

CJ ENM (035760)

시리즈 콘텐츠의 팬덤화가 시작되고 있다

목표주가 300,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 투자 의견 BUY, 목표주가 300,000원(내재된 기업가치 6.58조원)을 제시한다. 시리즈 콘텐츠들의 성공으로 미디어의 팬덤화가 진행되면서 항상 내년을 기대할 수 있는 제작 역량을 증명하고 있다. 팬덤화에 따른 수익화 과정이 보다 길고 가파르게 나타나면서 커머스에서도 높은 시너지가 예상된다. 트래픽이 트래픽을 만드는 디지털 광고 산업에서는 PIP뿐만 아니라 다이어TV로 대변되는 그 동안의 투자들이 드디어 빛을 발하고 있다. 여기에 더해 ENM만이 가능한 광고 부분의 통합 솔루션 경쟁력도 긍정적이다. 중장기적으로도 좋겠지만, 특히 장기적인 성과를 기대할 수 있는 프로듀스 시즌4(남자)와 아스달 연대기(시즌제 드라마)를 앞둔 지금을 투자자의 적기로 판단한다.

시리즈 콘텐츠 흥행으로 팬덤화에 따른 높은 수익화 과정

예능/드라마/음악 등 주요 시리즈 콘텐츠들의 성공으로 미디어의 팬덤화로 진화하고 있다. 예능에서는 신서유기/윤식당 등이 있으며, 음악에서는 프로듀스 시리즈가 계약기간/매출 비중/지역 확장, 그리고 자체 IP(빌리프랩)까지 전 부문에서의 성장으로 콘텐츠 내 가장 높은 성장이 예상된다. 특히, 아이돌 그룹은 팬덤을 확보하면 10년 이상의 수익화 과정도 가능하다. 드라마는 첫 텐트폴 시즌제인 '아스달 연대기'의 방영을 앞두고 있다. 시즌 1 흥행 시 시즌 2 이후에서 나타날 콘텐츠/미디어/커머스 등 전 부문에서의 엄청난 레버리지가 기대된다.

디지털 광고의 가파른 성장

디지털 광고 산업의 가파른 성장과 높은 콘텐츠 경쟁력으로 트래픽이 높은 콘텐츠 제작자들의 점유율이 더 상승하는 선순환 구조가 나타나고 있다. PIP 뿐만 아니라 국내 1위 MCN그룹인 다이어 TV 보유 및 디지털 스튜디오를 통한 디지털 콘텐츠 제작이 확대되고 있는 ENM의 미디어 내 디지털 비중은 2016년 8.1% → 2018년 13.6%으로 성장했는데, 2020년에는 18%까지 성장할 것으로 기대하고 있다.

Initiation

BUY(신규)

TP(12M): 300,000원(신규) | CP(3월18일): 235,000원

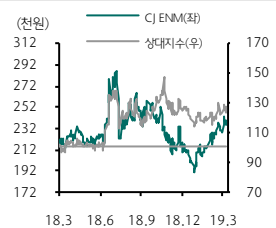
Key Data

| | |
|------------------|-----------------|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 753.13 |
| 52주 최고/최저(원) | 286,400/191,200 |
| 시가총액(십억원) | 5,152.7 |
| 시가총액비중(%) | 2.01 |
| 발행주식수(천주) | 21,926.4 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 74.1 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 16.2 |
| 18년 배당금(예상, 원) | 1,200 |
| 18년 배당수익률(예상, %) | 0.59 |
| 외국인지분율(%) | 19.50 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| CJ 외 5인 | 42.71 |
| 국민연금 | 5.00 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | 6.1 (5.0) 6.3 |
| 상대 | 5.0 5.0 26.3 |

Consensus Data

| | 2018 | 2019 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 4,043.3 | 4,713.1 |
| 영업이익(십억원) | 302.6 | 377.8 |
| 순이익(십억원) | 257.9 | 313.2 |
| EPS(원) | 15,941 | 14,392 |
| BPS(원) | 113,803 | 135,668 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 2,208.6 | 2,260.0 | 4,357.6 | 4,624.2 | 4,962.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 178.9 | 224.5 | 315.0 | 378.1 | 431.5 |
| 세전이익 | 십억원 | 62.1 | 184.3 | 317.9 | 419.1 | 479.3 |
| 순이익 | 십억원 | 23.4 | 130.9 | 228.3 | 283.4 | 323.5 |
| EPS | 원 | 3,769 | 21,054 | 16,238 | 12,926 | 14,755 |
| 증감률 | % | (72.4) | 458.6 | (22.9) | (20.4) | 14.1 |
| PER | 배 | 43.22 | 10.97 | 12.43 | 18.18 | 15.93 |
| PBR | 배 | 1.09 | 1.38 | 1.33 | 1.45 | 1.34 |
| EV/EBITDA | 배 | 4.33 | 5.07 | 8.17 | 8.49 | 7.91 |
| ROE | % | 2.56 | 13.45 | 11.85 | 9.65 | 10.12 |
| BPS | 원 | 149,585 | 167,432 | 152,217 | 162,457 | 175,963 |
| DPS | 원 | 2,500 | 3,000 | 1,200 | 1,396 | 1,594 |



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

CONTENTS

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1. 투자의견 BUY, 목표주가 30만원 제시 | 2 |
| 시리즈 콘텐츠의 시작과 디지털 광고의 가파른 성장 | 2 |
| 2. 시리즈 콘텐츠의 시작 | 5 |
| 1) 음악: 프로듀스 시리즈에서 빌리프랩까지 | 5 |
| 2) 드라마: 텐트폴 시즌제의 시작 | 9 |
| 3) 영화: 증명하고 있는 체질 개선 | 14 |
| 3. 미디어: 1위가 더 압도적인 1위가 된다 | 19 |
| 1) 2019년 예상 광고시장은 약 12.4조원(+5.7% YoY) | 19 |
| 2) 디지털 광고 성장 - ENM 가이드선 성장률은 35% | 22 |
| 3) 디지털 콘텐츠의 본격적인 성장 | 24 |
| 4. 커머스: 자체 제작 비중 상승을 기대 | 32 |

1. 투자 의견 BUY, 목표주가 30만원 제시

시리즈 콘텐츠의 시작과 디지털 광고의 가파른 성장

투자포인트는 크게 3가지로 1) 시리즈 콘텐츠의 시작 2) 디지털 광고의 가파른 성장, 3) 광고의 통합 솔루션 제공 경쟁력이다. 우선, 콘텐츠 측면에서는 예능(신서유기/윤식당 등), 드라마(보이스, 아스달 연대기 등), 음악(프로듀스/쇼미더머니 등) 등 모든 제작 부문에서 시리즈 혹은 시즌제 제작이 이뤄지고 있다. 회를 거듭할수록 각 프로그램들의 팬덤화로 나타나고 이에 따른 수익화 과정이 훨씬 더 높게 나타날 수 밖에 없다. 차기 시즌의 담보된 흥행은 콘텐츠 뿐만 아니라 미디어의 성장도 동반하며, 수익화 과정이 길어질수록 커머스에서도 유의미한 성장을 기대할 수 있을 것이다.

두번째는 디지털 광고의 가파른 성장이다. 특히, 프로그래매틱 바이닝으로 동영상 광고 시장이 확대되면서 대형광고주들이 진입하고 있고, 이에 따라 트래픽이 높은 대형 콘텐츠 제작자들이 더 수혜를 보는 선순환 구조가 나타나고 있다. 국내 1위 MCN 그룹인 다이아TV 보유 및 디지털 스튜디오를 통한 디지털 콘텐츠 제작이 확대되고 있는 ENM의 미디어 내 디지털 비중은 2016년 8.1% → 2018년 13.6%까지 성장했는데, 2020년에는 18%까지 가능할 것으로 기대하고 있다.

세번째는 TV 및 디지털에서의 높은 콘텐츠 경쟁력과 방송/디지털/옥외 등 다양한 광고 플랫폼을 보유해 미디어 플래닝에서 광고효과 분석까지 광고의 통합 솔루션을 제공할 수 있는 경쟁력이다.

이에 기반해 SOTP 밸류에이션을 통해 CJ ENM에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 300,000원(내재된 기업가치 6,580억원)을 제시한다. 지분가치는 넷마블 1.7조원(지분 22%, 25%할인)과 CJ헬로 8,000억원(지분 54%, 예정 매각가)을 합산한 2.5조원이다. 영업가치는 미디어/커머스/콘텐츠 각각 2.9조원/1.1조원/0.9조원이다.

표 1. CJ ENM 신규 커버리지 개시(SOTP)

(단위: 십억원)

| 항목 | 가치 | 비고 |
|-------------|----------------|----------------------------|
| 지분가치 | 2,497 | |
| - 넷마블 | 1,697 | 지분 22%, 25%할인 |
| - CJ헬로 | 800 | 지분 54%, 매각 예정가 반영 |
| 영업가치 | 4,877 | |
| - 미디어 | 2,909 | NOPAT에 25X 적용 |
| - 커머스 | 1,102 | NOPAT에 11X 적용 |
| - 음악 | 625 | NOPAT('20년)에 30X 적용 |
| - 영화 | 242 | 쇼박스 시가총액 대비 10% 할증 |
| 순차입금 | 792 | 약 1.4조원에서 CJ헬로 제외(약 0.6조원) |
| 기업가치 | 6,582 | |
| 발행주식수 | 22 | 백만주 |
| 주당적정가치 | 300,183 | 원 |
| 목표주가 | 300,000 | 원 |
| 현재주가 | 235,000 | 원 |
| 상승 여력 | 28 | % |

자료: 하나금융투자

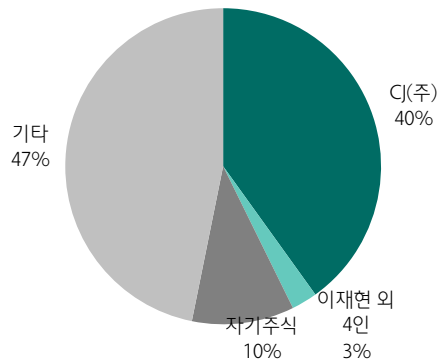
표 2. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

| | 18 | 19F | 20F | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 4,358 | 4,624 | 4,962 | 1,032 | 1,049 | 1,079 | 1,198 | 1,113 | 1,125 | 1,142 | 1,244 |
| 1. 미디어 | 1,568 | 1,801 | 2,052 | 340 | 369 | 407 | 451 | 398 | 446 | 458 | 499 |
| 2. 커머스 | 1,293 | 1,302 | 1,329 | 291 | 307 | 293 | 402 | 297 | 317 | 302 | 387 |
| 3. 영화 | 213 | 278 | 258 | 80 | 36 | 45 | 52 | 102 | 48 | 58 | 70 |
| 4. 음악 | 233 | 173 | 231 | 56 | 67 | 58 | 53 | 46 | 40 | 43 | 44 |
| 5. CJ헬로 | 1,050 | 1,071 | 1,092 | 264 | 270 | 276 | 240 | | | | |
| 영업이익 | 315 | 378 | 432 | 90 | 79 | 77 | 69 | 95 | 99 | 93 | 92 |
| OPM | 7% | 8% | 9% | 9% | 8% | 7% | 6% | 8% | 9% | 8% | 7% |
| 1. 미디어 | 112 | 155 | 187 | 25 | 29 | 37 | 21 | 32 | 40 | 42 | 42 |
| 2. 커머스 | 124 | 134 | 139 | 42 | 34 | 18 | 30 | 37 | 35 | 30 | 31 |
| 3. 영화 | -1 | 15 | 6 | 7 | -4 | -2 | -2 | 9 | 7 | 0 | -1 |
| 4. 음악 | 11 | 5 | 28 | 3 | 4 | 3 | 1 | 2 | 0 | 1 | 2 |
| 5. CJ헬로 | 69 | 69 | 72 | 13 | 16 | 21 | 20 | | | | |
| 당기순이익 | 269 | 315 | 360 | 96 | 79 | 54 | 40 | 77 | 79 | 68 | 88 |
| NPM | 6% | 7% | 7% | 9% | 8% | 5% | 3% | 0% | 0% | 0% | 0% |

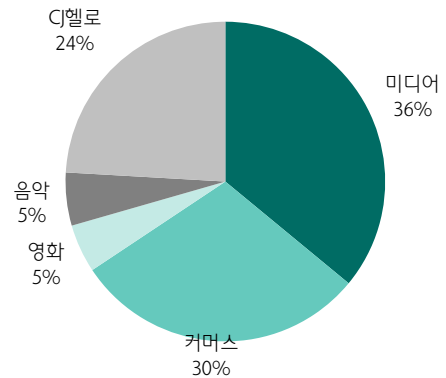
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 1. CJ ENM 주주구성



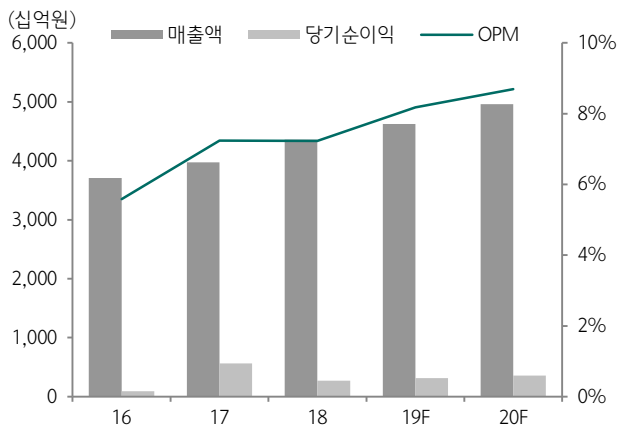
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 2. CJ ENM 부문별 매출 비중



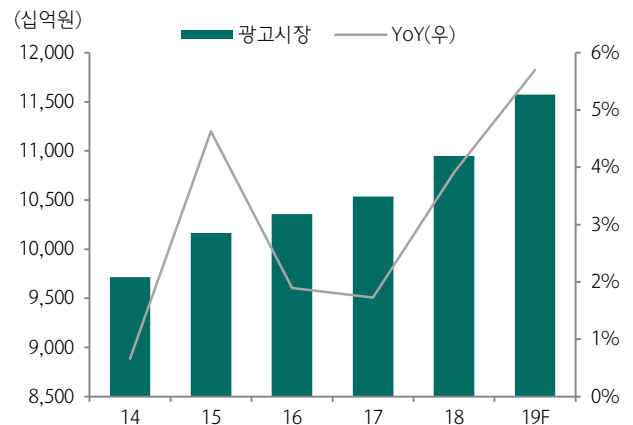
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 3. CJ ENM 실적 전망



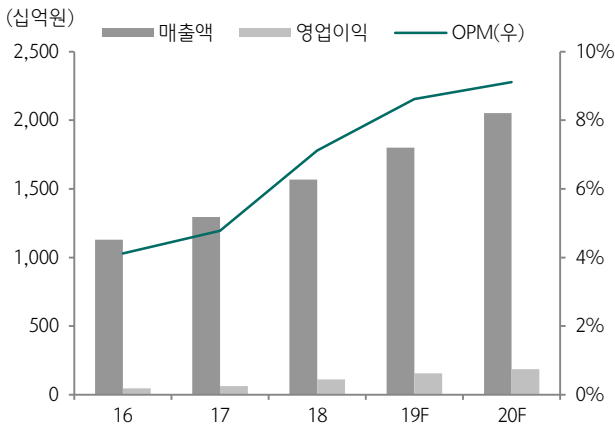
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 4. 광고 시장 전망



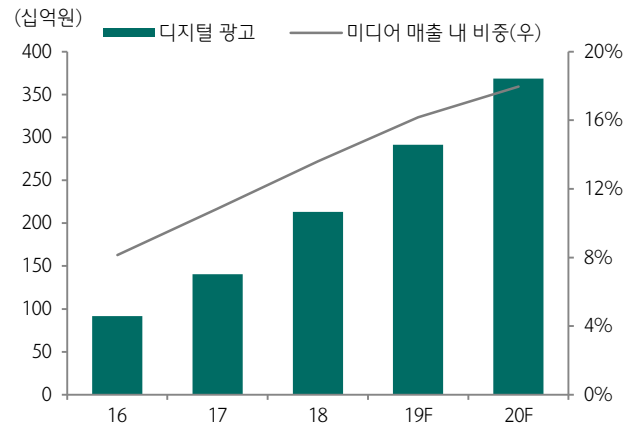
주: 19년 전망은 제일기획
 자료: 제일기획, KOBACO, CJ ENM, 하나금융투자

그림 5. 미디어 부문 실적 전망



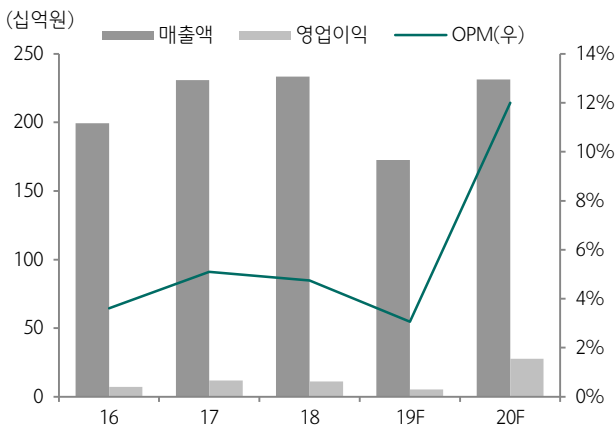
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 6. 디지털 비중 전망



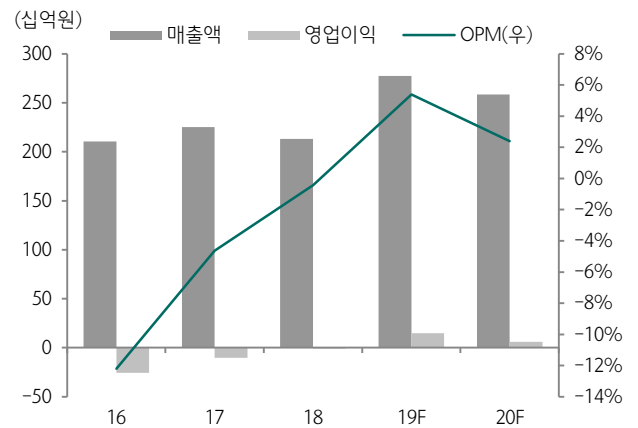
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 7. 음악 부문 실적 전망



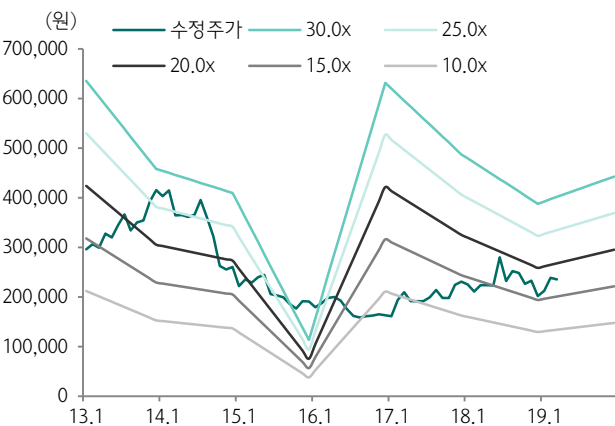
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 8. 영화 부문 실적 전망



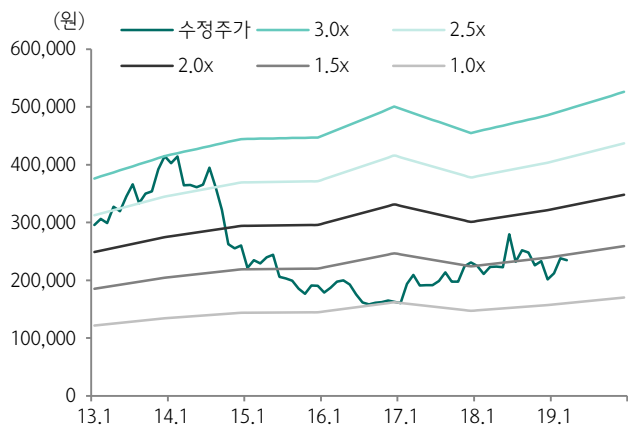
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 9. 12MF P/E 차트



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 10. 12MF P/B 차트



자료: CJ ENM, 하나금융투자

2. 시리즈 콘텐츠의 시작

1) 음악: 프로듀스 시리즈에서 빌리프랩까지

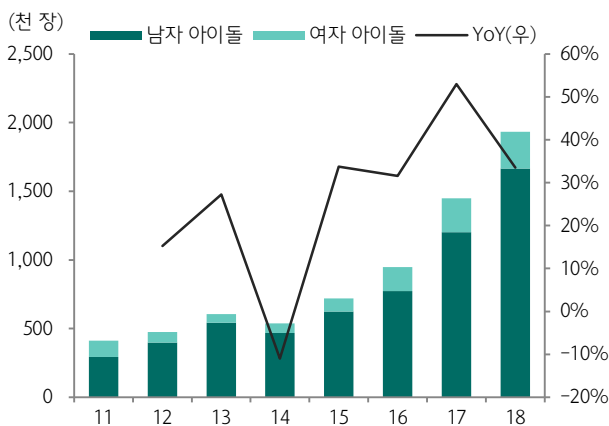
앨범판매량은 2015년 이후 CAGR 39% 성장해 2018년 1,933만장 판매

2018년 국내 앨범 판매량은 Top 100 기준 1,933만장(YoY, 33%)으로, 2015년 이후 연평균 39% 성장하고 있다. 산업의 성장뿐만 아니라 Top 5의 판매 비중도 61%까지 상승하면서 점차 과점화되고 있다. BTS는 글로벌 팬덤화로 16년 146만장 → 515만장까지 상승했으며, 트와이스는 걸그룹임에도 연간 130만장 내외를 판매하는 팬덤으로 성장했다.

