

2019-05-30



# INDUSTRY ANALYSIS

미디어

## This Means War I . 플랫폼과 콘텐츠의 전장(戰場)

새로운 맹주의 출현, 새 시대의 프롤로그에 불과하다  
플랫폼 비즈니스의 숙명: 이중사업자가 뛰어든다  
피기백킹(piggy-backing): 한국 콘텐츠, 글로벌 플랫폼과의 동행

유통·미디어. 조용선, 3773-8826



Analyst

조용선

yongsun.cho@sk.com

02-3773-8826

## 미디어

### This Means War I. 플랫폼과 콘텐츠의 전쟁(戰場)

바야흐로 대전환의 시대와 마주하고 있다. 패러다임의 전환은 최악의 경우 전쟁으로 치닫지만, 한편으로 건설적인 'Re-structuring'을 야기하기도 한다. 글로벌 미디어 플랫폼 업계의 지각변동은 전자에 해당하고, 한국의 콘텐츠 기업군이 마주한 상황은 후자에 더 가깝다. 전쟁의 서막은 미디어 플랫폼의 '떠오르는 아테네' 넷플릭스(Netflix)로부터 비롯된 것이지만 현 시점 이후 더욱 주시해야 할 방점은 월트디즈니의 응전(應戰)에 있다. 저울추는 이미 SVOD 과 OTT 플랫폼으로 기울었다. 헤게모니의 다투어 깊어질수록 콘텐츠에 대한 갈망은 높아질 것이다. 그 어느 때보다 긴 호흡으로, 대립의 양상과 향방을 탐구하는 자세가 필요한 시점이다.

#### 새로운 맹주의 출현, 새 시대의 프롤로그에 불과하다

현재의 기준에서 넷플릭스(Netflix)가 가장 강력한 글로벌 미디어시장 지배 기업임을 부정할 수는 없다. 글로벌 스트리밍 구독자 약 30%를 점유하고 있으며 전체 가입자 수 1억 5,540만명, 1Q19 신규 가입자만 960만명에 달한다. 넷플릭스의 기염으로 전 세계 온라인 영상서비스 시장의 총 가입자수는 5.3억명 수준까지 올라왔다. 케이블, 위성, IPTV를 포함한 유료 TV 가입자수가 10.9억명에 머물고 있음을 감안할 때 SVOD(Subscription VOD)와 OTT 플랫폼이 기존의 영역을 거세게 허물고 있음을 알 수 있다. 그러나 넷플릭스가 '스트리밍'으로 구조 변환한 것은 9년이 채 되지 않는다. 북미의 DVD 대여업체(넷플릭스가 온라인에 진입하는 동안 기존 맹주(盟主)들은 묵묵히 전열을 정비해왔다. 우리가 마주한 것은 새 시대의 프롤로그에 불과하다.

#### 플랫폼 비즈니스의 숙명: 이종사업자가 뛰어들다

연내 예고된 미디어 플랫폼 전쟁의 양상이 예사롭지 않다. 지난 3월 Apple사가 쇼케이스를 열어 글로벌 스트리밍 시장에 출사표를 던졌고 지난달 Walt Disney는 Investor Day에서 오는 11월 디즈니플러스(+) 북미 출시를 발표했다. 디즈니플러스(+)는 넷플릭스가 진출한 주요국 대상 2년 내 서비스 확대를 목표로 하고 있다. 이 용료 월 6.99달러로 가격경쟁력도 돋보인다. 더욱 중요한 것은 월트디즈니가 IP Holder라는 점이다. 기존 넷플릭스에 공급했던 콘텐츠들을 단계적으로 중단시키고, 자사와 피인수 회사의 콘텐츠를 융복합 및 계열화(시리즈)하여 IP 패권을 더욱 강화 중이다. 돌이켜 보면 월트디즈니 100년사가 곧 IP의 역사라고 해도 과언이 아니다.

#### 피기백킹(piggy-backing): 한국 콘텐츠, 글로벌 플랫폼과의 동행

한국의 미디어는 '플랫폼의 위기'와 '콘텐츠의 기회'를 동시에 마주하고 있다. SK브로드밴드의 OTT 서비스인 '옥수수'가 사업분할하여, 지상파 연합 플랫폼인 '폭'과 통합함으로써 넷플릭스 대항 전선은 구축된 상황이다. 그러나 '오리지널 콘텐츠 경쟁력'이 관건인 본 시장에서 국내 OTT의 전략적 가시성은 매우 어둡다. 반면에 콘텐츠 제작업체는 넷플릭스 덕에 새 활로를 열었다. 넷플릭스가 진입한 '16년부터 OTT/IPTV/케이블 TV의 니즈가 확대되며 콘텐츠 제작사의 지위가 격상되었다. OTT 플랫폼의 전쟁(戰場)에서 국내 제작사는 이른바 '피기백킹(piggy-backing)' 구간에 들어섰다. 경쟁력을 갖춘 Contents Provider들이 이제 막 닳을 올린 것이다.

# Contents

1. Intro	1
2. 도전(挑戰)과 응전(應戰)	10
3. IP & Contents Industry	17
4. 한국 미디어 동향과 전망	21
5. Outro	24
6. 기업분석	33
CJ ENM	
CJ CGV	
스튜디오드래곤	

## Compliance Notice

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 30일 기준)

매수	90.83%	중립	9.17%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. Intro

### (1) 투키디데스(Thucydides)의 덫

B.C. 5 세기 ‘펠로폰네소스 전쟁사’를 집필했던 투키디데스는 최근까지도 수없이 회자되는 문장을 그의 저서에 남겼다. “전쟁이 필연적이었던 것은 아테네의 부상(emerging)과 그에 따라 스파르타에 스며든 두려움 때문이었다.” 이처럼 패러다임 전환에 따른 충돌, 그리고 뒤이은 변혁의 필연성을 두고 현재의 우리는 ‘투키디데스의 덫(Thucydides Trap)’이라고 일컫는다. 패러다임의 전환은 최악의 경우 전쟁으로 치닫지만, 오히려 건설적인 ‘Restructuring(구조조정)’을 야기하기도 한다. 글로벌 미디어 플랫폼 업계의 구도 변화 양상은 전자에 해당하고, 한국의 ‘Contents & IP Provider’ 기업군 상황은 후자에 더 가까울 것이다. 지난 3월 Apple 사가 쇼케이스를 열어 글로벌 스트리밍 서비스에 도전장을 내밀었고 지난달 Disney 사는 Investor Day 에서 오는 11월 디즈니플러스(+ ) 복미 출시를 발표했다. 개전(開戰)을 앞둔 지금, 글로벌 미디어업계는 폭풍전야와 같다.

#### Disney+(plus) OTT 플랫폼



자료: Walt Disney, SK 증권 리서치센터

#### Apple TV+(plus), 스티브 스피버그와의 콜라보레이션



자료: Apple, SK 증권 리서치센터

## (2) 전쟁의 서막

전쟁의 서막은 플랫폼계의 ‘떠오르는 아테네’ 넷플릭스(Netflix)로부터 비롯된 것이다. 넷플릭스는 현재 글로벌 스트리밍 가입자 수 약 30%를 점유한 것으로 추정된다. 1Q19 기준 전체 가입자는 1억 5,540만명이고 1분기 신규 가입자만 960만명에 달한다. 전 세계 온라인 영상서비스 시장의 가입자 수는 5.3억명 수준까지 올라왔는데 케이블, 위성, IPTV를 포함한 유료 TV 가입자 수가 10.9억명임을 감안했을 때 SVOD(주문형비디오)와 OTT 서비스가 기존의 영역을 거세게 허물고 있음을 확인할 수 있다.

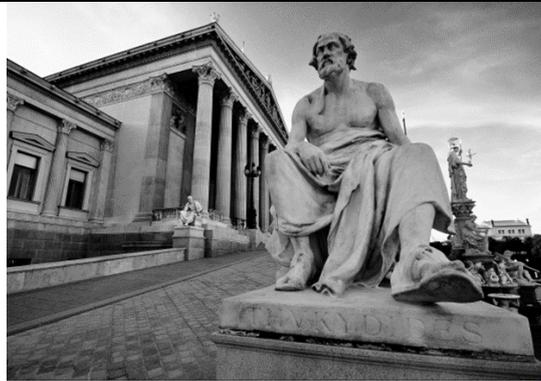
연내 예고된 미디어플랫폼 전쟁 또한 예사롭지가 않다. 디즈니플러스(+)는 11월 12일 북미에서 시작하여 이르면 내년 상반기 한국에 상륙할 예정이고, 넷플릭스가 진출한 주요국 대상으로 2년 내 서비스 확대를 목표로 하고 있다. 이용료 월 6.99달러, 연 69달러로 넷플릭스 대비 가격경쟁력이 돋보인다. 디즈니플러스(+)는 글로벌 1위 지위가 확고한 IP(지식재산권)를 바탕으로, 마블, 스타워즈, 토이스토리, 몬스터주식회사의 새 시리즈 제작에 착수하고 MCU(마블시네마틱유니버스)와 디즈니 마블액션시리즈를 연계할 계획이다.

### Apple TV+(plus) 플랫폼



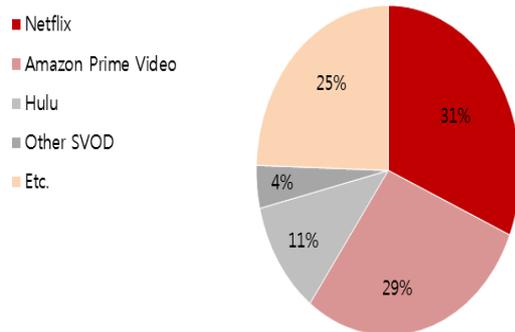
자료: Apple, SK 증권 리서치센터

‘펠로폰네소스 전쟁사’ 저술자, 투키디데스(Thucydides)



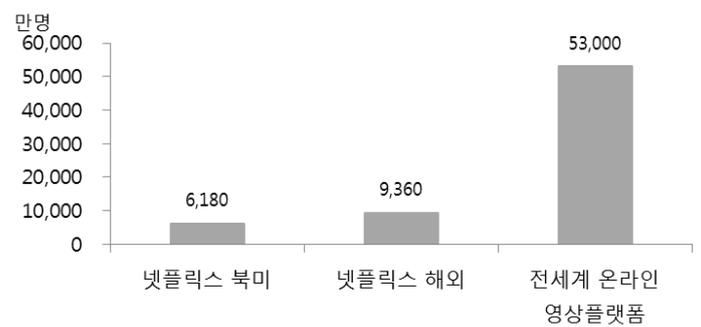
자료: Eidolon, SK 증권 리서치센터

북미 SVOD 시장 점유율



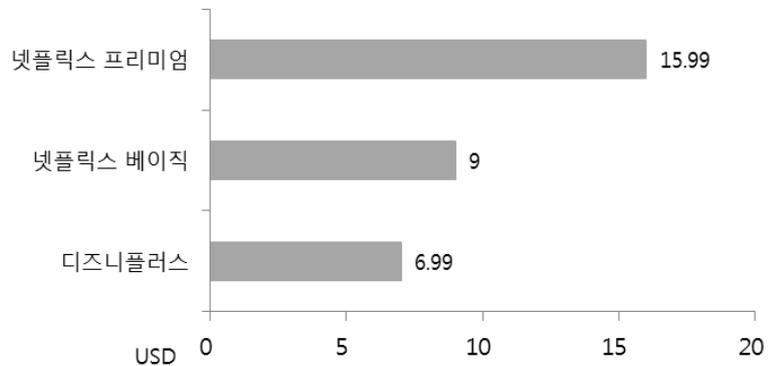
자료: Informatech, SK 증권 리서치센터

Netflix 구독자 수 vs. 온라인 영상플랫폼 시장



자료: IHS, SK 증권 리서치센터

## Disney+와 Netflix 월정액 구독료 비교



자료: Walt Disney, Netflix, SK 증권 리서치센터

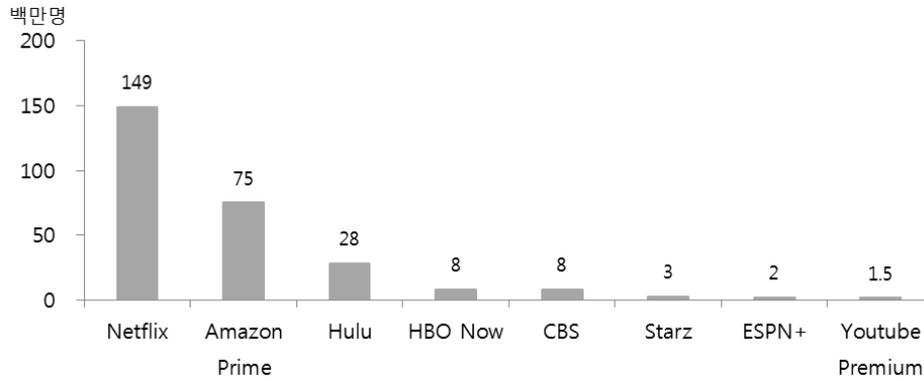
## (3) Walt Disney의 응전(應戰)

월트 디즈니의 IP(Intellectual Property) 패권은 생각보다 더 강력하다. 그 간 넷플릭스에 공급했던 디즈니 콘텐츠들을 단계적으로 중단하며 넷플릭스를 옥죄고 있다. 이번 달에도 <가디언즈 오브 갤럭시 Vol2>가 빠지고 하반기 중 <Car3>, <코코>, <토르: 라그나로크>, <스타워즈: 라스트 제다이>가 넷플릭스에서 중단된다. 이 같은 공급중단 러쉬가 내년에도, 내후년에도 멈추지 않는다는 것이 넷플릭스로선 가장 큰 문제이다. 세기의 미디어 대전(大戰)이 이제 막 시작되는데 실탄부터 떨어지는 형국이다. ‘콘텐츠’와 ‘IP’를 기준으로 보았을 때 사실상 이 경쟁은 기울어진 운동장에서 진행 중인 것이다.

디즈니가 쥐고 있는 비장의 무기가 하나 더 있다. 현재 북미 기준 약 11% M/S의 OTT 플랫폼 <홀루(Hulu)>가 바로 그것이다. 지난 2007년에 월트디즈니, 21세기폭스, 컴캐스트, 타임워너사가 공동 설립한 <홀루>는 월 구독료 5.99달러 가격경쟁력을 기반으로 전년 기준 약 2,500만명의 북미 유료 가입자를 보유 중이다. 디즈니는 <홀루> 지분 30%를 보유 중이었으나 최근 폭스 계열사를 인수하면서 지분 67%까지 확대된 상황이다. 이제 디즈니는 기존에 강력한 영화 콘텐츠와 더불어 드라마 콘텐츠 활용에 있어서도 절대적 힘을 발휘할 수 있게 되었다.

글로벌 영상플랫폼 시장은 넷플릭스와 추격자들의 전쟁으로 재편 중이다. 현재까진 넷플릭스 지위가 독보적이지만, 디즈니와 애플의 공격적 진입은 현 판세에서 변화를 일으키기에 충분하다. 이종사업자로서 추격자의 입장이지만 기존 맹주(盟主)이기에 펀더멘털은 더 강력하다. 디즈니는 향후 5년 간 6,000~9,000만명 가입자 확보를 목표로 하고 있다. <홀루> 구독자와 합산 시 글로벌 2위사에 등극하는 수준이다.

SVOD 플랫폼 글로벌 구독자 수 현황



자료: Variety.com, SK 증권 리서치센터

월트 디즈니가 보유 중인 OTT 플랫폼 <홀루>



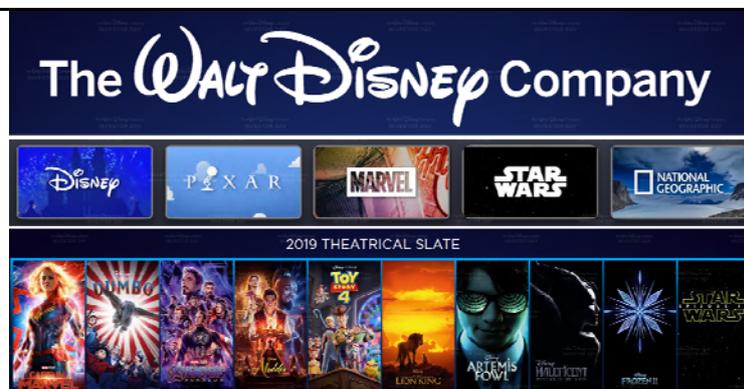
자료: Shopmyexchange.com, SK 증권 리서치센터

Disney Breaks UP with Netflix

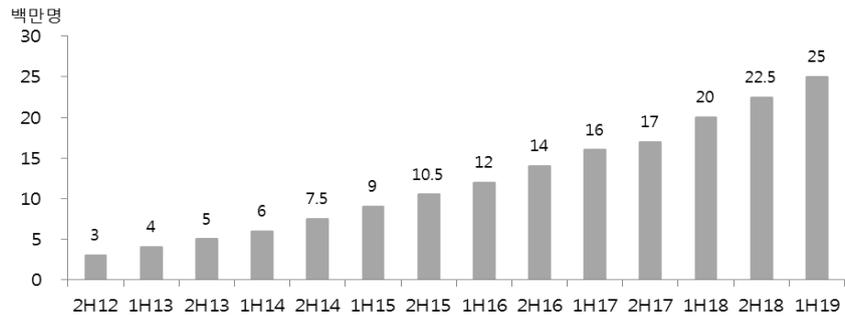


자료: Showbiz, SK 증권 리서치센터

Walt Disney의 콘텐츠 라인업



자료: Walt Disney, SK 증권 리서치센터

**<홀루> 구독자 수 증가 추이**

자료: Business Insider, SK 증권 리서치센터

**(4) 한국에서의 격돌**

한국의 미디어산업은 ‘플랫폼의 위기’와 ‘컨텐츠의 기회’를 동시에 마주하고 있다. SK 브로드밴드의 OTT 서비스인 ‘옥수수’가 사업분할하여, 지상파 연합 플랫폼인 ‘폭’과 통합함으로써 넷플릭스 대항 전선은 구축된 상황이다. 그러나 ‘오리지널 제작 컨텐츠 경쟁력’이 관건인 미디어 플랫폼 시장에서의 국내 OTT 서비스의 전략 가시성은 매우 어둡다. 한편, LG U+TV는 PIP(플랫폼 인 플랫폼) 형식으로 넷플릭스와 독점 제휴를 맺었고, CJ 헬로 경영권 인수로 유료방송 가입자 수를 824 만명까지 확대했다. 이에 따라, 향후 글로벌 OTT 사업자들이 한국에 진출할 경우 국내 방송통신사업자들과의 제휴 가능성 역시 농후해졌다.

