리메이크 한 '굿와이프' 등 완성도 높은 다양한 장르의 드라마를 다수 제작하며 독보적인 시장 경쟁력을 점유하고 있다.

2020 년 2 분기 기준 동사의 최대주주는 58.2%를 보유하고 있는 CJ ENM 이다. 작년 11 월 최대주주의 지분 양도로 넷플릭스가 4.99% 지분을 보유하면서 2 대 주주로 올라섰다.

도표 149 국내 최고 수준의 제작 및 연출 역량 확보



자료: 스튜디오드래곤, 유진투자증권

스튜디오드래곤(253450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**512**	**582**	**620**	**680**	**756**
유동자산	247	244	285	385	504
현금성자산	159	115	147	237	337
매출채권	69	84	92	102	120
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	335	295	252
투자자산	66	103	143	149	155
유형자산	1	1	2	0	0
기타	199	233	191	146	97
부채총계	**111**	**153**	**151**	**158**	**170**
유동부채	108	145	143	150	163
매입채무	55	64	59	66	77
유동성이자부채	0	2	4	4	4
기타	53	79	80	80	81
비유동부채	3	8	8	8	8
비유동이자부채	2	8	7	7	7
기타	1	0	0	0	0
자본총계	**401**	**428**	**469**	**522**	**586**
지배지분	401	428	469	522	586
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
이익잉여금	68	94	134	187	251
기타	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**401**	**428**	**469**	**522**	**586**
총차입금	2	10	11	11	11
순차입금	(157)	(106)	(136)	(225)	(326)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**380**	**469**	**541**	**599**	**674**
증가율(%)	32.4	23.5	15.5	10.6	12.5
매출원가	324	421	469	514	575
매출총이익	**56**	**48**	**72**	**85**	**98**
판매 및 일반관리비	16	19	21	24	26
기타영업손익	11	22	8	19	6
영업이익	**40**	**29**	**51**	**61**	**72**
증가율(%)	21.0	(28.1)	79.0	18.0	19.4
EBITDA	**115**	**146**	**186**	**180**	**194**
증가율(%)	55.1	26.4	28.0	(3.6)	7.9
영업외손익	**6**	**4**	**1**	**4**	**4**
이자수익	4	3	3	4	4
이자비용	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	2	1	(1)	1	(0)
세전순이익	**46**	**33**	**52**	**65**	**76**
증가율(%)	50.8	(27.6)	58.8	23.2	17.4
법인세비용	10	7	12	12	12
당기순이익	**36**	**26**	**41**	**53**	**64**
증가율(%)	50.3	(26.3)	53.9	29.2	21.6
지배주주지분	36	26	41	53	64
증가율(%)	50.3	(26.3)	53.9	29.2	21.6
비지배지분	0	0	(0)	0	0
EPS(원)	**1,278**	**942**	**1,447**	**1,869**	**2,273**
증가율(%)	50.3	(26.3)	53.7	29.2	21.6
수정EPS(원)	1,278	942	1,447	1,869	2,273
증가율(%)	50.3	(26.3)	53.7	29.2	21.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**(25)**	**(12)**	**83**	**168**	**179**
당기순이익	36	26	41	53	64
자산상각비	75	117	135	119	121
기타비현금성손익	(1)	1	8	0	0
운전자본증감	(135)	(143)	(93)	(3)	(6)
매출채권감소(증가)	(27)	(22)	(13)	(11)	(18)
재고자산감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무증가(감소)	26	9	(5)	7	11
기타	(134)	(130)	(75)	0	0
투자현금	**136**	**(81)**	**(20)**	**(80)**	**(80)**
단기투자자산감소	(5)	(19)	21	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	0	1	4	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(30)	(72)	(72)
재무현금	**(10)**	**(0)**	**(1)**	**0**	**0**
차입금증가	(10)	0	(1)	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**102**	**(93)**	**63**	**89**	**99**
기초현금	51	153	60	123	211
기말현금	153	60	123	211	311
Gross Cash flow	120	150	183	172	185
Gross Investment	(6)	205	134	82	85
Free Cash Flow	**126**	**(55)**	**49**	**90**	**101**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	942	1,447	1,869	2,273
BPS	14,305	15,242	16,701	18,570	20,843
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	72.3	85.9	60.3	46.7	38.4
PBR	6.5	5.3	5.2	4.7	4.2
EV/ EBITDA	21.1	14.9	12.4	12.4	11.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	21.6	15.1	13.4	14.3	13.2
수익성(%)					
영업이익율	10.5	6.1	9.5	10.1	10.7
EBITDA이익율	30.3	31.1	34.4	30.0	28.8
순이익율	9.4	5.6	7.5	8.8	9.5
ROE	9.3	6.4	9.1	10.6	11.5
ROIC	14.6	8.2	12.6	16.7	23.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(39.1)	(24.6)	(28.9)	(43.2)	(55.6)
유동비율	228.4	168.4	199.2	256.0	309.8
이자보상배율	343.0	58.1	96.4	124.5	148.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.1	6.1	6.2	6.2	6.1
재고자산회전율	405.4	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	8.7	7.8	8.8	9.6	9.4

T · M · T

Media/Contents/Ads 이현지
02)368-6199
hjlee1@eugenefn.com

제일기획(030000.KS)

흔들림 없는 편안함

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	26,000 원
현재주가(10/13)	21,500 원

Key Data	(기준일: 2020.10.13)
KOSPI(pt)	2,403
KOSDAQ(pt)	872
액면가(원)	200
시가총액(십억원)	2,473
52 주 최고/최저(원)	26,500 / 11,550
52 주 일간 Beta	1.16
발행주식수(천주)	115,041
평균거래량(3M,천주)	622
평균거래대금(3M,백만원)	11,862
배당수익률(20F, %)	3.9
외국인 지분율(%)	30.9
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 (외 6 인)	28.6
자사주 (외 1 인)	12.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.2	26.1	32.3	-12.6
KOSPI 대비상대수익률	12.9	16.2	0.7	-30.1

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	3,422	2,881	3,216
영업이익(십억원)	206	208	231
세전계속사업손익(십억원)	210	211	234
당기순이익(십억원)	139	145	161
EPS(원)	1,200	1,236	1,378
증감률(%)	6.4	3.0	11.4
PER(배)	20.0	17.4	15.6
ROE(%)	15.1	14.5	15.1
PBR(배)	2.9	2.4	2.3
EV/EBITDA(배)	10.2	8.6	7.6

▪ 투자의견 BUY, 목표주가 26,000 원으로 커버리지 개시

제일기획에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 26,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,484 원에 Target PER 17.2 배(2017 년~2019 년 평균 12MF PER)를 적용해 산정했다.

▪ 1 등의 탄탄한 사업구조

1) 계열과 비계열의 조화: 동사의 최대 광고주는 삼성전자로 70%에 달하는 캡티브 물량을 바탕으로 안정적인 실적을 기록하고 있다. 하반기 삼성전자의 신제품 출시에 따른 광고지출비 증가가 예상됨에 따라 동사의 실적도 상반기 대비 개선될 것으로 전망한다. 동사는 성장성이 높은 해외 시장에서 꾸준한 M&A 를 통해 글로벌 거점을 확대하고 있다. 향후에도 크고 작은 M&A 를 통해 비계열 광고주 확보를 통한 비유기적 성장을 지속할 것으로 전망한다.

2) 디지털 역량 확대: 동사는 디지털과 데이터 기반의 회사를 다수 인수하며 디지털 역량을 내재화했다. 삼성닷컴 비즈니스의 고성장세와 캡티브 물량의 디지털 전환이 가속화되며 성장하는 디지털 시장의 수혜를 선점하고 있다. 현재 동사의 디지털 비중은 전체의 42%로 2020 년에는 비중이 더욱 높아질 것으로 예상한다.

3) 배당 매력 부각: 동사는 최근 2 년간 배당성향 60%를 유지하며 주주친화정책을 적극적으로 펼치고 있다. 올해 예상 DPS 는 840 원으로 시가배당수익률은 3.9%가 예상된다. 대규모 M&A 가 없다면 현재 수준의 배당성향이 유지될 것이다.

▪ 갈수록 좋아질 일만 남았다

2020 년 동사의 매출총이익과 영업이익은 1 조 1,154 억원, 2,082 억원으로 전년대비 -4.3%, +1.2% 성장할 것으로 전망한다. 현재 주가는 디지털 사업에 힘입어 코로나 이전 수준의 91%까지 회복했다. 코로나 19 로 인한 상반기 최악의 업황은 바닥을 다졌다. 외형 축소에도 불구하고 판관비 효율화를 통해 올해 연간 플러스 영업이익 성장률을 기록해 1 등 사업자의 탄탄한 체력을 보여줄 것이다. 12MF 기준 PER 15 배로 밸류에이션 매력도 크다. 올해 예상 시가배당수익률은 3.9%로 배당 매력도 부각된다. 하반기로 갈수록 좋아질 일만 남았다.

I. 실적 전망 및 밸류에이션

1. 밸류에이션

제일기획에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 26,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,484 원에 Target PER 17.2 배를 적용해 산출했다. Target PER 배수는 수익성 개선으로 주가 상승이 이어지던 2017 년~2019 년의 지난 3 개년 평균 12MF PER 배수를 적용했다.