프로듀스 시리즈의 높은 성과

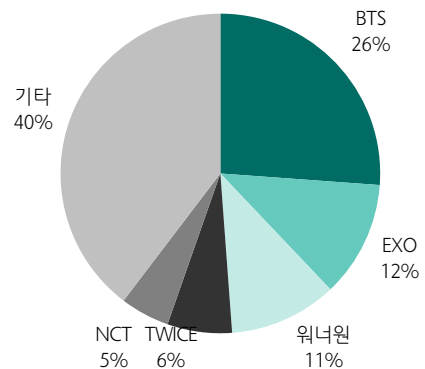
음악 사업부의 경쟁력은 2016년부터 제작해 시즌1(I.O.I)/시즌2(워너원)/시즌3(아이즈원)를 거쳐 2분기에 시즌4가 시작되는 프로듀스 시리즈이다. 기존의 성과는 워너원을 통해 알 수 있는데, 과점화된 산업에서 2017~2018년 Top3 앨범 판매량을 기록했다. 특히, 최근 3년간 데뷔한 신인 그룹들을 기준으로 보면 2위권과 상당한 격차를 보여주고 있다. 데뷔 과정부터 투표를 통해 팬덤을 쌓는 방식이기에 인지도가 가장 높은 멤버들로 구성하다 보니 데뷔하자마자 바로 콘서트까지 가능한 수준까지 성장하게 되는 것이다.

그림 11. 국내 앨범 판매량 Top 100 추이 - '18년 33% (YoY) 성장



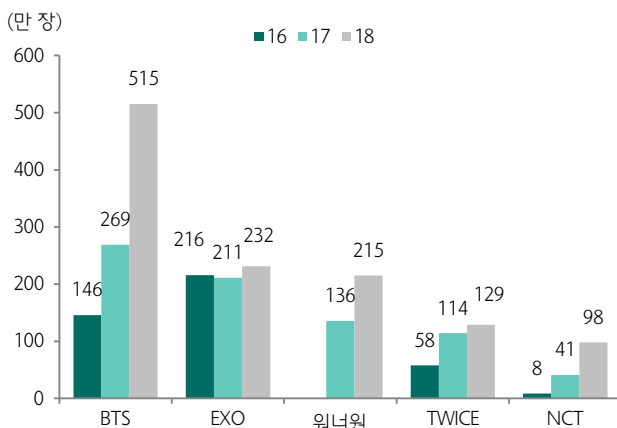
자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 12. 2018년 Top 5 그룹 앨범 판매량 비중은 61%



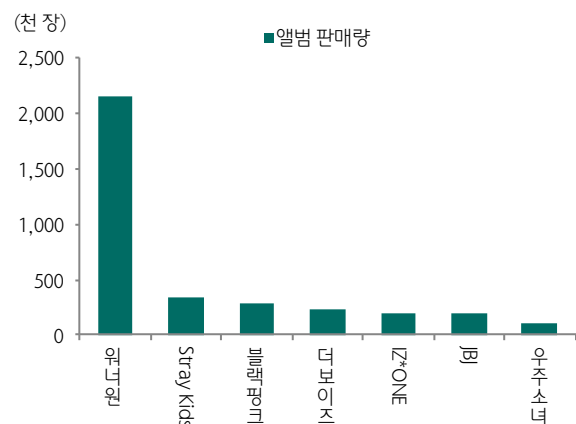
자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 13. 2018년 Top5의 2016~2018 음반 판매량



자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 14. 2016년 이후 데뷔한 주요 아이돌 그룹의 2018년 앨범 판매량



자료: 가온차트, 하나금융투자

음악 사업부 투자 포인트:

1) 시리즈 팬덤 증가

음악 사업부의 경쟁력은 크게 4가지 부문에서 가파르게 개선되고 있는데, 1) 시리즈의 팬덤 상승, 2) 계약기간 증가, 3) 국적의 확장, 4) 빅히트와의 합작법인(빌리프랩)에서 아이돌 데뷔이다. 우선, 팬덤의 증가는 앨범 판매량을 통해서 확인할 수 있는데, 걸그룹인 I.O.I와 아이즈원의 첫 앨범 판매량을 비교해보면 각각 7만장/19만장(2.6배)이며, 워너원은 전술했듯이 국내 3번째 팬덤으로 성장했다. 프로듀스 시즌4는 타이틀곡의 센터부터 투표를 통해 진행되기에 더 높은 팬덤의 유입이 기대된다.

2) 계약 기간 증가

두 번째는 계약기간의 증가이다. 시즌1의 I.O.I는 8개월, 시즌2의 워너원은 1년 6개월이었는데, 시즌3인 아이즈원은 2년 6개월 정도이다. 그리고, 최근 언론을 통해 시즌4의 계약기간(2년 반은 그룹, 2년 반은 개별활동)은 5년까지 확장될 수 있다고 보도되고 있다. 아직 미확정이나, 아이즈원보다는 계약기간이 더 확대될 것으로 예상된다. 충분한 계약기간이 담보되는 만큼, 실적 레버리지도 높아질 수 밖에 없다. 2020년 하반기쯤에는 아이즈원/프로듀스 시즌4/빌리프랩 등의 활동이 겹치면서 음악 사업부의 이익이 급증할 것으로 전망된다.

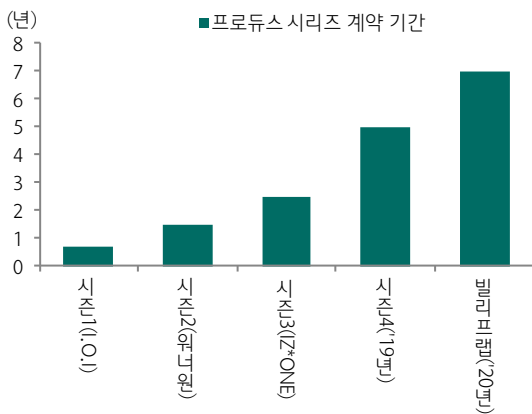
표 3. 주요 음악 레이블들의 현황 및 실적

(단위: 억원)

| | 지분율 | 매출액 | 당기순이익 | 주요 아티스트 |
|-----------|------|-----|-------|----------------|
| AOMG | 51% | 92 | 7 | 박재범, 로꼬, 그레이 등 |
| 하이라이트 레코즈 | 51% | 14 | (0) | 팔로알토 등 |
| 젤리피쉬 | 51% | 105 | 13 | 빅스, 구구단 등 |
| 하이어 | 51% | 7 | (3) | 박재범, 하온 등 |
| 아메바 | 60% | 6 | (3) | 다이나믹 듀오, 크러쉬 등 |
| 스톤 | 100% | | | 다비치, 헤이즈 등 |
| 스윙 | 51% | | | 김재환 |
| 오프더레코드 | 100% | | | 아이즈원 등 |
| 빌리프랩 | 52% | | | 빅히트와 합작 |

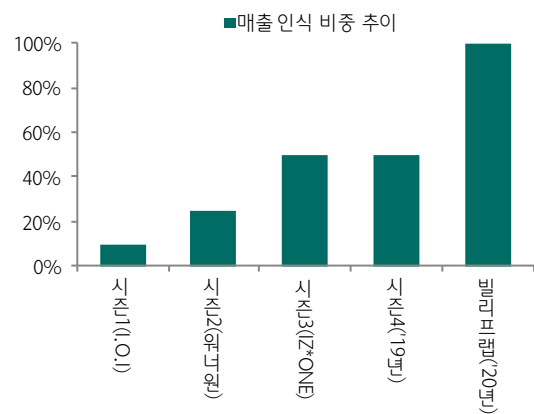
주: 실적은 2017년 기준
자료: 하나금융투자

그림 15. 프로듀스 시리즈의 계약 기간 추이 및 전망



주: 시즌4는 언론 보도 예상, 빌리프랩은 자사 아이돌
자료: 하나금융투자

그림 16. 프로듀스 시리즈의 ENM 매출 인식 비중 추이(예상치)



자료: 하나금융투자

3) 글로벌화

세 번째는 국적의 확장이다. 시즌3인 프로듀스 48에서는 AVEX 출신의 일본인 연습생들을 출연시켰고, 아이즈원의 최종 멤버 12명 중 총 3명의 일본인이 포함되었다. 이미 기존 AKB/HKT 48에서 인지도가 매우 높은 멤버들이 포함되면서, 올해 2월 일본에서 첫 번째 발매한 싱글 앨범은 초동만 22만장 판매되었다. 22만장은 매우 특별한 판매량인데, 트와이스의 첫 일본 싱글의 초동은 20만장으로 이를 상회한 것이다. 최근 이야와키 사쿠라가 출연하는 채널 올리브의 예능 프로그램 ‘모두의 주방’이 엠넷 채널에서 편성되는 등 아이즈원의 일본 내 높은 팬덤을 증명하고 있다.

아이즈원은 해체 전 일본 내 돔 투어 예상

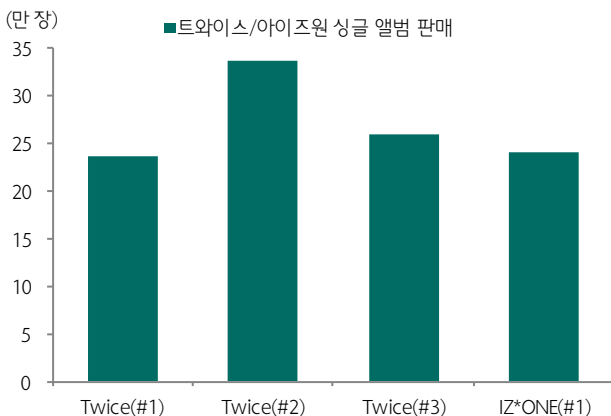
트와이스는 일본 진출 이후 약 1년 5개월 만인 2019년 3월에 5회, 21만명 규모의 돔 투어를 진행하는데, 앨범 지표에서 이를 상회한 아이즈원은 2021년 상반기 해체 이전에 돔 투어가 가능할 것으로 예상된다. 특히, 첫 투어가 마지막 투어가 될 수 있어서 최소 트와이스의 돔 투어 규모를 넘어설 가능성이 높고, 콘서트 대비 높은 굿즈 매출도 예상된다. 2020년 하반기에 약 30만명의 콘서트와 100%의 MD를 가정하면 관련 매출만 약 400억원의 매출에 OPM 30% 수준의 이익 기여가 예상된다. AVEX와 5:5의 수익 쉐어를 가정하면 아이즈원의 투어 영업이익만 60억원 이상을 기대할 수 있다.

표 4. 카라, 소녀시대, 2NE1 그리고 트와이스 비교

| | 카라 | 소녀시대 | 트와이스 | 아이즈원 |
|--------------|------------------|----------------|----------------|--------------|
| 소속사 | DSP미디어 | SM | JYP | 오프더레코드 |
| 데뷔(한국) | 07년 3월 | 07년 8월 | 15년 10월 | 18년 10월 |
| 데뷔(일본) | 10년 8월 | 10년 8월 | 17년 6월 | 19년 2월 |
| 걸린 시간 | 3년 5개월 | 3년 | 1년 8개월 | 5개월 |
| 일본 데뷔 앨범 판매량 | 17만장 | 62만장 | 24만장 | 24만장 |
| 첫 일본 콘서트 투어 | 12년 4월 | 11년 5월 | 18년 5월 | |
| 걸린 시간 | 5년 1개월 | 3년 9개월 | 2년 7개월 | |
| 첫 해 공연 규모 | 22만명, 13회(아레나~돔) | 16만명, 14회(아레나) | 13만명, 12회(아레나) | |
| 돔 투어 | 13년 1월 | 14년 12월 | 19년 3월 | 2020년 하반기 추정 |
| 걸린 시간 | 5년 10개월 | 7년 4개월 | 3년 5개월 | |

자료: 하나금융투자

그림 17. 아이즈원과 트와이스의 일본 싱글 판매량 추이



자료: 오리콘차트, 하나금융투자

그림 18. 아이즈원의 일본인 멤버들(미야와키/야부키/혼다 순)



자료: 언론, 하나금융투자

4) 빅히트와 합작한 빌리프랩에서 아이돌 데뷔 계획

마지막은 빅히트와 빌리프랩에서 데뷔할 아이돌 그룹이다. 빅히트와 공동 출자해 ENM이 지분 52%를 보유한 빌리프랩은 글로벌 오디션과 방시혁 빅히트 대표의 사업 총괄을 통해 2020년 아이돌 그룹을 데뷔시킬 계획이다.

최근, 빅히트의 신인 그룹인 TXT의 데뷔 과정을 보면, 데뷔 하기도 전에 엠넷에서 리얼리티 프로그램 제작을 하는 등 엠넷과 빅히트 간의 높은 수준의 협업이 진행되고 있다. 일반적인 기획사들과 달리 팬덤을 빠르게 올릴 수 있는 플랫폼을 보유하고, 특히, 자사 아이돌이기에 프로듀스 시리즈에서 제작하는 그룹들과는 달리 7년 계약이 가능할 것으로 예상된다. 흥행에 성공한다면 당연히 추가적인 아이돌 그룹 제작도 가능하다. 기존에 ENM이 제작한 아이돌 그룹과는 달리 빅히트의 프로듀싱이 포함되었기에, 차별화된 성과가 기대된다.

그림 19. 빌리프랩의 글로벌 오디션 광고 영상

빅히트의 프로듀싱을 통해 데뷔할 ENM 소속의 아이돌 그룹 제작 계획



[빌리프랩] Global Audition 소년들을 찾습니다

조회수 223,729회

1.9만 169 공유 저장 ...



Mnet K-POP
게시일: 2019. 3. 11.

구독 1022만

빌리프랩 글로벌 오디션
2020년 데뷔할 무한한 가능성의 소년들을 찾습니다.
자세한 내용은 <http://www.belift.kr> 홈페이지를 참고하세요.
더보기

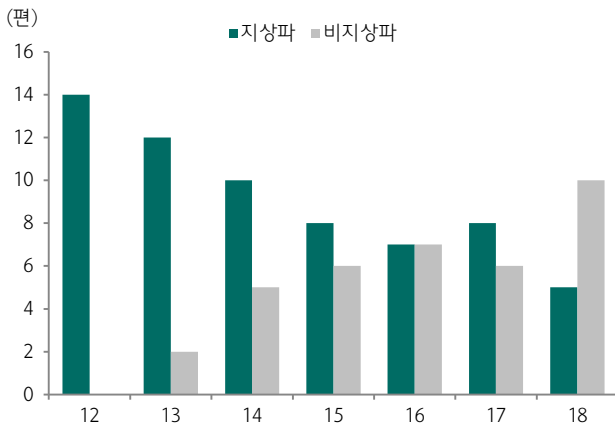
자료: 유튜브, 하나금융투자

2) 드라마: 텐트폴 시즌제의 시작

ENM의 예능 프로그램들은 신서유기/삼시세끼 등 다양한 시리즈 프로그램을 통해 팬덤화에 성공

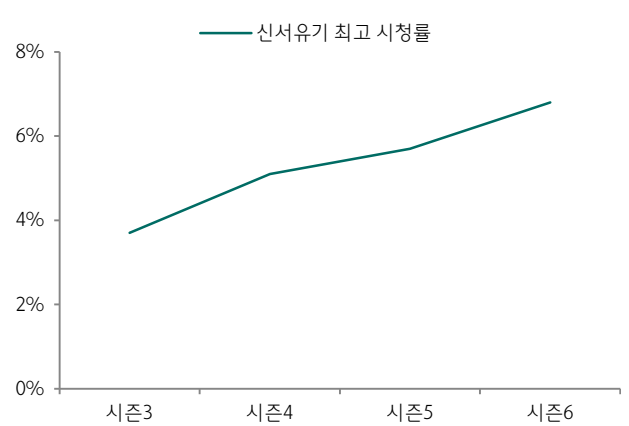
지상파가 독점하던 방송 채널에 2011년 이후 케이블/중편이 추가되면서 콘텐츠 경쟁이 촉발되었다. ENM은 2000년대 초반만 하더라도 기존 콘텐츠의 홀드백(재송출)에 집중했으나 2000년대 후반부터는 자체 콘텐츠를 제작하기 시작했다. 경쟁력이 가장 부각된 부분은 예능 프로그램들이었다. 대표 서바이벌 프로그램이었던 슈퍼스타 K(2009년)를 시작으로 꽃보다 할배(2013년)/삼시세끼(2014년)/신서유기(2016년)/윤식당(2017년)/알쓸신잡(2017년) 등이 7~18%의 최고 시청률을 기록했다. 이들 시리즈의 장점은 전작의 성공이 다음 작품들의 성공(및 시청률)을 어느 정도 담보했기에 높은 협찬 매출 → 높은 제작 투자비 → 높은 시청률이라는 선순환 구조가 이어질 수 밖에 없다는 것이다. 특히, 시청자 입장에서 시리즈 예능이 이어질수록 다음 시즌의 본방 사수를 외치는 사실상의 팬덤화가 발생한다. 신서유기를 예로 들어보면, TVN으로 편성이 시작된 시즌3부터의 시청률은 3.7%로 시작해 시즌6의 6.8%까지 우상향하고 있다. 높은 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 2015년 나영석PD가 백상예술대상에서 대상상을, 2016년에는 케이블 최초로 시그널이 드라마 작품상을 수상했다. 2018년에는 백상예술대상 TV부문의 비지상파 수상작 수가 처음으로 지상파에 우위를 보였다.

그림 20. 백상예술대상 TV부문 채널별 수상작 수 - 비지상파 우위



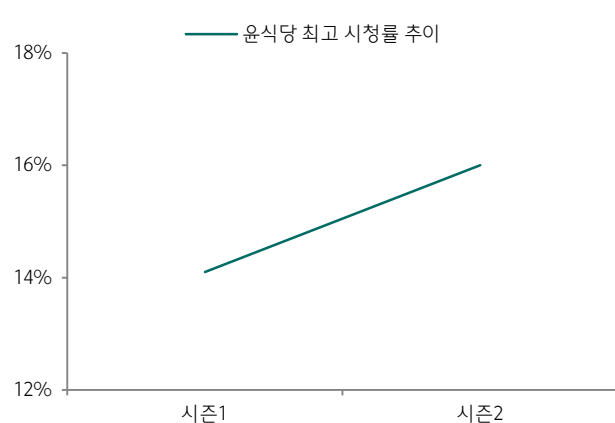
주: 2015년에는 나영석PD가 tvN프로그램으로 대상 수상, 2016년에는 케이블 최초로 시그널이 드라마 작품상 수상 이후 매년 tvN드라마가 작품상 수상
 자료: 위키피디아, 하나금융투자

그림 21. 신서유기 최고 시청률 추이



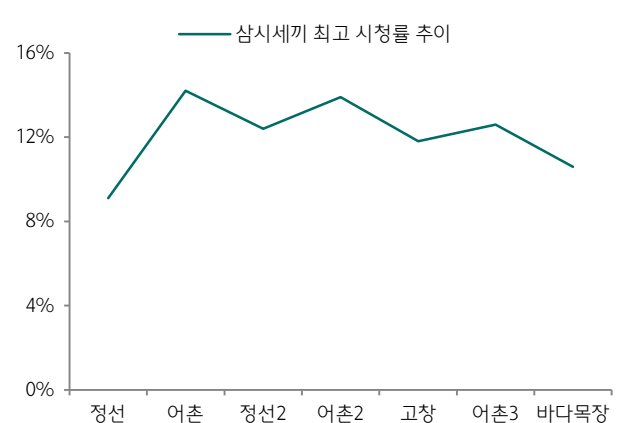
자료: AGB Nielsen, 하나금융투자

그림 22. 윤식당 최고 시청률 추이



자료: AGB Nielsen, 하나금융투자

그림 23. 삼시세끼 최고 시청률 추이



자료: AGB Nielsen, 하나금융투자

드라마는 시리즈물 부재로
다음 작품들의 흥행을 담보하기
쉽지 않음

예능 프로그램 못지 않게 드라마의 경쟁력도 매우 높다. 특히, 지상파에서 잘 다루지 않는 다양한 소재들을 제작해 왔는데, 웹툰을 원작으로 하는 <미생>(2014년), 타임워프 소재의 <시그널>(2016년), 판타지 소재의 <도깨비>(2016년), 500억원 내외의 제작비가 투입된 <미스터선샤인>(2018년), VR게임 소재의 <알함브라 궁전의 추억>(2018년) 등 tvN을 대표할 수 있는 수많은 작품들을 만들어왔다. 다만, 높은 수준의 드라마 콘텐츠에도 불구하고 예능 프로그램들과의 가장 큰 차이는 바로 시리즈물 부재에 따른 팬덤화다.