이와 반대로, ‘Contents & IP Provider’ 기업군은 넷플릭스 덕에 뜻을 달게 되었다. 7년 전까지 지상파 3사에 예속된 계약관계에 있었던 외주제작사의 지위는 2012년 종합편성채널이 개국하며 한층 격상되었다. 그 후, 넷플릭스가 진입한 2016년부터 국내 OTT, IPTV, 케이블TV의 니즈가 확대되며 시장지위가 판이하게 달라진 상황이다. 현재 ‘SKY 캐슬’과 ‘킹덤’은 넷플릭스를 통해 190개국 27개 언어로 제공되고 있다. 그간 경험하지 못했던 국내 컨텐츠의 글로벌 판로가 개척된 것이다. OTT 플랫폼의 전장(戰場)에서 국내 컨텐츠 제작사는 이른바 ‘피기백킹(piggy-backing, 편승)’ 구간에 첫 진입하고 있다. ‘킹덤’ 제작사 에이스토리, ‘SKY 캐슬’의 제이콘텐트리(드라마하우스), ‘아스달 연대기’의 스튜디오드래곤 등 경쟁력 있는 제작업체에 주목할 수 밖에 없는 이유가 여기에 있다. 이와 더불어 디즈니+(플러스)와 애플TV+(플러스)까지 한국 컨텐츠를 확보하기 위해 가세할 것이다. 궁극적으로는 한국 컨텐츠를 활용하여 아시아 시장을

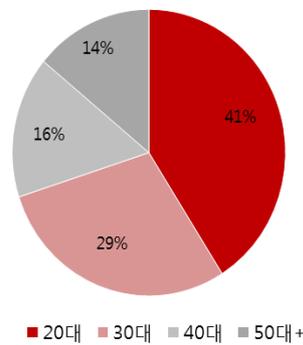
공략하기 위함이다. 이것 역시 우리가 경험해보지 못 한 큰 기회의 시작점이다. 아시아 교두보로서 한국 콘텐츠는 글로벌 시장에서의 진입에 이제 막 닳을 올렸을 뿐이다.

Netflix Original: KINGDOM



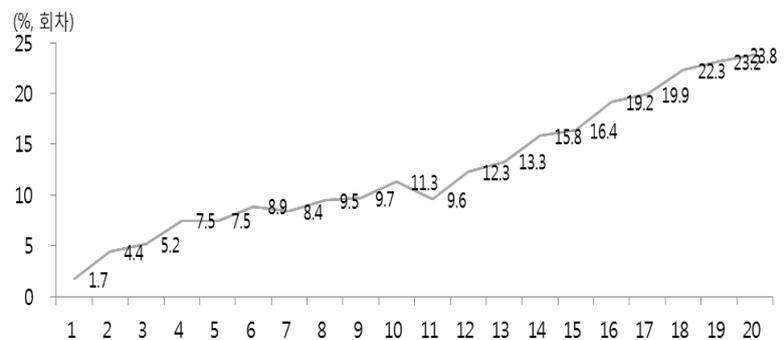
자료: Netflix, SK 증권 리서치센터

한국 넷플릭스 유료 결제자 연령대 분포



자료: WiseApp, SK 증권 리서치센터

SKY 캐슬(제작: HB 엔터테인먼트, 드라마하우스) 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, SK 증권 리서치센터

## 2. 도전(挑戰)과 응전(應戰)

### (1) 전쟁의 설계자, 앨런 아이거(Allen Iger)

넷플릭스가 대약진 중인 현 상황만 바라보면 넷플릭스의 아성에 월트 디즈니를 비롯한 여타 기업군이 도전하는 것처럼 보이지만 대립의 실상은 더욱 복잡하다. 간명하게 정리 하자면 세계 최대의 IP & Contents 기업인 월트 디즈니의 패권에 넷플릭스가 먼저 도전했던 것이고, 새로운 유형의 미디어 플랫폼을 선도 중인 넷플릭스에 대한 이종사업자들의 견제가 이제 막 시작된 것이다. 미디어 업계 내에서 '컨텐츠'에 대한 도전자는 넷플릭스이고, '플랫폼'에의 도전자는 월트 디즈니라고 할 수 있다. 그리고 이 전쟁의 설계자는 월트 디즈니의 앨런 아이거(Robert Allen 'Bob' Iger)이다.

앨런 아이거는 지난 4/11 투자자 컨퍼런스를 통해 비디오 스트리밍 서비스 '디즈니플러스(+)' 계획을 발표했다. 오는 11/16 북미 서비스를 시작하며 월 6.99 달러의 구독 모델을 제시했다.(넷플릭스 베이직 구독료 8.99 달러 대비 22.3% 이상 가격 메리트). 새로운 비즈니스 모델이 투자자들에게 설득력을 얻었고 실제로 컨퍼런스 당일 월트 디즈니의 주가는 11.5% 상승했다.

가장 기대되는 부분은 새로운 콘텐츠의 융합과 IP 패권의 강화 계획이다. '마블시네마틱 유니버스(MCU)'와 20세기 폭스에 소속된 '엑스맨', '데드풀', '판타스틱 4', '아바타', '스타워즈 시리즈', '킹스맨 시리즈', '에이리언', '프리데터', '나니아 연대기' 등은 월트디즈니 휘하에서 새로운 콘텐츠를 구성하고 계열화를 지속할 계획이다. 한편, 디즈니 작품들이 전년 기준 북미 박스오피스 매출액 26%를 차지하여 현재에도 1위 사업자 지위를 지속 유지하고 있지만, 월트 디즈니의 <20세기 폭스> 인수로 인해 시장 내 portion 은 35~40%선까지 확대될 것으로 예상된다.

월트 디즈니의 폭스 콘텐츠 인수가 가져오는 파급은 비단 '융합'과 '계열화'에 그치지 않는다. <20세기 폭스>가 보유 중인 <홀루> 지분 30%를 추가로 취득하게 되는 월트 디즈니는 매력적인 OTT 플랫폼 <홀루>에 대한 지배력을 공고히 하고 디즈니플러스(+ )와의 협업 모델을 구상할 수 있게 되었다. 디즈니사의 미디어 플랫폼에 대한 도전이 더욱 거세지는 것이다.

월트 디즈니가 이처럼 출사표를 던지기 수 년 전, 아이거 회장이 직접 넷플릭스 인수 협상에 나섰던 것으로 파악된다. 그러나 성장 초기단계에 진입한 넷플릭스의 CEO 리드 헤이스팅스는 그 제안에 응하지 않았고 아이거는 곧장 미디어 플랫폼 전쟁의 구도 설계에 돌입했던 것이다.

디즈니의 패권을 유지하고 그 경쟁력을 현재까지 진척시킨 원동력이 CEO 앨런 아이거로부터 나왔다고 해도 과언은 아니다. 아이거 대표가 '05년 처음 디즈니 CEO에 선임되었을 때 월트 디즈니의 주가는 23달러 수준이었으나, 현재 주당 가치는 132.8달러로 약 6배 가량 상승했다는 점이 이를 방증한다.

디즈니는 '96년 ABC 방송을 인수하면서 미디어 기업으로의 전환을 첫 시도했다. 당시에 워낙 강력한 IP와 콘텐츠를 보유하고 있었기 때문에 '전환'이라기보다 '사업부문의 확대'로 이해할 수 있다. 이를 주도했던 당시의 CEO 마이클 아이스너는 '04년까지 월트디즈니를 이끌었다. 이 뿐 아니라 현 ESPN+ 출범을 가능하게 한 ESPN 인수도 바로 아이스너가 성사시켰다. 사실상 현재의 미디어 플랫폼 전쟁에 기틀을 마련한 셈이다. 이듬해 디즈니의 6대 CEO에 오른 앨런 아이거는 '06년 픽사 스튜디오 인수, '09년 마블 인수, '12년 루카스필름 인수합병, '19년 3월 20세기폭스 인수에 이르기까지 파격적 M&A를 지속 유지해왔다. 폭스의 경우 스튜디오 및 TV 채널 관련 자산만 인수했는데 이는 기존 디즈니의 IP와 시너지를 극대화하기 위한 매우 영리한 전략으로 평가할 수 있다.

이처럼 아이거 회장은 디즈니의 스트리밍 플랫폼 타이틀처럼 '플러스(+)' 효과를 창출하는데 주력해오고 있다. '캐리비안의 해적', '토이스토리' 등의 작품은 디즈니가 인수한 후 후속작들을 발빠르게 제작했고 기존 작품을 뛰어넘는 흥행을 기록해냈다. 이 같은 디즈니의 전략은 <20세기 폭스>의 콘텐츠에도 동일하게 적용된다. <아바타>('09년 개봉, 27.9억 달러 수익)의 경우 큰 흥행에도 불구하고 후속작이 부재했는데, 월트 디즈니가 곧장 '21년 후속작을 기획해놓았고 뒤이어 총 다섯 편의 제작 계획도 수립되었다. 어쩌면 앨런 아이거의 선택은 필연적이었을지도 모른다. 전쟁을 불사할만큼 월트 디즈니는 절박했었고, 그의 설계가 '콘텐츠 절대자', '플랫폼 약자' 월트 디즈니를 구원의 길로 이끌었다.

#### 앨런 아이거(Robert Allen 'Bob' Iger)



자료: Fortune, SK 증권 리서치센터

## (2) Walt Disney: IP 와 Contents 의 패권자

디즈니는 자체 제작물의 성공만으로도 콘텐츠업계 내에서 현 지위를 유지할 수가 있다. <겨울왕국>, <주토피아> 등 디즈니가 탄생시킨 새 콘텐츠는 여전히 그 영향력을 과시하기에 충분했다. 그럼에도 불구하고 ‘경쟁업체로부터 제작된’, 그러나 ‘정체 상태에 있는’ 우수 콘텐츠를 직접 개발하는 전략을 병행하고 있다는 점이 강력한 포인트이다.

전술한 바, 최근 인수한 <20세기 폭스>의 콘텐츠의 융합 및 계열화 작업이 벌써 진행 중이다. 이 뿐 아니라, 마블 영화 캐릭터인 ‘팰콘’과 ‘인터솔저’가 등장하는 <팰콘 앤 더 인터솔저>를 TV 시리즈로 제작 예정이고, ‘스칼렛 위치’와 ‘비전’이 주인공인 <안다비전> 또한 계획되어 있다. 디즈니는 콘텐츠의 융합을 넘어 영화-TV 드라마-OTT 콘텐츠로 구분되는 미디어의 경계선까지 블러(blur)화시키고 있다. 이것이 바로 월트 디즈니사의 경쟁력이고, 월트 디즈니이기 때문에 가능한 모델이라고 할 수 있다.

이 같은 맥락에서 디즈니는 <스타워즈>, <토이스토리>의 TV 시리즈, <겨울왕국2> 제작 다큐멘터리 등도 기획 중이다. 오는 11월에 런칭할 <디즈니플러스(+)>에 대한 기대감이 더욱 높아지는 이유가 바로 월트 디즈니만의 콘텐츠 기획력에 있다. 올해 개봉한 <어벤저스 앤드게임>, <캡틴 마블>, 개봉 예정인 <알라딘>, <토이스토리 4>, <라이온킹>, <겨울왕국2>, <스타워즈 에피소드 9> 등도 상영 종료 후 모두 “디즈니플러스(+)”를 통해 선공개될 예정이다. <20세기 폭스> 인수로 판권을 가져온 <심슨> 30개 시즌도 향후 “디즈니플러스(+)”를 통해 시청 가능하다. 이처럼 강화된 콘텐츠 라인업은 매니아층의 플랫폼 의존도를 더욱 두텁게 함과 동시에 연령별 타겟을 분명히 하여 대중성 확보에도 초점을 두고 있다. 이는 마치 초기 E-Commerce 침투기에 Amazon.com이 구사했던 전략적 접근과 유사하여 기시감이 든다.

월트 디즈니는 디즈니플러스(+), 런칭 첫 해에만 25개 이상의 오리지널 TV 시리즈와 10개의 오리지널 영화를 선보일 계획이다. 세계 최대 IP 보유 기업이 ‘홀드백(hold-back)’을 최소화하고 ‘릴리즈(release)’를 선점하는 미디어 플랫폼을 런칭한다면 그 파급력은 세간의 기대를 초월할 것이다.

The Walt Disney Company 비즈니스 개관

<b>Studio Entertainment</b> Walt Disney Pictures Disneynature Disney Animation Studios Pixar Marvel Studios Lucasfilm 20th Century Fox Fox 2000 Pictures Fox Searchlight Pictures 20th Century Fox Animation Blue Sky Studios Distribution Disney Music Group Disney Theatrical Group	<b>Direct-to-Consumer &amp; International</b> Disney Channels Worldwide Fox Networks Group ESPN International Disney ABC Domestic Television Disney Media Distribution Walt Disney Studios Home Entertainment 20th Century Fox Home Entertainment Disney Digital Network Disney Streaming Services BAMTech (75%) Disney+ ESPN i Hulu (67%) Asia Pacific India Star TV Hotstar Tata Sky (30%) UTV Software Communications Italy Latin America Fox Telecolombia (51%) LAPT Rede Telecine Germany Super RTL RTL II Endemol Shine Group (50%)
<b>Media Networks</b> Walt Disney Television ABC Entertainment Disney TV Studios ABC Studios 20th Century Fox Television Fox 21 Television Studios Fox Television Animation ABC TV Stations Disney Channels Worldwide (US) Disney Television Animation FX Networks FX Productions National Geographic Partners (73%) ESPN (80%) ABE Networks (50%)	

주: Parks, Experiences and Products 사업부문 생략  
 자료: Walt Disney, SK 증권 리서치센터

The Walt Disney Company 주요 플랫폼, 방송사, 제작사 및 기타 자회사



자료: Walt Disney, SK 증권 리서치센터

Walt Disney 주요 IP List

Aladdin	Zootopia	Mulan
Alice in the Wonderland	Sleeping Beauty	Winnie the Pooh
The Little Mermaid	Mickey Mouse	Wreck-It Ralph
Robin Hood	Bambi	Incredibles
The Jungle Book	The Lion king	Toy Story
Dornald Duck	Snow White and the Seven Dwarfs	Finding Dory
Hercules	Big Hero	Finding Nemo
Cinderella	Pinocchio	Inside Out
Beauty and the Beast	Bolt	Coco
101 Dalmatians	Timon and Pumbaa	Monster University
Frozen(겨울왕국)	Peterpan	...
Tarzan	Pocahontas	<b>... and many more!</b>

자료: Walt Disney, SK 증권 리서치센터

Walt Disney Film Rank

Rank	Film	Worldwide gross	Studio	Year
1	Frozen	\$1,290,000,000	Disney	2013
2	Incredibles 2	\$1,242,805,968		2018
3	Toy Story 3	\$1,066,969,703	Pixar	2010
4	Finding Dory	\$1,028,570,889		2016
5	Zootopia	\$1,023,784,195	Disney	2016
6	The Lion King	\$968,483,777		1994
7	Finding Nemo	\$940,335,536		2003
8	Inside Out	\$857,611,174	Pixar	2015
9	Coco	\$807,082,196		2017
10	Monsters University	\$744,229,437		2013

자료: Box Office Mojo, SK 증권 리서치센터

2019~22 제작 및 상영 리스트

Title	Scheduled U.S. theatrical	Production company
Toy Story 4	21-Jun-19	Pixar Animation Studios
The Lion King	19-Jul-19	Fairview Entertainment
Frozen 2	22-Nov-19	Walt Disney Animation
Spies in Disguise	25-Dec-19	Blue Sky Studios
Call of the Wild	21-Feb-20	3 Arts Entertainment
Onward	06-Mar-20	Pixar Animation Studios
Untitled film	19-Jun-20	Pixar Animation Studios
Bob's Burgers: The Movie	17-Jul-20	20th Century Fox
Ron's Gone Wrong	06-Nov-20	Locksmith Animation
Untitled film	25-Nov-20	Walt Disney Animation
Nimona	05-Mar-21	Blue Sky Studios
Untitled films	18-Jun-21	Pixar Animation Studios
Untitled films	24-Nov-21	Walt Disney Animation
Untitled films	18-Mar-22	Pixar Animation Studios
Untitled films	17-Jun-22	Pixar Animation Studios
Untitled films	23-Nov-22	Walt Disney Animation

자료: Walt Disney, SK 증권 리서치센터

### (3) Walt Disney: 현 시점 가장 위협적인 이종사업자

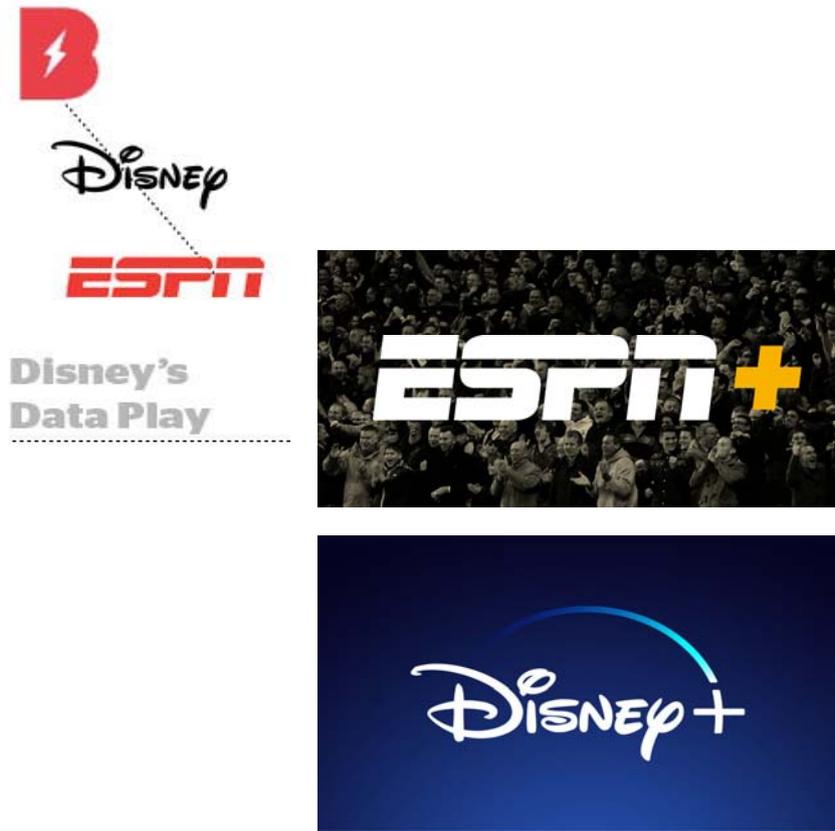
앨런 아이거 CEO가 취임 후 내놓은 결단 중 '신의 한수'는 OTT 플랫폼에의 공격적인 출전 전략이라 할 수 있다. 만일 기존의 구도가 지속되었다면 미디어 플랫폼은 경쟁사에 온전히 잠식당하고 월트 디즈니는 IP 기업군에만 예속될 수 밖에 없었다. 이 같은 상황 하에서 아이거는 '17년 스트리밍 기술회사 <BAMTech>을 인수하면서 출사표를 던졌다. 돌이켜 보건대 이는 월트 디즈니사에 장기적 모멘텀을 다시금 부여한 역사적 결단이라 평가할 수 있다.

월트 디즈니의 <BAMTech> 인수로 디즈니 경영진은 OTT 시장 진출에 박차를 가할 수 있었다. 아이거는 <BAMTech>을 인수하지 못 했더라면 올해 <20세기 폭스> 인수도 없었을 것이라 회고하기도 했다. 그만큼 '17년 디즈니의 <BAMTech> 인수는 회사의 사활이 걸린 '사건'이었다. 이듬해인 '18년 4월 월트 디즈니는 ESPN+를 출시하여 OTT 시장 진출에 기반을 다졌고, 드디어 올해 4분기 'Disney+ 런칭'이라는 본 게임을 앞두고 있다.