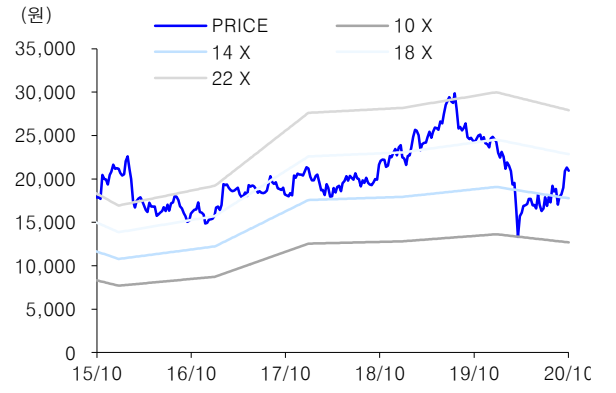
현재 주가는 코로나 이전의 91%까지 회복했다. 12MF 기준 PER 15.0 배로 밸류에이션 매력도 크다. 최악의 업황에도 불구하고 매출총이익 내 높은 디지털 비중으로 외풍을 이겨냈다. 디지털 위주의 신규 광고주 개발과 꾸준히 이어지는 비용 효율화 전략으로 전년대비 외형이 소폭 축소됨에도 불구하고 개선된 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다. 2 분기를 기점으로 주가의 바닥을 다졌다고 판단한다.

도표 150 제일기획 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 12MF 지배주주순이익	150	
② Target PER(배)	17.2	과거 3개년 평균 12MF PER
③ 기업가치	**2,586**	**③=①*②**
④ 주식수(천주)	101,279	
⑤ 주당가치(원)	25,532	⑤=③/④
⑥ 목표주가(원)	**26,000**	
상승여력(%)	20.9%	
현재주가(원)	21,500	

자료: 제일기획, 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

도표 151 제일기획 12MF PER 밴드차트



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 152 제일기획 12MF PBR 밴드차트



자료: 제일기획, 유진투자증권

2. 실적 전망

제일기획의 3 분기 예상 실적은 매출총이익 2,749 억원, 영업이익 565 억원으로 전년 동기대비 각각 -3.3%, +7.3% 성장할 것으로 예상한다. 코로나19 영향에 따라 본사 매출총이익은 당초 감익을 전망했으나 본사 매출이 빠른 속도로 회복됨에 따라 3 분기를 기점으로 플러스 성장세로 전환될 것으로 전망한다. 해외는 디지털 전환이 이루어지고 있는 동남아, 디지털 비중이 높은 중국, 캡티브 물량 확보로 물량 내재화가 이루어지고 있는 미국을 중심으로 상반기 대비 역성장 폭을 완화할 것으로 전망한다.

2020 년 연간 매출총이익과 영업이익은 각각 1 조 1,154 억원(-4.3%yoy), 2,082 억원(+1.2%yoy)으로 코로나19 로 인한 최악의 업황에도 불구하고 비용 효율화 노력에 힘입어 전년대비 영업이익 성장을 기록할 것으로 전망된다.

도표 153 제일기획 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	812	863	843	903	681	643	713	844	3,422	2,881	3,216
YoY (%)	*0.0%*	*-5.2%*	*-3.0%*	*1.9%*	*-16.1%*	*-25.5%*	*-15.4%*	*-6.6%*	*-1.6%*	*-15.8%*	*11.6%*
매출원가	559	555	559	583	424	380	438	523	2,257	1,766	2,037
매출총이익	**253**	**308**	**284**	**320**	**257**	**263**	**275**	**320**	**1,165**	**1,115**	**1,178**
YoY (%)	*7.4%*	*12.9%*	*8.3%*	*2.6%*	*1.8%*	*-14.6%*	*-3.3%*	*0.1%*	*7.6%*	*-4.3%*	*5.6%*
본사	**55**	**84**	**71**	**93**	**58**	**75**	**72**	**95**	**303**	**301**	**312**
YoY (%)	*-6.3%*	*4.2%*	*-0.6%*	*2.8%*	*6.9%*	*-9.9%*	*0.9%*	*2.0%*	*0.6%*	*-0.7%*	*3.9%*
매체대행	24	33	36	54	22	27	36	55	146	140	145
광고제작	31	50	36	40	36	49	36	40	157	161	167
해외자회사	**198**	**224**	**213**	**227**	**199**	**188**	**203**	**225**	**862**	**815**	**866**
YoY (%)	*11.9%*	*16.5%*	*11.6%*	*2.5%*	*0.4%*	*-16.3%*	*-4.7%*	*-0.7%*	*10.3%*	*-5.5%*	*6.3%*
유럽	70	79	75	82	71	60	65	77	306	275	294
중국	52	60	53	61	43	50	53	62	226	208	214
서남아	17	18	18	18	18	16	16	18	72	68	71
북미	14	16	14	13	17	16	15	14	57	62	70
중남미	14	16	16	16	16	14	16	17	63	62	69
동남아	13	14	14	15	14	14	14	16	56	57	61
중동	9	12	10	12	10	11	10	12	43	43	46
CIS	4	4	5	5	5	3	5	5	17	18	18
아프리카	2	2	2	2	3	2	2	2	9	9	9
기타	4	3	5	2	3	3	5	2	14	12	13
판관비	220	239	232	269	227	209	218	253	959	907	948
영업이익	**32**	**69**	**53**	**52**	**31**	**54**	**57**	**67**	**206**	**208**	**231**
영업이익률(%)	*4.0%*	*8.0%*	*6.2%*	*5.7%*	*4.5%*	*8.4%*	*7.9%*	*8.0%*	*6.0%*	*7.2%*	*7.2%*
영업이익률 (GP 대비)	*12.7%*	*22.5%*	*18.5%*	*16.1%*	*11.9%*	*20.4%*	*20.6%*	*21.0%*	*17.7%*	*18.7%*	*19.6%*
YoY (%)	*23.5%*	*19.2%*	*14.2%*	*1.7%*	*-5.1%*	*-22.5%*	*7.3%*	*30.6%*	*13.6%*	*1.2%*	*10.9%*
세전이익	36	67	54	53	36	49	58	69	210	211	234
당기순이익	**23**	**44**	**36**	**37**	**25**	**33**	**39**	**48**	**139**	**146**	**161**
지배주주순이익	**23**	**44**	**35**	**36**	**24**	**33**	**39**	**46**	**138**	**142**	**159**
지배이익률(%)	*2.8%*	*5.1%*	*4.1%*	*4.0%*	*3.5%*	*5.2%*	*5.4%*	*5.5%*	*4.0%*	*4.9%*	*4.9%*
YoY (%)	*18.1%*	*-3.6%*	*12.0%*	*8.1%*	*5.1%*	*-24.0%*	*11.0%*	*27.2%*	*6.4%*	*3.1%*	*11.3%*

자료: 유진투자증권

II. 투자 포인트

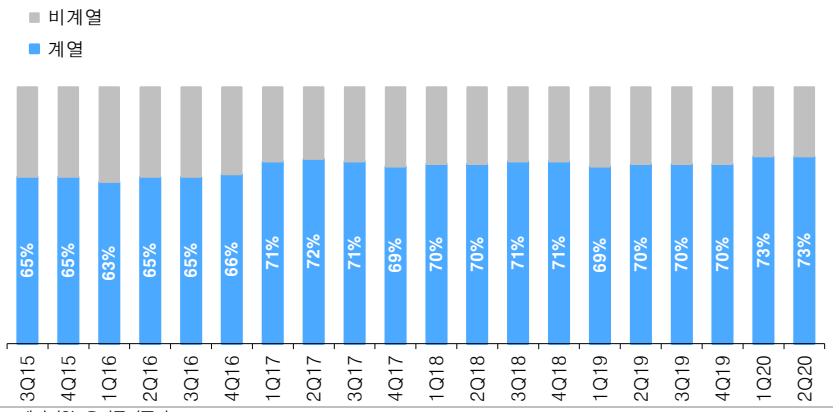
1. 풍부한 성장 가능성

(1) 국내 최대 광고주 삼성전자를 캡티브로 보유

광고대행사에게 가장 중요한 성장 요인은 안정적인 광고주 확보에 있다. 광고주와 한번 관계를 맺으면 제품 판매에서부터 브랜드 전략까지 모든 부분을 공유하기 때문에 광고주가 쉽게 이탈하지 않는다는 장점이 있는 반면 그만큼 신뢰관계가 형성되어야 하기 때문에 신규 광고주의 개발이 쉽지 않다는 단점도 있다.