보이스/나쁜 녀석들 등 OCN에서는
시작하고 있음

물론, 시리즈물이 아예 없었던 것은 아니다. 가장 성공적인 응답하라 시리즈의 경우 2012년 1997의 시청률이 5.1%로 시작해 2015년 1998에서는 18.8%를 기록했다. 전작의 흥행들이 후속작에 대한 높은 기대감을 가지게 했고, 팬덤화에 성공한 경우였다. 장르물을 주로 다루는 OCN채널에서도 보이스, 나쁜 녀석들의 시리즈가 전작 대비 모두 시청률이 상승했다.

다만, 연간 스튜디오드래곤의 ENM향 편성 드라마만 25편 내외임을 감안할 때 시즌제 드라마 성공이 필요하다. 드라마가 방영 되기 전 흥행을 담보할 수 있는 요소들이 스토리가 아닌 유명한 작가와 배우들의 네임밸류다 보니 이들에 대한 과도한 투자가 집행될 수 밖에 없고, 300~500억원이 투입된 텐트폴 드라마의 흥행 지속력도 3개월에 불과하다. 만약, 시즌제 드라마가 다수 제작되어 2020년의 드라마 경쟁력을 담보할 수 있다면 어떨까?

2분기 첫 번째 텐트폴 시즌제
드라마인 '아스달 연대기' 시작.
흥행 시 차기 시즌의 UAP 상승은
확보된 것

2분기 첫 번째 텐트폴 시즌제 드라마인 '아스달 연대기'가 시작한다. 세트장과 VFX에만 각각 150억원/84억원을 쓴 대작이며, 50부작 이상 사극에서 흥행력이 검증된 김영현, 박상연 작가가 집필한다. 만약 시즌 1이 흥행한다면, 1) 응답하라 시리즈처럼 시즌제를 거듭할수록 시청률이 상승할 가능성이 높으며, 2) 팬덤화로 차기 시즌의 UAP 상승을 담보해 더 수준 높은 퀄리티의 콘텐츠를 제작할 수 있는데 반해, 3) 세트장/VFX 관련 고정비는 그대로 절감되어 이익 규모는 더욱 확대될 것이고, 4) OSMU(게임/MD 등)/OST 등 다양한 부문에서 지속성 있는 레버리지가 나타날 것이다. 아스달 연대기의 흥행으로 2편 이상의 시즌제 드라마가 제작된다면 2020년 이후 ENM의 미디어 시청률(혹은 UAP)에 대한 추가적인 상승 여력에 대한 고민은 완전히 사라질 것이다.

표 5. CJ ENM의 주요 시리즈(시즌제) 드라마 현황

| 시리즈명 | 작품명 | 방영 연월 | 채널 | 제작사 | 횟수 | 최종시청률 | 주요 출연진 | 연출가 | 극본가 |
|--------|--------------|--------|-----|---------|----|-------|---------------|----------|-------|
| 응답하라 | 응답하라 1997 | 12-07 | tvN | CJ E&M | 16 | 7.6% | 정은지, 서인국, 신소율 | 신원호, 박성재 | 이우정 외 |
| | 응답하라 1994 | 13-10 | tvN | CJ E&M | 21 | 10.3% | 성동일, 이일화, 고아라 | 신원호 | 이우정 외 |
| | 응답하라 1988 | 15-11 | tvN | CJ E&M | 20 | 18.8% | 혜리, 류준열, 박보검 | 신원호 | 이우정 외 |
| 보이스 | 보이스 1 | 17-01 | OCN | 콘텐츠K | 16 | 5.6% | 이하나, 장혁, 백성현 | 김홍선, 김상훈 | 마진원 |
| | 보이스 2 | 18-08 | OCN | 콘텐츠K | 12 | 7.1% | 이하나, 이진욱, 권율 | 이승영 | 마진원 |
| | 보이스 3 | 19년 예정 | OCN | 예정 | 예정 | 예정 | 이하나, 이진욱 | 예정 | 마진원 |
| 나쁜 녀석들 | 나쁜 녀석들 | 14-10 | OCN | 얼반웍스미디어 | 11 | 4.1% | 김상중, 마동석, 박해진 | 김정민 | 한정훈 |
| | 나쁜 녀석들-악의 도시 | 17-12 | OCN | 얼반웍스미디어 | 16 | 4.8% | 김상중, 마동석, 박해진 | 한동화 | 한정훈 |

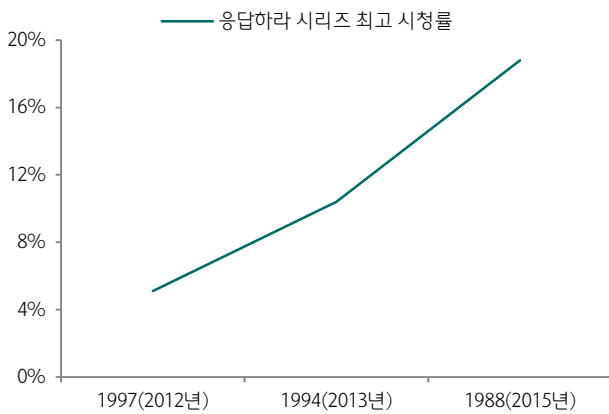
자료: 언론 보도 및 방송국 홈페이지, 하나금융투자

표 6. 김영현, 박상연 작가의 드라마 과거 필모그래피 및 예정작

| 방영시점 | 작품명 | 장르/특징 | 부수 | 출연진 | 시청률 | 작가 | 편성 | 비고 |
|-------|---------|----------|--------|---------------|-------|----------|-----|----------------|
| 03.09 | 대장금 | 의녀 소재 사극 | 54 | 이영애, 지진희 | 55.5% | 김영현 | MBC | |
| 05.09 | 서동요 | 퓨전 사극 | 56 | 조현재, 이보영 | 21.4% | 김영현 | SBS | 창사특집 |
| 07.03 | 히트 | 범죄 수사 | 20 | 고현정, 하정우 | 18.5% | 김영현, 박상연 | MBC | 첫 협업작 |
| 09.05 | 선덕여왕 | 퓨전 사극 | 62(+1) | 이요원, 고현정 | 43.6% | 김영현, 박상연 | MBC | 창사48주년 특집 |
| 11.10 | 부리깊은 나무 | 범죄 사극 | 24 | 김명민, 장혁, 신세경 | 25.4% | 김영현, 박상연 | SBS | 용비어천가 시리즈 |
| 15.10 | 육룡이 나르샤 | 조선 건국 | 50 | 김명민, 유아인, 신세경 | 17.3% | 김영현, 박상연 | SBS | 용비어천가 시리즈(프리퀄) |
| 19.12 | 아스달 연대기 | 상고시대 가상국 | | 송중기, 장동건, 김지원 | | 김영현, 박상연 | tvN | |
| 미정 | 샘이 깊은 물 | 계유정난 | | | | 김영현, 박상연 | | 용비어천가 시리즈(시퀄) |

주: 방영시점은 YY.MM, 시청률은 최고시청률기준, 공란은 아직 공개되지 않은 정보이며 샘이 깊은 물은 육룡이 나르샤 이후 인터뷰로 제작 의사 밝힌 적 있으나 아직 공개된 정보 없음
 자료: 하나금융투자

그림 24. 응답하라 시리즈 시청률 추이



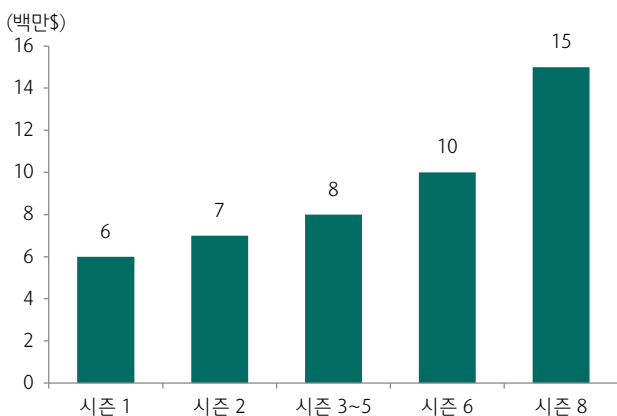
자료: AGB Nielsen, 하나금융투자

그림 25. 스튜디오 드래곤의 IP사업 영역 확대 첫 시도 - 아스달 연대기



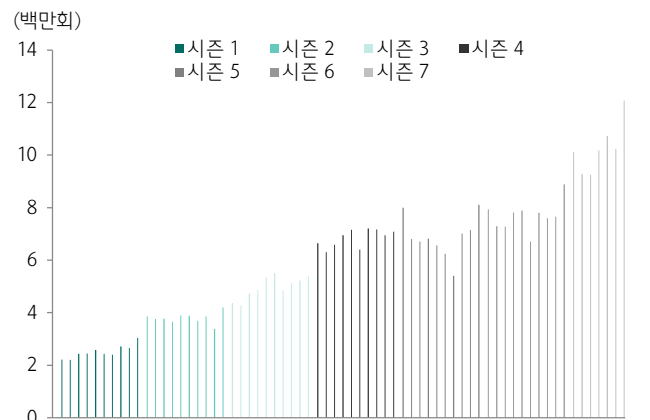
자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 26. 왕좌의 게임 시즌별 에피소드당 제작비



자료: 언론 보도 집계, 하나금융투자

그림 27. 왕좌의 게임은 시즌이 갈수록 모객력 증대



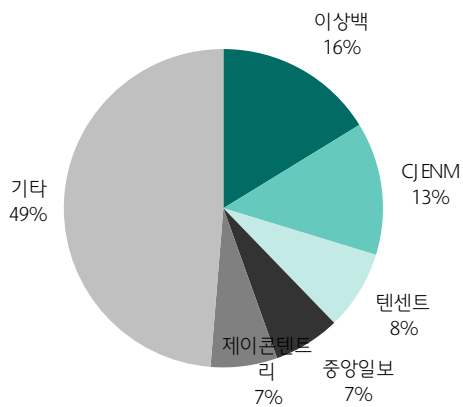
주: HBO 케이블 내 최초 방영시 에피소드당 조횟수
 자료: Cable Ratings, 하나금융투자

제작사 에이스토리는 킹덤 이후 레퍼런스 확보되면서 글로벌향 시즌제 드라마 논의 중

시즌제 드라마 제작으로 채널이 없음에도 2020년까지 라인업 확보

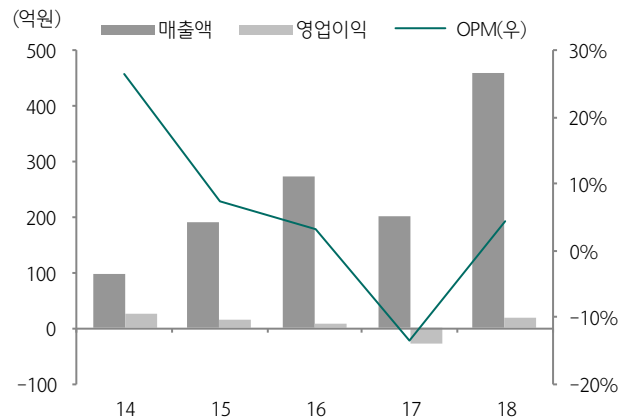
시즌제 드라마의 성공이 어떤 파급력을 일으킬 지 가늠해 볼 수 있는 제작사가 바로 '에이스토리'이다. <킹덤>, <시그널>의 김은희 작가, <올인>, <주몽>의 최완규 작가, 미국에서 리메이크된 <굿닥터>의 박재범 작가 등이 다수의 작가/감독들이 소속되어 있으며, 넷플릭스의 첫 번째 오리지널 드라마인 <킹덤>을 제작했다. 넷플릭스 시청자의 10%가 좀비물을 본다는 통계 하에 가장 먼저 만들어진 한국형 좀비물 <킹덤>은 시즌제로 기획되어 2020년 방영을 목표로 이미 시즌2를 제작하고 있다. 더 중요한 것은 시즌제 드라마의 흥행으로 글로벌 레퍼런스가 높아졌고, 이에 따른 글로벌향 시즌제 드라마 제작도 논의 중에 있다. 이상백 대표가 인터뷰에서도 밝혔듯이 넷플릭스 오리지널에 국한되지 않고 할리우드향으로 다양한 플랫폼과 작품을 준비 중이고, 레버리지를 위해 OSMU 관련 사업도 동시에 준비하고 있다. 채널 사업자가 아님에도 이미 차기년도 라인업을 확보한 것만 보더라도 시즌제의 성공에 따른 레퍼런스 확보가 어떤 영향을 미치는지 에이스토리가 증명하고 있다. 물론, 한한령 완화 시 텐센트를 주요 주주로 보유하고 있는 만큼 높은 레버리지에 대한 기대감도 유효하다. 하반기 상장을 준비하고 있는데 관심 가지고 지켜볼 필요가 있다.

그림 28. 에이스토리 지분 구조



자료: 언론 보도, 에이스토리, 하나금융투자

그림 29. 에이스토리 실적 추이



자료: 언론 보도, 에이스토리, 하나금융투자

그림 30. 에이스토리의 드라마 라인업 - 시즌제의 성공으로 차기년도 라인업까지 이미 확정

채널이 없는 한계에도 불구하고 시즌제 드라마의 성공으로 향후 2년치의 라인업 확보

킹덤의 흥행으로 글로벌 레퍼런스 확보하며 글로벌향 시즌제 드라마 제작 가능성 가시화

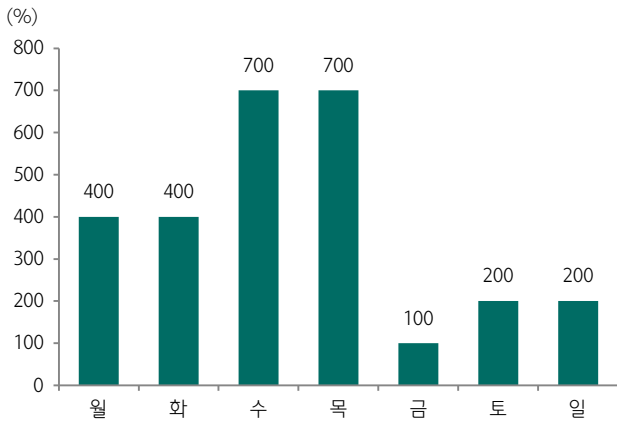
| <2018-2020 ASTORY Line-up> | | |
|----------------------------|-----------------|--------------------------------|
| | 2019 Line-Up | 2020 Line-Up |
| | NETFLIX 킹덤 시즌 1 | 미니시리즈 2편-3편 NETFLIX 킹덤 시즌 2 |
| 2018 Line-Up | 도시괴담 시즌 1 | 도시괴담 시즌 2 |
| KBS2 <주리의여왕 시즌2> | PROJECT S 시즌 1 | PROJECT S 시즌 2 |
| KBS2 월화드라마 <우리가 만난 기적> | PROJECT K 시즌 1 | PROJECT K 시즌 2 |
| tvN 월화드라마 <백일의 낭군님> | MBC 하자있는 인간들 | 박재범 프로젝트 |
| TENCENT <勇往直前恋上你> | 구애의 여름 | 장영철 프로젝트 |

자료: 에이스토리, 하나금융투자

OCN의 경쟁력 제고와
시즌제 드라마의 흥행 등으로
UAP 상승 기대

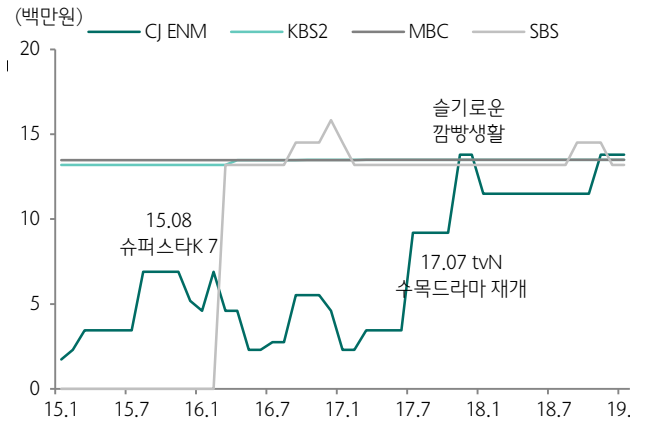
시즌제 드라마의 성공에 채널 확대 및 채널별 전략이 가미되며 UAP의 상승이 이어졌다. 2015년 이후 요일별 UAP 상승을 보면 수목의 상승이 두드러지는데, 가장 비선호 요일이었던 목요일에 최고 UAP 상승 최초 원인은 슈퍼스타K 7의 방영이었다. 이후 2017년 7월 외화 리메이크작인 ‘크리미널 마인드’를 시작으로 수목드라마를 재개했으며, 일요일 시간대의 경쟁력 제고를 위해 2017년 6월에는 금토가 아닌 토일 드라마를 배치하면서 UAP 상승을 이끌어냈다. 이 뿐만 아니라 OCN의 경쟁력 제고도 긍정적이다. 원래 영화 홀드백 채널이었던 OCN은 2009년 이후 장르물에 집중하고 있는데, 나쁜 녀석들, 보이스의 시즌제 성공뿐만 아니라 터널/플레이어/손 더 게스트 등 상당수의 작품들이 시청률 5%를 돌파하거나 근접하면서 경쟁력을 인정 받고 있다. 결론적으로, 2019년에는 1) 텐트폴 시즌제 드라마의 시작과 2) 장르물인 OCN의 경쟁력 제고를 통해 팬덤화를 통한 UAP의 상승을 기대하고 있다.