그렇다면 과연 월트 디즈니가 <Disney+>의 런칭을 통해 Netflix의 이른바 'cord-cutting'을 유발할 수 있을까? 물론, '코드커팅'이라는 용어는 기존의 케이블 TV를 끊고 사용자가 넷플릭스로 옮겨가는 현상을 지칭하지만, 향후에는 넷플릭스도 이 위협으로부터 자유로울 수 없다. 월트 디즈니는 '16년부터 맺어온 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약을 순차적으로 끊어내고 있다. 사실상 넷플릭스의 고성장기를 뒷받침해온 것이 디즈니사의 콘텐츠 공급이라도 과언은 아니다. 넷플릭스와의 계약이 완전히 종료됨을 가정했을 때 포기해야하는 연간 이익이 약 1.5억달러로 추산됨에도 월트 디즈니는 과감히 자체 플랫폼의 길을 택했다.

과거 4년 전 유럽에서 한 차례 큰 실패를 경험한 월트 디즈니의 OTT 플랫폼은 더욱 강력한 모습으로 복귀를 준비 중이다. '15년 영국을 테스트베드로 스트리밍 서비스 'Disney Life'를 선보였으나 당시 영상플랫폼 순위 40위권에 그치고 만다.(당시에도, 현재에도 현지 1위는 넷플릭스) '17년 BamTech을 인수한 것은 뼈아픈 경험에 대한 반성적 고려이다. 미디어 플랫폼에 UX 테크놀러지를 가미했고 동 기간 콘텐츠의 개편 및 보강을 진행했다. 그 후 디즈니는 발빠르게 '홀루'에 대한 완전한 지배력을 획득하고 ESPN+도 소프트랜딩된 상황이다. <BAMTech>의 영입이 회사의 체질을 변화시켰다. 마지막 일격이 바로 '콘텐츠 외부 공급'의 중단이다. Quirk's Media에 따르면, 디즈니 콘텐츠 종료 시 넷플릭스 구독 중단 의사가 있는 사용자는 약 15%를 상회하는 것으로 조사됐다. 아직 성장기에 있는 넷플릭스로선 뼈 아픈 일격이다. 더불어, 월트 디즈니가 현 시점 미디어 플랫폼 생태계 내 가장 위협적인 이종사업자임을 부인할 수가 없다.

BamTech 인수로, ESPN+, Disney+ 현실화



자료: Walt Disney, Ad Exchange, SK 증권 리서치센터

Netflix 향 공급 중단될 Disney 주요 콘텐츠

종료시기	종류 콘텐츠
19.5	가니언스 오브 갤럭시 Vol2
19.7	Car3
19.11	코코
19.12	토르: 라그나로크 스타워즈: 라스트 제다이
20.6	어벤저스: 인피니티 워
20.7	슬로: 스타워즈 스토리 앳매 앳 와스프 인크레더블2
...	
	<i>and so on!</i>

자료: Walt Disney, 시장 자료, SK 증권 리서치센터

### 3. IP & Contents Industry

#### (1) Walt Disney, IP 히스토리와의 동행

‘Mickey Mouse’의 캐릭터 IP 는 저작권자인 월트 디즈니가 사망한지 50 년이 지난 2003 년에 공공저작물로 전환될 예정이었다. 그러나 1998 년 미국 의회가 저작권법을 개정하면서 미키마우스 IP 는 2023 년까지 월트 디즈니 컴퍼니 소유로 남게 된다.

시간이 흘러 지난 해는 미키마우스가 탄생한 지 90 년이 되는 해였다. 디즈니는 이를 기념하여 H&M, 라코스테, 리바이스 등과의 브랜드 콜라보레이션을 진행했다. 디즈니의 이 같은 캠페인은 자사의 미키마우스 트레이드마크를 강화하려는 전략으로 평가된다. 1928 년에 제작된 미키마우스 캐릭터는 2023 년 퍼블릭도메인이 되더라도, 그 이후 변형, 발전, 새로이 적용된 디자인과 이미지는 여전히 디즈니 소유로 남기 때문이다. 작년의 대대적인 캠페인은 그 목적이 마케팅의 일환이기 보다 ‘IP 소유권의 강화’라고 보는 것이 타당하다.

한편 1998 년 효력을 발휘한 CTEA(Copyright Term Extension Act, 저작권보호기간연장법)에 의해 저작권 보호기간이 기존 75 년에서 95 년으로 연장됐기 때문에 지난 20 년 동안 미국에서는 신규로 발생된 퍼블릭도메인 저작물이 없었다. 따라서 올해 1 월 1 일은 CTEA 가 정한 기간 만료에 따라 퍼블릭도메인이 21 년만에 새롭게 등재되는 매우 중요한 날이었다. 그 중 대표적인 저작물은 찰리 채플린의 영화 <순례자>, 버지니아 울프의 <제이콥의 방>, 아가사 크리스티의 소설 <골프장 살인사건> 등이다.(이상 1923 년 창작된 저작물)

향후, 2020 년 조지 거슈윈의 <랩소디 인 블루>, 2021 년 F. 스콧 피츠제럴드의 <위대한 개츠비>, 어니스트 헤밍웨이의 <태양은 다시 떠오른다> 등이 공공화될 예정이고, 2023 년에는 <스팀보트 윌리>와 캐릭터 ‘미키 마우스’, 2031 년에서 2035 년 사이에 슈퍼맨, 배트맨, 백설공주 등이 퍼블릭도메인이 된다.

미국 저작권법은 1790 년 보호기간을 28 년으로 결정, 1831 년에 42 년으로 연장, 1909 년에 56 년으로 연장했다. 미키마우스 캐릭터는 1928 년 만들어진 흑백 애니메이션 <스팀보트 윌리>에서 첫 등장했기 때문에 1984 년 퍼블릭 도메인이 될 예정이었다. 그러나 1976 년에 보호기간이 19 년 더 연장되어 75 년이 되었고 미키마우스를 대표로 하는 1928 년 저작물들은 2003 년까지 보호받을 수 있었다. 전술했던 바, 1998 년 효력을 발휘한 CTEA 에 따라 총 95 년 동안 저작권 보호기간이 설정됐고 미키 마우스 캐릭터 보호기간은 2023 년까지 연장되었다.

그렇다면 2023 년이 도래하면 월트 디즈니의 상징과 같은 미키마우스는 아무나 사용할 수 있을까? 실상은 그렇지 않다. 대표적인 사례로, 1925 년 출판된 F. 스콧 피츠제럴드의 <위대한 개츠비>는 2021 년 1 월 1 일 저작권 보호기간이 만료될 예정이나 이 보호기간 만료 이전에 만들어진 2 차 저작물(영화 ‘위대한 개츠비’, 바즈 루어만 감독, 2013)은 개별적인 저작권을 갖게 된다. 1 차 저작물과 상이한 캐릭터, 스토리라인, 대사 등이

보호되는 것이다. 2024년 기점 퍼블릭 도메인이 되는 미키마우스 캐릭터는 1928년 디자인에 국한된다. 즉 그 간 변형되어 온 디자인은 다른 캐릭터로 분류되어 각각의 저작권 보호기간을 갖게 되는 것이다. 전년에 진행된 월트 디즈니의 대대적인 캠페인이 '분명한 목적성'을 띤 이유가 여기에 있다.

특허권을 무기로 한 '특허괴물(Patent Troll)'과 같이, 월트 디즈니는 지식재산권을 무기로 한 'IP Troll'이라 할 수 있다. 미키 마우스를 시작으로 수많은 캐릭터 IP를 생산, 확대, 재생산하면서 미국의 CTEA 개정에 가장 큰 영향력을 행사해 온 것이 월트 디즈니이다. 현 상황이 유지된다면 사실상 보호기간이 종료된다 하더라도 실질적인 저작권 행사는 영원히 귀속될 수 있을 것이다.

이제 월트 디즈니는 자사의 IP를 활용함은 물론, 경쟁 기업을 인수합병하고 신규 IP를 귀속시켜 '하나의 세계관'을 형성하여 캐릭터들 간에 유기적인 관계를 설정해 나가고 있다. 지금의 제도적 보호가 지속된다면 세계 최대 IP 기업인 월트 디즈니는 영원히 멈추지 않은 동력의 '수퍼플루이드'와 같은 콘텐츠를 온전히 활용하여 미디어 플랫폼의 패권까지 여유롭게 가져올 수 있을 것이다.

#### 수퍼플루이드 확산이 초래한 변혁

수퍼플루이드' 도래 이후 기존 시장과 확연히 구분되는 5대 현상

- 전통적인 밸류체인 붕괴
- 플랫폼 기업의 전방위 산업 독식 현상
- 이종사업자, 스타트업과의 경쟁 과열
- 패스트팔로워 전략적 입지 약화
- 신 코닥 모먼트 (Neo Kodak Moment) 현상 (가장 주목해야 할 리스크)

자료: EQ SK증권 리서치센터

## (2) Netflix, '쫓는 자' 혹은 '쫓기는 자'

글로벌 OTT 1위 사업자인 넷플릭스는 역설적으로 '쫓기는 자'가 아닌 '쫓는 자'의 입장에 있다. 그만큼 미디어 플랫폼의 안정적 지위보다 IP 패권과 그로부터 파생되는 경쟁력이 중요하다는 것을 의미한다. '플랫폼'은 문자 그대로 '정류장'과 같다. 대체 가능하다는 점이다. 이 때문에 플랫폼 비즈니스는 이 같은 '대체 가능성'을 끊임없이 낮추는 것을 목표로 한다. Amazon.com이 어떻게 E-Commerce를 제패했는지, 왜 'Amazonized'라는 용어가 범용화되었는지 돌아해보면 '넷플릭스'의 시장 지위가 아직 절대적이지 않음을 반추할 수가 있다.

그렇기에 1위 사업자 넷플릭스는 '역설적으로' 마음이 급하다. 최근 오리지널 콘텐츠를 제작, 확보하는데 더욱 주력하고 아시아지역에서 속도감을 올리는 이유가 여기에 있다.

넷플릭스는 전년 총 120억 달러(약 13.5조원)를 투자해 오리지널 콘텐츠 포함 약 700편이 넘는 콘텐츠를 확보했다. 넷플릭스의 콘텐츠 투자 규모는 '13년 23억달러에서 '17년 63억달러로 2.8배 확대되었고 작년에는 한 해 만에 2배로 늘었다. 다시 언급하지만, 넷플릭스는 '쫓기는 자'이다.

넷플릭스는 IP 패권의 힘을 몸소 체험 중인 플랫폼 기업이다. 전술했던 것처럼 월트 디즈니 콘텐츠의 엑소더스(exodus)는 넷플릭스 비즈니스 근간에 위협을 가하고 있다. 이 뿐만 아니라 넷플릭스는 현 비즈니스의 핵심요소인 '오리지널 콘텐츠 제작 과정'에서도 IP 관한 침해로 사유로 피소된 바 있다. 넷플릭스 오리지널로 유명한 작품 <기묘한 이야기(Strange Things)>, <종말의 끝(How It Ends)>, <사브리나(Sabrina)>는 현재 배급 중단과 배상에 관한 소송이 진행 중이다.

### (3) 그러나, Subscription Model은 견고할 것

글로벌 구독경제 시장의 영역이 특정되지 않아 시장 규모 파악은 아직까지 어려우나 크레디트스위스 조사에 따르면 2000년 2,150억 USD에서, 2015년 약 4,200억 USD, 2020년 약 5,300억 USD로 추산되고 있다. 구독경제를 표방하는 미국 상장기업들의 주가추이 역시 이처럼 긍정적 시장 전망을 방증한다.(넷플릭스 +32.5%, 일렉트로닉스 +16.3%, 주오라 +18.7% YTD 등)

플랫폼 대전환시대에서 표출되는 특징 중 하나는 커머스의 형태가 무차별적으로 다변화한다는 점이다. 이는 앞서 폴 로머가 강조했던 기존 아이디어의 재조합이자 기술진보 계수의 발현이며, 니코 멜레의 'The End of Big'이기도 하다. '수퍼플루이드' 개념에서 확인했던 기존 밸류체인 붕괴와 이종산업 플랫폼의 영향력 확산 역시 적용 가능하다. Subscription Economy(구독경제)가 대표적인 모델인데 경제학자 제러미 리프킨은 이미 2000년 <The Age of Access>라는 저서를 통해 소유의 종말을 예고했다. 그 후 새로운 비즈니스 모델이 등장하면서 2000년대 후반에 주오라(Zuora, 시스템 및 소프트웨어 스타트업) 창업자 티엔 추오가 Subscription Economy라 통칭한 것이 지금껏 확산되었다.

다시 10년이 지난 지금 공유경제와 구독경제는 우리 사회에 경제 생태계에 거침없이 안착하고 있다. 전통적인 상품경제에서는 소비자가 소유권을 완전히 이전받아 그만큼의 가치를 지불해야만 했다. 그러나 공유경제에서는 일정기간의 점유권만 받고 또 그만큼의 비용만 지불한다. 구독경제는 '멤버십'이다. 콘텐츠나 제품을 이용할 수 있는 권리를 갖는다. 최근 그 영역은 제한 없이 확산 중이며 이제 넷플릭스의 멤버십 서비스는 당연한 것처럼 여겨진다. 서비스 항목을 소프트웨어, 면도기, 꽃, 식자재, 의류, 생활용품에까지 이른다. 심지어 전세 제트기 소유자들이 네트워크를 형성해 비행기를 대여해주는 'Net Jet' 비즈니스도 나왔다.

물론 이 같은 유형의 구독경제가 과거에 없었던 것은 아니다. Amazon Prime Service도 일종의 구독경제라고 할 수 있다. 그러나 최근의 확산 양상을 보면 분명 다른 변화의

흐름이 가미되었다는 추론이 가능하다. 소비자들은 구매와 소유보다 공유와 구독을 통해 더 큰 만족도를 느끼고 있다. 효용이론(Utility Theory)에 따라 소비자들은 소유가 아닌 구독을 택하는 것이다. 질레트와 쉬크가 면도날을 하나씩 추가해나가며 첨예한 점유율 경쟁을 하는 동안 뜬금없이 나타난 면도기 구독모델 스타트업이 시장 파이 12%를 가져갈 줄은 상상도 못 했을 일이었다. 2011년 등장한 Dollar Shave Club은 온전히 소셜미디어와 유튜브, 바이럴 마케팅만을 이용해 질레트를 추격해왔다. 지난 3년간 질레트 점유율은 10%p나 하락했고 이제는 달러 셰이브 클럽의 사업모델을 모방하고 있다. 경영환경 변화와 소비자 효용을 소홀히 하고 공급자 관점에만 주목했던 기존의 전략을 대대적으로 수정한 것이다. 130년 된 컨슈머 기업이 9년차 스타트업에게 한 수 배웠다. 기존에 무수히 쌓인 밸류체인과 방법론을 단숨에 뒤엎는 것, 이것이 구독경제 패러다임 전환의 단면이다.

Subscription Software의 대표기업 Zuora의 플랫폼 모델



자료 : SiliconAngle, SK 증권 리서치센터

Zuora 설립 후 SW 구독경제 선도하는 티엔추오



자료 : SiliconAngle, SK 증권 리서치센터

Subscription Economy Stocks

Equity	Code	Mkt.cap	YTD(%)
Electronic Arts	NQ: EA	27.8bn USD	16.3
Adobe	NQ: ADBE	135.8bn USD	23.9
Zuora	NYSE: ZUO	2.4bn USD	18.7
Netflix	NQ: NFLX	155.1bn USD	32.5
Shutterstock	NYSE: SSTK	1.4bn USD	6.8

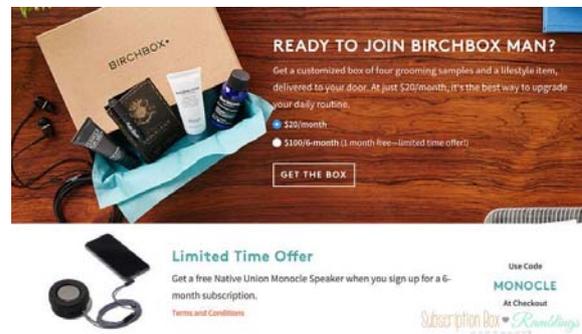
자료 Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Monocle: 구독경제형 모델 전환으로 사양산업에서 생존한 프리미엄 저널



자료: Monocle, SK 증권 리서치센터

Beauty Subscription, Birchbox



자료: BirchBox, SK 증권 리서치센터

## 4. 한국 미디어 동향과 전망

### (1) 미디어 플랫폼의 경쟁과 연대

월트 디즈니의 OTT 는 향후 2 년 내 아시아, 유럽시장 비롯해 글로벌 시장에 진출할 계획이다. 동영상 스트리밍 비즈니스를 전담하는 DTC(Direct To Consumer & Internation) 부서가 신설되었고, 지배권이 확보된 'Hulu(홀루)' 플랫폼과의 시너지를 창출할 것이다. 디즈니플러스는 <20 세기 폭스> 인수를 통해 67%까지 지분을 확보한 'Hulu(홀루)'를 이용함은 물론, 애플의 OTT 인 '애플 TV 플러스(+)'와 연합전선을 구축해 '넷플릭스'에 대항할 가능성도 열려있다. 앨런 아이거 월트디즈니 회장은 현재에도 애플 사외이사직을 유지 중이다. 심지어 아이거 회장은 OTT 서비스에 대해 애플과 협의를 지속하고 있음을 밝힌 바 있다.

월트디즈니와 애플의 협력 관계는 스티브 잡스가 '06 년 픽사 스튜디오를 월트디즈니에 매각했던 것이 시초가 되었다. 그 후 잡스는 주주로서 월트디즈니 경영에 참여했으며, 월트디즈니는 애플의 아이튠즈를 통해 TV 방송 콘텐츠를 제공해왔다. 아이거 회장이 애플의 사외이사로서 경영에 참여한 것은 잡스 사망 이후인 지난 2011 년부터이다. 애플의 신입 CEO 팀 쿡은 아이거 회장과 협력 관계를 긍정적으로 언급해왔고 콘텐츠 경영에 있어서 '아이거'의 독보적 전략을 줄곧 추켜세웠다. 넷플릭스의 독주를 막기 위한 월트 디즈니-애플의 연대 관계는 현재 시점 더욱 공고해 보인다.