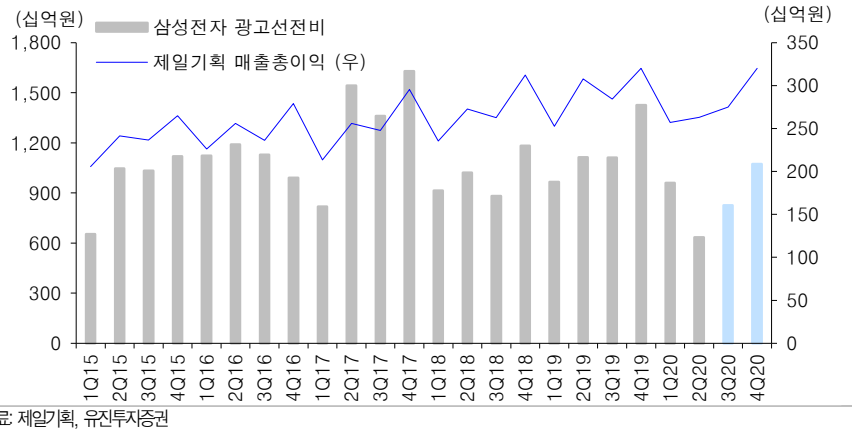
동사는 국내 최대 광고주인 삼성전자를 캡티브로 보유하며 안정적으로 광고 대행 물량을 확보하고 있다. 삼성전자의 올해 8 월 누계 4 대 매체(TV, 신문, 라디오, 잡지) 광고비는 1,865 억원으로 추정되는데 이는 삼성전자의 작년 한 해 동안의 광고비의 95% 수준이다. 삼성전자의 국내 광고 물량을 동사에서 전부 대행하고 있기 때문에 삼성전자의 광고지출비가 늘어나면 동사에게도 수혜가 된다. 올해 하반기 삼성전자에서 신제품이 대거 공개되며 광고지출비가 증가할 것으로 전망됨에 따라 동사 매출총이익도 같이 증가할 것으로 예상된다.

도표 154 캡티브 물량 덕분에 안정적인 매출총이익 시현 가능



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 155 삼성전자 광고선전비 증감에 따라 제일기획 매출총이익도 변동



자료: 제일기획, 유진투자증권

(2) 꾸준한 M&A 로 비유기적 성장 추구

광고대행사는 일반적으로 M&A 를 통해 비유기적 성장을 도모한다. 동사는 2008 년 영국의 광고회사 BMB 인수를 시작으로 크고 작은 해외 광고회사들을 인수하며 비계열 물량을 확대해왔다. 동사의 주력 판매 시장은 유럽과 중국으로, 전체 해외매출의 60% 이상을 차지하는 지역이다. 2009 년 중국의 디지털 마케팅 회사인 펑타이(Pengtai)와 2014 년 영국의 디지털 쇼퍼 마케팅 회사인 아이리스(Iris) 인수 효과로 해당 지역에서 비계열 광고주 물량을 다수 확보할 수 있었다. 특히 아이리스 인수 이후 삼성전자 단일 광고주 비중이 76%에서 다음해 65%로 축소되며 M&A 를 통한 비계열 물량 확보 효과를 톡톡히 누렸다.

동사는 미국, 영국 등의 선진 시장에서는 사업 다각화와 확대에 집중하는 방향으로 M&A 전략을 펼치고, 서남아, 중남미 등 성장세가 높은 신흥 시장에서는 시장 선점을 위해 지역별로 차별화된 M&A 전략을 구사해 미래사업 기반 확보에 적극적으로 나서고 있다.

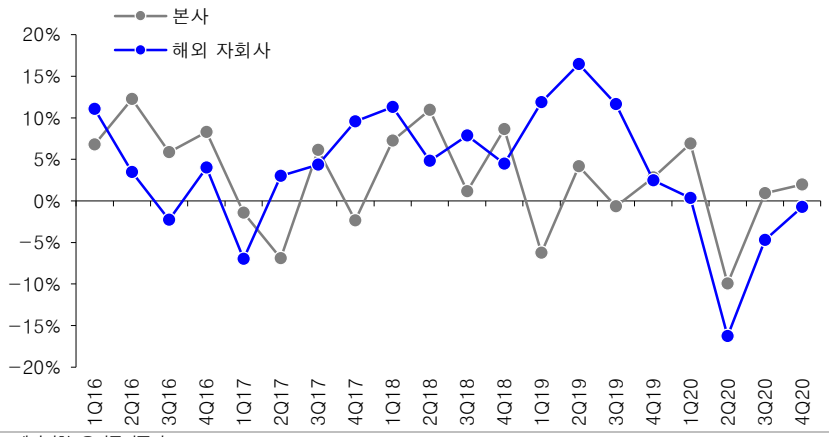
2020 년 2 분기말 동사가 보유하고 있는 현금성 자산은 4,728 억원으로 이는 아이리스 정도의 대형 M&A 를 4 개는 거뜬히 할 수 있는 수준이다. 풍부한 유동성을 바탕으로 추가적인 M&A 의 가능성이 열려있기 때문에 고성장세를 이어가고 있는 해외 시장을 중심으로 비유기적 성장을 지속할 것으로 전망한다.

도표 156 제일기획 M&A 추이

인수 시기	인수기업명	지역	설립시기	사업분야	주요 광고주
2008.11	BMB(Beattie McGuinness Bungay)	영국	1999 년	크리에이티브	Linked-In, Microsoft, New Balance
2009.09	펑타이(PengTai Greater China)	중국	2000 년	디지털마케팅	ICBC, CCBC, Huawei, China Unicom, Line, KoreanAir
2009.12	TBG(The Barbarian Group)	미국	2001 년	디지털 크리에이티브	GE, Google, Pepsi, IBM, Intel, Bloomberg
2011.02	원에이전시(One Agency)	UAE	2011 년	리테일마케팅	Samsung, GM, LS, KOGAS
2012.07	맥키니(Mckinney)	미국	1969 년	크리에이티브	ESPN, Mizuno, Carmax, Crocs
2012.08	브라보아시아(Bravo Asia)	중국	2006 년	크리에이티브	Pepsi, Porsche, ebay, Minute Maid, New Balance
2014.11	아이리스(Iris)	영국	1999 년	디지털리테일	Shell, Guinness, Adidas, BMW, Diageo
2016.04	파운디드(Founded)	영국	2012 년	B2B 마케팅	Uniqlo, Sony, SAP, Financial Times
2017.03	PSL(Pricing Solutions Ltd)	캐나다	1993 년	B2B 마케팅	Lego, Allergan
2017.11	아톰 42(Atom 42)	영국	2007 년	디지털마케팅	NAH, Match.com, Drink Away
2018.05	센트레이드(Cheil Centrade)	루마니아	1993 년	디지털마케팅	동유럽지역 닷컴 비즈니스 운영, P&G, Raiffeisen
2018.06	익스피리언스커머스(Exp. Commerce)	인도	2006 년	디지털마케팅	Lenovo, MRF, Wipro, Ambuja Cement, Castrol
2018.11	89 디그리스(89 Degrees)	미국	1996 년	마케팅 전략	IKEA, Jeep, Marriott, Sanofi
2018.11	WDMP	영국	2002 년	크리에이티브	Wyevale garden centre, Wonga, Vonage, Just eat
2018.11	픽서스그룹(Fixers Group)	네덜란드	2005 년	마케팅 전략	Adidas, Samsung, Heineken, BMW mini, Shell, Reebok
2020.06	컬러데이터(ColourData)	중국	2014 년	디지털마케팅	Samsung, Pfizer, Schneider Electric

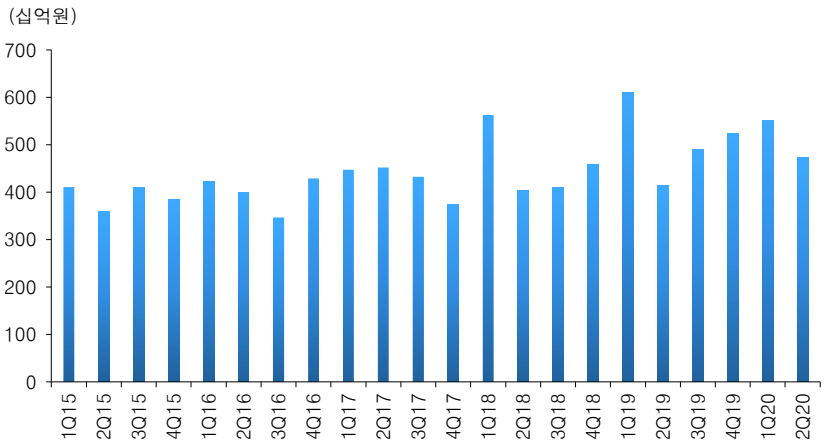
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 157 고성장세를 지속하고 있는 해외 시장