그림 31. 2015년 1월 대비 요일별 최고 UAP 성장률



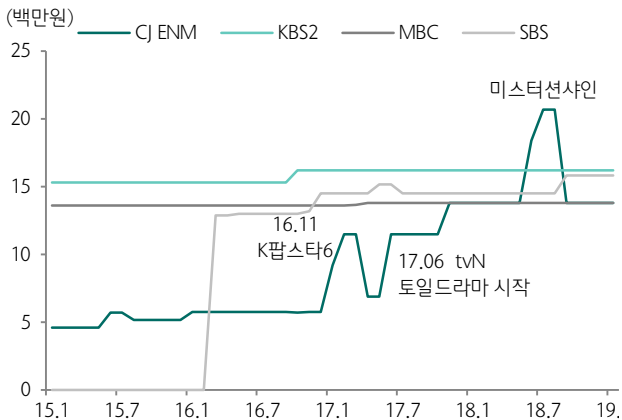
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 32. CJ ENM과 지상파의 목요일 최고 UAP 비교



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 33. 금토드라마를 토일드라마로 재편하며 UAP 상승 도모



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 34. OCN 역대 최고 시청률 기록한 보이스2



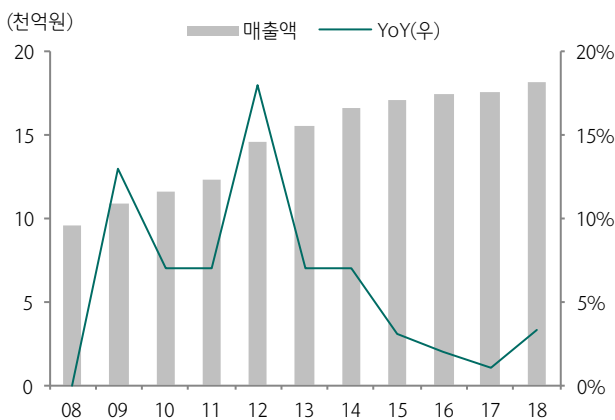
자료: 언론보도, 하나금융투자

3) 영화: 증명하고 있는 체질 개선

관객수는 2.2억명 내외에서 정체

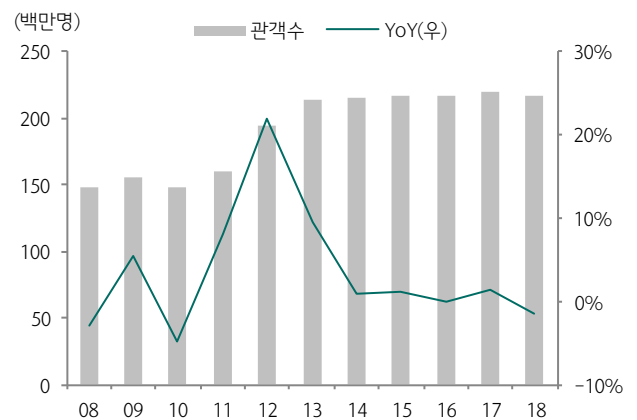
2018년 영화 산업의 상영 매출액은 1.8조원(+3%)으로 최근 10년 간 매해 성장했다. 관객 수는 2.16억명(-2% YoY)으로, 2013년 처음 2.1억명을 돌파한 후 정체가 이어지고 있다. 이미 글로벌 최고 수준으로 연간 인당 4회의 영화를 관람하고 있어 성숙기에 접어들었기에, 제한된 시장에서 M/S 경쟁을 할 수 밖에 없다. 다만, 티켓 가격은 가격인상과 4DX/스크린 X/IMAX 스크린 등의 확대로 2008년 6천원대에서 2018년 약 8,400원까지 상승했다. 1~2 번의 가격 인상 잠재력을 제외하면 산업의 성장성은 제한적인 편이다

그림 35. 연도별 영화 상영 매출액 추이



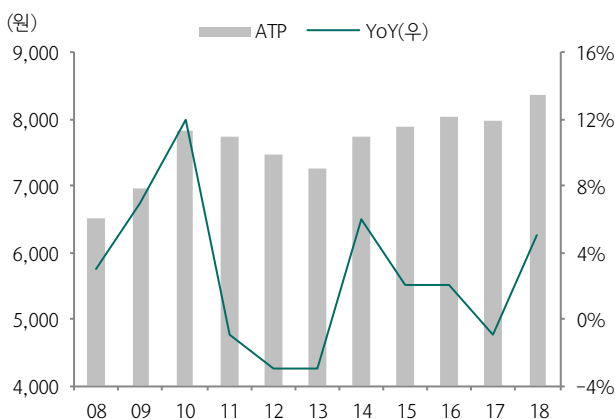
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 36. 연도별 박스오피스 관객수 추이



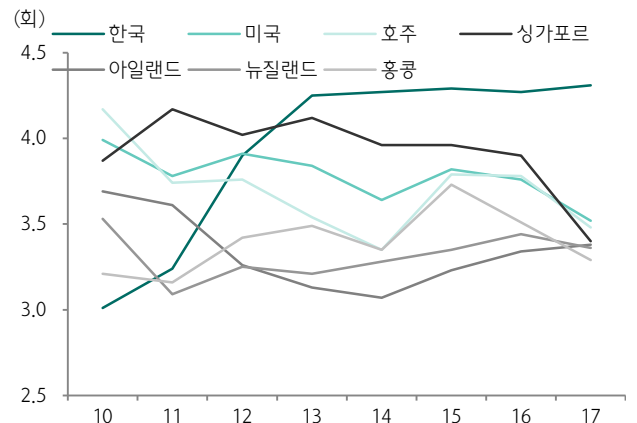
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 37. 연도별 영화 ATP 추이



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 38. 글로벌 Top7 국가별 인당 관람 횟수- 17년 평균은 1.8회



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

최근 영화 산업의 특징은

1) 제작비 증가와 흥행 실패에 따른 투자 수익률 감소

최근 두드러지고 있는 영화 산업의 특징은 크게 2가지로, 1) 한국 영화의 제작비 증가 및 투자 수익률 감소, 2) 시리즈물들의 흥행이다.

100억원 이상의 제작비 투입된 한국 상업영화 중 BEP 넘어서는 편수는 4편

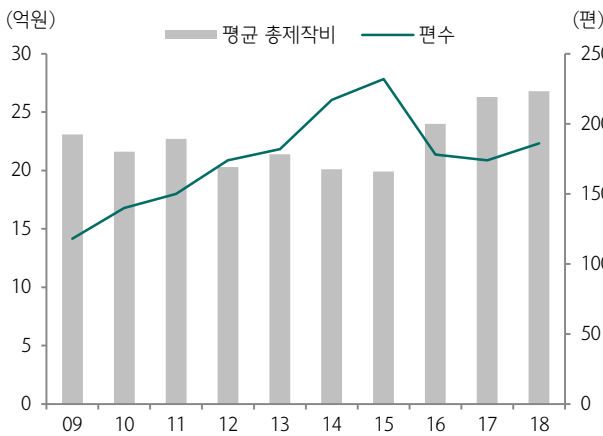
우선 한국영화 개봉작의 평균 총 제작비는 27억원으로 2015년 20억원에서 크게 상승했으며, 제한된 시장에서 제작편수도 꾸준히 상승하고 있다 100억원 이상 투입된 대작의 경우 2015년 6편 → 2018년 17편으로 증가했다. 그러나, 상업영화 40편을 기준으로 보면 BEP를 넘어서는 작품은 13편으로 33%에 불과하며, 100억원 이상의 대작 14편 중에서는 신과함께/독전/공작/안시성 등만 4편만 BEP를 넘겼다. 2018년 관객 수 기준 Top10에서 제작비 100억원 이하는 완벽한 타인뿐이다. 100억원 이상 대작들이 흥행에 실패하면서 2018년에는 한국 상업영화의 평균 수익률은 -17%를 기록했다.

표 7. 2017-2018년 한국 '상업영화' 총제작비 구간별 (추정)수익률

| 구분 | 2017 | | | | 2018 | | | | |
|-------------------|------|----------|---------|---------|------|----------|---------|---------|--|
| | 편수 | BEP 상회편수 | 평균 총제작비 | 평균수익률 | 편수 | BEP 상회편수 | 평균 총제작비 | 평균수익률 | |
| 150억 이상 | 7 | 4 | 183.9억 | 42.20% | 8 | 1 | 191.8억 | -23.70% | |
| 100억 이상 ~ 150억 미만 | 5 | 2 | 116.1억 | 21.00% | 9 | 1 | 112.2억 | -43.30% | |
| 80억 이상 ~ 100억 미만 | 6 | 2 | 97.5억 | -12.90% | 7 | 4 | 87.8억 | 11.30% | |
| 50억 이상 ~ 80억 미만 | 19 | 7 | 64.9억 | 4.40% | 14 | 7 | 63.5억 | 5.90% | |
| 30억 이상 ~ 50억 미만 | 0 | - | - | - | 2 | 0 | 45.5억 | -42.10% | |
| 전체 | 37 | 15 | 97.8억 | 18.00% | 40 | 13 | - | -17.30% | |

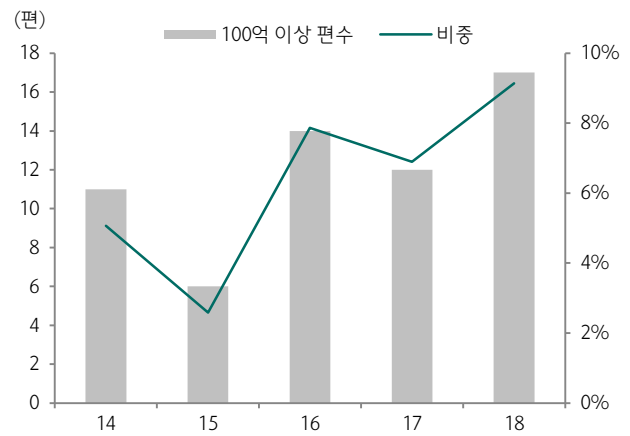
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 39. 한국영화 개봉작 평균 제작비 추이



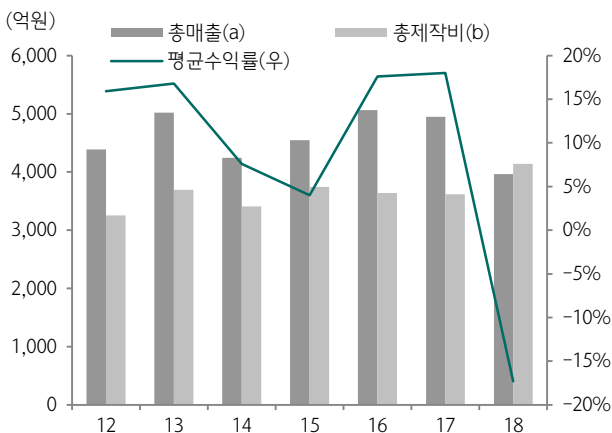
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 40. 100억 이상 제작비가 투입된 영화의 편수



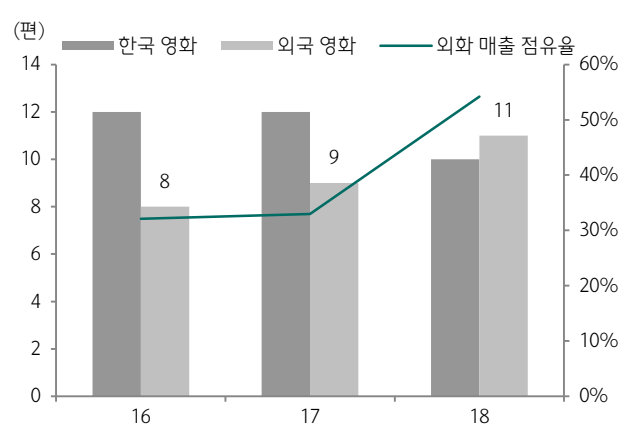
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 41. 한국 상업영화의 평균 수익률



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 42. 300만 관객 이상 영화 내 국적별 분류 및 외화 매출 점유율



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

2) 시리즈물의 흥행

2018년 Top10 중
신과함께/어벤져스 등 7개
작품들이 시리즈물

시리즈물의 경우 현재 작품을
보기 위해 전작을 봐야 함.
2차 판권시장에서의
꾸준한 수익 기여 가능

물론, 신과 함께 시리즈는 2편 연속 1,000만명 이상을 기록했으며, 연초에 개봉한 극한직업은 역대 2위의 관객수를 기록하는 등 한국 영화의 경쟁력을 증명하는 다양한 지표들도 있다. 다만, 소위 ‘대박을 치는’ 작품들에게서 높게 나타나는 현상이 있는데 바로 시리즈 물이라는 점이다. 2018년 Top10 작품들의 특징으로 돌아가면 신과함께/어벤져스/미션 임파서블 등 총 7개의 작품들이 시리즈 물이다. 모든 시리즈 작품들이 흥행을 담보하는 것은 아니지만 확률상으로 훨씬 더 높을 수 밖에 없는데, 2018년에는 관련 비중이 43%까지 상승했다. 이런 시리즈물의 성과는 단순히 상영 매출에서 그치지 않는다. 어벤져스 시리즈를 보기 위해 엔트맨과 와스프/블랙팬서를 봐야 하는 것처럼, 혹은 신과함께 인과 연을 보기 위해 죄와 벌을 봐야 한다. 즉, 상영 매출의 26%까지 상승한 2차 판권 시장에서 꾸준한 기여가 예상된다. 음악/드라마/예능 프로그램들처럼 영화에서도 시리즈물의 비중을 늘려 안정적인 수익원을 기대할 수 있는 IP의 확보가 중요해지고 있다.

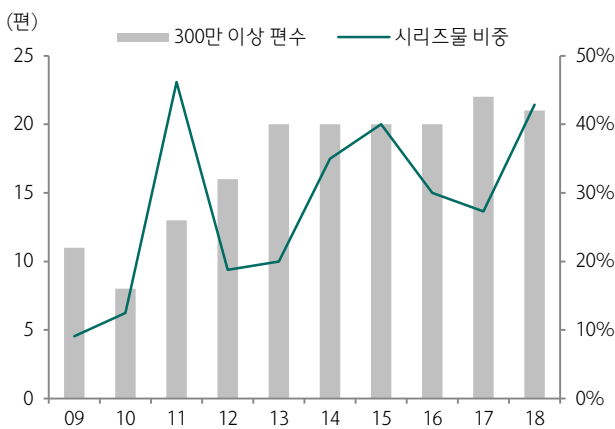
표 8. 2018년 10위 영화 특징

(단위: 만명, 억원)

| 순위 | 영화명 | 관객 수 | 매출액 | 배급사 | 흥행 포인트 |
|----|---------------|-------|-------|-----|--------|
| 1 | 신과함께-인과 연 | 1,227 | 1,027 | 롯데 | 시리즈 |
| 2 | 어벤져스: 인피니티 워 | 1,121 | 999 | 디즈니 | 시리즈 |
| 3 | 보헤미안 랍소디 | 922 | 800 | 폭스 | 향수 자극 |
| 4 | 미션 임파서블: 폴아웃 | 658 | 559 | 롯데 | 시리즈 |
| 5 | 신과함께-죄와 벌 | 587 | 474 | 롯데 | 웹툰 원작 |
| 6 | 쥬라기 월드: 폴른 킹덤 | 566 | 498 | UPI | 시리즈 |
| 7 | 엔트맨과 와스프 | 545 | 475 | 디즈니 | 시리즈 |
| 8 | 안시성 | 544 | 463 | NEW | 사극 |
| 9 | 블랙 팬서 | 540 | 459 | 디즈니 | 시리즈 |
| 10 | 완벽한 타인 | 529 | 444 | 롯데 | 외화 원작 |

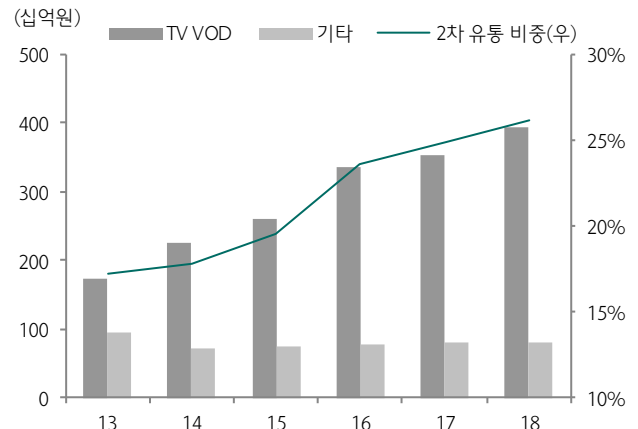
자료: 하나금융투자

그림 43. 300만 관객 이상 영화 편수 및 시리즈물 비중



주: 시리즈물 내 대부분이 액션/외화, 초기 기획부터 시리즈물이었던 영화만 카운트했으며, 동일 서사 바탕으로 세계관 공시 시에만 시리즈물로 카운트
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 44. 2차 판권 시장 규모 및 비중 추이



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

ENM의 영화 사업부는 최근 3년간 적자. 100억원 이상 대작 11편 중 3편만 BEP 상회

ENM의 영화 부문은 2016년부터 3년 연속 적자를 기록하고 있다. 2017년 1월부터 2019년 2월까지 투자배급한 20편(애니메이션 제외)의 영화 중에서 손익분기점을 넘기 작품은 6편이다. 30%의 확률이라면 그리 나쁘지 않아 보일 수도 있지만, 100억원 이상의 대작이 총 11편이며 이 중 BEP를 넘긴 작품은 3편에 불과하다. 배급 점유율은 2014년 25%에서 2018년 13%(상영편수는 26편 → 17편)까지 꾸준히 하락하는 추세이며, 2018년에는 2013년 이후 처음으로 배급순위가 3위까지 하락했다. ENM의 영화 부문 경쟁력에 대한 근본적인 의문이 확대되고 있는 가운데, 2019년의 ENM 영화는 달라질 수 있을까?

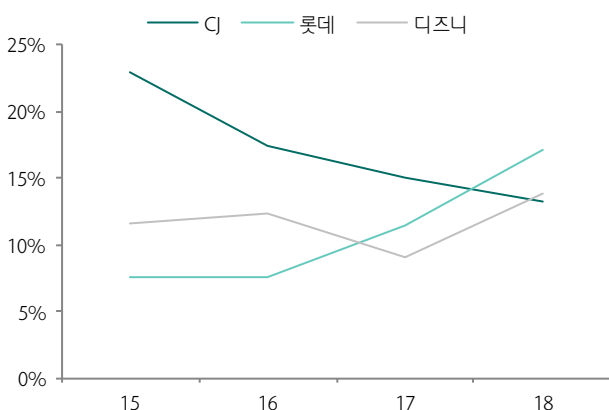
표 9. CJ ENM 2018~최근 개봉작 목록

(단위: 만명, 억원)

| 개봉일 | 영화명 | 감독 | 제작사 | 관객수 | 제작비 |
|------------|----------------|-----|------------------------|------|-----|
| 2017-01-18 | 공조 | 김성훈 | JK필름, CJ ENM 등 | 782 | 100 |
| 2017-02-09 | 조작된 도시 | 박광현 | 티피에스컴퍼니, 영화사심플렉스 등 | 251 | 100 |
| 2017-04-26 | 임금님의 사건수첩 | 문현성 | 영화사람, CJ ENM 등 | 163 | 75 |
| 2017-05-17 | 불한당: 나쁜 놈들의 세상 | 변성현 | CJ ENM, 바른손 | 95 | 60 |
| 2017-06-28 | 리얼 | 이사랑 | 코브픽처스 | 47 | 115 |
| 2017-07-26 | 군함도 | 류승완 | 외유내강, 필름케이 | 659 | 260 |
| 2017-10-03 | 남한산성 | 황동혁 | 사이런픽처스 | 383 | 175 |
| 2017-11-02 | 침묵 | 정지우 | 용필름 | 49 | 80 |
| 2017-12-27 | 1987 | 장준환 | 우정필름 | 723 | 180 |
| 2018-01-17 | 그것만이 내 세상 | 최성현 | JK필름, CJ ENM | 342 | 58 |
| 2018-02-14 | 골든슬럼버 | 노동석 | 영화사 집 | 139 | 75 |
| 2018-02-28 | 궁합 | 홍창표 | 주피터 필름 | 134 | 90 |
| 2018-03-28 | 7년의 밤 | 추창민 | 바른손, CJ ENM | 53 | 100 |
| 2018-06-13 | 탐정: 리턴즈 | 이연희 | 크리픽 픽처스 | 315 | 70 |
| 2018-08-08 | 공작 | 윤종빈 | 영화사 월광, 사나이 픽처스 | 497 | 190 |
| 2018-09-19 | 협상 | 이종석 | JK필름, 그리고픽처스, CJ ENM | 197 | 100 |
| 2018-11-28 | 국가부도의 날 | 최국희 | 영화사 집 | 375 | 90 |
| 2018-12-26 | PMC: 더 벙커 | 김병우 | 퍼펙트스톰필름 | 118 | 140 |
| 2019-01-23 | 극한직업 | 이병헌 | 어바웃필름, 영화사 해그림, CJ ENM | 1618 | 65 |
| 2019-02-20 | 사바하 | 장재현 | 외유내강 | 235 | 100 |

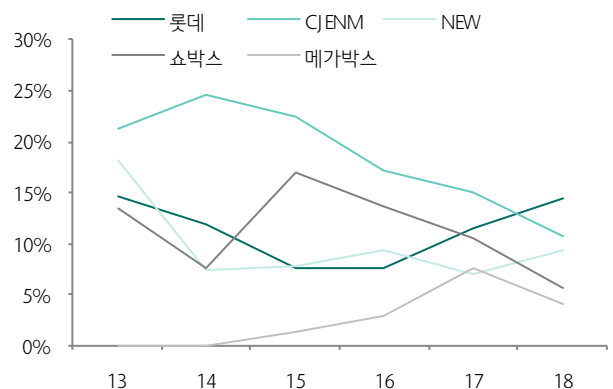
주: 제작비는 언론 보도에 따름, 순제작비만 보도된 경우 약 20% 가산해 총제작비 추정
 자료: 영화진흥위원회, 언론보도, 하나금융투자

그림 45. 2018년 기준 상위 3개 배급사들의 매출점유율 추이



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 46. 연도별 국내 주요 배급사 매출점유율 추이



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

2019년은 1) 80~100억원 내외의 허리라인 라인업 확대로 리스크 최소화

이미 극한직업의 역대 1위 (매출 기준) 흥행으로 가파른 턱어라운드

2) 스펀오프 등 시리즈물 시작. 하반기 예정작인 귀수와 나쁜 녀석들은 각각 영화 신의 한수/동명 드라마의 스펀오프

ENM의 2019년 영화 라인업에서 눈에 띄는 부분은 크게 2가지로 1) 허리 라인(제작비 80억원 내외) 라인업 확대, 2) 스펀오프(시리즈) 작품들이다. 전자는 전술했듯이, 100억원대의 영화들에서 흥행 실패 비중이 높아지면서 리스크를 최소화하고 있다는 점이다. 올해 10편 내외의 예상 라인업에서 100억원 이상 작품은 봉준호 감독작을 포함해 2편뿐이며, 이미 65억원의 제작비가 투입된 극한직업이 관객 수 1,600만명, 매출 1,400억원으로 역대 흥행/매출 기준 각각 2위/1위를 기록했다.