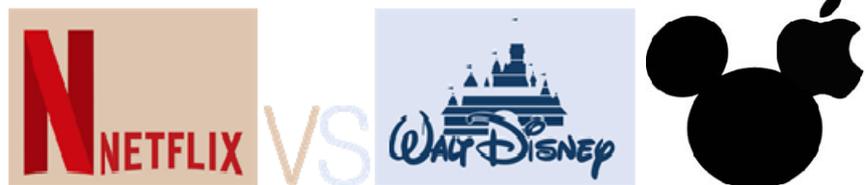
홀루는 '07 년 디즈니, NBC 유니버설, 21 세기폭스 3 사가 합작해 만든 OTT 전문 기업이다. 업력이 오래된 만큼 유료 구독자 수 약 2,800 만명으로 적지 않다. 월트디즈니는 지난 5/14 Comcast 산하 NBC 유니버설이 보유한 홀루 지분 33%를 '24 년 1 월 이후 인수하는데 합의했다.(인수금액 6.9 조원) 향후 5 년 간 디즈니플러스의 시장지위를 확보하는데 주력하고, '24 년 이후에는 홀루 플랫폼과 높은 차원의 연계점을 구축하겠다

는 전략적 판단이다. NBC 유니버설은 '22년 기점 자사 콘텐츠를 훌루로부터 회수할 수 있지만 현재로선 결정된 바 없으며 아직 콘텐츠를 회수할 요인이 크지 않다.

월트 디즈니가 넷플릭스로부터 순차적으로 철수 중인 디즈니 콘텐츠를 '디즈니플러스(+)', '홀루', '애플 TV 플러스(+)'에 공급한다면 세계 최대 IP 기업으로부터 '넷플릭스'는 고립될 가능성이 농후하다. 특히, '홀루'의 추가 지분을 확보한 디즈니는 보다 적극적인 플랫폼 운영이 가능해진 상황이며, 큰 틀에서 바운더리가 분리된 3 개의 OTT(디즈니플러스, 홀루, ESPN 플러스)를 베이스로 삼아 넷플릭스의 시장지배적 지위를 위협할 수 있게 되었다. 이에 덧붙여, '홀루'는 현재에도 '낮은 구독료'라는 수익모델의 맹점을 효과적인 '광고솔루션'을 통해 보완 중인데 이를 디즈니가 보유한 다른 플랫폼에 적용하는 방식을 통해 이익을 제고하는 것도 가능해졌다. 홀루는 '18년 약 15억달러(+45% YoY)의 광고수익을 거두었다.

머지 않아 디즈니플러스(+), 홀루, ESPN+를 하나의 계정으로 사용할 수 있는 구독 패키지가 출시될 것으로 예상된다. 각각 영화/애니메이션 및 드라마, 스포츠 콘텐츠를 보유 중인 3 개의 OTT 플랫폼을 연계하는 것에 구독자들은 큰 매력을 느낄 것이다. 플랫폼별로 다양한 연령층의 포섭 또한 가능하다. 월트 디즈니는 곧 런칭될 디즈니플러스(+)'에 우선적인 주안점을 둘 것이다. 신규 플랫폼에 '마블', '스타워즈', '픽사와 더불어' '내셔널지오그래픽'도 공급한다. 런칭 시점에 25개 독점 오리지널 시리즈와 10개 신작 영화 제공으로 신규 구독자를 유인할 계획이다. 현재까지 확보된 총 콘텐츠 수는 기타 부문을 제외하고 TV 7,500편, 영화 500편에 달하는 것으로 추산된다.

#### Walt Disney 와 Apple 의 숨겨진 연대 vs. Netflix



자료: Pinterest, SK 증권 리서치센터

## (2) Serendipity: 우연히 찾은 기회

넷플릭스가 전년 총 120억 달러(약 13.5조원)를 투자해 오리지널 콘텐츠 포함 약 700편이 넘는 콘텐츠를 확보했던 것은 후발업체들의 도전에 대응하기 위함이다. 전술했던 것처럼 월트디즈니 역시 기존 콘텐츠 활용에 안주하지 않고 오리지널 콘텐츠 추가 확보에 매우 적극적인 행보를 보이고 있다. 일례로 디즈니는 스타워즈 소재 드라마 '더 만달로리안(The Mandalorian)' 10편 제작에 1억달러 투자를 집행했다. 이외에도 캡틴아메리카와 히어로가 등장하는 <팔콘&윈터솔저>, 스칼렛 위지와 비전이 등장하는 <원더 비전>, 마블 소재 애니메이션인 <마블 왓 이프(Marvel's What If...?)> 등이 디즈니플러스 오리지널로 방영될 계획이다. 콘텐츠 개수와 인지도로 보면 사실상 디즈니플러스의 판정승이다.

디즈니스트리밍 대표로 선임된 마이클 폴(Michael Paul)은 디즈니플러스가 올해 북미를 기점으로 2020년 동유럽/아시아, 2021년 서유럽/라틴아메리카에서 시작될 것이라 밝혔다. 국내 서비스는 빠르면 내년 1분기에 도입될 전망이며, 디즈니플러스 한국어 홈페이지는 이미 개설된 상태이다. 아시아의 런칭은 매우 발빠르게 진행될 것이며, 한국을 거점국가로 활용할 가능성이 농후하다. 또한 넷플릭스-LG 유플러스 사례처럼 디즈니플러스 또한 국내 다른 유료방송사업자들과의 제휴 가능성이 높다. LG 유플러스는 IPTV 플랫폼 U+TV 내 PIP(플랫폼 인 플랫폼) 형식으로 넷플릭스를 탑재했다. U+TV 신규 가입자가 넷플릭스 제휴 상품에 가입하면 U+TV 요금에 포함되어 간편하게 결제하는 형태이며, 기존 IPTV 콘텐츠와 더불어 리모콘의 넷플릭스 버튼 사용으로 콘텐츠를 이용할 수 있는 것이 특징이다. LG 유플러스는 넷플릭스와의 독점 제휴 후 별도의 캐시서버를 구축하며 초고화질 접속속도를 단축시켰다. CJ 헬로 경영권 인수로 LG 측의 유료방송 가입자 규모가 기존 402만명에서 824만명까지 확대된 상황에서 넷플릭스 콘텐츠 활용이 더욱 절실했기 때문이다. 향후 CJ 측의 '티빙'과의 협업 가능성도 열려있다.

SK 브로드밴드는 또 다른 전선을 구축해 놓았다. OTT 서비스인 '옥수수'를 사업분할하고, 이를 지상파 3사가 공동출자한 콘텐츠 연합 플랫폼인 '폭'과 통합하여 하나의 서비스로 운영 중이다. 기존 '옥수수' 가입자 수 964만명에 '폭' 가입자 400만명이 가세되어 산술적으로 총 1,300만명 이상의 사용자를 확보했다. 물론, 현재로서 사용자 'Lock-in'은 매우 소원하다. 플랫폼 의존도가 낮은 편이며 UV, PV 및 DT(Duration Time) 등 실질 지표의 개선을 필요로 한다. 이를 위해 본 통합플랫폼은 향후 오리지널 제작 콘텐츠 확산 계획을 수립 중이다. '폭'은 이미 통합 과정 마무리에 앞서 월초 총 187개 타이틀, 2,880여개 에피소드의 해외 시리즈를 선보였다. NBC 유니버설 및 소니의 '히어로즈', '튜더스', '커뮤니티' 등을 공개했으며, 디즈니의 '그레이 아나토미', '크리미널 마인드' 등도 업데이트했다. 디즈니의 국내 OTT 진입에 앞서 추가적인 계획 발표가 예상되나, 큰 틀에서 '메이저 스튜디오'를 통한 콘텐츠 추가 확보로 대응할 것이라는 사실은

변하지 않을 것이다. 글로벌 SVOD, OTT 대전에 국내 미디어 통합 플랫폼까지 가세된 상황에서 국내 메이저 제작사들은 범아시아 콘텐츠 거점으로 그 지위가 격상되고 있다. 바야흐로 한국 미디어 산업은 ‘우연히 찾은 기회(Serendipity)’를 맞아 대약진을 준비 중이다.

영화 <기생충(Parasite)>, 칸 영화제(72회, 알레한드로 이나리투 위원장) 황금종려상 수상



료: Pinterest, SK 증권 리서치센터

## 5. Outro

플랫폼 대전환기를 맞이하여 한국 미디어/콘텐츠 산업은 그 동안 지속되어 온 역학관계의 지각변동을 겪고 있다. 단편적인 사례로, 국내 제작사의 메가 히트작인 <킹덤>과 <스카이캐슬>은 ‘지상파 3사’라는 권력과 ‘월~목 10pm’이라는 황금시간대의 공식에서 한참 벗어나 있다. <SKY 캐슬>은 JTBC 금,토요일 11pm에, <킹덤>은 국내 최초로 ‘넷플릭스’ 독점 방영을 택했다. 이 변혁이 모두 올 한 해 일어난 일이다.

2012년 이전까지는 편성권을 가진 지상파 3사가 절대적 권력을 쥐고 있었기 때문에 외주제작사는 작품 구성에 있어서 운신의 폭이 매우 좁았다. 그러나 2011년 12월 JTBC, TV조선, 채널 A 등 종합편성채널이 개국하면서 변화가 감지되기 시작한다. tvN, OCN 등 케이블 채널을 보유 중인 CJ ENM의 드라마 사업이 대폭 강화된 것이다. IPTV 가입자 수는 1,000만명을 돌파했고 외주 제작사의 작품 기획, 제작, 공급 기회가 다변화되었다. 여기에 2016년 넷플릭스가 가세하면서 한국의 콘텐츠 제작은 역사상 가장 큰 변곡점에 이른다. 넷플릭스는 국내 진입 당시 방송/영화 60여 편에서 출발했으나 올해 5월 기준 325편까지 올라섰다. 3년 간 5배 이상 증가한 것이다. 국내외 제작사의 수주규모 자체가 레벨업되었다.

국내 방송사들은 넷플릭스의 공세를 '당연히' 견제하면서도 콘텐츠 제공에는 적극적일 수 밖에 없는 모순적 상황에 봉착했다. 자존심처럼 여겨졌던 '홀드백(hold back)' 조건도 대대적으로 완화되고 있다. '홀드백(hold back)'은 콘텐츠의 부가 판권이 한 곳에서 다른 곳으로 넘어가는데 걸리는 시간을 의미한다. 이를테면, 공중파의 본 방송 이후 다른 방송 플랫폼에서 재방송되기까지 소요되는 시간이다.

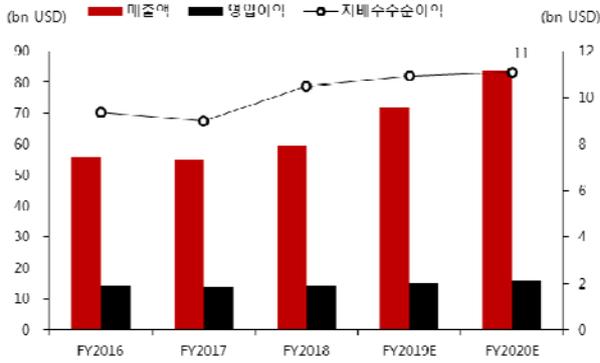
5/6 첫 방영한 tvN의 '어비스', 5/22 시작된 MBC '봄밤'은 넷플릭스에 동시방영 중이다. 사실상 홀드백이 유명무실화된 것이다. 이것은 '멀티 플랫폼 릴리즈(Multi Platform Release)'라는 새로운 표준으로 자리잡고 있다. 앞서 tvN의 '미스터 션샤인'과 JTBC의 'SKY 캐슬'이 넷플릭스에서 동시방영했던 것이 멀티 플랫폼 릴리즈로의 첫 전환점이었다. 두 작품이 큰 성공을 거두며 '새로운 전환'이 '새로운 기준'이 되고 있는 것이다.

또한 넷플릭스 입장에서도, 국내 OTT 서비스에서 가장 높은 수요 비중을 차지하는 것이 '국내 방송사 콘텐츠'이기 때문에 '홀드백이 짧은' '국내 인기 콘텐츠'를 확보하는 것이 관건이라 할 수 있다. 6/1 방영 예정인 tvN 대작 '아스달 연대기'도 넷플릭스에서 멀티 릴리즈 계약이 되었다.

지상파 방송사 또한 과거 홀드백 조건을 '종영 3~4 주 후'로 설정했던 것에 비해 최근에는 급진적 전환 양상을 보이고 있다. MBC '봄밤'의 경우 한국 방영 '한 시간 후'에 아시아권과 대다수 영어권 지역에 공개, 기타 국가에서는 첫 방영 열흘 후 한 주에 2회씩 공개하기로 했다. 9월 방영예정인 SBS '배가본드'도 이처럼 '홀드백 조건'이 대폭 완화된 넷플릭스 동시방영을 추진 중에 있다.

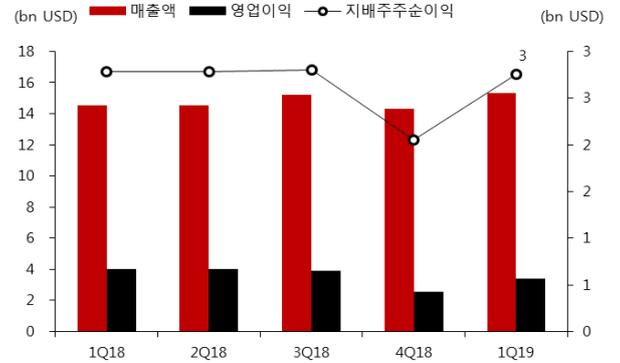
넷플릭스는 지난 <미스터 션샤인> 방영권 매수에 약 280 억원을 투자했다. 당시 투입 제작비가 430 억원이었음을 감안하면 거부하기 어려운 조건이었다. <아스달 연대기>에도 비슷한 수준의 제작비가 투입된 것으로 추정된다. 한국 콘텐츠 제작비 규모가 최근 1년 간 큰 폭 레벨업된 것이다. 이에 따라 제작사들 역시 제작 환경 제고 및 작품 수준 향상을 위해 방송사측에 동시 방영을 요구하고 있다. 선도적 미디어 플랫폼의 진입은 제작사, 방송사, 소비자 각 영역으로부터 직간접적 영향을 끼치며 '콘텐츠의 대거 유입'과 '조건 없는 동시방영'을 유도하면서 영향력을 강화하고 있는 양상이다. 한국의 미디어 플랫폼과 콘텐츠 업계는 그 간 경험하지 못한 대변혁기를 마주하고 있다. 그 간의 역량을 기반으로 '우연히 찾은 기회(Serendipity)'에 응할 수 있는 기업군은 이제 단기간 내 글로벌 진출에 기틀을 마련할 수 있게 되었다.

Walt Disney 연간 실적



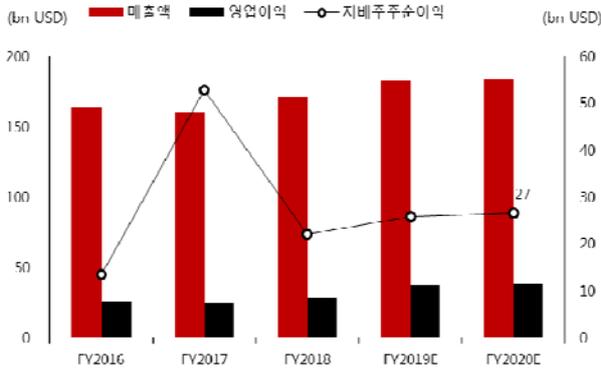
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Walt Disney 분기 실적



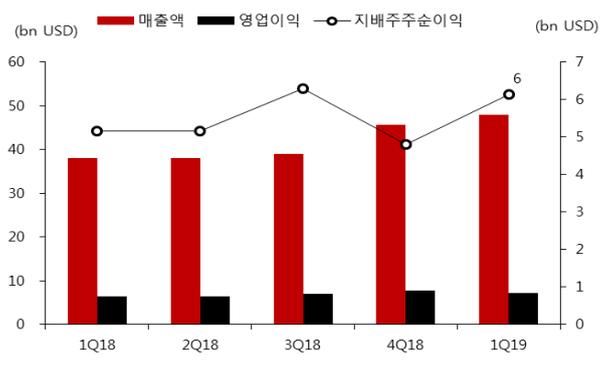
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

AT&T 연간 실적



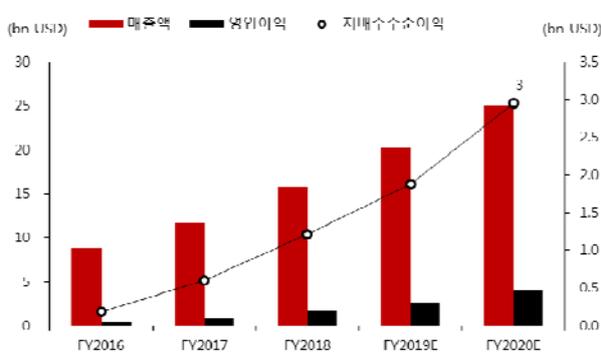
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

AT&T 분기 실적



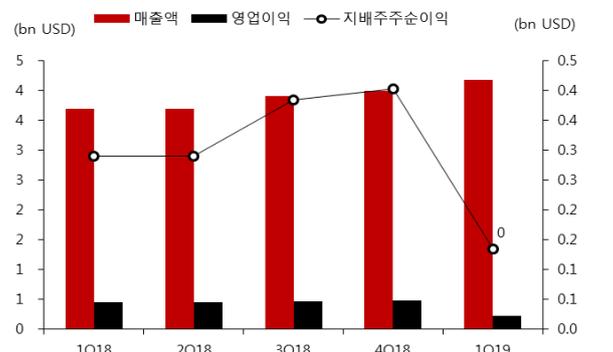
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

NETFLIX 연간 실적



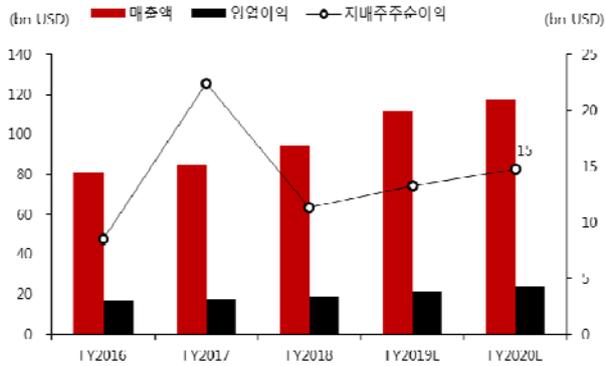
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

NETFLIX 분기 실적



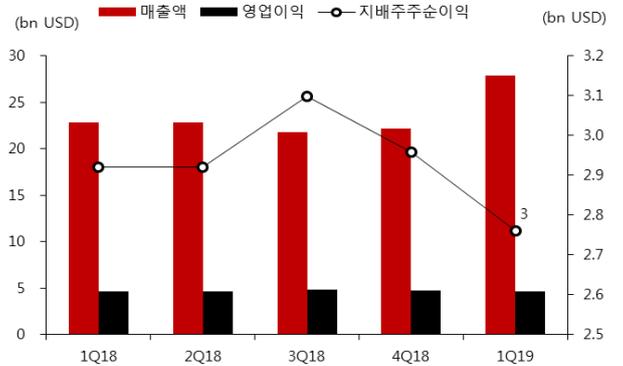
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Comcast 연간 실적