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 158 제일기획 보유 현금성 자산 추이



자료: 제일기획, 유진투자증권

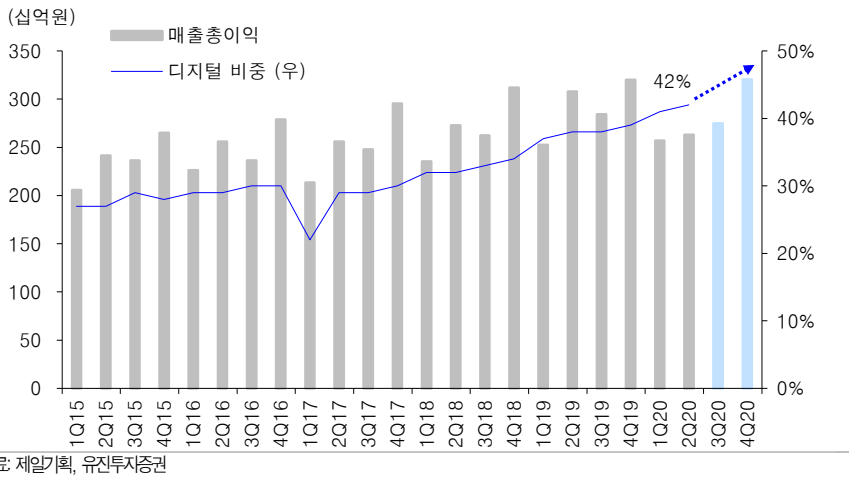
2. 디지털 전환 가속화

코로나19 장기화에도 끄떡없는 사업구조

동사는 삼성전자의 '삼성닷컴' 비즈니스를 운영하며 디지털 비중을 확대해오고 있다. 삼성닷컴은 삼성전자의 온라인 플랫폼으로 전체적인 디자인은 삼성전자의 오프라인 매장과 동일하지만 사이트 내의 UI/UX 는 삼성전자가 진출한 국가에 맞게 현지화 마케팅이 이루어져있다. 홈페이지 제작에만 그치는 것이 아니라 삼성전자의 브랜드별 사이트 등 내부에서 파생되는 영역이 넓고 이커머스로도 영역이 확대되기 때문에 성장 잠재력이 높은 비즈니스이다. 특히 유럽, 중남미 지역에서 닷컴 비즈니스가 고성장을 지속하며 디지털 비중 확대를 견인하고 있다. 또한 최근 삼성전자의 갤럭시 언팩 행사가 온라인으로 진행되며 캡티브 물량의 디지털 전환에 따라 사업 내 디지털 비중이 확대되고 있다.

동사는 M&A 를 통해 비계열 광고주 물량을 확보하는 것은 물론 디지털과 리테일 기반의 광고회사를 다수 인수하며 디지털 역량을 내재화하고 있다. 주요 디지털 자회사인 중국의 펑타이(Pengtai)와 미국의 TBG(The Barbarian Group)가 꾸준히 성장하며 현지 자회사를 통한 디지털 사업 비중이 매년 증가하고 있다. 특히 올해 6 월 중국의 소셜미디어 빅데이터 전문 분석업체인 '컬러데이터' 인수를 통해 디지털 시장에 필요한 데이터 분석 능력을 확보했다. 코로나 19 가 장기화되며 오프라인 행사, 이벤트 등의 대면 마케팅 위주인 BTL 물량이 축소되며 디지털로의 사업 전환이 요구되는 상황에서 동사는 디지털 마케팅에 특화된 신규 비계열 광고주를 다수 영입하며 디지털로의 사업 재편을 가속화하고 있다. 2020 년 2 분기말 기준 동사의 디지털 비중은 전체의 42%로 향후 디지털 비중은 빠른 속도로 확대될 것으로 기대된다.

도표 159 전체 매출총이익의 42%까지 올라온 디지털 비중



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 160 삼성닷컴 플랫폼



자료: 삼성닷컴, 유진투자증권

도표 161 이커머스로 확장되는 삼성닷컴 플랫폼



자료: 삼성닷컴, 유진투자증권

도표 162 최근 온라인으로 진행된 삼성전자의 갤럭시 언팩 행사



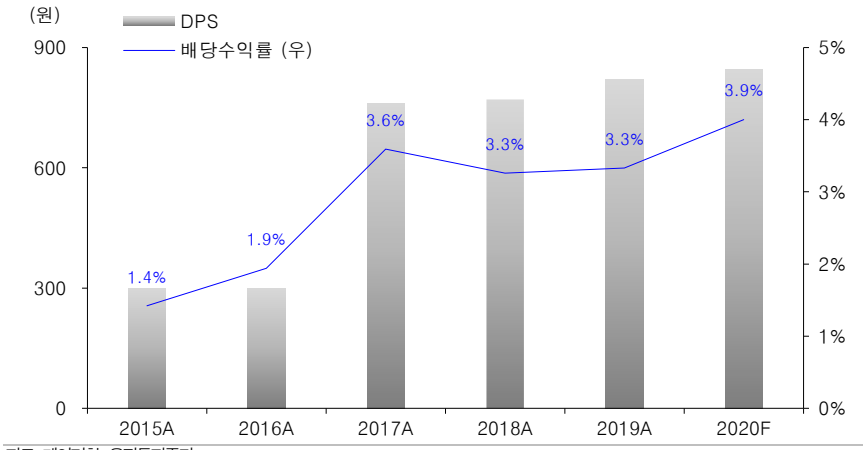
자료: 언론보도, 유진투자증권

3. 배당 매력 부각

배당성향 60%에서 보는 동사의 주주친화정책

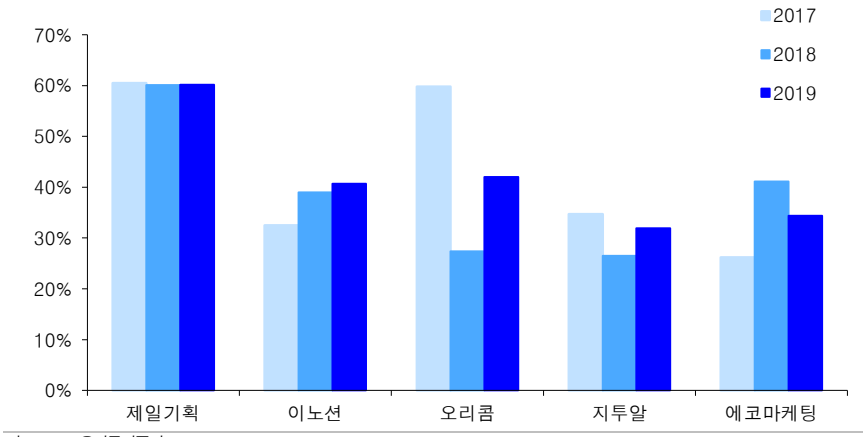
동사는 투자금액이 많이 들어가는 대규모 M&A 가 없다면 고배당 정책을 유지할 것으로 보인다. 최근 2 년간 배당성향 60%를 유지해왔고 올해도 전년 수준의 배당성향을 유지할 것으로 보이는데, 이를 감안한 2020 년 예상 DPS 는 840 원으로 시가배당수익률은 3.9%에 달할 것으로 추정된다. 연말로 갈수록 실적 개선과 더불어 배당 메리트도 부각될 것으로 전망한다.

도표 163 배당성향 60% 유지하며 고배당 지속



자료: 제일기획, 유진투자증권

도표 164 국내 주요 광고대행사 배당성향 비교



자료: Dart, 유진투자증권

III. 기업 개요

국내 1 위 크리에이티브 광고회사

제일기획은 1973 년 삼성그룹의 인하우스 광고대행사로 설립되어 삼성전자를 포함한 계열사의 광고와 관련 마케팅을 대행하고 있다. 동사는 2008 년 영국 광고회사 BMB 인수를 시작으로 경쟁력 있는 해외 광고회사 및 디지털 회사를 꾸준히 인수하며 해외 시장과 비계열 광고주를 확장해왔다. 해외에서 발생하는 매출이 70% 이상으로, 현재 44 개 국가에 52 개 거점을 두고 있다.

동사는 2020 년 2 분기말 기준으로 총 6,698 명의 직원을 보유하고 있으며 이 중 80%는 해외 법인 및 해외자회사 인력으로 구성되어 있다. 그 중에서도 동사가 최근 집중하고 있는 데이터 기반의 디지털 부문 핵심 인력을 꾸준히 확보하며 제작 역량을 극대화하고 있다. 시장 환경 변화에 따라 전통 매체 뿐 아니라 성장하는 시장인 디지털 광고 시장의 서비스 확대를 통해 수익 규모를 확대하고 있다.

동사는 세계 3 대 광고제로 꼽히는 칸 국제 광고제, 클리오 광고제, 뉴욕페스티벌에서 다수의 수상 실적을 기록하며 본사를 포함한 세계 각 거점에서 글로벌 크리에이티브 역량을 인정받고 있다. 검증된 제작 역량을 바탕으로 비계열 신규 광고주 확보에 박차를 가할 전망이다.

2020 년 2 분기 기준 동사의 최대주주는 25.24%를 보유하고 있는 삼성전자이다. 국민연금이 11.52%를 보유하면서 2 대 주주로 올라섰다.