두번째로 2014년작인 신의 한수의 스펀오프인 귀수와 동명 드라마의 스펀오프인 나쁜 녀석들 등 스펀오프 영화가 2편이나 개봉한다. 신의 한수는 관객수가 357만명이 넘는 흥행작이고, 나쁜 녀석들 역시 채널 OCN에서 5% 내외의 시청률을 기록한 흥행작이다. 특히, 나쁜 녀석들의 경우 팬덤이 형성된 드라마기에 충분히 극장으로 팬들을 유입시킬 수 있을 것이다. 100억원대 이상의 대작 비중을 줄여 제작비 흥행 리스크는 줄이고, 검증된 IP를 활용한 시리즈물의 확대 등으로 올해는 최근 몇 년 내 사상 최대의 실적이 예상되는데, 2020년 이후에도 이런 기조가 이어진다면 꾸준한 실적 기여가 예상된다.

표 10. CJ ENM 개봉 예정작

(단위: 억원)

| 영화명 | 개봉일 | 감독 | 배우 | 장르 | 제작비 |
|------------|--------|-----|----------|--------|---------|
| 걸캅스 | '19.1Q | 정다원 | 라미란, 이성경 | 코미디 | <100 |
| 엑시트 | '19.2Q | 이상근 | 조정석, 윤아 | 재난액션 | 120~130 |
| 기생충(패러사이트) | '19.2Q | 봉준호 | 송강호, 이선균 | 드라마 | 150 |
| 클로젯 | '19.2H | 김광빈 | 하정우, 김남길 | 공포/스릴러 | <100 |
| 귀수 | '19.2H | 리건 | 권상우, 김희원 | 범죄/액션 | <100 |
| 나쁜녀석들:더무비 | '19.2H | 손용호 | 마동석, 김상중 | 범죄/액션 | <100 |
| 킹메이커선거판의여우 | '19.4Q | 변성현 | 설경구, 이선균 | | |
| 도청 | '19.4Q | 최동훈 | 이정재, 김우빈 | 범죄 | |

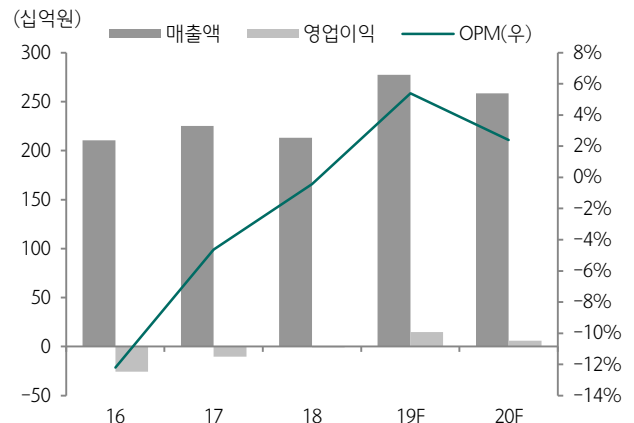
주: 엑시트, 기생충은 제작비 100억 이상의 대작 영화
 자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 47. 스펀오프 작품들인 귀수와 나쁜 녀석들



자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 48. ENM의 영화 부문 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 하나금융투자

3. 미디어: 1위가 더 압도적인 1위가 된다

1) 2019년 예상 광고 시장은 약 12.4조원(+5.7% YoY)

(1) TV광고 가이드선 성장률은 13%

'19년 광고 시장은 5.7% 성장 전망

제일기획 등에 따르면 2016~2017년 2% 내외의 성장을 기록한 광고 시장은 2018년 P/2019년F 각각 4.6%/5.7% (YoY) 성장할 전망이다. 2019년 매체별 광고비 예상은 지상파TV/IPTV가 각각 2%/12% 성장한 1.47조원/2.05조원이며, 디지털 광고는 3.33조원 (+18.7%)의 고성장이 지속될 것이다.

TV는 주요 광고주들의
신제품 사이클 + 스타트업 광고 증가

우선, TV광고의 성장은 2017년 방송 총파업에 따른 기저효과가 여전히 유효한 가운데 주요 광고주들의 신제품 사이클과 스타트업 등 신규 광고주 유입에 기인한다. 삼성전자는 갤럭시 S10과, 5G, 폴더블, 그리고 하반기 갤럭시 노트 10 등이고, 현대차도 8세대 쏘나타, 펠리세이드, 제네시스 SUV GV80 등 주요 신제품 사이클이 도래했다. 이뿐만이 아니라 O2O, 온라인게임 등 대중적 인지도 확보의 필요성을 느낀 스타트업들의 TV 광고도 눈에 띈다. 과거 배달의 민족이 대규모 TV광고를 통한 빠르게 성장했던 것처럼, 최근 마켓컬리/토스/뱅크샐러드/마이리얼트립/밀리의서재/왓챠플레이 등 많은 스타트업들이 이런 전략을 취하고 있다. 또한, 정부가 2019년 혁신형 중소기업 방송광고 지원제도를 통해 지상파TV(KBS, MBC, EBS)/라디오 방송광고비를 70% 할인 및 250% 보너스를 제공하고 있는 것도 긍정적이다.

정부는 혁신 중소기업들에게 지상파
TV 광고 시 할인 제공

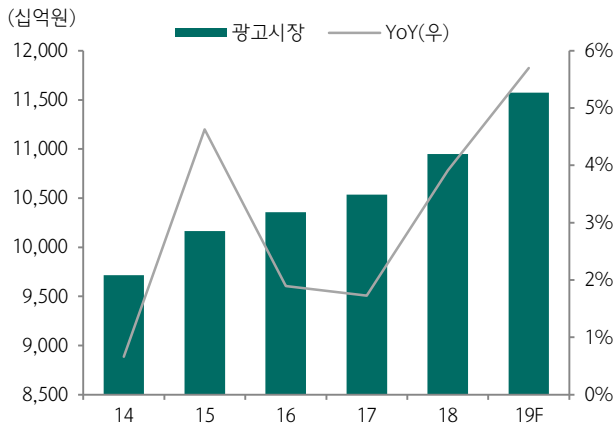
표 11. 2017~2019년 매체별 총 광고비

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 매체 | 광고비 | | | 성장률 | | 구성비 | |
|-----|--------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | '17년 | '18년 | '19년(F) | '18년 | '19년(F) | '18년 | '19년(F) |
| 방송 | 지상파TV | 1,531 | 1,443 | 1,470 | -5.8 | 1.9 | 12.3 | 11.9 |
| | 라디오 | 278 | 250 | 248 | -9.9 | -0.9 | 2.1 | 2 |
| | 케이블/중편 | 1,846 | 1,963 | 2,052 | 6.4 | 4.5 | 16.8 | 16.6 |
| | IPTV | 99.4 | 116 | 131 | 17.0 | 12.4 | 1.0 | 1.1 |
| | 위성, DMB 등 | 200 | 191 | 184 | -4.5 | -3.7 | 1.6 | 1.5 |
| | 방송 계 | 3,954 | 3,964 | 4,085 | 0.2 | 3.1 | 33.9 | 33 |
| 인쇄 | 신문 | 1,437 | 1,429 | 1,425 | -0.5 | -0.3 | 12.2 | 11.5 |
| | 잡지 | 344 | 308 | 290 | -10.3 | -5.9 | 2.6 | 2.3 |
| | 인쇄 계 | 1,781 | 1,738 | 1,715 | -2.4 | -1.3 | 14.8 | 13.8 |
| 디지털 | PC | 1,625 | 1,592 | 1,566 | -2 | -1.7 | 13.6 | 12.6 |
| | 모바일 | 2,216 | 2,801 | 3,326 | 26.4 | 18.7 | 23.9 | 26.9 |
| | 디지털 계 | 3,840 | 4,394 | 4,892 | 14.4 | 11.3 | 37.5 | 39.5 |
| OOH | 옥외 | 339 | 326 | 340 | -4 | 4.5 | 2.8 | 2.7 |
| | 극장 | 228 | 221 | 230 | -2.9 | 3.9 | 1.9 | 1.9 |
| | 교통 | 435 | 487 | 500 | 12 | 2.6 | 4.2 | 4 |
| | OOH계 | 1,002 | 1,034 | 1,070 | 3.2 | 3.5 | 8.8 | 8.7 |
| | 제작 | 607 | 573 | 608 | -5.6 | 6.0 | 4.9 | 4.9 |
| | 총 계 | 11,185 | 11,702 | 12,370 | 4.6 | 5.7 | 100 | 100 |

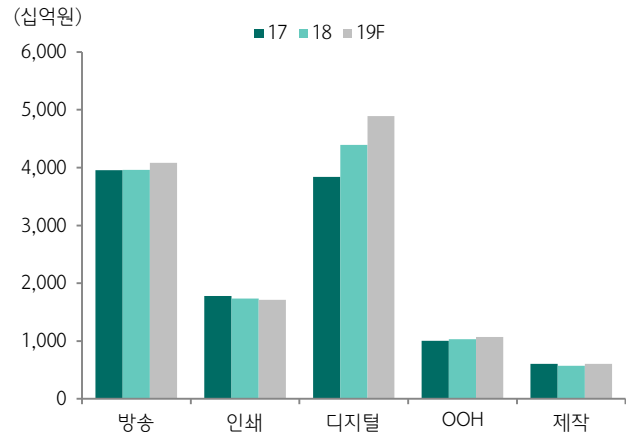
자료: 제일기획, 하나금융투자

그림 49. 최근 5개년 광고 시장 추이 - 19년 +5.7% YoY



주: 19년 성장률은 제일기획 참고
 자료: 제일기획, KOBACO, CJ ENM, 하나금융투자

그림 50. 2019년 방송(3.1%), 디지털(11.3%) 광고 성장 전망



자료: 제일기획, 하나금융투자

그림 51. 올해 4월 출시 예정인 세계 최초 폴더블폰 - 갤럭시 폴드



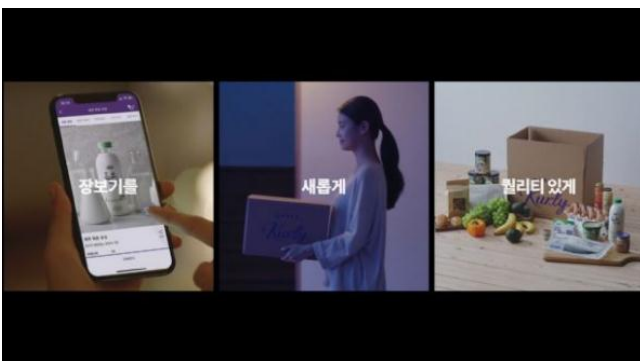
자료: 구글, 하나금융투자

그림 52. 4년만에 신차로 출시된 8세대 쏘나타



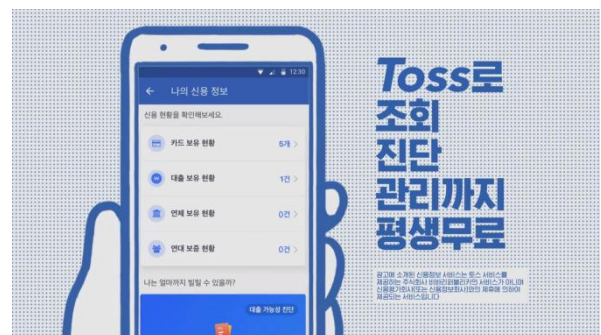
자료: 구글, 하나금융투자

그림 53. 2018년 마켓컬리(당시 서비스 3년차) TV 광고 시작



자료: 구글, 하나금융투자

그림 54. 2018년 토스(당시 서비스 3년차) TV 광고 시작



자료: 구글, 하나금융투자

(2) 넷플릭스와 유사한 시리즈 콘텐츠 기반의 성장

넷플릭스의 성장 과정에는
오리지널 콘텐츠의 첫 에미상
노미네이트가 변곡점

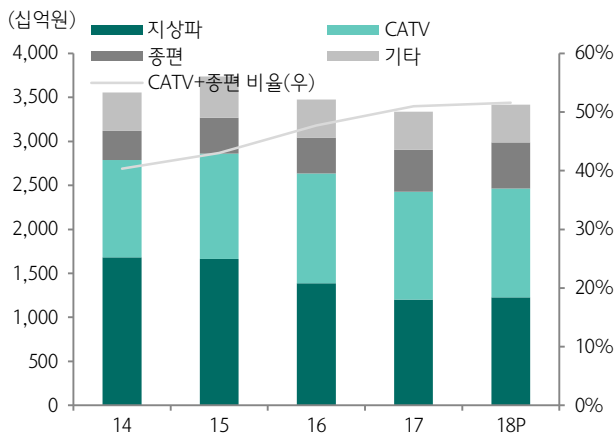
넷플릭스의 과거 성장 과정을 보면, 오리지널 콘텐츠인 하우스 오브 카드가 OTT로는 처음으로 프라임타임 에미상에 노미네이트 되면서 긍정적인 변화가 시작되었고, 2017년에는 OTT의 첫 에미상 수상(Hulu의 시녀 이야기), 2018년에는 넷플릭스가 HBO보다 처음으로 노미네이트 수에 앞섰다.

ENM도 콘텐츠 투자 통해 2015년
첫 백상예술대상 대상 수상하며
2018년 비 지상파 수상작 수가
지상파 압도

ENM도 오랜 기간 동안 시리즈 예능/드라마에 투자를 해왔고 2012년까지 지상파 일색이었던 백상예술대상 TV부문은 2015년 tvN프로그램으로 첫 대상 수상 이후 2018년에는 TV부문의 비 지상파 수상작 수가 처음으로 지상파에 우위를 보였다. 이런 성과에 힘입어 광고협찬매출액, 최고 UAP, CPI 등 다양한 지표에서 지상파를 압도하는 가파른 성장이 지속 중이다. 특히, 최근의 콘텐츠들이 대부분 시리즈/시즌제로 만들어지면서 콘텐츠가 팬덤화 되고 있다. 즉, 신서유기(예능), 프로듀스 시리즈(음악) 등은 이미 전작의 성과를 통해 다음 시리즈가 나오기 전부터 흥행이 어느 정도 담보되어 있어, 설사 시청률이 낮다 하더라도 화제성이 높을 수 밖에 없다. 드라마에서도 시즌제가 시작되면서 우상향 트렌드가 지속될 것이다.

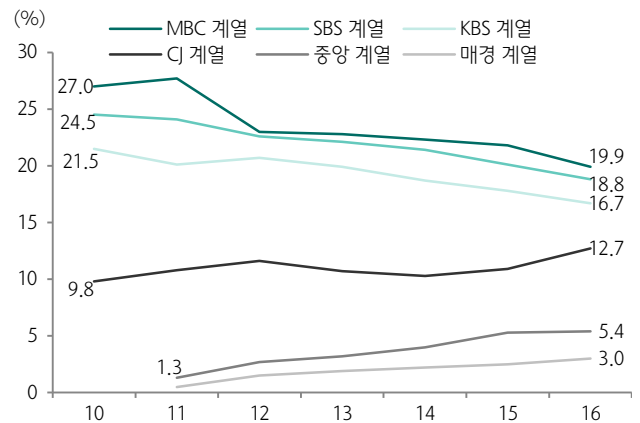
예능/음악/드라마의 시리즈의
팬덤화로 시장 대비 더 높은
성장 지속

그림 55. 방송 광고 시장 내 부문별 비중 - 비지상파가 과반



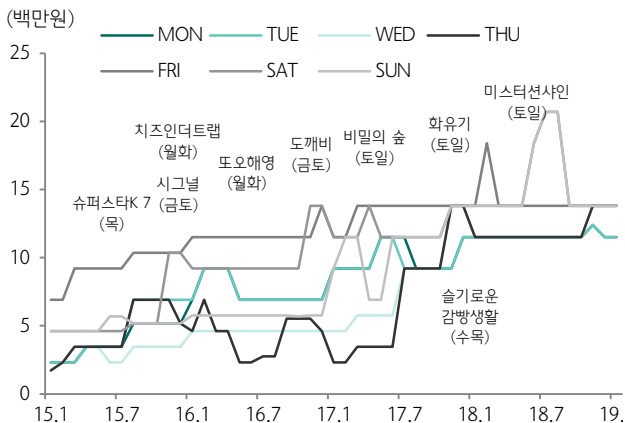
주: SBS는 16년 초순부터 자료 보유
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 56. 방송광고시장 주요사업자 광고협찬매출액 점유율 추이



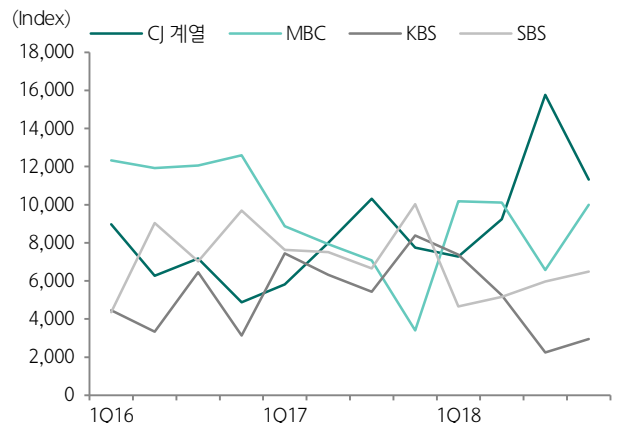
자료: 방송통신위원회, 하나금융투자

그림 57. CJ ENM 요일별 최고 UAP



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 58. 분기 합산 CPI 상위 10개 프로그램 채널별 트렌드



자료: 방송통신위원회, 하나금융투자

2) 디지털 광고 성장 - ENM 가이던스 성장률은 35%

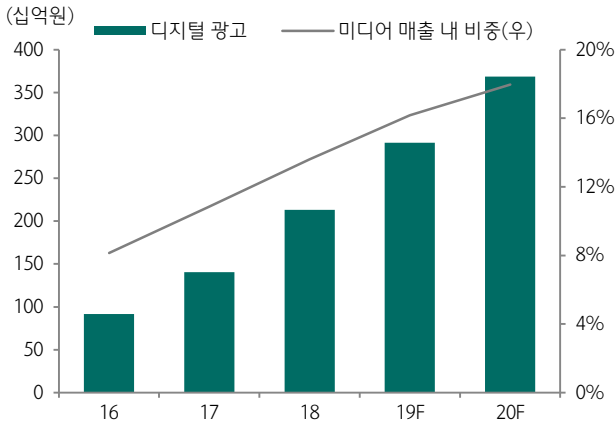
(1) ENM내 디지털 비중은 13.6%

산업 내 동영상 광고 비중은 5%.

ENM의 미디어 사업부 내 디지털 비중은 2016년 이후 각각 8.1% → 10.8% → 13.6%이며, 2018년 성장률은 52%

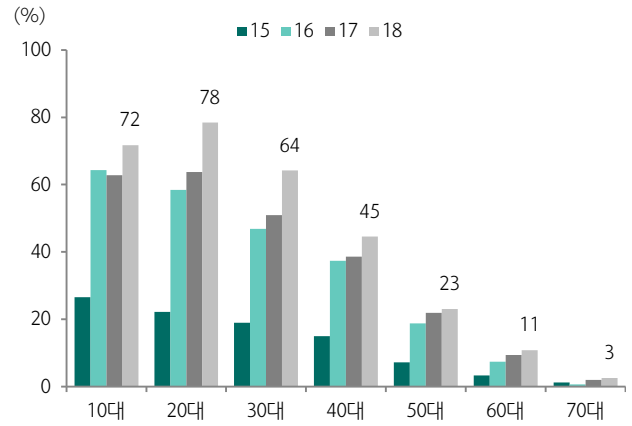
동영상 광고 시장은 2018년 기준 약 6,000억원으로 전체 광고 시장의 5%, 기존 방송 광고 시장의 17% 수준이나 가장 가파르게 성장할 것으로 전망된다. 당연한 얘기지만, 1030 세대 뿐만 아니라 40대 이상의 연령대에서도 OTT(Over The Top) 이용률이 빠르게 상승하면서 4Q18에는 트래픽 내 동영상 비중이 57%까지 상승했다. 특히, ENM 내 디지털 비중이 2016년 이후 각각 8.1% → 10.8% → 13.6%로 가파르게 성장하고 있으며 2018년 성장률은 52%까지 상승했다. 디지털 내에는 MCN/PIP/티빙/메조미디어 등이 있는데, PIP와 메조 미디어의 성장성을 감안하면 MCN과 티빙이 50% 이상 성장한 것이다.