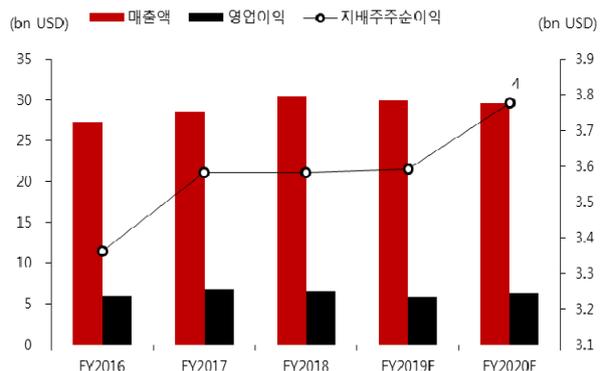
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Comcast 분기 실적



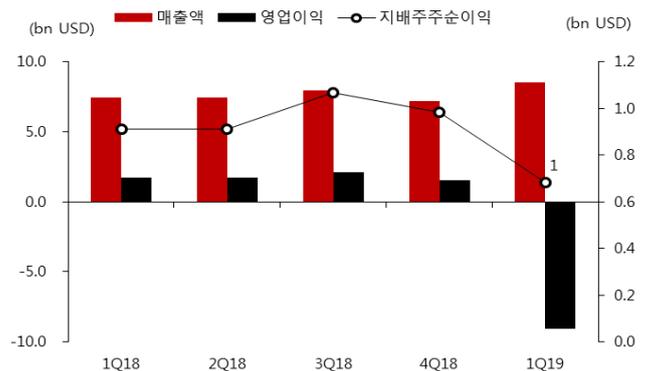
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

21C Fox 연간 실적



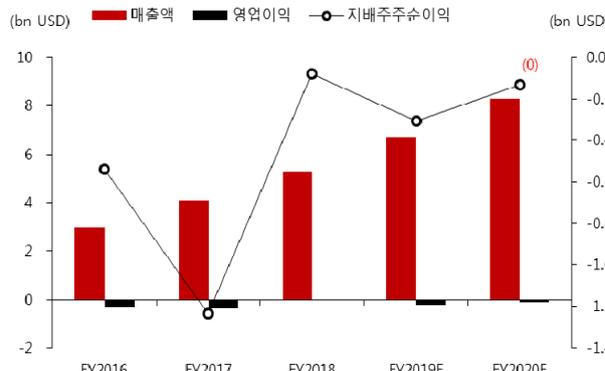
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

21C Fox 분기 실적



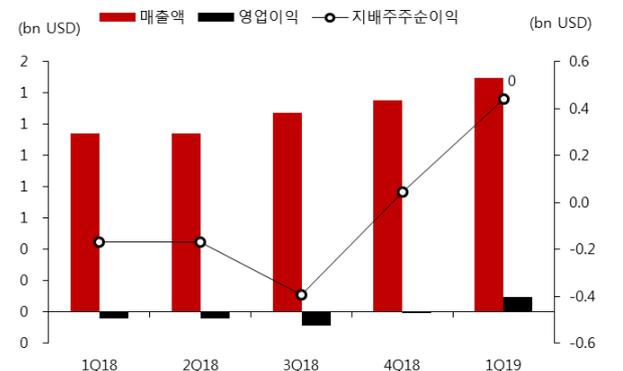
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Spotify 연간 실적



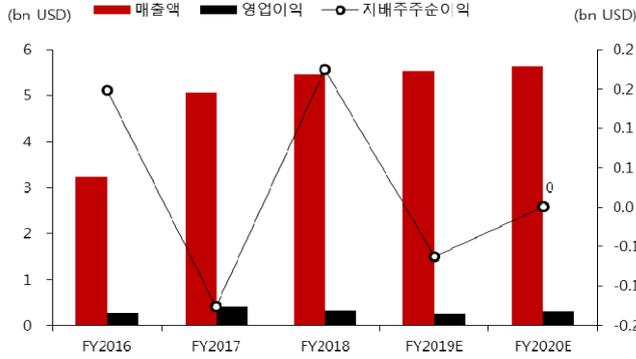
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Spotify 분기 실적



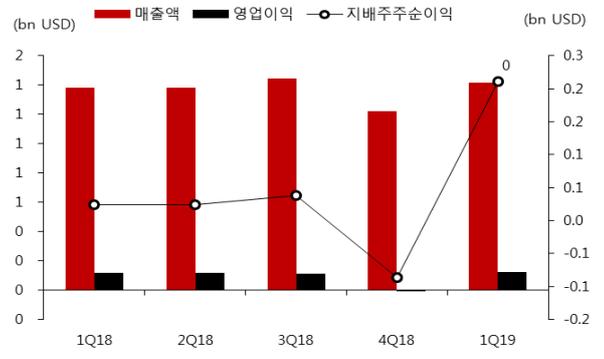
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

AMC Ent. 연간 실적



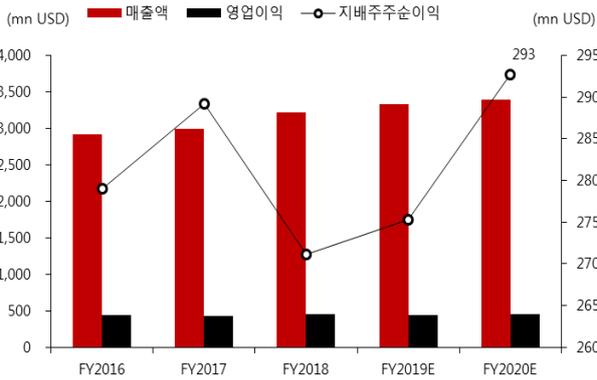
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

AMC Ent. 분기 실적



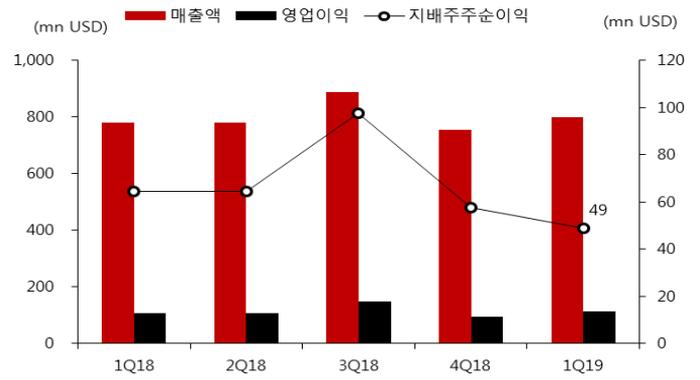
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

CINEMARK 연간 실적



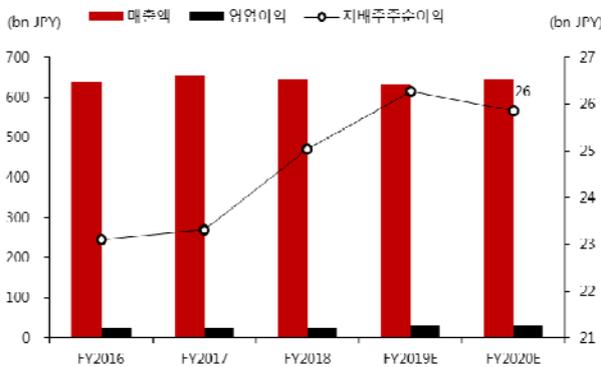
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

CINEMARK 분기 실적



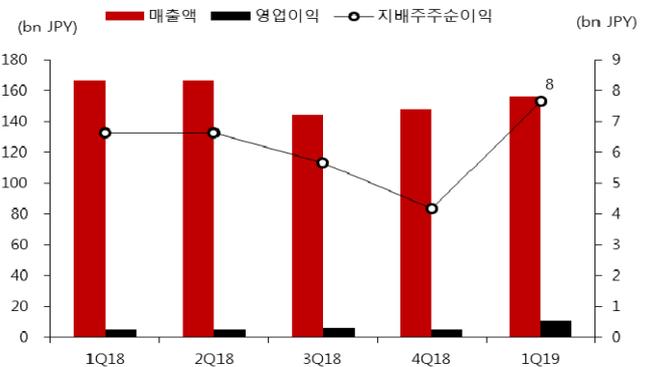
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Fuji Media Holdings 연간 실적



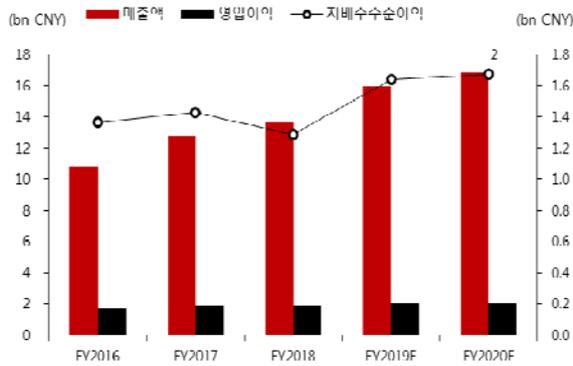
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Fuji Media Holdings 분기 실적



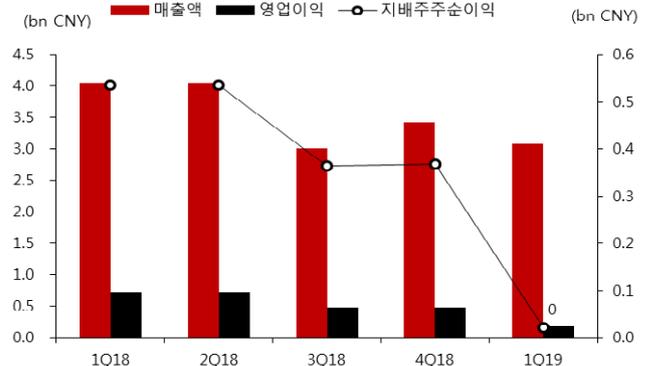
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Wanda Cinema Line 연간 실적



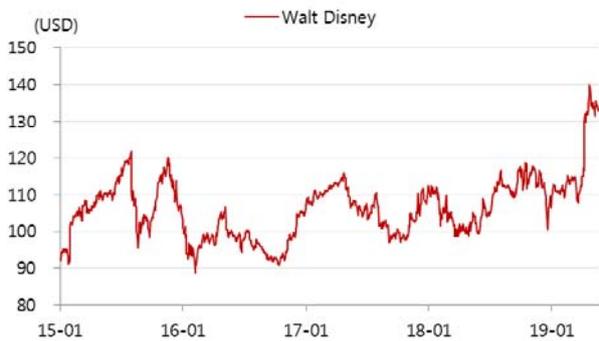
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Wanda Cinema Line 분기 실적



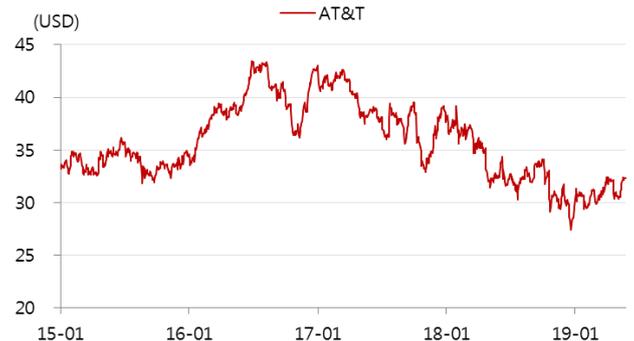
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Walt Disney 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

AT&T 주가 추이



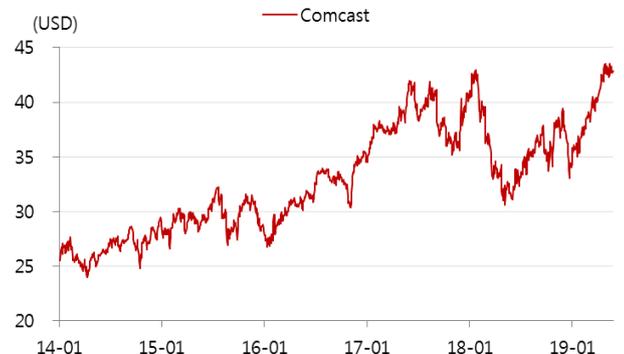
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

NETFLIX 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Comcast 주가 추이



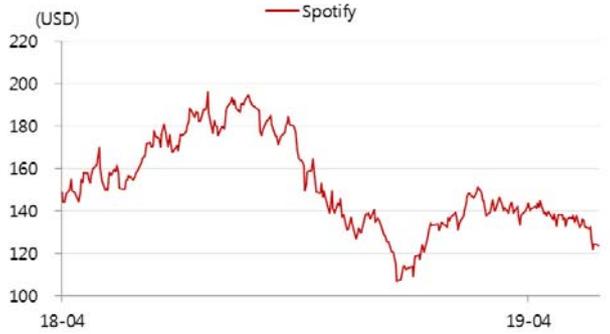
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

21C Fox 주가 추이



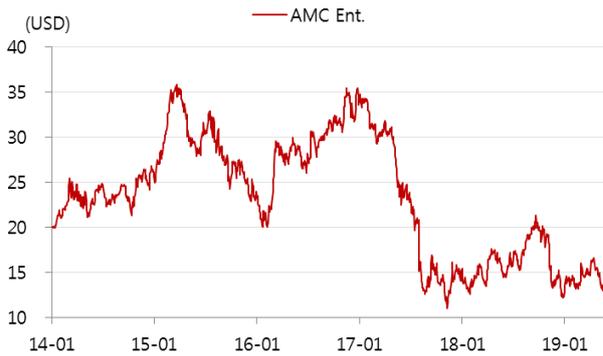
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Spotify 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

AMC Ent. 주가 추이



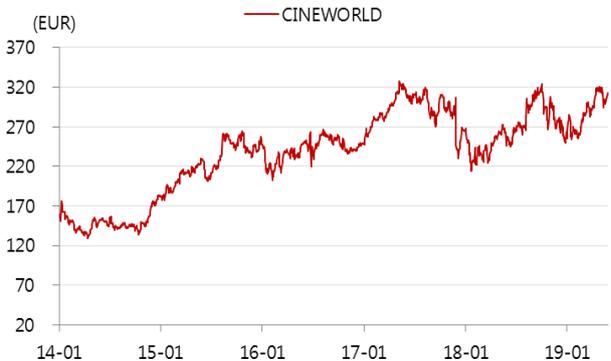
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

CINEMARK 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

CINEWORLD 주가 추이



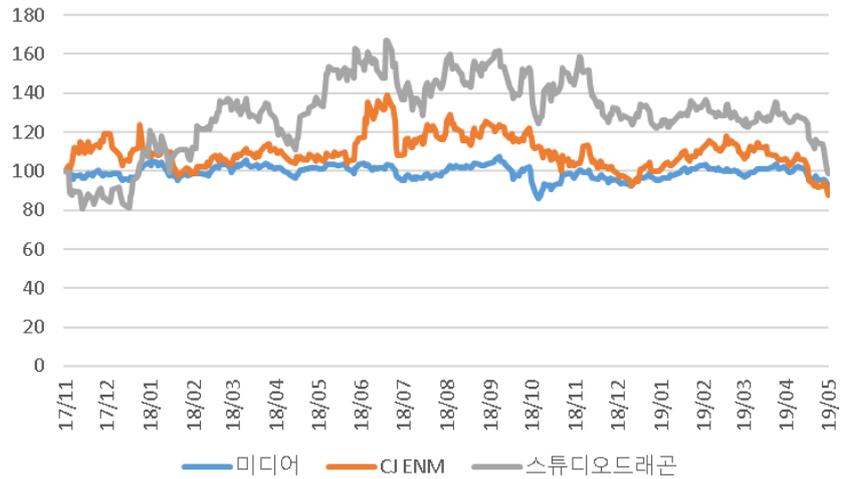
자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Fuji Media Holdings 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

업종 대비 부각되는 플랫폼 기업 및 메이저 제작사 기업가치



주: 2017.11=100  
 자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

Global Media Peer Group

	Mkt Cap. (Mil. USD)	P/E (x)							P/B (x)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		
		1D	1W	1M	3M	6M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
Walt Disney	238,676	-0.1	-1.0	-4.6	17.5	13.7	20.9	9.5	23.2	2.7	2.4	16.4	12.3	15.3	13.8
AT&T	233,025	-1.1	-0.8	3.4	2.6	4.4	11.9	8.9	8.8	1.3	1.2	12.2	11.9	8.8	3.4
Netflix	155,117	0.1	1.9	-4.6	-0.9	22.9	32.5	87.6	52.0	21.9	15.5	23.6	29.0	53.1	36.2
Comcast	132,762	-0.5	-0.7	-2.3	9.8	7.7	24.7	4.1	12.7	2.3	2.1	17.0	16.7	8.5	7.7
Fuji Media Holdi	355,741	-1.1	0.2	1.7	-6.7	-12.9	0.5	3.4	13.6	3.5	0.5	3.5	3.5	9.0	9.3
Spotify	22,468	-0.2	-5.4	-10.0	-11.3	-10.5	9.6			9.9	9.6	-14.1	-9.4		
AMC Ent.	2,298	-1.5	-3.8	-19.4	-10.9	-10.5	1.8			1.2	1.2	0.1	3.1	7.8	7.2
CINEMARK	4,470	-0.3	-2.7	-8.7	1.4	-2.0	6.6	6.6	15.9	2.7	2.5	18.0	16.1	7.3	7.0
CINEWORLD	4,263	0.7	4.0	-3.1	11.4	12.4	18.1	2.0	11.1	1.2	1.1	11.0	11.0	7.8	7.2
Wanda Cinema I	39,573	0.4	1.0	-10.7	-18.6	-9.8	-12.8	22.1	19.8	2.3	2.1	11.2	10.5	12.3	12.5

자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

# Company Analysis



**Analyst**  
**조용선**

yongsun.cho@sk.com  
02-3773-8826

### Company Data

자본금	111 십억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	230 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,044 십억원
주요주주	
씨제이(주)(외5)	42.70%
CJ ENM 자사주	10.46%
외국인지분률	19.00%
배당수익률	0.70%

### Stock Data

주가(19/05/29)	184,400 원
KOSDAQ	691.47 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	286,400 원
52주 최저가	181,100 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.3%	-7.0%
6개월	-17.3%	-16.8%
12개월	-15.7%	6.1%

CJ ENM (035760/KQ | 매수(신규편입) | T.P 250,000 원(신규편입))

## 미디어 플랫폼의 Path-finder

미디어 부문 기대치 하회한 단기 실적으로 수익성 저점 형성하며 동사 최근 3개월 추가 부진한 흐름 시현. 그러나 콘텐츠 투자 확대에 따른 상각비 증가와 인적자원 강화 영향이 절대적으로 작용한 것이며 2분기 기점 정상화 기대감 유효. 연간 제작비 증가분 중 약 40%가 1분기 기반영원된 상황. 동사 중장기적 관점에서 TV, 디지털, OTT, SVOD 등 다변화된 채널 성장에 대한 근원적인 수혜 가능한 구조. 수익성 회복과 더불어, 2H19~2020년도 미디어 및 음악 부문 중심 높은 성장세 시현할 것