도표 165 44 개 국가에 52 개 거점 네트워크 운영 중



자료: 제일기획, 유진투자증권

제일기획(030000.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**2,172**	**2,253**	**2,415**	**2,511**	**2,623**
유동자산	1,802	1,770	1,943	2,038	2,147
현금성자산	450	502	672	746	836
매출채권	1,185	1,105	1,110	1,125	1,143
재고자산	40	31	28	31	31
비유동자산	370	483	472	473	476
투자자산	115	224	225	234	243
유형자산	97	94	93	97	102
기타	158	165	155	142	130
부채총계	**1,279**	**1,296**	**1,396**	**1,417**	**1,440**
유동부채	1,166	1,098	1,198	1,216	1,236
매입채무	609	593	601	614	629
유동성이자부채	14	54	141	141	141
기타	542	451	456	461	465
비유동부채	114	198	198	201	204
비유동이자부채	3	116	117	117	117
기타	110	82	81	84	87
자본총계	**893**	**957**	**1,018**	**1,094**	**1,183**
지배지분	883	947	1,010	1,085	1,174
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	124	124	124	124	124
이익잉여금	1,143	1,196	1,255	1,330	1,419
기타	(407)	(396)	(392)	(392)	(392)
비지배지분	10	10	9	9	9
자본총계	**893**	**957**	**1,018**	**1,094**	**1,183**
총차입금	18	169	259	259	259
순차입금	(432)	(332)	(413)	(488)	(577)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**3,478**	**3,422**	**2,881**	**3,216**	**3,331**
증가율(%)	3.0	(1.6)	(15.8)	11.6	3.6
매출원가	2,395	2,257	1,766	2,037	2,097
매출총이익	**1,083**	**1,165**	**1,115**	**1,178**	**1,234**
판매 및 일반관리비	902	959	907	948	982
기타영업손익	5	6	(5)	4	4
영업이익	**181**	**206**	**208**	**231**	**253**
증가율(%)	15.7	13.6	1.2	10.9	9.5
EBITDA	**219**	**238**	**240**	**262**	**284**
증가율(%)	13.2	8.7	0.9	9.4	8.2
영업외손익	**9**	**4**	**3**	**3**	**5**
이자수익	8	9	8	9	9
이자비용	1	6	7	7	7
지분법손익	(0)	0	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	2	0	3	3	4
세전순이익	**190**	**210**	**211**	**234**	**258**
증가율(%)	15.2	10.2	0.6	10.9	10.0
법인세비용	59	70	66	73	80
당기순이익	**132**	**139**	**145**	**161**	**177**
증가율(%)	2.7	5.8	4.2	10.9	10.0
지배주주지분	130	138	142	159	174
증가율(%)	2.0	6.4	3.0	11.4	9.7
비지배지분	2	1	3	3	3
EPS(원)	**1,128**	**1,200**	**1,236**	**1,378**	**1,512**
증가율(%)	2.0	6.4	3.0	11.4	9.7
수정EPS(원)	1,128	1,200	1,236	1,378	1,512
증가율(%)	2.0	6.4	3.0	11.4	9.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**191**	**202**	**157**	**192**	**210**
당기순이익	132	139	145	161	177
자산상각비	37	32	32	31	31
기타비현금성손익	2	(2)	27	2	1
운전자본증감	5	(39)	(38)	(3)	0
매출채권감소(증가)	89	78	(2)	(16)	(17)
재고자산감소(증가)	(40)	9	3	(3)	(1)
매입채무증가(감소)	(123)	(43)	7	13	15
기타	79	(84)	(46)	3	3
투자현금	**(57)**	**(26)**	**(29)**	**(39)**	**(41)**
단기투자자산감소	(17)	0	(1)	(6)	(6)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(2)	(2)
설비투자	20	23	19	22	23
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(5)	(3)	(1)	(1)	(1)
재무현금	**(94)**	**(136)**	**(8)**	**(83)**	**(85)**
차입금증가	1	(37)	(7)	0	0
자본증가	(78)	(78)	(83)	(83)	(85)
배당금지급	78	78	83	83	85
현금 증감	**40**	**40**	**121**	**69**	**84**
기초현금	328	368	408	529	598
기말현금	368	408	529	598	682
Gross Cash flow	238	302	204	194	209
Gross Investment	35	65	66	36	34
Free Cash Flow	**203**	**237**	**138**	**158**	**175**

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,128	1,200	1,236	1,378	1,512
BPS	7,672	8,229	8,778	9,434	10,207
DPS	770	820	840	940	1,030
밸류에이션(배,%)					
PER	20.0	20.0	17.4	15.6	14.2
PBR	2.9	2.9	2.4	2.3	2.1
EV/ EBITDA	9.9	10.2	8.6	7.6	6.7
배당수익율	3.4	3.3	3.9	4.4	4.8
PCR	10.9	9.2	12.1	12.7	11.8
수익성(%)					
영업이익율	5.2	6.0	7.2	7.2	7.6
EBITDA이익율	6.3	6.9	8.3	8.2	8.5
순이익율	3.8	4.1	5.0	5.0	5.3
ROE	15.0	15.1	14.5	15.1	15.4
ROIC	27.2	26.2	24.1	27.0	29.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(48.4)	(34.7)	(40.5)	(44.6)	(48.8)
유동비율	154.5	161.2	162.1	167.6	173.8
이자보상배율	230.8	36.5	29.5	31.3	34.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.6	1.5	1.2	1.3	1.3
매출채권회전율	2.8	3.0	2.6	2.9	2.9
재고자산회전율	n/a	97.1	98.6	110.1	107.2
매입채무회전율	5.1	5.7	4.8	5.3	5.4

자료: 유진투자증권

T · M · T

Media/Contents/Ads 이현지
02)368-6199
hjlee1@eugenefn.com

이노션(214320.KS)

2021 년이 기대된다

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	**68,000 원**
현재주가(10/13)	**55,300 원**

Key Data	(기준일: 2020.10.13)
KOSPI(pt)	2,403
KOSDAQ(pt)	872
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,106
52 주 최고/최저(원)	77,000 / 41,300
52 주 일간 Beta	1.07
발행주식수(천주)	20,000
평균거래량(3M,천주)	86
평균거래대금(3M,백만원)	4,474
배당수익률(20F, %)	2.7
외국인 지분율(%)	28.4
주요주주 지분율(%)	
정성이 (외 3 인)	28.7
NHPEA IV Highlight Holdings AB (외 1 인)	18.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	22.1	1.1	-15.1
KOSPI 대비상대수익률	8.2	12.1	-30.5	-32.6

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,274	1,283	1,428
영업이익(십억원)	122	106	137
세전계속사업손익(십억원)	128	116	146
당기순이익(십억원)	95	83	103
EPS(원)	3,681	3,106	3,895
증감률(%)	-4.2	-15.6	25.4
PER(배)	19.3	17.8	14.2
ROE(%)	9.9	8.0	9.5
PBR(배)	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.9	4.7	3.6

▪ 투자의견 BUY, 목표주가 68,000 원으로 커버리지 개시

이노션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 68,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021 년 예상 EPS 에 Target PER 17.4 배(상장 이후 5 개년 평균 PER)를 적용해 산정했다.

▪ 현대기아차와 함께하는 외형 성장

1) 쏟아지는 캡티브 물량: 하반기에는 캡티브 광고주의 신차 모멘텀이 확대됨에 따라 현대기아차의 국내 광고 물량을 전부 대행하고 있는 동사의 실적도 상반기 대비 개선될 것으로 전망한다. 2021 년에는 현대차의 친환경차 라인업 확대와 기아차의 글로벌 CI 변경이 예정되어 있어 광고지출비의 큰폭 증가가 예상된다. 하반기부터 이어지는 신차 모멘텀에 힘입어 동사의 외형과 수익성이 모두 개선될 것으로 전망한다.

2) 해외시장의 높은 성장세 지속: 동사는 미주 지역에서 꾸준히 계열 물량을 내재화하며 외형 성장을 이뤄왔다. 올해 초 웰콤그룹 인수 효과로 비계열 물량이 16%에서 27%로 확대되었는데, 향후 웰콤의 거점을 기반으로 신규 지역을 개발하며 해외 시장에서 높은 성장세를 지속할 것으로 예상된다. 하반기에도 두자릿수 성장을 지속할 것으로 보이며, 2020 년 해외 매출총이익은 +17.2% 성장할 것으로 전망한다.

▪ 2021 년이 대박

올해 하반기 국내는 GV70 이, 북미에는 GV80 이 출시될 예정으로 풍성한 신차 모멘텀 효과에 더해 2021 년에는 아이오닉과 제네시스의 친환경차 라인업 확대와 미주지역 제네시스 런칭, 기아차의 CI 변경이 예정되어 있다. 현대기아차의 광고비 집행이 증가할 것으로 예상됨에 따라 2021 년 동사의 매출총이익과 영업이익은 6,366 억원, 1,369 억원으로 전년대비 +10.8%, +29.6% 성장할 전망이다.

현대기아차의 마케팅 물량이 디지털 매체로 전환 움직임을 보이는 점도 긍정적이다. 최근 현대차는 올 뉴 투싼 신차 공개를 온라인 플랫폼을 통해 진행하며 프로모션 물량을 디지털로 전환했다. 향후 디지털 매체의 전환이 빠르게 이루어질 것이다.

현재 주가는 12MF 기준 PER 15 배로 역사적 저점에 근접한 수준이다. 코로나 19 로 인한 실적 부진은 주가에 이미 반영되었다고 판단한다. 상반기 최악의 업황은 지났다. 하반기에 시동을 걸어 2021 년에 폭발적인 실적 개선이 이루어질 것이다.