그림 59. ENM 내 디지털 광고 비중



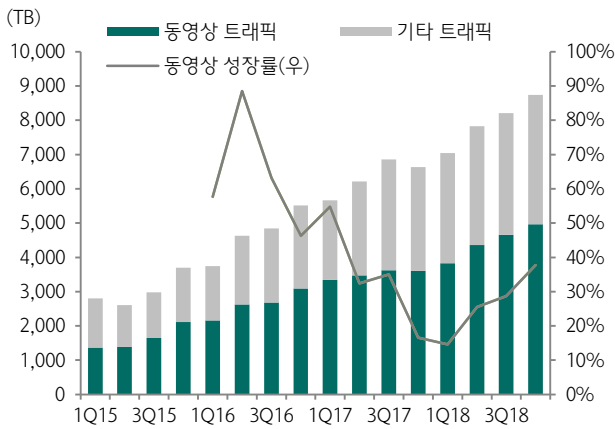
자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 60. 연령별 OTT 이용률 추이 - 전 연령대 성장



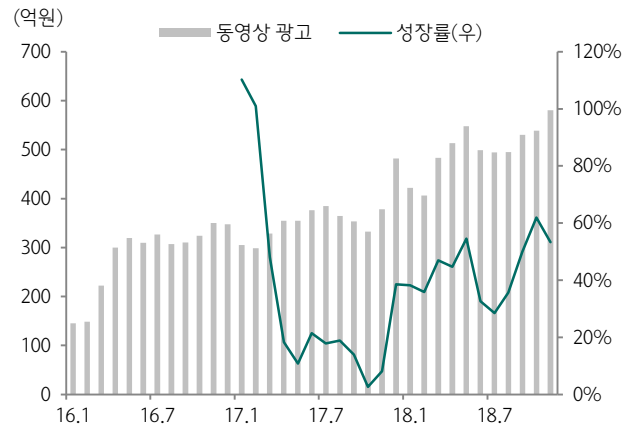
자료: 메조미디어(2018), 하나금융투자

그림 61. 데이터 트래픽 내 동영상 비중 확대 - 4Q18 기준, 57%



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

그림 62. 월별 동영상 광고 - 18년 약 6,000억원(+43% YoY)



자료: 애드리서치, 하나금융투자

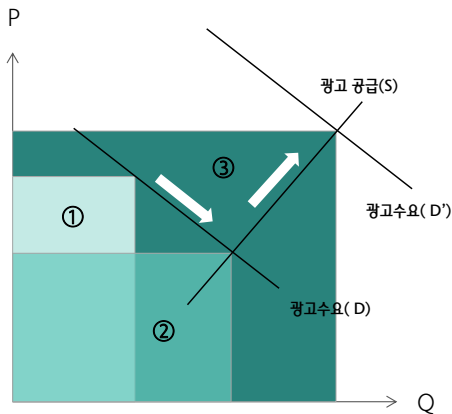
(2) 프로그래매틱 바이딩으로 디지털 광고 시장 확대

프로그래매틱 바이딩과 구글/페이스북등 글로벌 미디어들의 등장으로 디지털 광고의 가파른 성장

높은 트래픽을 만들어내는 상위 콘텐츠 제작사들로의 수혜 전망

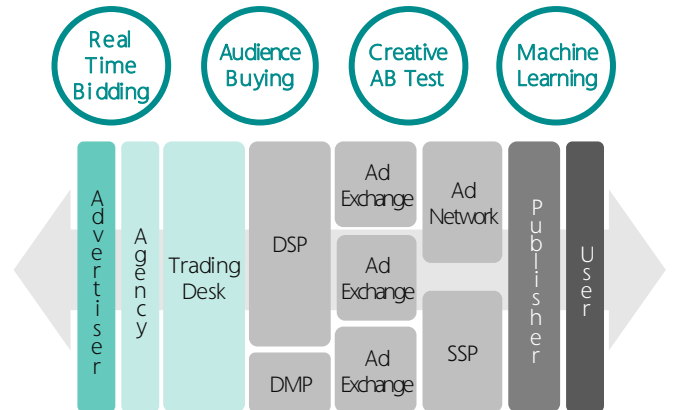
동영상 광고의 성장 배경 중 하나는 프로그래매틱 바이딩이다. 과거 소수 포털이 과점하고 있던 시장(①)에 글로벌 미디어사(구글, 페이스북 등)가 진입해 미디어 선택지가 늘어나게 되었다. 그 결과 디지털 광고 단가 낮아져 소형 광고주들의 진입이 용이해져 디지털 광고 시장의 파이는 확장되었다(②). 여기서 글로벌 미디어사가 많은 광고 인벤토리를 제공할 수 있었던 원인이 프로그래매틱 바이딩이다. 리얼타임비딩(RTB)에 기반해 작은 광고 인벤토리들을 실시간으로 타게팅하다 보니 규모나 비용효율의 문제로 진입할 수 없던 소형 광고주(하루 1~2시간의 지역 광고주 수요 등)와 매체사(인벤토리 보유자)들까지 시장에 진입하며 Q가 가파르게 상승한 것이다. 디지털 광고 성장으로 대형 광고주들의 유입이 증가하게 되고, 파급력/영향력이 큰 인벤토리에 대한 수요가 증가가 P의 상승에 따른 디지털 광고시장의 규모를 키우는(③) 선순환 구조가 나타나고 있다. 높은 트래픽을 만들어낼 수 있는 상위 콘텐츠 제작사들로의 수혜가 집중될 수 밖에 없다

그림 63. 온라인 광고 시장의 변화 도식화



자료: 하나금융투자

그림 64. 프로그래매틱 바이딩 시장 밸류체인 및 핵심요소



자료: 에코마케팅, 하나금융투자

3) 디지털 콘텐츠의 본격적인 성장

(1) PIP: TV콘텐츠의 숏클립화를 통한 원가 없는 매출

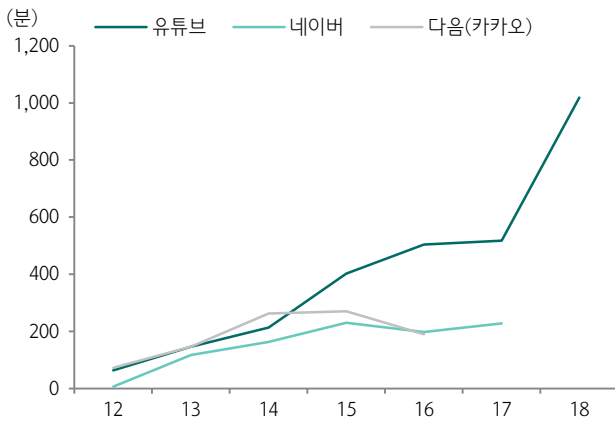
TV콘텐츠를 숏클립화해 수익성 높음
+
16년 수요 폭증 & CPM 상한 폐지
하며 PIP 광고 시장 성장

SMR 제휴 플랫폼의 약세에 따라
PIP 광고 시장은 역성장했으나
ENM은 높은 콘텐츠 경쟁력 바탕으로
점유율 확대 기반 성장 전망

2015년 국내 콘텐츠사들이 유튜브의 수익배분율에 반발해 설립한 SMR을 통해 디지털 콘텐츠 유통을 시작하며 CJ ENM의 디지털 광고 매출의 본격적인 성장이 시작되었다. SMR은 기존 TV 콘텐츠를 숏클립화해 제공하면서 수익성이 상당히 높다. 뿐만 아니라 2016년 하반기 수요 폭증으로 SMR은 6개월치 주요 광고 인벤토리가 매진되었고 CPM 입찰 상한이 없었으며 단가 상승에 따른 큰 폭의 성장을 보이기도 했다.

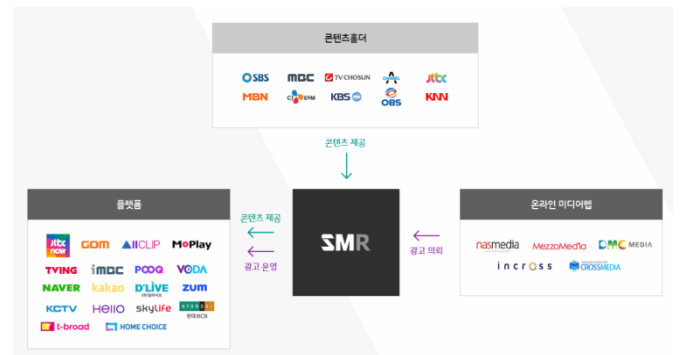
그러나, 18년 SMR은 역 성장하였는데, 네이버TV 등 제휴 플랫폼의 약세에 있는 것으로 보인다. 유튜브의 동영상 어플 월간 사용시간 점유율은 86% 수준(네이버 TV는 1% 수준)으로 압도적이어서 광고 매출도 유튜브 쪽으로 몰린 것으로 파악된다. 다만, CJ ENM은 SMR 내에서 높은 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 점유율이 26% 수준이며, 추가적인 점유율 확대에 따른 성장이 전망된다.

그림 65. 모바일 동영상업 평균 체류 시간



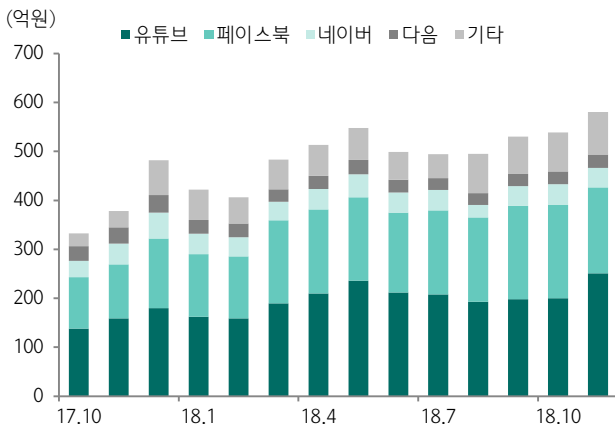
주: 네이버, 다음(카카오)의 동영상업 평균 체류 시간은 18년도 자료를 얻지 못함
자료: 코리안클릭, 하나금융투자

그림 66. SMR 시장 생태계



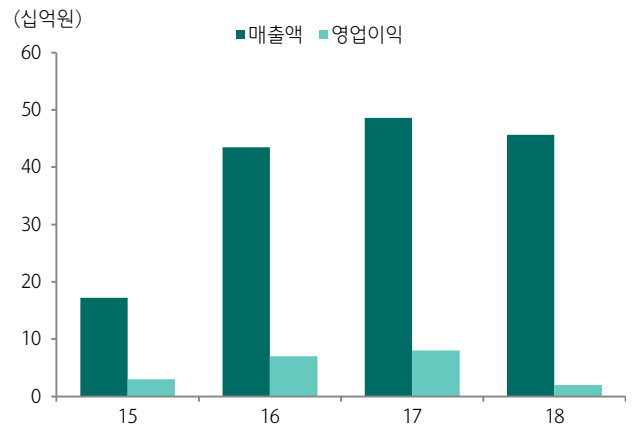
자료: SMR, 하나금융투자

그림 67. 유튜브/페이스북의 동영상 광고 매출 점유율은 85% 수준



자료: 애드리서치, 하나금융투자

그림 68. SMR 매출 및 영업이익 추이



자료: SMR, 하나금융투자

(2) 디지털 스튜디오를 통한 디지털 콘텐츠 확충

15,000편의 디지털 콘텐츠 제작 & 분야별 특화 디지털 스튜디오 재편

19년 초 연간 15,000편의 디지털 콘텐츠 제작 계획과 함께 분야별로 특화된 9개의 디지털 스튜디오를 재편했다. 해당 분야는 예능, 드라마, 뷰티, K컬처, 뮤직, 영화, 인플루언서 콘텐츠, V커머스 콘텐츠, 브랜드 광고 등으로 기존에 제작역량을 보유하고 있는 모든 장르에서 디지털 콘텐츠를 제작하겠다는 뜻이다.

본격 운영 시작 1년이 안되었으나 tvN D는 디지털 세대에게 호소력 있는 예능/드라마 콘텐츠로 트래픽 끌고 있음

18년 7월부터 본격적으로 운영하기 시작한 tvN D Ent.의 신규 디지털 예능 '괴질라 데이트'는 신규 콘텐츠임에도 마미손이 출연한 4회차에 누적조회수 21만회(노출 5일차)를 기록했다. tvN D Story의 경우 올해 2월 공개한 디지털드라마 '좀 예민해도 괜찮아2'가 사회초년생들에게 공감대를 불러일으키며 매회 유튜브 인기 영상 1위에 오르며 많은 관심을 불러일으켰다. 콘텐츠 제작 비용을 감안하면 당장 수익화는 어렵겠지만 젊은 소비자들에 대한 콘텐츠 영향력 확대는 미래 소비의 중심이 될 1030 시청자를 확보한다는 점에서 의미가 크다. 향후 트래픽 증가를 통한 CPM, 뷰 수 증가를 통해 디지털 광고 수익을 확대할 것이다.

여타 디지털 스튜디오도 성장 중이며 디지털 광고 수익의 향후 P,Q 동반 성장 전망

표 12. 타겟/장르별로 특화된 9개의 디지털 전문 스튜디오 설립(연간 디지털 콘텐츠 15,000편 목표)

| 구 | 신 | 특성 | 대표 콘텐츠 |
|-----------|-------------|----------------------------------|----------------------|
| 홍베이커리 | tvN D ENT. | 디지털 예능 전문 | FC양투라지, 총재화실, 죽네투어 |
| 스튜디오 온스타일 | tvN D Story | 디지털 드라마 전문 | 좀 예민해도 괜찮아, 동등한 연애 |
| | Onstyle | 뷰티/스타일 전문 | 갯잇뷰티 2019, 기초가 없는 것들 |
| | Slice D | K컬처 전반 | 최자로드, 오리지널오브에브리싱 |
| M2 | M2 | 뮤직 기반 아티스트 밀착형 콘텐츠 | 릴레이댄스, 스쿨 오브 락 |
| 뭉뭉 | 뭉뭉 | 최신영화 정보 및 OCN오리지널 기반 스토리테인먼트 콘텐츠 | 패러디의 제왕, 개감독 |
| 스튜디오 다이얼 | 스튜디오 다이아 | 유튜브 인플루언서 중심 오리지널 콘텐츠 | 극과극, 밥총사, 블랙라벨 |
| 다다스튜디오 | 다다스튜디오 | 상품 리뷰 중심 V커머스 콘텐츠 | 화장품 부수기 |
| | 브랜드스튜디오 | 광고주 맞춤형 디지털 콘텐츠 | 겜생겜사, 마이너세프코리아 |

자료: 하나금융투자

표 13. 주요 디지털 스튜디오 성장률

(단위: 백만회, 만명)

| | 구분 | tvN D Ent. | tvN D Story | Onstyle | Slice D | M2 | 뭉뭉 | 다다스튜디오 |
|-----------|-------|------------|-------------|---------|---------|-------|-----|--------|
| 누적 조회수 | 18.03 | 97 | 10 | 169 | 52 | 866 | 34 | 21 |
| | 19.03 | 201 | 140 | 216 | 77 | 1,770 | 53 | 60 |
| 구독자수 | 18.03 | 26 | 93 | 33 | 48 | 171 | 7 | 6 |
| | 19.03 | 42 | 149 | 43 | 57 | 361 | 9 | 18 |
| 연간 증가율 | 조회수 | 108% | 1347% | 28% | 47% | 104% | 55% | 186% |
| | 구독자수 | 64% | 60% | 29% | 19% | 111% | 41% | 225% |

주: tvN D의 경우 18년 7월부터 본격화됨.

자료: 하나금융투자

(3) 실시간 TV무료화를 통한 티빙의 가파른 트래픽 성장

지상파 및 주요 콘텐츠 제작자 이탈로 잃은 트래픽을 17년 1월 실시간TV 무료화를 통해 다시 성장 시킴

티빙은 본래 CJ헬로에서 운영하던 OTT였으나 15년 SMR을 설립하며 지상파 방송사가 이탈하고 종편과의 계약도 끊기며 후발주자 ‘폭’ 등에 역전 당했다. 결국 15년 11월 CJ E&M에 인수된 티빙은 17년 1월부터 실시간TV 무료화를 선언했고 이후 트래픽을 다시 불러일으키며 폭발적인 성장을 보여주었다. 해당 시기 인기 드라마이던 도깨비의 경우 무료화 전에는 최고 동접자 수가 2만명 인근에 머물렀으나 무료화 이후 점차 접속자 수가 상승하여 약 11만명 수준으로 성장하였다.

18년 광고 매출의 90%, 편성권, 광고영업권을 모두 CP에 넘겨 콘텐츠 수급 확대

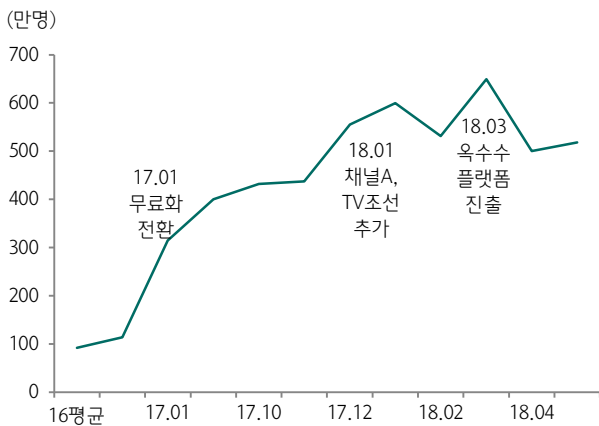
18년 티빙은 광고 매출의 90%, 편성권과 광고영업권을 모두 콘텐츠 제작자(CP)에게 넘기는 방식으로 콘텐츠 수급을 확대했다. 이를 통해 종편(채널A, JTBC, MBN, TV조선)과 주요 웹 콘텐츠(플레이리스트, 비디오빌리지, 와이낫미디어 등)를 소싱했고, 옥수수 플랫폼으로의 티빙 실시간 방송 송출을 통해 티빙의 트래픽 성장을 도모했다. 18년 6월에는 자사 글로벌 아티스트 프로젝트 ‘프로듀스48’을 글로벌티빙을 통해 한국과 일본을 제외한 전세계에 송출했다.

글로벌티빙을 통해 ‘프로듀스48’ 내보내 글로벌 트래픽 확대

무료 실시간TV공개, CP에 대한 파격적인 수익배분을 바탕으로 트래픽 증가 흐름이 이어지고 있으며 각종 지표에서 전년대비 큰 폭의 성장(18년 10월 기준 순방문자수 2.2배 증가, 시청시간 149% 증가, 유료회원 수 56% 증가)을 보이고 있다. 현재 다수 글로벌 플랫폼들이 존재하는 가운데 메인 OTT로 성장하기는 녹록치 않을 것으로 보이지만 적극적인 트래픽 증가를 기반으로한 광고 수익 성장을 기대하고 있다.

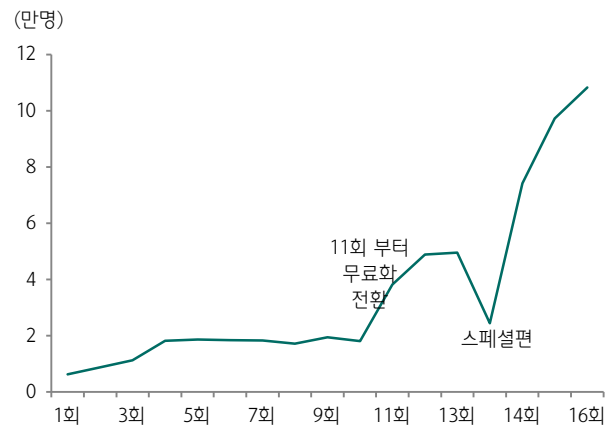
티빙의 트래픽 증가에 기반한 광고 수익 증대 기대

그림 69. 플랫폼 내 MAU 추이 및 주요 사건



자료: 넷스루, 티빙, 하나금융투자

그림 70. 실시간TV 무료화 도입 전후 티빙 내 도깨비 최고 동접자 수



자료: 티빙, 하나금융투자

(4) 다이아TV

다이아 TV는 구독자 100만명 이상 팀이 38개, 총 파트너가 1,400팀 이상인 국내 최대 MCN 그룹

스튜디오 다이아를 통해 디지털 오리지널 콘텐츠 확대

2013년 대도서관을 영입하며 시작된 DIA TV는 현재 월간 총 조회수 20억회, 구독자 100만 이상 팀 38개, 파트너 수 1400팀의 국내 최대 MCN 사업자이다. 국내 유튜버 시장은 아프리카TV 때부터 영향력을 쌓아온 인플루언서가 많아 상위권에서 큰 변동이 없는 것이 특징이다. 이름만 들어도 알만한 유튜버들(밴쯔, 허팝, 보검 등)을 다수 보유하고 있는 다이아TV는 MCN 내 압도적인 트래픽을 통해 슈퍼셀의 브랜드드 광고 콘텐츠 '더 로얄 라이브' 제작과 같은 수익화 과정으로도 확대되고 있다. 최근에는 스튜디오 다이아 산하의 디지털 오리지널 콘텐츠 채널인 뷰티학개론, 왓더편, 팀유니버스, 돼지러한 생활 등에서 여러 인플루언서들이 함께 기획/출연하는 방송도 제작하면서 트래픽 확대에 투자하고 있다. 이들 채널은 각각 전년비 66%에서 138%의 조회수 증가를 보이며 성장하고 있다. 대표적인 콘텐츠로는 소프, 홍사운드 등 푸드 크리에이터가 맛의 노하우를 알려주는 '입덕가이드' 등이 있다.