### 단기 수익성 부진은 콘텐츠 투자 확대에 따른 영향, 중장기 관점 긍정적

지난 1분기 영업익 921 억원(+2.4% YoY)은 시장 기대치를 하회했으나 수익성 저점으로 판단. 당시 미디어 부문에서 TV 광고와 디지털이 각 17%, 39% YoY 성장했음에도 불구하고, 큰 폭의 감익 시현(콘텐츠 투자 확대에 따른 상각비 증가, 인적자원 강화 영향으로 OP 137 억원, -44.2% YoY). 반면, 영화 부문(극한직업) B.O. 역대 1위, 음악 부문(사상 최대 콘서트 매출)의 영업익 호조(각 188 억원, +161.7%, 46 억원, +69.6% YoY) 2분기 기점 제작비 규모 정상화. 연간 제작비 증가분 700 억원 중 약 40%가 1분기 기반영. 또한 2분기 콘텐츠 <스페인 하숙>, <프로듀스 X 101> 기대감 유효. 다만 6/1 동시 방영(tvN, Netflix)되는 <아스달 연대기> 영향 제작비 부담 완화는 하반기에 더 뚜렷할 것이며 연간 제작비 5,700 억원 수준 예상. 디지털은 MCN, tving, 메조미디어와 더불어 PIP 까지 투자릿수 성장세 시현하며 산업 고성장의 수혜

### 내년까지 담보된 부문별 고성장 구간, 밸류에이션 매력 검비

'19년 미디어 부문은 1)콘텐츠 IP 강화 및 마케팅 솔루션 시장 확대, 2)디지털 광고의 고성장(MCN, tving, Digital Original 시장 성장의 수혜) 영향으로 +11.9% YoY 외형 성장 기대. '20년 음악부문은 자체 IP 강화와 더불어 프로듀스 시리즈 이익 기여도 가장 높아지는 시점(프로듀스 X 재팬, 빌리프랩 등 일본 프로젝트 추가) 2H19~2020년도 양대부문이 견인하는 펀더멘털 고성장 구간으로 판단. 연초 이후 추가 호조세(3/12 연고점까지 +24%)가 <극한직업> 기대 이상의 흥행 영향이었다면, 현재 추가 수준(3/12 연고점 대비 -26%)은 향후 미디어 부문 수익성 개선과 콘텐츠 기대감 감안 시 매우 저조한 수준. 투자익전 매수 및 목표주가 250,000 원으로 신규 커버리지 개시

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	십억원	2,209	2,260	4,358	4,754	5,252
yoy	%	-4.3	2.3	9.7	38.7	10.5
영업이익	십억원	179	224	315	368	426
yoy	%	-14.7	25.5	28.9	46.6	15.8
EBITDA	십억원	446	469	777	1,215	1,341
세전이익	십억원	62	184	318	312	370
순이익(지배주주)	십억원	23	131	269	191	242
영업이익률%	%	8.1	9.9	7.2	7.7	8.1
EBITDA%	%	20.2	20.8	22.7	25.6	25.5
순이익률	%	1.5	6.4	5.4	4.6	5.1
EPS	원	3,769	21,054	9,235	8,708	11,027
PER	배	43.2	11.0	17.5	21.2	16.7
PBR	배	1.1	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	4.4	5.1	8.5	4.7	3.5
ROE	%	2.6	13.5	8.6	6.7	7.9
순차입금	십억원	475	492	1,393	762	-245
부채비율	%	102.0	88.8	97.2	104.1	107.9

## CJ ENM 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,031.7</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,078.6</b>	<b>1,198.2</b>	<b>1,104.8</b>	<b>1,154.9</b>	<b>1,170.6</b>	<b>1,323.2</b>	<b>4,357.6</b>	<b>4,753.5</b>	<b>5,252.3</b>
미디어	340.4	369.5	406.8	451.2	380.0	415.7	446.8	512.0	1,567.8	1,754.5	2,046.8
광고	119.6	141.9	145.3	158.2	139.8	168.3	165.2	190.5	565.0	663.8	809.8
수신료	50.2	50.1	49.6	58.6	53.0	51.0	48.0	63.1	208.5	215.0	224.7
기타	170.6	177.4	212.0	234.4	187.2	196.4	233.6	258.4	794.3	875.7	1,012.3
커머스	290.9	307.5	292.7	402.4	324.1	345.0	315.5	433.4	1,293.4	1,417.9	1,558.3
TV	154.1	154.1	145.4	172.3	146.4	148.2	138.9	151.3	626.0	584.8	573.1
디지털	96.4	105.5	99.2	158.3	122.6	130.3	117.9	203.2	459.4	574.0	691.7
기타	40.3	47.9	48.0	71.8	55.1	66.4	58.7	78.9	208.0	259.1	293.6
영화	80.0	36.0	45.0	52.3	104.1	44.5	58.3	64.0	213.2	270.9	301.4
극장	41.5	12.4	28.1	19.2	75.9	19.2	35.0	24.9	101.1	155.0	170.2
부가판권	10.5	7.4	6.9	8.2	7.2	11.5	11.2	10.5	33.0	40.4	49.9
뮤지컬	14.4	7.4	4.3	5.6	4.0	3.3	5.2	6.9	31.7	19.3	20.8
기타	13.6	8.8	5.7	19.3	17.0	10.5	7.0	21.7	47.3	56.2	60.6
음악	56.2	66.5	58.2	52.6	52.1	75.2	72.8	71.0	233.5	271.1	309.0
음반/음원	28.2	29.0	23.0	32.9	21.6	34.1	33.1	42.4	113.1	131.2	156.5
기타	28.0	37.5	35.2	19.6	30.5	41.2	39.8	28.5	120.3	140.0	152.4
C헬로	264.3	269.6	276.0	239.9	244.6	274.5	277.2	242.8	1,049.8	1,039.1	1,036.8
<b>YoY</b>	<b>10.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.5%</b>
미디어	19.1%	11.2%	28.2%	25.6%	11.6%	12.5%	9.8%	13.5%	21.1%	11.9%	16.7%
커머스	1.8%	2.5%	6.0%	21.4%	11.4%	12.2%	7.8%	7.7%	8.4%	9.6%	9.9%
영화	30.9%	-21.9%	-20.4%	-15.0%	30.2%	23.5%	29.6%	22.5%	-5.3%	27.1%	11.3%
음악	18.4%	41.1%	-12.2%	-24.7%	-7.3%	13.1%	25.1%	35.0%	1.2%	16.1%	13.9%
<b>Portion</b>											
미디어	33.0%	35.2%	37.7%	37.7%	34.4%	36.0%	38.2%	38.7%	36.0%	36.9%	39.0%
커머스	16.5%	16.9%	19.7%	19.6%	16.9%	17.0%	20.0%	19.5%	18.2%	18.4%	19.3%
영화	7.8%	3.4%	4.2%	4.4%	9.4%	3.9%	5.0%	4.8%	4.9%	5.7%	5.7%
음악	18.4%	6.3%	5.4%	4.4%	4.7%	6.5%	6.2%	5.4%	5.4%	5.7%	5.9%
<b>매출총이익</b>	<b>406.1</b>	<b>410.0</b>	<b>405.6</b>	<b>472.3</b>	<b>422.1</b>	<b>440.0</b>	<b>433.1</b>	<b>516.0</b>	<b>1,694.1</b>	<b>1,811.3</b>	<b>2,001.4</b>
<b>% of Sales</b>	<b>39.4%</b>	<b>39.1%</b>	<b>37.6%</b>	<b>39.4%</b>	<b>38.2%</b>	<b>38.1%</b>	<b>37.0%</b>	<b>39.0%</b>	<b>38.9%</b>	<b>38.1%</b>	<b>38.1%</b>
판매관리비	316.2	330.8	329.1	402.9	330.0	345.1	344.6	423.6	1,379.1	1,443.3	1,575.3
<b>% of Sales</b>	<b>30.6%</b>	<b>31.5%</b>	<b>30.5%</b>	<b>33.6%</b>	<b>29.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>29.4%</b>	<b>32.0%</b>	<b>31.6%</b>	<b>30.4%</b>	<b>30.0%</b>
<b>영업이익</b>	<b>89.9</b>	<b>79.2</b>	<b>76.5</b>	<b>69.4</b>	<b>92.1</b>	<b>94.9</b>	<b>88.5</b>	<b>92.5</b>	<b>315.0</b>	<b>368.0</b>	<b>426.1</b>
<b>OPM</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.1%</b>
<b>세전이익</b>	<b>120.2</b>	<b>97.8</b>	<b>72.6</b>	<b>27.3</b>	<b>86.3</b>	<b>100.1</b>	<b>82.3</b>	<b>42.5</b>	<b>317.9</b>	<b>311.1</b>	<b>369.3</b>
당기순이익	96.4	78.8	54.2	39.6	49.0	72.6	59.6	35.7	269.0	216.9	267.7
<b>지배순이익</b>	<b>59.4</b>	<b>23.9</b>	<b>42.0</b>	<b>37.3</b>	<b>42.5</b>	<b>66.1</b>	<b>53.2</b>	<b>29.2</b>	<b>162.6</b>	<b>191.0</b>	<b>241.8</b>
<b>세전이익률</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>2.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.0%</b>
당기순이익률	9.3%	7.5%	5.0%	3.3%	4.4%	6.3%	5.1%	2.7%	6.2%	4.6%	5.1%
<b>지배순이익률</b>	<b>5.8%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.7%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.6%</b>

자료: CJ ENM, SK 증권 리서치센터

## SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

<b>영업가치(십억원)</b>	<b>3,211.4</b>	<b>A</b>	
미디어	1,382.2		- Target multiple 18x 적용
커머스	607.8		- Target multiple 7x 적용
음악	1,221.3		- Target multiple 16x 적용
<b>투자자산가치(십억원)</b>	<b>2,546.6</b>	<b>B</b>	
넷마블	1,493.6		- 지분 22% value에 30% 할인
스튜디오드래곤	995.9		- 지분 71.3% value에 30% 할인
삼성생명	57.1		- 지분 0.5% value에 30% 할인
조정 순차입금(십억원)	277	<b>C</b>	C헬로 매각대금 0.8조원 순현금에 가산자산가치 제외
<b>적정가치(십억원)</b>	<b>5,481</b>	<b>D=A+B-C</b>	
유통주식수(백만주)	21.9	<b>E</b>	
<b>목표주가(원)</b>	<b>250,000</b>	<b>F=D/E</b>	
현재가(원)	184,400		
Upside	35.6%		

자료: CJ ENM, DART, SK 증권 리서치센터

## 국내 박스오피스 예매순위(5/30 8am 기준)

순위	영화명	개봉일	예매율	예매매출액(원)	누적관객수(명)
1	기생충	05/30	77.7%	4,491,707,700	9,862
2	알라딘	05/23	10.9%	633,076,910	1,338,033
3	고질라: 킹 오브 몬스터	05/29	3.5%	283,527,710	93,020
4	악인전	05/15	1.7%	92,032,790	3,084,349
5	0.0MHz	05/29	0.8%	46,894,800	33,454
6	어벤져스: 엔드게임	04/24	0.7%	42,998,080	13,805,303
7	엑스맨: 다크 피닉스	06/05	0.7%	41,391,290	0
8	그녀(재개봉)	05/29	0.3%	25,284,640	357,880
9	킹 오브 프리즘	05/30	0.3%	13,858,920	0
10	이웃집 토토로(재개봉)	06/06	0.2%	15,628,000	603

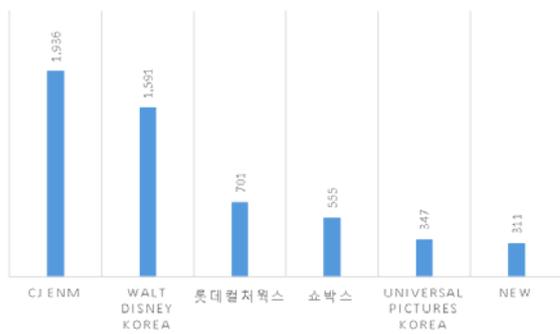
자료: 영화진흥위원회, SK 증권 리서치센터

영화 <기생충(Parasite)>, 칸 영화제(72 회, 알레한드로 이나리투 위원장) 황금종려상 수상



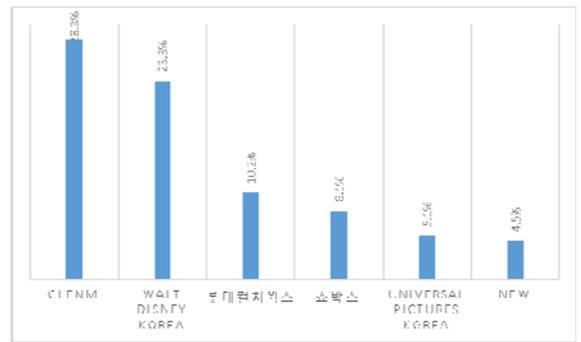
자료: 영화진흥위원회, SK 증권 리서치센터

주요 배급사별 누적 관객수



자료: 영화진흥위원회, SK 증권 리서치센터

주요 배급사별 점유율



자료: 영화진흥위원회, SK 증권 리서치센터

## 한국 상업영화 평균 제작비 트렌드

연도	순제작비		마케팅비		총제작비 평균총제작비(억원)
	평균순제작비(억원)	비중(%)	평균마케팅비	비중(%)	
2014	35.5	69.8	15.4	30.2	50.9
2015	37.4	69.9	16.1	30.1	53.5
2016	33.3	71.3	13.4	28.7	46.7
2017	73.3	74.9	24.5	25.1	97.8
2018	79	76.4	24.4	23.6	103.4

자료: KOFIC, SK 증권 리서치센터

## CJ ENM 상반기 배급 영화 스코어

순위	영화명	개봉일	누적매출액	누적관객수	배급사
1	극한직업	2019-01-23	139,635,494,516	16,262,563	씨제이이엔엠(주)
8	사바하	2019-02-20	20,007,508,194	2,398,519	씨제이이엔엠(주)
13	걸캅스	2019-05-09	13,320,750,314	1,559,506	씨제이이엔엠(주)
27	PMC: 더 벙커	2018-12-26	14,024,838,424	1,671,548	씨제이이엔엠(주)

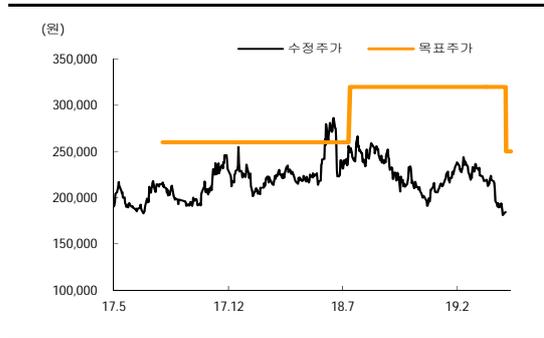
자료: KOBIS, SK 증권 리서치센터

## 국내시장 배급사 관객점유율(2014~2018)

순위	2014			2015			2016			2017			2018		
	배급사	상영 횟수	관객 점유율 (%)												
1	CJ	31	24.9	CJ	26	22.9	CJ	24	17.4	CJ	25	15.1	롯데	16	17.1
2	롯데	30.5	12.1	쇼박스	11	17.1	쇼박스	10	13.6	롯데	18.5	11.4	디즈니	12	13.9
3	소니	16	11.3	디즈니	9	11.6	디즈니	10	12.3	쇼박스	7	10.7	CJ	17	13.3
4	위너	12	10.8	폭스	16	9.4	위너	13	10.3	디즈니	13	9.1	NEW	22	9.7
5	폭스	14	8.9	UPI	32	8.6	폭스	14	9.6	UPI	22	9.0	위너	15	8.7

자료: KOFIC, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.30	매수	250,000원	6개월		
	담당자변경				
2018.08.13	매수	320,000원	6개월	-29.89%	-16.72%
2018.01.18	매수	260,000원	6개월	-14.53%	10.15%
2018.01.09	매수	260,000원	6개월	-18.50%	-1.92%
2017.08.29	매수	260,000원	6개월	-19.09%	-5.38%



**Compliance Notice**

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 5 월 30 일 기준)**

매수	91.3%	중립	8.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	664	1,807	2,593	3,746
현금및현금성자산	114	453	1,002	2,009
매출채권및기타채권	372	940	1,038	1,147
재고자산	76	94	104	115
<b>비유동자산</b>	2,138	4,948	4,781	4,312
장기금융자산	182	236	229	229
유형자산	816	1,398	1,320	1,074
무형자산	950	1,827	1,684	1,432
<b>자산총계</b>	2,802	6,755	7,374	8,058
<b>유동부채</b>	732	2,022	2,281	2,412
단기금융부채	174	894	1,035	1,035
매입채무 및 기타채무	216	536	592	654
단기충당부채	18	60	66	73
<b>비유동부채</b>	586	1,308	1,480	1,770
장기금융부채	512	1,039	920	920
장기매입채무 및 기타채무	1	3	7	10
장기충당부채	0	2	2	3
<b>부채총계</b>	1,318	3,329	3,761	4,182
<b>지배주주지분</b>	1,028	2,763	2,927	3,165
자본금	31	111	111	111
자본잉여금	80	2,245	2,245	2,245
기타자본구성요소	-12	-512	-512	-512
자기주식	-12	-512	-512	-512
이익잉여금	924	1,070	1,238	1,480
비지배주주지분	456	662	685	711
<b>자본총계</b>	1,484	3,426	3,612	3,875
<b>부채외자본총계</b>	2,802	6,755	7,374	8,058

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	384	511	1,280	1,400
당기순이익(손실)	143	184	218	268
비현금성항목등	332	544	1,012	1,073
유형자산감가상각비	166	180	262	246
무형자산감가상각비	79	346	584	669
기타	39	0	60	75
운전자본감소(증가)	-50	-179	1	31
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9	-100	-108	-109
재고자산감소(증가)	-10	-9	-11	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-7	66	62
기타	-25	-62	54	89
법인세납부	-41	-38	49	28
<b>투자활동현금흐름</b>	-251	-109	-510	-363
금융자산감소(증가)	31	263	-89	0
유형자산감소(증가)	-182	-226	-39	0
무형자산감소(증가)	-81	-296	-417	-417
기타	-19	151	35	54
<b>재무활동현금흐름</b>	-121	-63	-223	-30
단기금융부채증가(감소)	-451	11	-177	0
장기금융부채증가(감소)	363	171	-5	0
자본의증가(감소)	0	-193	0	0
배당금의 지급	-18	-21	-24	0
기타	-15	-31	-41	-30
<b>현금의 증가(감소)</b>	11	339	549	1,007
기초현금	103	114	453	1,002
기말현금	114	453	1,002	2,009
FCF	77	-194	618	767

자료 : CJ ENM, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	2,260	4,358	4,754	5,252
<b>매출원가</b>	988	2,664	2,942	3,251
<b>매출총이익</b>	1,272	1,694	1,811	2,001
매출총이익률 (%)	56.3	38.9	38.1	38.1
<b>판매비와관리비</b>	1,047	1,379	1,443	1,575
영업이익	224	315	368	426
영업이익률 (%)	9.9	7.2	7.7	8.1
비영업손익	-40	-34	-56	-56
<b>순금융비용</b>	14	20	11	-15
외환관련손익	0	-2	1	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	6	37	2	2
세전계속사업이익	184	318	312	370
세전계속사업이익률 (%)	8.2	7.3	6.6	7.0
계속사업법인세	41	36	94	102
<b>계속사업이익</b>	143	206	218	268
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	143	269	218	268
<b>순이익률 (%)</b>	6.4	6.2	4.6	5.1
지배주주	131	163	191	242
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.79	3.7	4.02	4.6
비지배주주	13	22	27	26
<b>총포괄이익</b>	142	134	213	263
지배주주	131	113	187	238
비지배주주	11	20	25	25
<b>EBITDA</b>	469	777	1,215	1,341