I. 실적 전망 및 밸류에이션

1. 밸류에이션

이노션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 68,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021 년 예상 EPS 에 Target PER 17.4 배를 적용해 산출했다. 가치 산정에 2021 년 실적을 적용한 이유는 2021 년 캡티브 물량의 확대에 힘입어 큰 폭의 실적 개선을 이룰 것으로 전망되기 때문이다. Target PER 배수는 여전히 해외에서 높은 성장을 지속하는 점과 꾸준히 M&A 를 통해 외형을 확대하는 점을 감안해 상장 이후 과거 5 개년의 평균 PER 배수를 적용했다.

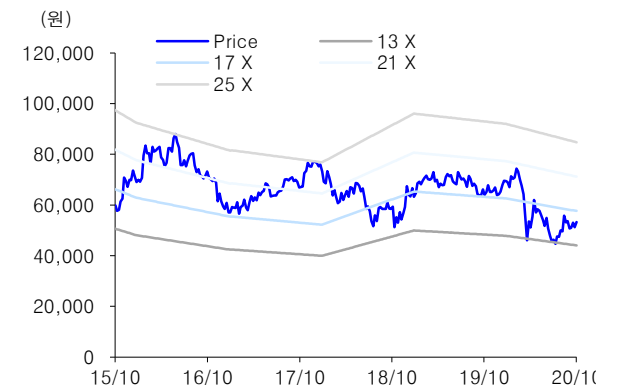
현재 주가는 12MF 기준 PER 15 배로 역사적 저점에 근접해있다. 동사는 든든한 캡티브 물량을 기반으로 해외 시장에서 높은 성장세를 지속하며 외형 성장을 이뤄오고 있다. 상반기 부진한 실적은 이미 주가에 반영되었다는 판단이다. 하반기 점진적인 주가 상승이 기대된다.

도표 166 이노션 목표주가 산정 식

구분	산정가치(십억원)	세부사항
① 2021 년 지배주주순이익	78	
② Target PER(배)	17.4	상장 이후 과거 5개년 평균 PER
③ 기업가치	**1,356**	**③=①*②**
④ 주식수(천주)	20,000	
⑤ 주당가치(원)	67,780	⑤=③/④
⑥ 목표주가(원)	**68,000**	
상승여력(%)	23.0%	
현재주가(원)	55,300	

자료: 이노션, 유진투자증권
참고: 2020.10.13 종가기준

도표 167 이노션 12MF PER 밴드차트



자료: 이노션, 유진투자증권

도표 168 이노션 12MF PBR 밴드차트



자료: 이노션, 유진투자증권

2. 실적 전망

이노션의 3 분기 예상 실적은 매출총이익 1,361 억원, 영업이익 231 억원으로 전년 동기대비 각각 +8.7%, -18.9% 성장할 것으로 예상한다. 코로나19 영향에 따라 신차 공개와 모터쇼 등의 오프라인 행사가 온라인으로 진행되며 하반기에도 BTL 물량은 부진할 것으로 전망된다. 다만 해외는 웰콤 인수효과에 힘입어 두자릿수 성장률을 보이며 고성장세를 지속할 것으로 예상된다. 3 분기에는 외형은 플러스 성장을 지속할 것으로 전망되지만 작년 말 인수한 웰콤의 인건비 부담이 이어지며 부진한 영업이익을 기록할 것으로 전망된다. 4 분기부터는 캡티브 광고주의 신차 모멘텀으로 외형 확대와 함께 영업 수익성도 전분기 대비 개선될 것으로 예상한다.

2020 년 연간 매출총이익과 영업이익은 각각 5,748 억원(+11.4%yoy), 1,056 억원(-13.3%yoy)으로 실적의 V 자 반등을 기대하기는 어렵지만 코로나19 로 인한 최악의 업황은 지나갔다고 판단한다. 올해 하반기부터 내년에 이어 캡티브 광고주의 친환경차 라인업 확대와 CI 교체 작업이 준비 중이다. 2021 년 큰 폭의 실적 개선이 기대된다. 업황 우려는 이미 주가에 반영되었다고 판단한다. 더 나빠질 게 없다.

도표 169 이노션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	311	302	302	360	344	236	323	380	1,274	1,283	1,428
YoY (%)	*1.1%*	*1.9%*	*-0.3%*	*8.2%*	*10.6%*	*-21.7%*	*7.1%*	*5.6%*	*2.8%*	*0.7%*	*11.3%*
매출원가	197	178	176	207	200	107	187	215	758	709	792
매출총이익	**114**	**124**	**125**	**153**	**144**	**130**	**136**	**165**	**516**	**575**	**637**
YoY (%)	*6.0%*	*8.4%*	*4.8%*	*17.1%*	*27.1%*	*4.2%*	*8.7%*	*7.8%*	*9.4%*	*11.4%*	*10.8%*
본사	**25**	**29**	**29**	**47**	**25**	**25**	**28**	**43**	**130**	**121**	**124**
YoY (%)	*-7.5%*	*-22.7%*	*-18.6%*	*15.4%*	*1.3%*	*-14.0%*	*-3.0%*	*-8.7%*	*-7.7%*	*-6.7%*	*2.4%*
매체대행	11	14	17	32	12	14	17	30	74	73	73
광고제작	5	3	4	4	3	4	4	4	15	15	15
옥외광고	2	2	2	1	2	2	2	1	7	7	7
프로모션	4	5	3	5	5	3	2	5	17	15	17
기타	3	5	4	5	3	3	3	3	16	11	12
해외자회사	**89**	**96**	**96**	**106**	**119**	**105**	**108**	**122**	**388**	**455**	**514**
YoY (%)	*10.4%*	*23.2%*	*14.7%*	*17.9%*	*33.6%*	*9.4%*	*12.2%*	*14.9%*	*16.5%*	*17.2%*	*13.1%*
유럽	15	14	14	12	19	17	16	17	56	70	82
미주	66	69	71	73	79	71	79	82	279	311	347
중국	1	3	2	3	2	2	2	3	10	9	10
기타지역	7	9	9	18	20	14	11	19	44	64	75
판관비	89	96	97	113	117	114	113	125	394	469	500
영업이익	**25**	**29**	**28**	**40**	**27**	**16**	**23**	**39**	**122**	**106**	**137**
영업이익률(%)	*8.0%*	*9.5%*	*9.4%*	*11.1%*	*7.9%*	*6.8%*	*7.1%*	*10.4%*	*9.6%*	*8.2%*	*9.6%*
영업이익률 (GP 대비)	*21.8%*	*23.1%*	*22.7%*	*25.9%*	*18.7%*	*12.3%*	*16.9%*	*23.9%*	*23.6%*	*18.4%*	*21.5%*
YoY (%)	*2.2%*	*-3.4%*	*-6.4%*	*18.1%*	*9.5%*	*-44.4%*	*-18.9%*	*-1.2%*	*3.1%*	*-13.3%*	*29.6%*
세전이익	28	33	32	35	31	21	26	38	128	116	146
당기순이익	**21**	**24**	**23**	**27**	**23**	**13**	**19**	**27**	**95**	**83**	**103**
지배주주순이익	**15**	**19**	**18**	**22**	**17**	**10**	**14**	**21**	**74**	**62**	**78**
지배이익률(%)	*4.9%*	6.2%	5.9%	6.1%	5.0%	4.2%	4.5%	5.4%	5.8%	4.8%	5.5%
YoY (%)	*-1.4%*	*-14.9%*	*-12.0%*	*14.0%*	*13.3%*	*-47.1%*	*-18.6%*	*-6.4%*	*-4.2%*	*-15.6%*	*25.4%*