표 14. 다이아TV 성장 과정 및 목표

(단위: 억명, 억회)

| | 16.12 | 17.08 | 17.12 | 18.12 | 19F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 유튜브 구독자 수 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 2.3 | 3.0 |
| 월간 조회수 | 9 | 14 | 17 | 20 | 30 |
| 구독자 100만 이상 팀 | | 7 | 16 | 38 | |
| 구독자 50만 이상 팀 | | 35 | | 100 | 130 |

자료: 하나금융투자

표 15. 스튜디오 다이아 오리지널 콘텐츠 채널 성장률

(단위: 백만회, 만명)

| 구분 | | 뷰티학개론 | 왓더편 | 팀유니버스 | 돼지러한 생활 |
|--------------|-------|-------|-----|-------|---------|
| 16.08(본격화 전) | 누적조회수 | 5 | 1 | 0 | 0 |
| | 구독자수 | 9 | 7 | 0 | 0 |
| 누적조회수 | 18.03 | 59 | 61 | 34 | 27 |
| | 19.03 | 140 | 102 | 72 | 47 |
| 구독자수 | 18.03 | 36 | 34 | 12 | 11 |
| | 19.03 | 72 | 46 | 24 | 20 |
| 전년비 증가율 | 조회수 | 138% | 66% | 115% | 71% |
| | 구독자수 | 98% | 33% | 95% | 76% |

주: 16년 8월은 아직 DIA TV가 해당 채널들을 본격적으로 운영하고 있지 않던 시점.

자료: 하나금융투자

표 16. 다이아TV 주요 크리에이터 성장 추이

(단위: 백만명, 억회)

| | 1MILLION Dance Studio | 밴쯔 | 허팝 | 박막례할머니 | 썸님 | 보검 | 헤이지니 |
|------------------------|-----------------------|-------------|-------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| 구독자 수(16/04/03) | 1.66 | 0.74 | 0.71 | 0.05 | 0.90 | 0.09 | 0.02 |
| 구독자 수(19/02/28) | 14.20 | 3.15 | 3.10 | 0.73 | 1.62 | 3.08 | 1.63 |
| 증가율(16/04/03이후) | 755% | 324% | 335% | 1356% | 80% | 3273% | 8050% |
| 최근 1년간 누적 조회수 | 12.2 | 3.1 | 6.3 | 0.6 | 0.5 | 7.1 | 4.9 |
| 최근 1년간 구독자 수 증가 | 5.7 | 1.1 | 1.3 | 0.3 | 0.3 | 1.5 | 0.9 |
| YoY(조회수) | 22% | 35% | 20% | 110% | -39% | 81% | 145% |
| YoY(구독자 수) | 57% | 76% | 211% | 77% | 28% | 23% | 122% |

주: 7명의 크리에이터가 연간 조회수의 14.5% 설명

자료: 하나금융투자

- 1) 기존 상위 유튜버의 성장
- 2) 구독자 50만 이상 인플루언서의 성장 폭 확대
- 3) 신규로 합류하는 인플루언서를 감안시 19년도 50%이상 성장 전망

지난해, 다이아 소속 상위 25개 유튜버의 연간 조회수는 87억회로 연간 조회수의 25%, 상위 50개 유튜버는 114억회로 47.5%이다. 상위 50개 유튜버의 2018년 조회수 성장률은 약 80%였다. 1) 현재 상위 유튜버들의 성장과 2) 구독자 50만 이상 인플루언서들의 추가적인 성장, 그리고 3) 신규 유입되는 인플루언서들까지 감안하면 2019년에도 50%를 상회하는 높은 성장성이 전망된다. 중장기적으로는 아래 UUUM의 사례를 통해 확인할 수 있듯이 수익 모델 다각화를 통한 수익성 성장 역시 도모할 수 있을 것이다.

표 17. DIATV 소속 백만 이상 유튜버도 조회수 성장 중

(단위: 회, 만명, 역회)

| 사용자명 | 19년 3월 기준 | | | 카테고리 | 구독자 수 전년비 성장률 | | |
|---------------------|-----------|-------|-------|------|---------------|--------|-------|
| | 업로드 수 | 구독자 수 | 비디오 뷰 | | 17 | 18 | 19 |
| 1MILLIONDanceStudio | 1,442 | 1,434 | 33 | 댄스커버 | 214% | 85% | 87% |
| 토이몬스터 | 694 | 909 | 34 | 키즈 | 296% | 164% | 37% |
| 밴쯔 | 2,118 | 316 | 11 | 먹방 | 80% | 45% | 67% |
| 허팝Heopop | 1,369 | 311 | 20 | 실험 | 86% | 34% | 84% |
| 보검 TV | 8,238 | 308 | 14 | 게임 | 184% | 325% | 177% |
| 서은이야기 | 682 | 305 | 13 | 키즈 | | 6011% | 177% |
| 도로시 | 617 | 226 | 5 | 먹방 | | 10213% | 1270% |
| ToyFamily | 606 | 215 | 12 | 키즈 | 189% | 123% | 99% |
| Lime Tube | 1,324 | 198 | 15 | 키즈 | 125% | 83% | 157% |
| 슈기님 | 1,249 | 192 | 5 | 먹방 | 33% | 29% | 201% |
| 대도서관TV | 7,356 | 192 | 12 | 종합 | 23% | 13% | 16% |
| 비바댄스튜디오 | 853 | 182 | 3 | 댄스커버 | 1864% | 514% | 95% |
| 데이브 | 449 | 176 | 3 | 종합 | 61% | 68% | 33% |
| 꿀키 | 372 | 161 | 2 | 푸드 | 47% | 54% | 66% |
| 재년 | 868 | 142 | 5 | 종합 | 377% | 193% | 70% |
| 헤이이츠페이 | 442 | 139 | 2 | 뷰티 | 241% | 107% | 61% |
| 한세 | 464 | 135 | 1 | 푸드 | 80% | 298% | 269% |
| JEKS Coreana | 187 | 135 | 1 | | 511% | 518% | 297% |
| 감스트GAMST | 4,783 | 129 | 7 | 축구 | 257% | 110% | 208% |
| 조섭 | 891 | 123 | 4 | 개그 | 131% | 33% | 11% |
| 수리노을SuriNoel | 883 | 122 | 3 | 애완동물 | 104% | 105% | 243% |
| 회사원A | 307 | 119 | 3 | 뷰티 | 41% | 20% | 19% |
| 홍사운드 | 808 | 117 | 2 | 먹방 | 350% | 356% | 613% |
| 아리키친 | 331 | 114 | 2 | 푸드 | 143% | 64% | 49% |
| 땅고부부 | 128 | 114 | 1 | 운동 | | 251% | 591% |
| 소프 | 1,298 | 110 | 3 | 요리 | 19% | 25% | 45% |
| 테스터훈 | 1,343 | 109 | 4 | 리뷰 | 366% | 95% | 151% |
| 써니채널 | 155 | 109 | 1 | 뷰티 | 85% | 23% | 2% |
| HANA 김하나 | 511 | 107 | 2 | 엔터 | 4450% | 214% | 87% |
| 윤짜미 | 267 | 101 | 2 | 뷰티 | 53% | 18% | 24% |

주: 성장률이 공란인 경우는 17년 유튜브 시작한 경우
 자료: 하나금융투자

4) 일본의 MCN 사업자 UUUM

UUUM은 18년 11월 기준 월간 총 조회수 36억회, 보유채널 7090개의 일본 최대 MCN 그룹

1위 사업자로 시장보다 크게 성장

17년 8월 상장한 일본 MCN사업자 UUUM은 18년 11월 기준 월간 총 조회수 36억회, 보유채널 7090개로 일본 내 1위 사업자이다. 총 조회수와 평균 재생 시간의 동반 성장을 바탕으로 일본 MCN 시장 내에서 영향력을 확대하고 있으며 탑 100 유튜버 중 움 소속 비중은 40%에 이른다. 1위 사업자로써 기존 보유 채널의 성장과 신규 유입 채널의 성장을 동시에 누리면서 일본 동영상광고 시장보다 빠른 성장을 누리고 있다.

표 18. UUUM 요약

(단위: 억회)

| | 13.07 | 14.03 | 14.08 | 15.05 | 15.08 | 17.11 | 18.11 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
| UUUM월간 재생회수 | 0.7 | 2 | 3.5 | 7 | 10 | 30 | 36 |
| 평균 재생 시간 | | | | | 3분 | 3.8분 | 4.8분 |
| 보유 채널 수 | | | | | 1800개 | 5020개 | 7090개 |
| 탑100내 점유율 | | | | | 30% | | 39% |
| 공식 유튜버 수 | | | | | 70인(50팀) | | 370팀 |

자료: 하나금융투자

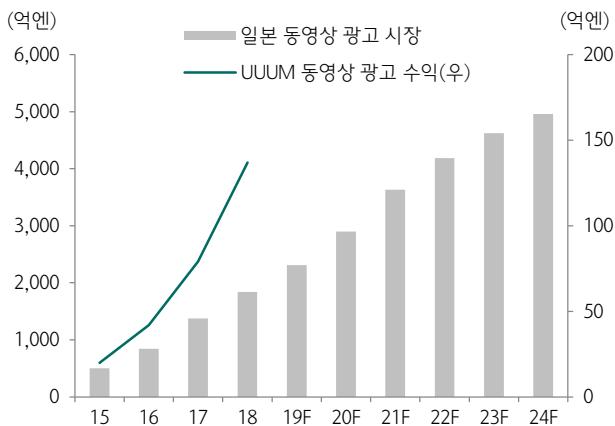
표 19. UUUM 재무 데이터 추정치

(단위: 십억엔, 배)

| 구분 | 18 | 19F | 20F | 21F |
|--------------|-------|-------|-------|-----|
| 매출액 | 12 | 20 | 28 | 42 |
| 영업이익 | 1 | 1 | 2 | 4 |
| 순이익 | 0 | 1 | 1 | 3 |
| P/E | 244 | 126 | 76 | 41 |
| EPS, GAAP(엔) | 22.65 | 44.05 | 72.43 | |
| P/S | 8 | 5 | 4 | 2 |
| P/B | 56 | | | |
| P/CF | 249 | 120 | 59 | 34 |

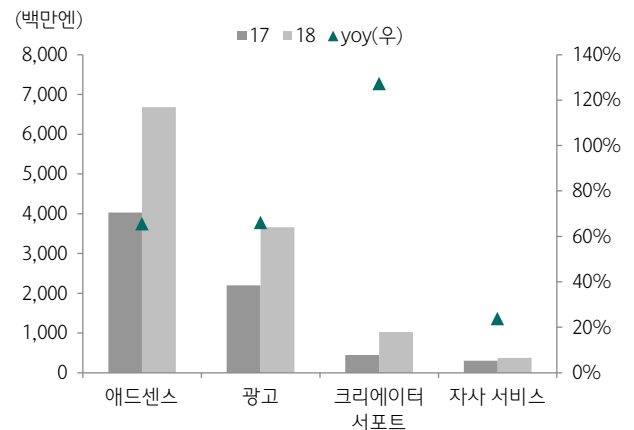
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 71. 일본 동영상 광고 시장 성장률을 상회하는 UUUM의 성장률



주: UUUM의 동영상 광고 수익은 애드센스+광고의 CY 기준 금액
 자료: UUUM, 하나금융투자

그림 72. UUUM의 매출 구성 - 크리에이터 서포트 매출의 급성장



자료: UUUM, 하나금융투자

매출 비중은 애드센스 61%,
광고 25%, 크리에이터 서포트 9%,
자사 서비스 4% 순

MCN은 흑자 내기 어렵다는
통념 깨고 16년 이후 영업이익 흑전

지속적인 수익성 증대 기반은 광고
외의 수익 모델인 크리에이터 서포트
부문의 빠른 성장에 기인

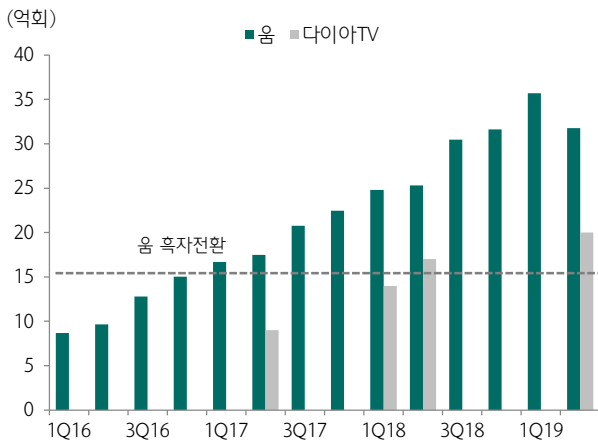
- 페스티벌
- 정기공연
- 팬미팅, 약속회 등

디지털 영상 시장의 IP로 레버리지
일으키는 수익 모델 구축 성공 여부
가 MCN 수익성 결정

2Q19(18년 11월)기준 UUUM(음)의 매출 비중은 유튜브 인스트림 광고 수익인 ‘애드센스’가 61%, 광고주로부터 브랜드 콘텐츠 제작을 의뢰받는 ‘광고’가 25%, 매니지먼트, 굿즈 판매, 오프라인 이벤트 개최 등을 통한 수익인 ‘크리에이터 서포트’가 9%, 영상 제작, 게임 등의 신규 사업 수익인 ‘자사 서비스’가 4%를 차지하고 있다. 이 회사는 MCN 사업으로는 수익을 내기 어렵다는 통념을 깨고 2016년 흑자전환한 뒤 매년 100% 이상의 영업이익의 성장을 보여주고 있다.

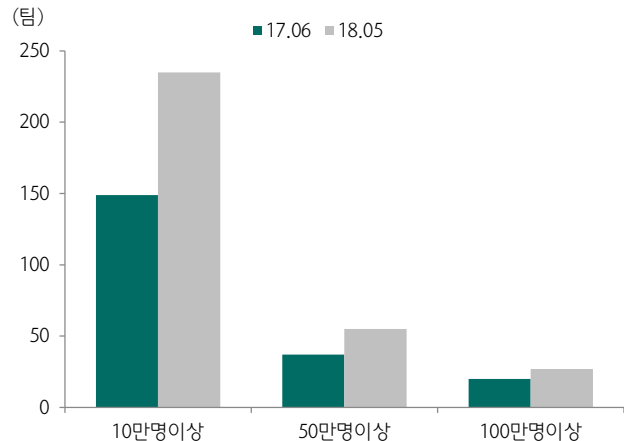
지난 1년간 가장 가파른 성장세를 보인 것은 크리에이터 서포트로 일반적인 광고 수익 배분과는 다른 수익모델이다. 음의 대표 오프라인 이벤트 U-FES는 15년 3개의 스폰서를 끼고 처음 진행된 이후 그 규모(18년 스폰서 8개사)와 빈도를(18년부터 연 2회) 확대해 왔다. 또한, 18년 3월부터는 ZUUUM이라는 이름의 인플루언서 공연을 매달 개최하고 있는데 해당 공연은 약 1만~1.5만명을 수용하는 공연장에서 열리며 19년 3월 기준 2일 전일권이 13,000엔에 판매되고 있다. 3월 티켓이 현재 매진 상태이며 여기에 모든 티켓이 2일 전일권으로 팔렸다고 가정하면 ZUUUM을 통해 분기당 최소 약 3.9억엔의 매출이 고정적으로 발생함을 알 수 있다. 페스티벌, 공연 외에도 약속회, 팬미팅 등 다양한 행사를 진행하고 굿즈 판매 역시 병행해 크리에이터의 IP를 팬과의 교류를 통한 수익화 모델로 구축한 점이 음의 수익성 상승의 원동력으로 파악된다. 결국 디지털 영상 시장에서 쌓은 IP에 레버리지를 일으킬 수 있는 수익 모델을 구축하는데 성공하느냐에 따라 MCN 사업자의 수익성이 결정된다고 볼 수 있다.

그림 73. 일본 MCN UUUM과 다이아 TV의 분기별 월간 총 조회수



주: 분기 구분은 UUUM을 따름(5월 결산 법인)
자료: UUUM, 하나금융투자

그림 74. UUUM 구독자수별 크리에이터 수 증가



자료: UUUM, 하나금융투자

5) 높은 광고 토털 솔루션 경쟁력

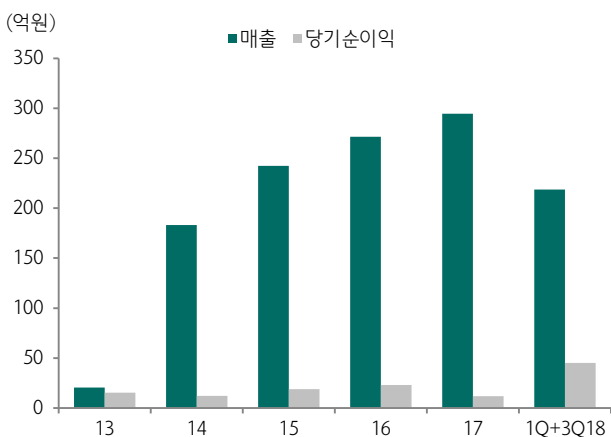
메조미디어는 밸류체인 안에서 매체사와 광고대행사/광고주 이어주면서 미디어 플래닝, 바이팅, 광고효과 분석까지 토털 솔루션을 제공한다. 동영상 광고에 대한 수요는 있지만 이해는 부족한 광고주들에게 시장 내 2위 사업자이자 ENM의 다양한 광고 인벤토리에 접근할 수 있다는 점에서도 매력적이다. 메조미디어의 자체 경쟁력은 오디언스 타겟팅을 위한 정보를 보유하는 플랫폼 DMP(Data Management Platform)에 있다. 티빙, 오쇼핑 등 모회사의 다양한 접점을 통해 시청/소비자 정보 수집 가능하며 20년의 광고 업력을 통해 축적된 정보와 경험 또한 경쟁력이다. 이를 바탕으로 프리미엄 광고 패키지 매출의 성장에 기여하고 있으며 광고 매출 내 해당 매출의 비중은 2014년 45%에서 2018년 59%로 성장했다

그림 75. CJ ENM의 노출 플랫폼 - 디지털, 방송, 옥외 전반 보유



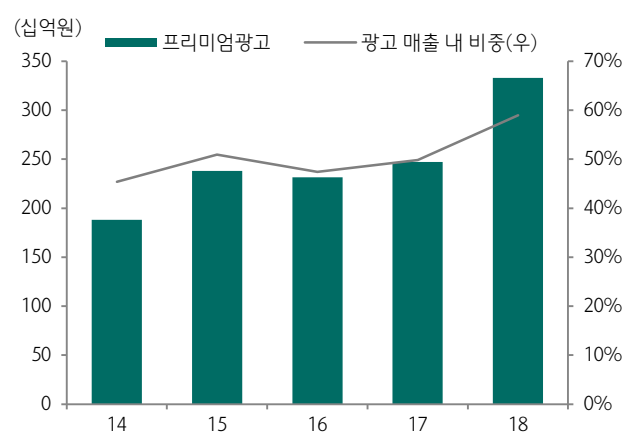
자료: 메조미디어, 하나금융투자

그림 76. 메조미디어 매출, 당기순이익 추이



주: 모회사 합병으로 인해 2분기 자료는 공시되지 않음
 자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 77. 프리미엄 광고 패키지 매출 및 비중 추이 - 18년 59%



자료: SMR, 하나금융투자

4. 커머스: 자체 제작 비중 상승을 기대

TV홈쇼핑 성장 둔화에 따라 커머스 부문(CJ오쇼핑)은 모바일홈쇼핑과 자체 브랜드 비중 확대 중

홈쇼핑 산업은 성장률 둔화를 경험하고 있다. 특히, 홈쇼핑 사업자의 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 TV 취급고의 성장률 둔화와 IPTV발 송출수수료 증가는 수익성 개선을 위한 노력을 유발했다. M/S 약 25%의 1위 사업자 CJ오쇼핑은 TV홈쇼핑의 성장 둔화에 디지털홈쇼핑 증가와 자체 브랜드 비중 확대로 대응하고 있다.

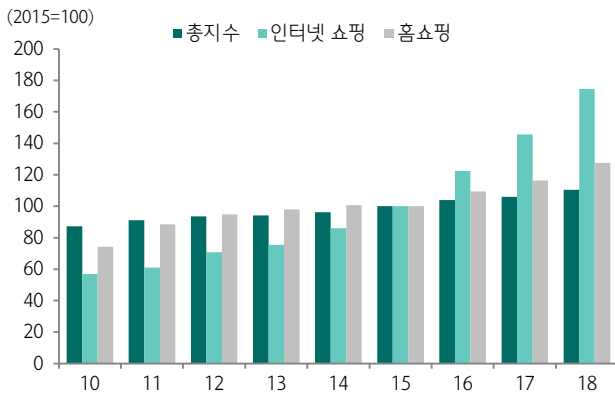
합병 후 미디어커머스 시너지 노력
1) 자체 브랜드를 인기 미디어에 노출
2) 인기 콘텐츠 IP 활용한 굿즈 제작/판매

CJ E&M과의 합병 후에는 콘텐츠와 자체 브랜드의 시너지를 통한 성장을 도모하고 있다. 자사 인기 콘텐츠에 기존 자체 제작 상품을 노출('오텐세'/윤식당, 'C&e'/로맨스는 별책부록 등)하는 PPL 수준의 협력은 물론이고 콘텐츠의 IP를 활용한 굿즈 제작('아울이'/남자친구, '신묘한 힘'/신서유기 등)도 시도하고 있다.