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>				
매출액	2.3	51.6	38.7	10.5
영업이익	25.5	11.8	46.6	15.8
세전계속사업이익	196.7	17.9	43.6	18.6
EBITDA	5.2	65.7	56.3	10.4
EPS(계속사업)	458.6	-45.2	-24.6	26.6
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	13.5	8.6	6.7	7.9
ROA	5.2	3.9	3.1	3.5
EBITDA마진	20.8	22.7	25.6	25.5
<b>안정성 (%)</b>				
유동비율	90.8	89.4	113.7	155.3
부채비율	88.8	97.2	104.1	107.9
순차입금/자기자본	33.1	40.7	21.1	-6.3
EBITDA/이자비용(배)	23.2	23.4	36.1	39.8
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS(계속사업)	21,054	11,549	8,708	11,027
BPS	165,443	126,022	133,471	144,320
CFPS	60,410	48,927	47,321	52,736
주당 현금배당금	3,000	1,200	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>				
PER(최고)	11.7	24.8	28.0	22.1
PER(최저)	7.4	17.3	20.8	16.4
PBR(최고)	1.5	2.3	1.8	1.7
PBR(최저)	1.0	1.6	1.4	1.3
PCR	3.8	4.1	3.9	3.5
EV/EBITDA(최고)	5.3	10.3	5.7	4.5
EV/EBITDA(최저)	2.1	4.4	4.6	3.5

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**조용선**

yongsun.cho@sk.com  
02-3773-8826

### Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2116 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	747 십억원
주요주주	
씨제이(주)(외3)	39.06%
국민연금공단	11.19%
외국인지분률	9.50%
배당수익률	0.60%

### Stock Data

주가(19/05/29)	35,300 원
KOSPI	2023.32 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	68,000 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.8%	-8.9%
6개월	-15.5%	-11.7%
12개월	-47.1%	-35.7%

CJ CGV (079160/KS | 매수(신규편입) | T.P 45,000 원(신규편입))

## 거부할 수 없는 콘텐츠의 매력이 객수를 견인한다

국내부문 1분기 극한직업의 역대급 흥행에 이어 연간 <어벤저스:엔드게임>, <기생충>, <알라딘> 등 기대작 대거 포진. 매력적인 콘텐츠가 지속 공급되며 기존 우려했던 관객수는 오히려 high-single 성장 유입 중(1Q 기준 직영 관객수 +7.9% YoY). 이와 더불어 국내외 ATP 큰 폭 개선 중인데 이는 상영 퀄리티 진작과 믹스 개선에 따른 것(ATP 국내 +6.3%, 중국 +21.3%). 터키 시장 제도적 요인에 따른 단기실적 부진 상존하나 하반기 상영작 증가로 완전한 회복세 보일 것

## 한국 및 중국 법인 기여도 확대 vs. 터키 단기 부진의 아쉬움

지난 1분기 매출액은 국내, 베트남, 중국 각 로컬 콘텐츠 흥행으로 +5.3% YoY(4,646 억원), 영업이익은 각 국 객단가 상승에 힘입어 수익성 제고(OP 235 억원, OPM 5.1%, +0.7%p YoY), 세전이익 및 순이익은 리스부채에 대한 이자비용 추가 인식으로 적자전환(각 -91 억원, -86 억원), 금융비용은 전년동기 대비 177 억 증가한 380 억원 기록. 1Q19 한국은 직영 사이트 110 개(+8 개 YoY), 스크린수 854 개(+59 개 YoY)를 기반으로 직영 관객수 2,103 만명(+7.9% YoY) 유치했으며 ATP 8,303 원 기록(+6.3% YoY) 한편 중국의 경우 '방어력'이 돋보이는데, 1Q19 전국 B.O.가 172 억 RMB(-9.5% YoY) 부진했음에도 동사 사이트 120 개(+20 개 YoY), 스크린수 949 개(+154 개 YoY)에 힘입어 CGV B.O. 4.84 억RMB로 선방했으며(+0.6% YoY) ATP 개선 및 특별관 상영 확대, '유랑지구' 등 로컬 영화 흥행으로 매출 +7.4%, 영업이익 +18% YoY 기록. 중국 CGV ATP는 44.4RMB(+21.3% YoY)로 가장 고무적인 상승세 시현. 반면, 터키 영화법 개정과 기대작 연기에 따른 악화로 동사 단기 실적 부진으로 귀결

## 콘텐츠가 '객수'를 견인, 상영 퀄리티와 믹스 개선이 '객단가'를 제고

'19년 2분기 <어벤저스:엔드게임>(4/24 개봉, 관객수 1,375 만명, 현재진행형)에 이어 <알라딘>(5/23~), <기생충>(5/30~), <엑스맨:다크피닉스>(6/5~), <토이스토리 4>(6/20~) 등 기대작 대거 포진 중. 국내 사이트 현재 158 개(직영 110 개)는 연말 163 개까지 확대 예정(직영 111 개/위탁 52 개). 이와 더불어, 주요국 ATP 증가세가 연간 실적 개선의 key-factor 로 작용할 것. 투자 의견 매수 및 목표주가 45,000 원 제시, 커버리지 개시

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1432	1,714	1,769	1,935	2,069	2,230
yoy	%	20.0	19.7	3.2	9.4	6.9	7.8
영업이익	십억원	70	86	78	114	130	147
yoy	%	5.1	22.6	-9.9	47.0	14.1	12.9
EBITDA	십억원	203	256	237	593	727	622
세전이익	십억원	18	12	-210	-12	16	38
순이익(지배주주)	십억원	12	-1	-141	-9	11	27
영업이익률%	%	4.9	5.0	4.4	5.9	6.3	6.6
EBITDA%	%	14.2	14.9	13.4	30.6	35.1	27.9
순이익률	%	0.4	0.6	-10.7	-0.6	0.6	1.3
EPS	원	583	-66	-6,647	-445	511	1,252
PER	배	120.7	N/A	N/A	N/A	69.1	28.2
PBR	배	4.0	5.1	7.8	15.6	90.7	N/A
EV/EBITDA	배	14.4	11.9	9.7	6.5	4.4	4.1
ROE	%	3.1	-0.4	-67.0	-11.8	38.6	당기잠식
순차입금	십억원	849	959	967	2,721	2,161	1,626
부채비율	%	176.1	216.4	306.0	1,004.1	1,630.2	3,315.2

## CJ CGV 실적추정(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>220.2</b>	<b>221.4</b>	<b>282.0</b>	<b>251.2</b>	<b>248.8</b>	<b>239.6</b>	<b>305.4</b>	<b>275.4</b>	<b>974.8</b>	<b>1,069.2</b>	<b>1,122.8</b>	<b>1170.4</b>
상영매출	148.7	147.1	190.3	162.9	168.7	160.1	207.4	179.5	649.0	715.7	753.6	786.8
매점매출	37.6	37.1	49.4	41.0	44.5	40.9	53.9	45.6	165.2	184.8	192.8	200.5
광고매출	21.1	23.1	28.1	28.1	18.6	23.8	28.8	29.6	100.3	100.9	102.4	103.7
기타매출	12.8	14.1	14.3	19.2	16.9	14.8	15.3	20.8	60.3	67.8	74.0	79.3
<b>YoY</b>	<b>1.6%</b>	<b>12.2%</b>	<b>4.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>13.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.6%</b>	<b>4.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.2%</b>
상영매출	2.8%	15.1%	9.2%	0.5%	13.5%	8.8%	9.0%	10.2%	6.6%	10.3%	5.3%	4.4%
매점매출	-0.4%	11.1%	8.3%	-0.8%	18.3%	10.1%	9.2%	11.0%	4.4%	11.9%	4.3%	4.0%
광고매출	14.1%	-1.5%	-1.5%	-4.0%	-11.7%	3.2%	2.8%	5.4%	0.6%	0.6%	1.5%	1.3%
<b>Portion</b>												
상영매출	67.6%	66.5%	67.5%	64.8%	67.8%	66.8%	67.9%	65.2%	66.6%	66.9%	67.1%	67.2%
매점매출	17.1%	16.8%	17.5%	16.3%	17.9%	17.1%	17.7%	16.5%	16.9%	17.3%	17.2%	17.1%
광고매출	9.6%	10.4%	9.9%	11.2%	7.5%	9.9%	9.4%	10.8%	10.3%	9.4%	9.1%	8.9%
<b>매출총이익</b>	<b>115.6</b>	<b>115.9</b>	<b>150.9</b>	<b>133.5</b>	<b>99.8</b>	<b>96.7</b>	<b>126.8</b>	<b>113.3</b>	<b>515.8</b>	<b>436.5</b>	<b>462.6</b>	<b>485.7</b>
% of Sales	52.5%	52.3%	53.5%	53.1%	40.1%	40.3%	41.5%	41.1%	52.9%	40.8%	41.2%	41.5%
판매관리비	114.4	117.1	125.3	122.8	92.5	93.1	101.1	93.3	479.7	380.1	392.7	400.3
% of Sales	52.0%	52.9%	44.4%	48.9%	37.2%	38.9%	33.1%	33.9%	49.2%	35.6%	35.0%	34.2%
<b>영업이익</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>25.6</b>	<b>10.6</b>	<b>7.3</b>	<b>3.5</b>	<b>25.7</b>	<b>19.9</b>	<b>36.1</b>	<b>56.4</b>	<b>69.9</b>	<b>85.4</b>
<b>OPM</b>	<b>0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.3%</b>
<b>세전이익</b>	<b>-14.6</b>	<b>-17.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>-319.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>4.0</b>	<b>-17.1</b>	<b>-357.8</b>	<b>-20.2</b>	<b>-3.4</b>	<b>11.7</b>
당기순이익	-12.0	-15.6	-4.0	-293.5	-2.0	-3.1	3.2	-15.2	-325.1	-17.0	-2.8	8.5
<b>세전이익률</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-7.9%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-127.0%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-36.7%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>1.0%</b>
당기순이익률	-5.4%	-7.1%	-1.4%	-116.8%	-0.8%	-1.3%	1.1%	-5.5%	-33.4%	-1.6%	-0.2%	0.7%

자료: CJ CGV, SK 증권 리서치센터

## CJ CGV 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>441.2</b>	<b>404.8</b>	<b>473.0</b>	<b>450.4</b>	<b>464.6</b>	<b>426.2</b>	<b>524.7</b>	<b>519.8</b>	<b>1,769.4</b>	<b>1,935.4</b>	<b>2,068.7</b>	<b>2,230.2</b>
별도(국내)	220.2	221.4	282.0	251.2	248.8	239.6	305.4	275.4	974.8	1,069.2	1,122.8	1,170.4
자회사	218.8	181.6	193.2	197.1	215.2	186.1	219.7	244.2	790.7	865.2	944.6	1,058.1
중국	102.3	80.2	100.1	80.3	109.9	88.8	108.8	88.3	362.9	395.8	430.6	474.6
터키	62.7	31.7	21.2	52.1	38.7	18.5	27.8	79.2	167.7	164.2	175.2	190.4
베트남	32.0	40.3	34.5	30.8	45.7	48.5	43.3	38.2	137.6	175.7	197.7	233.6
4DPLEX	21.8	29.4	37.4	33.9	20.9	30.3	39.8	38.5	122.5	129.5	141.2	159.5
연결/조정	2.2	1.8	-2.2	2.1	0.6	0.5	-0.4	0.2	3.9	0.9	1.2	1.7
<b>YoY</b>	<b>8.8%</b>	<b>5.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>10.9%</b>	<b>15.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.8%</b>
별도(국내)	1.6%	12.2%	4.8%	0.9%	13.0%	8.2%	8.3%	9.6%	4.6%	9.7%	5.0%	4.2%
자회사	20.2%	11.7%	23.2%	10.5%	-1.6%	2.5%	13.7%	23.9%	16.3%	9.4%	9.2%	12.0%
중국	23.4%	0.0%	11.5%	-6.1%	7.4%	10.7%	8.7%	10.0%	7.2%	9.1%	8.8%	10.2%
터키	-3.4%	-27.3%	-43.5%	-19.7%	-38.3%	-41.6%	31.1%	52.0%	-20.5%	-2.1%	6.7%	8.7%
베트남	-6.7%	3.9%	16.9%	10.0%	42.8%	20.3%	25.5%	24.0%	5.4%	27.7%	12.5%	18.2%
4DPLEX	-	-	-	-	-4.1%	3.1%	6.4%	13.6%	-	5.7%	9.0%	13.0%
<b>Portion</b>												
별도(국내)	49.9%	54.7%	59.6%	55.8%	53.5%	56.2%	58.2%	53.0%	55.1%	55.2%	54.3%	52.5%
자회사	49.6%	44.9%	40.8%	43.8%	46.3%	43.7%	41.9%	47.0%	44.7%	44.7%	45.7%	47.4%
중국	23.2%	19.8%	21.2%	17.8%	23.7%	20.8%	20.7%	17.0%	20.5%	20.5%	20.8%	21.3%
터키	14.2%	7.8%	4.5%	11.6%	8.3%	4.3%	5.3%	15.2%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
베트남	7.3%	10.0%	7.3%	6.8%	9.8%	11.4%	8.3%	7.3%	7.8%	9.1%	9.6%	10.5%
4DPLEX	4.9%	7.3%	7.9%	7.5%	4.5%	7.1%	7.6%	7.4%	6.9%	6.7%	6.8%	7.2%
<b>매출총이익</b>	<b>226.3</b>	<b>204.3</b>	<b>244.3</b>	<b>237.4</b>	<b>182.2</b>	<b>166.2</b>	<b>207.3</b>	<b>211.6</b>	<b>912.3</b>	<b>767.2</b>	<b>823.3</b>	<b>892.1</b>
% of Sales	51.3%	50.5%	51.7%	52.7%	39.2%	39.0%	39.5%	40.7%	51.6%	39.6%	39.8%	40.0%
판매관리비	207.1	204.1	211.7	211.8	158.7	150.9	166.6	176.8	834.6	653.0	693.0	744.9
% of Sales	47.0%	50.4%	44.8%	47.0%	34.2%	35.4%	31.8%	34.0%	47.2%	33.7%	33.5%	33.4%
<b>영업이익</b>	<b>19.2</b>	<b>0.3</b>	<b>32.7</b>	<b>25.6</b>	<b>23.5</b>	<b>15.3</b>	<b>40.7</b>	<b>34.7</b>	<b>77.7</b>	<b>114.2</b>	<b>130.3</b>	<b>147.2</b>
별도(국내)	1.1	-1.2	25.6	10.6	7.3	3.5	25.7	19.9	36.1	56.4	69.9	85.4
<b>OPM</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.7%</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.6%</b>
세전이익	2.9	-18.6	-3.8	-191.0	-9.1	-16.0	10.7	2.4	-210.5	-12.0	15.8	37.8
당기순이익	2.9	-19.9	-2.3	-169.3	-8.6	-14.1	10.1	1.5	-188.5	-11.1	11.9	28.3
지배순이익	-5.3	-17.0	1.4	-119.7	-6.9	-12.2	8.9	0.8	-140.7	-9.4	10.8	26.5
세전이익률	0.7%	-4.6%	-0.8%	-42.4%	-1.9%	-3.8%	2.0%	0.5%	-11.9%	-0.6%	0.8%	1.7%
당기순이익률	0.7%	-4.9%	-0.5%	-37.6%	-1.8%	-3.3%	1.9%	0.3%	-10.7%	-0.6%	0.6%	1.3%
지배순이익률	-1.2%	-4.2%	0.3%	-26.6%	-1.5%	-2.9%	1.7%	0.2%	-7.9%	-0.5%	0.5%	1.2%

자료: CJ CGV, SK 증권 리서치센터

SOTP Valuation

(단위: 십억원 원, 백만주)

영업가치(십억원)	1,512.7	A	
국내	687.0		- 국내 EBITDA target multiple 10x 적용
베트남	161.3		- 베트남 NP target multiple 19x 적용, 지분율 80%
중국	337.9		- 중국 NP target multiple 19x 적용
터키	145.9		- 터키 NP target multiple 19x 적용
4DX	180.6		
조정 순차입금(십억원)	741.1	B	
적정가치(십억원)	952.1	C=A-B	
유통주식수(백만주)	21.2	D	
목표주가(원)	45,000	E=C/D	
현재가(원)	35,900		
Upside	27.5%		

자료: CJ CGV, DART, SK 증권 리서치센터

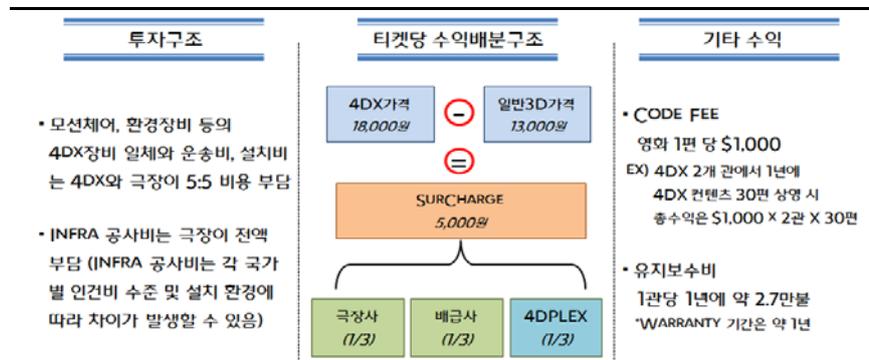
극장 Peer: Cinemark, Cineplex, Cineworld, Kinopolis, Wanda

한국 상업영화 평균 제작비 트렌드

연도	순제작비		마케팅비		총제작비
	평균순제작비(억원)	비중(%)	평균마케팅비	비중(%)	
2014	35.5	69.8	15.4	30.2	50.9
2015	37.4	69.9	16.1	30.1	53.5
2016	33.3	71.3	13.4	28.7	46.7
2017	73.3	74.9	24.5	25.1	97.8
2018	79	76.4	24.4	23.6	103.4

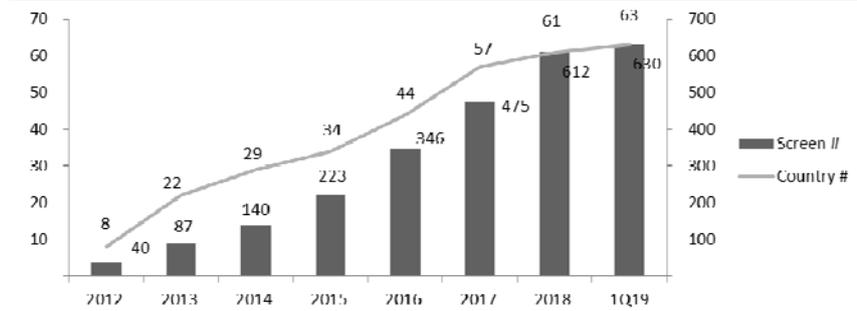
자료: KOFC, SK 증권 리서치센터

4DX 표준 business Model



자료: CJ CGV, SK 증권 리서치센터

연도별 진출 국가 및 스크린 개수



자료: CJ CGV, SK 증권 리서치센터

국가별 스크린 진출 현황

국가명	상영관수	비중	운영좌석수
중국	241	38%	23,743
일본	56	9%	5,736
한국	33	5%	4,112
멕시코	32	5%	6,676
프랑스	34	5%	3,688
영국	20	3%	2,988
인도	18	3%	1,948
미국	15	2%	1,952
태국	10	2%	1,168
스위스	10	2%	844