자료: 유진투자증권

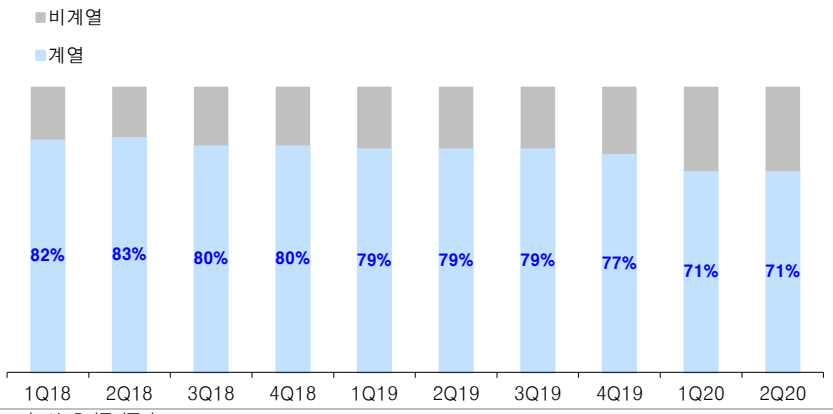
II. 투자 포인트

1. 안정적인 캡티브 물량

현대기아차가 이끄는 외형 성장

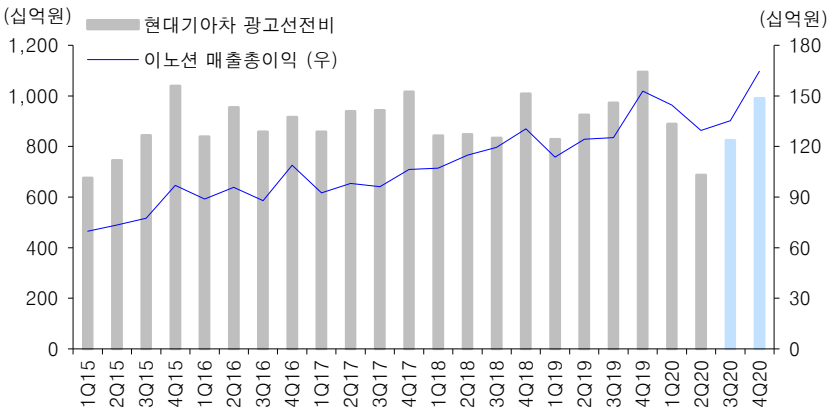
동사는 현대차와 기아차를 주요 캡티브 광고주로 보유하며 안정적으로 광고 대행 물량을 확보하고 있다. 현대기아차의 국내 광고 물량을 동사에서 전부 대행하고 있기 때문에 현대기아차의 신차출시 일정에 맞춰 광고지출비가 늘어나면 동사도 수혜를 받는다. 주력차종인 싼타페와 카니발이 이미 출시되었고, 올해 3 분기에는 투싼, 코나, 스팅어 등의 출시가 예정되어 있으며 4 분기에는 제네시스의 추가 라인업인 G70 과 GV70 의 출시가 예정되어 있어 계열 광고주의 신차 모멘텀이 지속적으로 이어질 것으로 파악된다. 더불어 2021 년에는 아이오닉과 제네시스의 전기차 출시(4 종) 등 친환경차 차량이 현재 라인업에서 다수 추가될 것으로 전망되고 기아차의 CI 변경이 예정되어 있어 2021 년까지 광고지출비가 큰 폭으로 증가할 것으로 보인다. 하반기 캡티브 광고주의 광고지출비 증가가 예상됨에 따라 동사 매출총이익도 같이 증가할 것으로 전망된다.

도표 170 일정한 캡티브 물량 확보로 안정적인 매출총이익 시현 가능



자료: 이노션, 유진투자증권

도표 171 현대기아차 광고선전비 증감에 따라 이노션 매출총이익도 변동



자료: 이노션, 유진투자증권

2. 높은 성장세를 지속하는 해외 시장

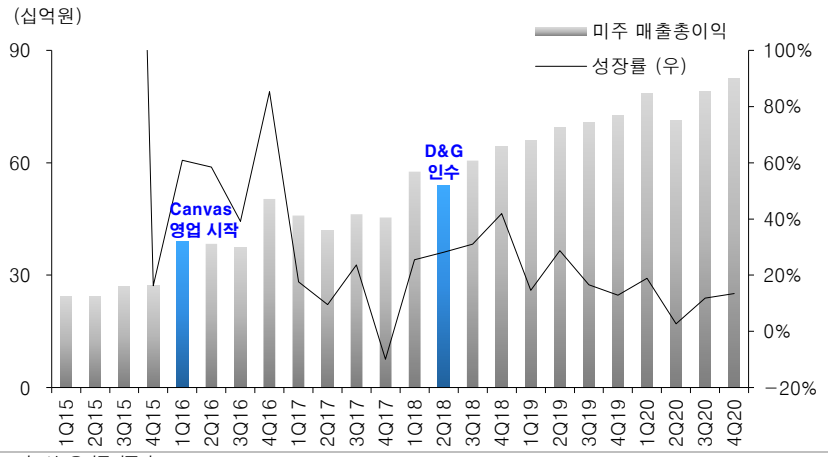
(1) 캡티브 물량 내재화로 외형 확대

동사는 현대기아차의 해외 진출 전략에 따라 해외 시장에 동반 진출했는데, 초기에는 현대기아차의 마케팅을 담당하기 위해 진출했던 터라 캡티브 비중이 90%에 달했지만 꾸준히 M&A 를 통한 계열 물량 내재화로 비계열 광고주 비중을 확대하며 비유기적 성장을 도모했다.

현대기아차에게 가장 큰 시장이 미국 시장이기 때문에 동사의 주력 판매 시장은 미국으로, 전체 해외매출의 68%를 차지하고 있다.

동사는 2015 년 미국 6 위의 미디어대행사 Horizon Media 사와 합작 JV 로 Canvas Worldwide 를 설립해 기존 미국법인이 커버하지 못했던 북미 광고 미디어 대행사업을 내재화했다. 또한 Horizon Media 의 영향으로 대형 신규 광고주를 영입하면서 미국 내 큰 폭의 외형 성장을 기록했다. 2018 년 기아차의 광고제작을 주로 담당했던 David & Goliath (D&G) 인수효과로 기아차의 광고 제작을 내재화 했고 D&G 가 보유하고 있던 비계열 광고주 물량을 확보해 비계열 비중이 6%에서 12%로 확대되었다.

도표 172 캡티브 물량 내재화로 레벨업 되는 미주 지역 매출총이익 규모



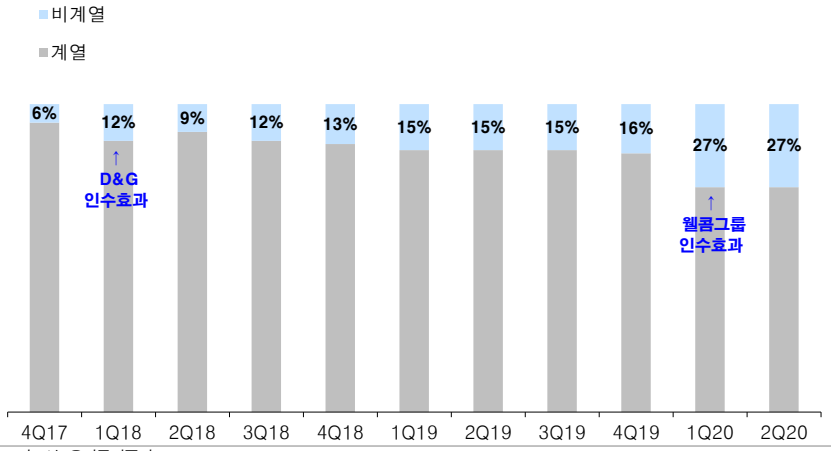
자료: 이노션, 유진투자증권

(2) M&A 를 통한 비계열 물량 확대로 높은 성장률 지속

동사는 2019 년 호주의 디지털 마케팅 대행사인 웰콤그룹의 인수를 통해 비계열 물량을 16%에서 27%로 큰 폭 확대했다. 특히 웰콤 인수 효과로 미국 시장에서 디지털 기반 통합 서비스 체계를 구축하며 기존 거점이던 미국 서부지역을 넘어 웰콤이 담당하던 동부지역까지 커버할 수 있게 되면서 미주 시장에서의 영향력을 강화할 것으로 보인다. 웰콤 편입 효과는 올해 2 분기 기준 해외 매출총이익의 36% 정도인데 향후 웰콤의 거점을 활용해 새로운 시장진출을 모색하며 글로벌 거점을 확대하고 비계열 물량을 확대할 것으로 예상된다.

2020 년 2 분기말 동사가 보유하고 있는 현금성 자산은 5,852 억원으로 이는 웰콤그룹 정도의 대형 M&A 를 4 개는 거뜬히 할 수 있는 수준이다. 동사는 고성장세를 이어가고 있는 해외 시장에서 추가적인 M&A 를 통해 디지털 에이전시를 확보하려는 의지가 있기 때문에 향후 M&A 를 통해 비유기적 성장을 지속할 것으로 예상된다.

도표 173 M&A 를 통한 비계열 물량 확대



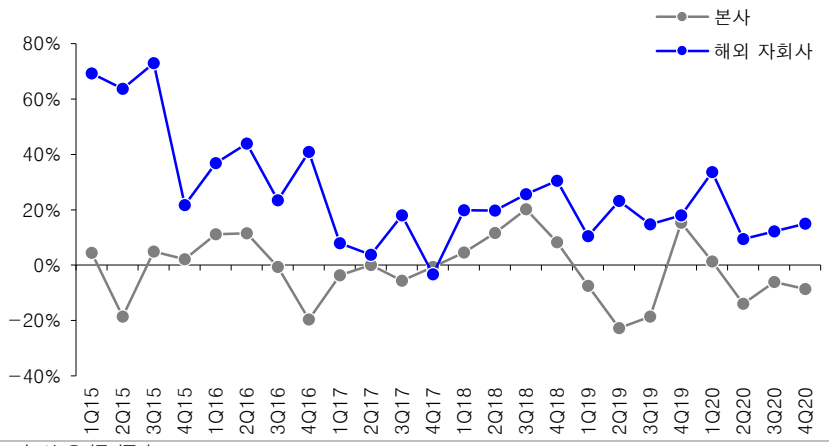
자료: 이노션, 유진투자증권

도표 174 이노션 M&A 추이

인수 시기	인수기업명	지역	설립시기	사업분야	주요 광고주
2015.09	Canvas Worldwide	미국	2015 년	미디어플래닝	* 호라이즌 미디어와 JV
2018.01	David & Goliath	미국	2018 년	크리에이티브	기아차 광고 제작, Auto-Owners Insurance
2019.11	웰콤그룹(Wellcome Group)	호주	2019 년	디지털 크리에이티브	Tesco, Victoria's Secret, Louis Vuitton, L'Oreal