향후 예능/드라마/음악 콘텐츠의 시리즈를 통한 팬덤화 성공시 IP 활용 굿즈 매출 성장 기대

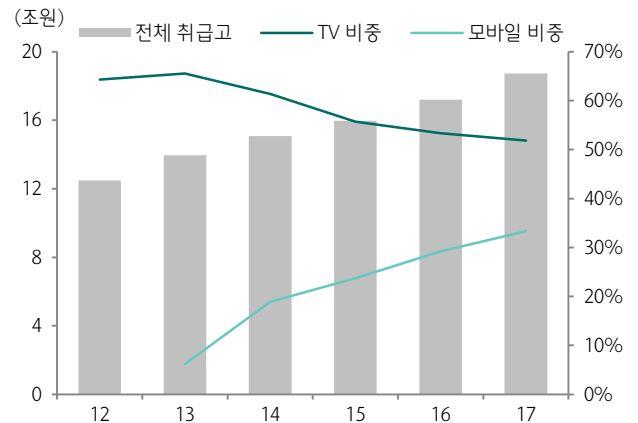
향후 CJ ENM의 자체 예능/드라마/음악 콘텐츠들이 시리즈를 통한 팬덤화에 성공해 콘텐츠 IP가 강화되면 중장기적으로는 왕좌의 게임, 마블 시리즈와 같이 다양한 카테고리의 굿즈 제작을 통한 커머스 매출 성장도 기대할 수 있을 것이다.

그림 78. 소매업체별 판매액 지수 추이



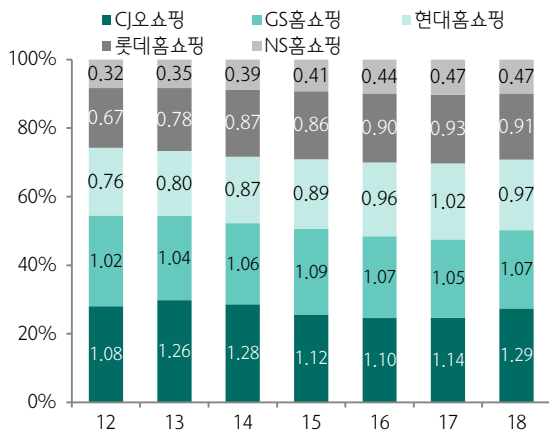
자료: 한국은행 경제통계시스템, 하나금융투자

그림 79. 한국 홈쇼핑 산업 전체 취급고 및 매체별 비중



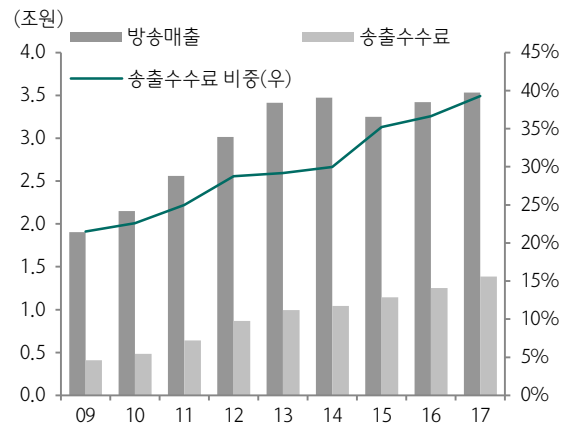
자료: 사단법인 한국TV홈쇼핑협회, 하나금융투자

그림 80. 주요 5개사 매출 점유율



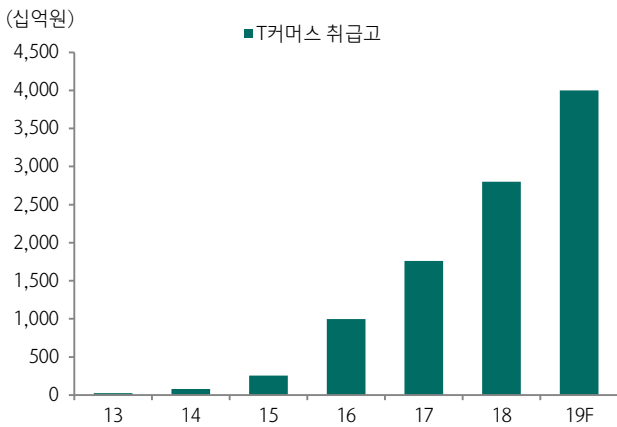
주: 데이터 레이블은 각사의 별도기준 매출로 단위는 조원
자료: 각사, 하나금융투자

그림 81. 홈쇼핑PP 방송매출, 송출수수료 지급액 트렌드 및 비율



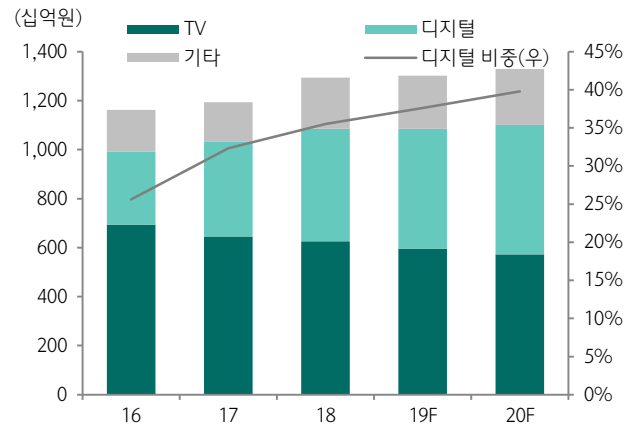
자료: 방송통신위원회, 하나금융투자

그림 82. T커머스 시장 규모 전망(취급고 기준)



자료: 한국T커머스협회, 하나금융투자

그림 83. 커머스 부문 판매 채널별 매출액 추이



자료: 한국T커머스협회, 하나금융투자

표 20. CJ 오쇼핑 자체브랜드(연간 41%성장했으며 19년 성장목표는 약 4,300억원) 뉴스플로우 상 18년 주문 금액만 약 3,200억원 이상

| 브랜드명 | 품목 | 브랜드 정체성 | 성장 전략 | 실적 |
|-------------|-----------------------------|--|--|--|
| 오덴세(Odense) | 테이블웨어 커트트리 액세서리 등 | 세련된 디자인의 플레이팅 전문 브랜드 | 주요 프로그램(윤식당 등)에 PPL 노출 글로벌 진출(홈쇼핑) 목표 | 19년 매출 목표 200억 |
| VW베라왕 | 여성리류 홈 인테리어 주얼리 향수 | 미국 디자이너 베라왕 IP 활용 프리미엄 패션 | 베라왕 뉴욕 본사와 단독 라이선스 계약을 바탕으로 국내 vw 베라왕 판매 | 2018년 주문금액은 패션 860억원+ 잡화 350억원으로 약 1200억원 |
| 셀럽샵 | 셀럽샵 에디션 Ce& | 디자이너, 셀럽과 협업 패션 브랜드 | 홈쇼핑 채널에 이어 단독 온라인몰 오픈 | |
| 셉(SEP) | 파운데이션 립 | 합리적인 소비와 시크함 중시하는 2030 밀레니얼 세대 타겟 화장품 | PB브랜드에서 단독브랜드(NB) 독립 후 오프라인 매장 진출 | |
| 장 미셸 바스키아 | 패션 브랜드 | 골프 캐주얼 브랜드 | 원빈 모델 | 19년 10월 100억 주문 실적 달성 |
| 지스튜디오 | 패션 브랜드 | 탑 디자이너 지춘희와 협업 | 이나영 모델 | 18년 FW시즌 500억 이상 매출, 19년 700억 매출 목표 |
| 엣지(A+G) | 패션 브랜드 | 트렌디 여성리류 | 김아중 모델, 톱스타 스타일리스트 한혜연 기획 | 패션 브랜드 최초 18년주문 금액 1500억원 |

자료: 언론 보도 취합, 하나금융투자

표 21. CJ오쇼핑 미디어커머스 도전 내역 및 성과

| 날짜 | 채널 | 홍보 인물 | 제품 | 성과 |
|-------|----------------|----------------|---------------------------------|---|
| 15.12 | CJ오쇼핑 | 루시드폴 | 루시드폴 재배 무농약골+ 정규7집 음반 1000세트 | 방송 10분내 1000세트 패키지 완판 및 음반 총 5000장 판매 |
| 17.11 | 슈퍼마켓 | 슈퍼주니어 | 씨어맨(자체브랜드) 롱패딩 | 50분 동안 점퍼 1.9만개 판매해 21억 매출 총 4개 상품 중 3개 상품 매진, 주문금액 10억원 이상, 동시간대 대비 시청률 4배 |
| 18.03 | 코빅마켓(코빅+오쇼핑협업) | 박나래 등(코빅리그) | 면도기, 아이스크림, 청소기 등 | 9억원어치 매진, 동시간대 대비 시청률 6배 |
| 18.04 | 슈퍼마켓 | 슈퍼주니어 | 마스크팩 | |
| 18.05 | CJ몰 | - | 워너원 굿즈 패키지 | |
| 18.05 | CJ몰 | 워너원(브랜드 모델) | 씨어맨(자체브랜드) | |
| 18.08 | 쇼크라이브(모바일전용) | 잇섭 | 차이슨 청소기' | 방송 중 170대 매진 |
| 18.09 | 쇼크라이브(모바일전용) | 헤이즐, 로즈하 | '클리오 프리즘 에어블러셔' | 생방송 중 20~39세 고객의 유입 비율이 65% |
| 18.11 | 쇼크라이브(모바일전용) | 소프 | DIA 공동 개발 소고기 장조림 단독 | 24일 CJ몰 1차 사전 판매 물량 모두 소진 |
| 19.02 | CJ몰 | 이중석(로맨스는 별책부록) | 씨어맨(자체브랜드) | 3월 홈쇼핑 불신상 론칭 방송에서 1시간 동안 9000장 판매 |
| 19.02 | CJ몰 | 이나영(로맨스는 별책부록) | 지스튜디오(자체브랜드) | |

자료: 언론 보도 취합, 하나금융투자

그림 84. 로맨스는 별책부록 내 PB 상품- Ce&, g스튜디오, 오덴세 등



자료: 디몰, 하나금융투자

그림 85. 드라마 활용 굿즈 판매(드라마 남자친구 캐릭터 아올이)



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 86. 디몰에서 판매중인 워너원 MD 공식 패키지



자료: 디몰, 하나금융투자

그림 87. 왕좌의 게임 인기 굿즈 사례



자료: 구글, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 2,208.6 | 2,260.0 | 4,357.6 | 4,624.2 | 4,962.2 |
| 매출원가 | 999.6 | 988.0 | 2,663.5 | 2,797.2 | 3,005.7 |
| 매출총이익 | 1,209.0 | 1,272.0 | 1,694.1 | 1,827.0 | 1,956.5 |
| 판매비 | 1,030.2 | 1,047.5 | 1,379.1 | 1,448.8 | 1,524.9 |
| 영업이익 | 178.9 | 224.5 | 315.0 | 378.1 | 431.5 |
| 금융손익 | (14.8) | (13.0) | 10.1 | 14.0 | 15.8 |
| 중속/관계기업손익 | (11.1) | 6.1 | 28.0 | 32.0 | 32.0 |
| 기타영업외손익 | (90.9) | (33.2) | (35.2) | (5.0) | 0.0 |
| 세전이익 | 62.1 | 184.3 | 317.9 | 419.1 | 479.3 |
| 법인세 | 29.6 | 40.9 | 48.9 | 104.2 | 119.8 |
| 계속사업이익 | 32.6 | 143.4 | 238.8 | 314.9 | 359.5 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 32.6 | 143.4 | 269.0 | 314.9 | 359.5 |
| 비배주주지분 손익 | 9.2 | 12.6 | 40.7 | 31.5 | 35.9 |
| 지배주주순이익 | 23.4 | 130.9 | 228.3 | 283.4 | 323.5 |
| 지배주주지분포괄이익 | 21.6 | 130.5 | 174.2 | 253.5 | 289.4 |
| NOPAT | 93.8 | 174.7 | 266.6 | 284.1 | 323.6 |
| EBITDA | 445.8 | 469.1 | 820.6 | 809.6 | 799.9 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | (4.3) | 2.3 | 92.8 | 6.1 | 7.3 |
| NOPAT증가율 | (35.2) | 86.2 | 52.6 | 6.6 | 13.9 |
| EBITDA증가율 | (10.8) | 5.2 | 74.9 | (1.3) | (1.2) |
| 영업이익증가율 | (14.7) | 25.5 | 40.3 | 20.0 | 14.1 |
| (지배주주)순이익증가율 | (72.4) | 459.4 | 74.4 | 24.1 | 14.1 |
| EPS증가율 | (72.4) | 458.6 | (22.9) | (20.4) | 14.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 54.7 | 56.3 | 38.9 | 39.5 | 39.4 |
| EBITDA이익률 | 20.2 | 20.8 | 18.8 | 17.5 | 16.1 |
| 영업이익률 | 8.1 | 9.9 | 7.2 | 8.2 | 8.7 |
| 계속사업이익률 | 1.5 | 6.3 | 5.5 | 6.8 | 7.2 |

| 대차대조표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산 | 689.0 | 664.0 | 1,838.7 | 2,277.9 | 2,956.8 |
| 금융자산 | 253.4 | 197.2 | 461.4 | 822.7 | 1,402.8 |
| 현금성자산 | 103.2 | 114.3 | 372.7 | 728.5 | 1,301.7 |
| 매출채권 등 | 353.9 | 372.5 | 880.0 | 933.8 | 1,002.1 |
| 재고자산 | 62.2 | 76.4 | 81.8 | 86.8 | 93.2 |
| 기타유동자산 | 19.5 | 17.9 | 415.5 | 434.6 | 458.7 |
| 비유동자산 | 2,064.6 | 2,137.9 | 4,980.7 | 4,637.8 | 4,381.6 |
| 투자자산 | 255.2 | 288.2 | 1,446.0 | 1,534.5 | 1,646.6 |
| 금융자산 | 143.2 | 192.5 | 206.0 | 218.6 | 234.6 |
| 유형자산 | 814.9 | 815.6 | 1,328.2 | 1,170.9 | 1,032.2 |
| 무형자산 | 933.9 | 950.3 | 1,691.6 | 1,417.5 | 1,187.8 |
| 기타비유동자산 | 60.6 | 83.8 | 514.9 | 514.9 | 515.0 |
| 자산총계 | 2,753.6 | 2,801.8 | 6,819.5 | 6,915.7 | 7,338.4 |
| 유동부채 | 1,017.3 | 731.5 | 2,011.8 | 1,838.7 | 1,911.5 |
| 금융부채 | 425.1 | 173.7 | 1,023.4 | 792.8 | 792.8 |
| 매입채무 등 | 510.2 | 462.0 | 536.3 | 569.1 | 610.7 |
| 기타유동부채 | 82.0 | 95.8 | 452.1 | 476.8 | 508.0 |
| 비유동부채 | 373.4 | 586.2 | 1,303.1 | 1,319.2 | 1,339.6 |
| 금융부채 | 301.5 | 512.4 | 1,040.0 | 1,040.0 | 1,040.0 |
| 기타비유동부채 | 71.9 | 73.8 | 263.1 | 279.2 | 299.6 |
| 부채총계 | 1,390.7 | 1,317.7 | 3,314.9 | 3,157.8 | 3,251.1 |
| 지배주주지분 | 917.4 | 1,028.3 | 2,825.6 | 3,050.2 | 3,346.3 |
| 자본금 | 31.1 | 31.1 | 110.6 | 110.6 | 110.6 |
| 자본잉여금 | 84.9 | 80.4 | 2,246.4 | 2,246.4 | 2,246.4 |
| 자본조정 | (12.4) | (12.4) | (513.4) | (513.4) | (513.4) |
| 기타포괄이익누계액 | 1.9 | 5.1 | (127.1) | (127.1) | (127.1) |
| 이익잉여금 | 811.9 | 924.1 | 1,109.1 | 1,333.6 | 1,629.8 |
| 비지배주주지분 | 445.5 | 455.8 | 678.9 | 707.7 | 741.0 |
| 자본총계 | 1,362.9 | 1,484.1 | 3,504.5 | 3,757.9 | 4,087.3 |
| 순금융부채 | 473.2 | 489.0 | 1,602.0 | 1,010.1 | 430.1 |

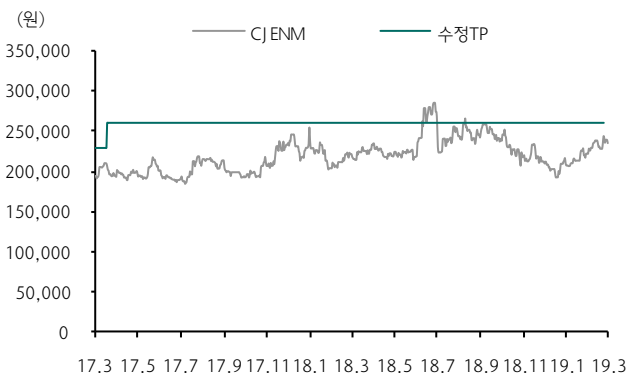
| 투자지표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,769 | 21,054 | 16,238 | 12,926 | 14,755 |
| BPS | 149,585 | 167,432 | 152,217 | 162,457 | 175,963 |
| CFPS | 73,481 | 76,426 | 60,760 | 38,428 | 38,102 |
| EBITDAPS | 71,726 | 75,472 | 58,359 | 36,921 | 36,480 |
| SPS | 355,336 | 363,607 | 309,913 | 210,895 | 226,311 |
| DPS | 2,500 | 3,000 | 1,200 | 1,396 | 1,594 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 43.2 | 11.0 | 12.4 | 18.2 | 15.9 |
| PBR | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.3 |
| PCFR | 2.2 | 3.0 | 3.3 | 6.1 | 6.2 |
| EV/EBITDA | 4.3 | 5.1 | 8.2 | 8.5 | 7.9 |
| PSR | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 1.0 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 2.6 | 13.5 | 11.8 | 9.6 | 10.1 |
| ROA | 0.8 | 4.7 | 4.7 | 4.1 | 4.5 |
| ROIC | 5.4 | 10.3 | 9.6 | 7.9 | 10.1 |
| 부채비율 | 102.0 | 88.8 | 94.6 | 84.0 | 79.5 |
| 순부채비율 | 34.7 | 32.9 | 45.7 | 26.9 | 10.5 |
| 이자보상배율(배) | 7.0 | 11.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 하나금융투자

| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 416.1 | 330.0 | 696.5 | 741.9 | 722.3 |
| 당기순이익 | 32.6 | 143.4 | 269.0 | 314.9 | 359.5 |
| 조정 | 367.2 | 281.0 | 486.4 | 431.4 | 368.3 |
| 감가상각비 | 266.9 | 244.6 | 505.6 | 431.4 | 368.4 |
| 외환거래손익 | (0.8) | 0.4 | 3.7 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 11.1 | (6.1) | (18.6) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 90.0 | 42.1 | (4.3) | 0.0 | (0.1) |
| 영업활동 자산부채 변동 | 16.3 | (94.4) | (58.9) | (4.4) | (5.5) |
| 투자활동 현금흐름 | (329.1) | (256.4) | 1,195.0 | (96.6) | (121.7) |
| 투자자산감소(증가) | 1.4 | (27.0) | (1,146.9) | (91.1) | (114.8) |
| 유형자산감소(증가) | (117.4) | (182.4) | (109.8) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (213.1) | (47.0) | 2,451.7 | (5.5) | (6.9) |
| 재무활동 현금흐름 | (298.0) | (61.8) | (89.1) | (289.5) | (27.4) |
| 금융부채증가(감소) | (291.8) | (40.5) | 1,377.3 | (230.6) | 0.0 |
| 자본증가(감소) | (1.0) | (4.5) | 2,245.6 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 12.5 | 0.9 | (3,691.2) | (0.0) | 0.0 |
| 배당지급 | (17.7) | (17.7) | (20.8) | (58.9) | (27.4) |
| 현금의 증감 | (210.8) | 11.1 | 1,801.0 | (1,186.8) | 573.2 |
| Unlevered CFO | 456.7 | 475.0 | 854.3 | 842.6 | 835.4 |
| Free Cash Flow | 288.4 | 146.8 | 584.7 | 741.9 | 722.3 |

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ ENM



| 날짜 | 투자 의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------|--------|---------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.3.19 | BUY | 300,000 | - | - |
| 19.3.15 | 담당자 변경 | | | |
| 17.4.5 | BUY | 260,000 | -15.88% | 10.15% |
| 17.2.27 | BUY | 230,000 | -15.41% | -8.96% |

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자 등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 92.0% | 7.4% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 3월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 19일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 03월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.