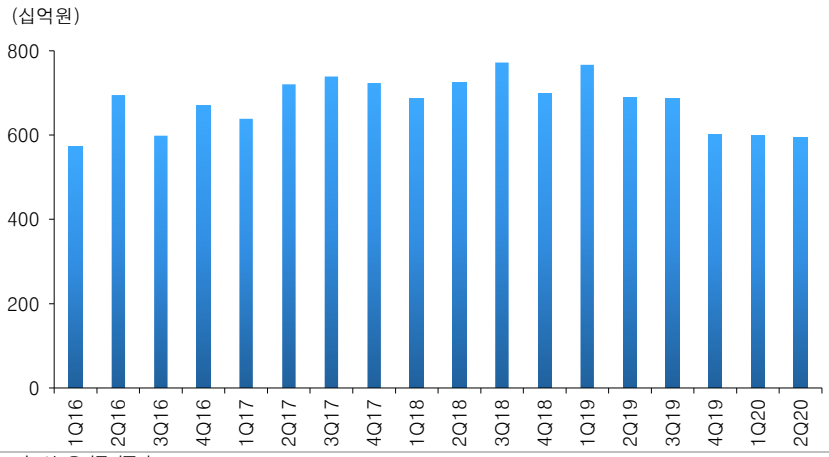
자료: 이노션, 유진투자증권

도표 175 고성장세를 지속하고 있는 해외 시장



자료: 이노션, 유진투자증권

도표 176 이노션 보유 현금성 자산 추이



자료: 이노션, 유진투자증권

III. 기업 개요

슈퍼 크리에이티브 광고회사

이노션은 2005 년 현대자동차그룹의 인하우스 광고대행사로 설립되었다. 동사는 현대자동차와 기아자동차를 비롯한 현대자동차그룹 계열사의 광고 마케팅 대행업무를 도맡고 있는 국내 2 위의 광고대행사다. 특히 동사는 캡티브 광고주의 자동차 광고 물량의 대부분을 대행하고 있기 때문에 자동차 마케팅 전문 대행사로 성장해왔다. 동사는 캡티브의 해외 진출 지역을 중심으로 해외 사업을 시작해 계열 물량을 내재화하는 방식으로 외형을 확장해왔다. 해외에서 발생하는 매출이 70% 이상으로, 현재 23 개 국가 28 개 도시에 해외 네트워크를 보유하고 있다.

동사는 2020 년 2 분기말 기준으로 총 2,892 명의 직원을 보유하고 있으며 이 중 77%는 해외 법인 및 해외자회사 인력으로 구성되어 있다. 올해 1 분기 호주의 디지털 마케팅 대행사인 웰콤 그룹의 지분 85%를 인수하며 디지털 부문의 핵심 인력을 확대하고 있다.

동사는 슈퍼볼 광고 및 세계적으로 저명한 광고제에서 다수의 수상 실적을 기록하며 글로벌 시장에서 제작 역량을 인정받고 있다. 검증된 제작 역량을 바탕으로 비계열 신규 광고주 확보에 박차를 가할 전망이다.

2020 년 2 분기 기준 동사의 최대주주는 17.69%를 보유하고 있는 정성이 고문이다. 현대차정몽구재단이 9.0%를 보유하면서 2 대 주주로 올라섰다.

도표 177 23 개 국가 28 개 도시에 거점 네트워크 운영 중



자료: 이노션, 유진투자증권

이노션(214320.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**1,741**	**2,076**	**2,071**	**2,141**	**2,246**
유동자산	1,576	1,571	1,572	1,646	1,749
현금성자산	700	603	665	741	821
매출채권	817	890	874	871	895
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	165	504	499	496	497
투자자산	28	149	148	154	161
유형자산	26	32	23	16	13
기타	112	324	327	325	323
부채총계	**999**	**1,295**	**1,265**	**1,287**	**1,335**
유동부채	934	1,063	1,041	1,061	1,106
매입채무	839	931	903	922	966
유동성이자부채	0	19	36	36	36
기타	95	113	102	103	104
비유동부채	65	232	224	226	229
비유동이자부채	21	173	165	165	165
기타	44	58	59	61	64
자본총계	**742**	**781**	**806**	**854**	**911**
지배지분	727	764	797	845	902
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	133	133	132	132	132
이익잉여금	615	655	687	735	792
기타	(30)	(34)	(33)	(33)	(33)
비지배지분	14	17	9	9	9
자본총계	**742**	**781**	**806**	**854**	**911**
총차입금	21	192	201	201	201
순차입금	(679)	(411)	(464)	(540)	(619)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,239**	**1,274**	**1,283**	**1,428**	**1,487**
증가율(%)	8.8	2.8	0.7	11.3	4.1
매출원가	767	758	709	792	802
매출총이익	**472**	**516**	**575**	**637**	**685**
판매 및 일반관리비	354	394	469	500	530
기타영업손익	19	11	19	7	6
영업이익	**118**	**122**	**106**	**137**	**154**
증가율(%)	22.2	3.1	(13.3)	29.6	12.8
EBITDA	**125**	**145**	**137**	**156**	**169**
증가율(%)	21.7	15.7	(5.6)	13.5	8.7
영업외손익	**11**	**6**	**10**	**9**	**9**
이자수익	11	12	9	13	13
이자비용	0	2	3	3	3
지분법손익	(0)	1	3	4	4
기타영업손익	0	(6)	1	(5)	(6)
세전순이익	**129**	**128**	**116**	**146**	**163**
증가율(%)	23.2	(0.5)	(9.4)	25.9	11.7
법인세비용	36	34	33	43	48
당기순이익	**92**	**95**	**83**	**103**	**115**
증가율(%)	22.1	2.4	(12.7)	25.0	11.9
지배주주지분	77	74	62	78	87
증가율(%)	25.0	(4.2)	(15.6)	25.4	11.9
비지배지분	16	21	20	25	28
EPS(원)	**3,842**	**3,681**	**3,106**	**3,895**	**4,358**
증가율(%)	25.0	(4.2)	(15.6)	25.4	11.9
수정EPS(원)	3,842	3,681	3,106	3,895	4,358
증가율(%)	25.0	(4.2)	(15.6)	25.4	11.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**5**	**136**	**110**	**117**	**121**
당기순이익	92	95	83	103	115
자산상각비	7	23	31	19	15
기타비현금성손익	(0)	(1)	36	(27)	(30)
운전자본증감	(110)	7	(35)	23	21
매출채권감소(증가)	(312)	(1)	(237)	3	(24)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	220	15	209	19	44
기타	(18)	(8)	(7)	1	1
투자현금	**55**	**(52)**	**(16)**	**(20)**	**(21)**
단기투자자산감소	54	130	10	(9)	(9)
장기투자증권감소	0	0	2	4	4
설비투자	9	8	7	9	9
유형자산처분	11	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(2)	(0)	(1)	(1)
재무현금	**(34)**	**(61)**	**(45)**	**(30)**	**(30)**
차입금증가	0	(20)	(12)	0	0
자본증가	(34)	(47)	(30)	(30)	(30)
배당금지급	34	47	30	30	30
현금 증감	**26**	**23**	**55**	**67**	**70**
기초현금	330	357	389	444	511
기말현금	357	389	444	511	581
Gross Cash flow	133	153	150	95	100
Gross Investment	109	175	61	(11)	(9)
Free Cash Flow	**25**	**(22)**	**89**	**106**	**109**

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,842	3,681	3,106	3,895	4,358
BPS	36,374	38,184	39,843	42,238	45,096
DPS	1,500	1,500	1,500	1,600	1,700
밸류에이션(배,%)					
PER	16.5	19.3	17.8	14.2	12.7
PBR	1.7	1.9	1.4	1.3	1.2
EV/ EBITDA	4.7	6.9	4.7	3.6	2.9
배당수익율	2.4	2.1	2.7	2.9	3.1
PCR	9.5	9.3	7.4	11.7	11.1
수익성(%)					
영업이익율	9.5	9.6	8.2	9.6	10.4
EBITDA이익율	10.1	11.4	10.7	10.9	11.4
순이익율	7.5	7.4	6.4	7.2	7.8
ROE	11.0	9.9	8.0	9.5	10.0
ROIC	n/a	44.6	21.9	30.6	37.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(91.5)	(52.6)	(57.6)	(63.3)	(68.0)
유동비율	168.7	147.8	151.0	155.1	158.1
이자보상배율	1,605.6	68.0	31.9	41.5	46.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.9.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-10-14	담당자변경 Buy	180,000	1년		

CJ ENM(035760.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이현지



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-10-14	담당자변경 Buy	110,000	1년		

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



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2020-10-14	담당자변경 Buy	26,000	1년		

제일기획(030000.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이현지



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						이노션(214320.KS) 주가 및 목표주가 추이 **담당 애널리스트: 이현지**
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비	
	담당자 변경					
2020-10-14	Buy	87,000	1년			