자료: CJ CGV, SK 증권 리서치센터

## 1~5월 누적 관객수 상위 10위 랭크 작품

순위	영화명	개봉일	누적매출액	누적관객수
1	극한직업	2019-01-23	139,635,494,516	16,262,563
2	이벤저스: 엔드게임	2019-04-24	120,750,704,110	13,771,071
3	캡틴 마블	2019-03-06	51,491,279,223	5,801,070
4	돈	2019-03-20	28,869,614,062	3,389,035
5	악인전	2019-05-15	25,249,716,510	2,871,451
6	말모이	2019-01-09	23,983,061,520	2,865,323
7	증인	2019-02-13	20,477,262,331	2,534,075
8	사마하	2019-02-20	20,007,508,194	2,398,519
9	알리타: 배틀 앤젤	2019-02-05	18,570,663,667	1,951,964
10	내안의 그놈	2019-01-09	16,412,116,567	1,916,855

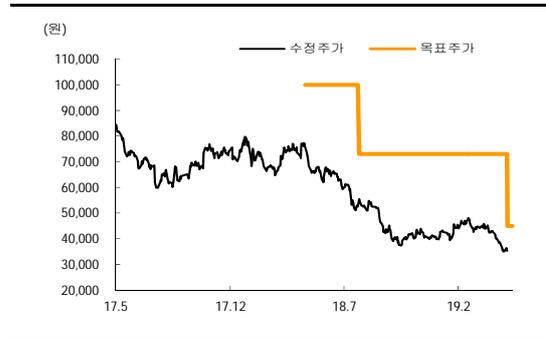
자료: KOBIS, SK 증권 리서치센터

## Global Media Peer Group

	Mkt Cap. (Mil. USD)	P/E (x)						P/B (x)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)			
		1D	1W	1M	3M	6M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E		
Walt Disney	238,676	-0.1	-1.0	-4.8	17.5	13.7	20.9	19.5	20.2	2.7	2.4	16.4	12.3	15.3	13.8
AT&T	233,025	-1.1	-0.8	3.4	2.6	4.4	11.9	8.9	8.8	1.3	1.2	12.2	11.9	6.6	6.4
Netflix	155,117	0.1	1.9	-4.6	-0.9	22.9	32.5	87.6	52.0	21.9	15.5	23.6	29.0	53.1	36.2
Comcast	192,762	-0.5	-0.7	-2.3	9.8	7.7	24.7	14.1	12.7	2.3	2.1	17.0	16.7	8.5	7.7
uji Media Holding	355,741	-1.1	0.2	1.7	-6.7	-12.9	0.5	13.4	13.6	0.5	0.5	3.5	3.5	9.0	9.3
Spotify	22,468	-0.2	-5.4	-10.0	-11.3	-10.5	9.6			8.9	9.6	-14.1	-8.4		
AMC Ent.	1,298	-1.5	-3.8	-19.4	-10.9	-10.5	1.8			1.2	1.2	0.1	3.1	7.8	7.2
CINEMARK	4,470	-0.3	-2.7	-8.7	1.4	-2.0	6.6	16.6	15.9	2.7	2.5	18.0	16.1	7.3	7.0
CINEWORLD	4,263	0.7	4.0	-3.1	11.4	12.4	18.1	12.0	11.1	1.2	1.1	11.0	11.0	7.8	7.2
anda Cinema Lir	39,573	0.4	1.0	-10.7	-18.8	-9.8	-12.8	22.1	19.8	2.3	2.1	11.2	10.5	12.3	12.5

자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.30	매수	45,000원	6개월		
2018.08.27	담당자변경				
2018.08.27	매수	73,000원	6개월	-40.41%	-24.11%
2018.05.18	매수	100,000원	6개월	-36.77%	-24.40%



**Compliance Notice**

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 30일 기준)**

매수	91.3%	중립	8.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	458	497	792	1,377	1,942
현금및현금성자산	133	185	407	967	1,502
매출채권및기타채권	201	190	219	234	252
재고자산	18	19	22	23	25
<b>비유동자산</b>	2,002	1,737	3,482	2,964	2,536
장기금융자산	13	25	66	66	66
유형자산	1,002	900	2,555	2,034	1,619
무형자산	728	460	422	354	302
<b>자산총계</b>	2,460	2,234	4,274	4,341	4,478
<b>유동부채</b>	868	863	1,089	1,123	1,164
단기금융부채	392	434	594	594	594
매입채무 및 기타채무	321	259	299	319	344
단기충당부채	19	22	25	27	29
<b>비유동부채</b>	814	821	2,798	2,967	3,182
장기금융부채	724	721	2,561	2,561	2,561
장기매입채무 및 기타채무	29	34	39	44	44
장기충당부채	6	5	6	6	7
<b>부채총계</b>	1,682	1,684	3,887	4,090	4,346
<b>지배주주지분</b>	308	112	48	8	-16
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	89	89	89
기타자본구성요소	-10	-10	-158	-158	-158
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	320	182	168	179	205
<b>비지배주주지분</b>	470	438	339	243	147
<b>자본총계</b>	778	550	387	251	131
<b>부채외자본총계</b>	2,460	2,234	4,274	4,341	4,478

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	209	135	428	655	593
당기순이익(손실)	10	-189	-11	12	28
비현금성항목등	280	447	608	715	593
유형자산감가상각비	131	139	420	521	415
무형자산감가상각비	38	21	59	75	60
기타	83	249	-16	22	59
운전자본감소(증가)	-65	-109	-109	-9	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-56	-4	-52	-15	-18
재고자산감소(증가)	-3	5	-3	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	64	-72	10	21	25
기타	-70	-38	-64	-13	-24
법인세납부	-16	-15	-60	-63	-9
<b>투자활동현금흐름</b>	-278	-24	-55	25	67
금융자산감소(증가)	28	12	-17	0	0
유형자산감소(증가)	-278	-35	-47	0	0
무형자산감소(증가)	3	-9	-7	-7	-7
기타	-31	7	17	32	74
<b>재무활동현금흐름</b>	14	-36	-154	-120	-125
단기금융부채증가(감소)	36	-128	25	0	0
장기금융부채증가(감소)	31	-1	4	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-12	-12	-4	0	0
기타	-41	104	-181	-120	-125
<b>현금의 증가(감소)</b>	-67	53	222	560	535
기초현금	200	133	185	407	967
기말현금	133	185	407	967	1,502
FCF	-24	106	513	684	558

자료 : CJ CGV, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,714	1,769	1,935	2,069	2,230
<b>매출원가</b>	847	857	1,168	1,245	1,338
<b>매출총이익</b>	867	912	767	823	892
매출총이익률 (%)	50.6	51.6	39.6	39.8	40.0
<b>판매비와관리비</b>	781	835	653	693	745
영업이익	86	78	114	130	147
영업이익률 (%)	5.0	4.4	5.9	6.3	6.6
<b>비영업손익</b>	-75	-288	-126	-114	-109
<b>순금융비용</b>	34	42	113	93	51
외환관련손익	3	-2	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	5	5	1	0	0
세전계속사업이익	12	-210	-12	16	38
세전계속사업이익률 (%)	0.7	-11.9	-0.6	0.8	1.7
계속사업법인세	2	-22	-1	4	9
<b>계속사업이익</b>	10	-189	-11	12	28
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	10	-189	-11	12	28
<b>순이익률 (%)</b>	0.6	-10.7	-0.6	0.6	1.3
지배주주	-1	-141	-9	11	27
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-0.08	-7.95	-0.49	0.52	1.19
총포괄이익	11	-48	-2	1	2
지배주주	-144	-360	-159	-136	-120
비지배주주	-58	-200	-60	-40	-24
<b>비지배주주 EBITDA</b>	-86	-161	-99	-97	-96
EBITDA	256	237	593	727	622

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	19.7	3.2	9.4	6.9	7.8
영업이익	22.6	-9.9	47.0	14.1	12.9
세전계속사업이익	-35.7	적전	적지	흑전	137.8
EBITDA	25.9	-7.3	150.0	22.6	-14.5
EPS(계속사업)	적전	적지	적지	흑전	145.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-0.4	-67.0	-11.8	38.6	당기잠식
ROA	0.4	-8.0	-0.3	0.3	0.6
EBITDA마진	14.9	13.4	30.6	35.1	27.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	52.7	57.6	72.7	122.6	166.8
부채비율	216.4	306.0	1,004.1	1,630.2	3,315.2
순차입금/자기자본	123.3	175.8	702.8	861.0	1,240.0
EBITDA/이자비용(배)	6.6	5.0	4.7	5.8	5.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-66	-6,647	-445	511	1,252
BPS	14,554	5,284	2,259	389	-738
CFPS	7,939	885	22,173	28,694	23,669
주당 현금배당금	350	200	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	94.2	38.4
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	68.5	28.0
PBR(최고)	6.1	15.1	21.3	123.6	-65.2
PBR(최저)	4.1	7.1	15.5	89.9	-47.4
PCR	9.4	46.3	1.6	1.2	1.5
EV/EBITDA(최고)	13.0	13.2	6.9	4.8	4.5
EV/EBITDA(최저)	10.7	9.4	6.5	4.4	4.1



Analyst

조용선

yongsun.cho@sk.com  
02-3773-8826

### Company Data

자본금	14 십억원
발행주식수	2,805 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,045 십억원
주요주주	
CI E&M(외)	71.43%

외국인지분률	3.00%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(19/05/29)	72,900 원
KOSDAQ	691.47 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	119,800 원
52주 최저가	71,100 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.2%	-12.3%
6개월	-33.2%	-32.8%
12개월	-29.0%	-10.7%

스튜디오드래곤 (253450/KQ | 매수(신규편입) | T.P 88,000 원(신규편입))

## OTT 경쟁 과열의 No.1 수혜주

글로벌 미디어 플랫폼의 '구조적 변환'과 OTT 업계의 '경쟁과열' 구도에서 동사 중장기 관점 직접적 수혜 기대감 유효. 지난달 신규 OTT 런칭을 발표한 월트 디즈니는 이르면 내년 상반기 중 국내 진출 가능성 농후. 불모지인 아시아 시장을 타겟으로 국내 제작사의 콘텐츠를 활용할 가능성 농후. 콘텐츠 갈증이 심화된 넷플릭스 역시 동사와의 라이선스 계약에 적극성 띠 것. 오랜 기간 지상파 3사에 예측되었던 국내 제작사는 글로벌 플랫폼 대전환의 수혜구간에 본격 진입

## 국내외 판권매출의 대폭 증가, 무형자산상각 부담에도 이익 방어 성공적

지난 1분기 드라마틱한 외형 증가(1,118 억원, +40% YoY), 가속 상각 중에도 동사 안정적 이익 방어력 부각(영업익 110 억원, +3.5% YoY). 연간 무형자산상각이 연말까지 지속될 것이라는 점은 충분히 인지되어 주가 기반영. 주요 콘텐츠별로 '알함브라 궁전의 추억' 잔여비용이 전액 반영되었고 '로맨스는 별책부록' 대부분의 제작비도 1분기 선반영된 상황. 연간 담보된 외형성장과 더불어, 가속 상각으로 인한 보수적 이익의 인식은 향후 점진적으로 기대치를 상향시킬 것. 세그먼트별로 국내외 판권 매출액이 크게 증가했는데(562 억원, +75.1% YoY) 이는 동사 본원적인 제작 경쟁력과 긍정적 레퍼런스 확산으로부터 비롯된 현상. 더욱 긍정적인 것은 해외 판권이 +87.5% YoY 증가하면서 매출 portion 38.1%에 이른 점(판권 유통의 76%) 제작 편수가 9 편에서 12 편으로 증가하면서 편성 매출액도 기대 수준에 부합(441 억원, +8.4% YoY)

## 본원적 제작 경쟁력과 높은 브랜드 인지도, 중장기 펀더멘털 견인할 것

최근 월트디즈니는 20세기 폭스사를 인수, 그 간 한국 영화 제작에 적극적으로 참여해 온 폭스코리아(슬로우비디오, 곡성, 대립군 등)를 통해 국내 주요사와의 콘텐츠 공동제작 증가 기대감 유효. <미스터션사인>, <아스달연대기> 등 넷플릭스와의 멀티 릴리즈를 진행 중인 동사는 높은 브랜드 인지도를 기반으로 지역 다각화, 라이브러리 확대, 다변화된 수익모델을 향유할 것. '19년 매출액 4,756 억원(+25.3% YoY), 영업이익 485 억원(+21.6% YoY, OPM 10.2%) 전망. 신작 <아스달 연대기>의 본격적 이익 기여는 '20년으로 예상되며 연간 상각비 부담 감안하여 최근 3년 P/E 22.5% 디스카운트 적용, 투자의견 매수 및 목표주가 88,000 원으로 커버리지 개시함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	154	287	380	476	600	719
yoy	%	0.0	85.7	32.4	25.3	26.1	19.8
영업이익	십억원	17	33	40	48	67	80
yoy	%	0.0	98.3	21.0	21.5	37.6	20.7
EBITDA	십억원	39	74	115	138	98	89
세전이익	십억원	11	30	46	60	77	94
순이익(지배주주)	십억원	8	24	36	44	56	68
영업이익률%	%	10.8	11.5	10.5	10.2	11.1	11.2
EBITDA%	%	25.1	25.9	30.3	29.1	16.3	12.4
순이익률	%	5.3	8.3	9.4	9.2	9.3	9.5
EPS	원	387	1,051	1,278	1,566	1,994	2,430
PER	배	0.0	61.9	72.3	46.6	36.6	30.0
PBR	배	0.0	5.0	6.5	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	배	0.0	22.1	21.1	12.8	17.5	18.6
ROE	%	6.0	9.5	9.3	10.4	11.9	12.8
순차입금	십억원	17	-183	-158	-268	-333	-387
부채비율	%	77.8	24.7	27.7	30.8	34.4	36.3

스튜디오드래곤 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>79.9</b>	<b>74.3</b>	<b>123.7</b>	<b>101.7</b>	<b>111.8</b>	<b>108.9</b>	<b>129.2</b>	<b>125.6</b>	<b>379.6</b>	<b>475.6</b>	<b>599.8</b>	<b>718.7</b>
편성	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	48.3	62.5	73.1	178.1	228.0	277.8	324.7
판매	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	46.7	53.2	42.2	162.1	198.3	257.9	318.7
국내	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	15.1	17.2	14.3	51.8	60.1	70.5	84.0
해외	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	31.6	35.9	27.9	110.2	138.1	187.4	234.6
기타	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	13.9	13.5	10.4	39.5	49.4	64.1	75.4
<b>YoY</b>	<b>6.0%</b>	<b>19.6%</b>	<b>59.7%</b>	<b>41.5%</b>	<b>40.0%</b>	<b>46.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>23.5%</b>	<b>32.4%</b>	<b>25.3%</b>	<b>26.1%</b>	<b>19.8%</b>
편성	54.5%	41.1%	17.1%	39.5%	8.4%	41.8%	27.9%	34.3%	35.7%	28.0%	21.8%	16.9%
판매	-12.0%	9.5%	172.0%	46.9%	75.1%	62.1%	-16.1%	11.7%	44.9%	22.3%	30.1%	23.6%
국내	-32.6%	21.0%	68.2%	24.9%	45.0%	22.1%	0.3%	10.2%	16.0%	16.0%	17.2%	19.2%
해외	0.6%	2.2%	253.1%	61.7%	87.5%	92.0%	-22.2%	12.5%	64.1%	25.3%	35.7%	25.2%
기타	-43.4%	-1.9%	-8.3%	33.1%	63.1%	22.2%	18.5%	8.8%	-9.7%	25.0%	29.9%	17.5%
<b>Portion</b>												
편성	51.0%	45.8%	39.5%	53.5%	39.4%	44.3%	48.4%	58.2%	46.9%	47.9%	46.3%	45.2%
판매	40.2%	38.8%	51.2%	37.1%	50.2%	42.9%	41.1%	33.6%	42.7%	41.7%	43.0%	44.3%
국내	11.7%	16.6%	13.9%	12.7%	12.1%	13.8%	13.3%	11.4%	13.7%	12.6%	11.8%	11.7%
해외	28.5%	22.2%	37.3%	24.4%	38.1%	29.0%	27.8%	22.2%	29.0%	29.0%	31.2%	32.6%
기타	8.9%	15.4%	9.2%	9.4%	10.3%	12.8%	10.5%	8.3%	10.4%	10.4%	10.7%	10.5%
<b>매출총이익</b>	<b>13.6</b>	<b>10.6</b>	<b>24.8</b>	<b>6.5</b>	<b>15.0</b>	<b>12.6</b>	<b>22.0</b>	<b>15.5</b>	<b>55.6</b>	<b>65.1</b>	<b>83.4</b>	<b>97.7</b>
% of Sales	17.1%	14.3%	20.1%	6.4%	13.4%	11.6%	17.0%	12.3%	14.6%	13.7%	13.9%	13.6%
<b>영업이익</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>21.5</b>	<b>0.4</b>	<b>11.0</b>	<b>8.8</b>	<b>17.9</b>	<b>10.7</b>	<b>39.9</b>	<b>48.5</b>	<b>66.7</b>	<b>80.4</b>
<b>OPM</b>	<b>13.3%</b>	<b>9.9%</b>	<b>17.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.1%</b>	<b>13.9%</b>	<b>8.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.2%</b>
<b>세전이익</b>	<b>10.9</b>	<b>11.0</b>	<b>22.1</b>	<b>1.7</b>	<b>13.2</b>	<b>13.8</b>	<b>19.8</b>	<b>13.1</b>	<b>45.6</b>	<b>60.0</b>	<b>76.7</b>	<b>94.2</b>
당기순이익	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	10.1	14.5	10.2	35.8	43.9	56.0	68.3
<b>세전이익률</b>	<b>13.6%</b>	<b>14.9%</b>	<b>17.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.1%</b>
당기순이익률	7.3%	12.0%	14.0%	1.7%	8.2%	9.2%	11.2%	8.1%	9.4%	9.2%	9.3%	9.5%

자료: 스튜디오드래곤, SK 증권 리서치센터

Valuation Table

(단위: 십억원, 원, 백만주)

당기순이익(십억원)

19F	43.9
20F	56.0
12M Fwd	50.0

Target P/E

49.4

최근 3개년 평균 22.5% 디스카운트 적용

적정가치(십억원)

2,468

유통주식수(백만주)

28.1

목표주가(원)

88,000

현재가(원)

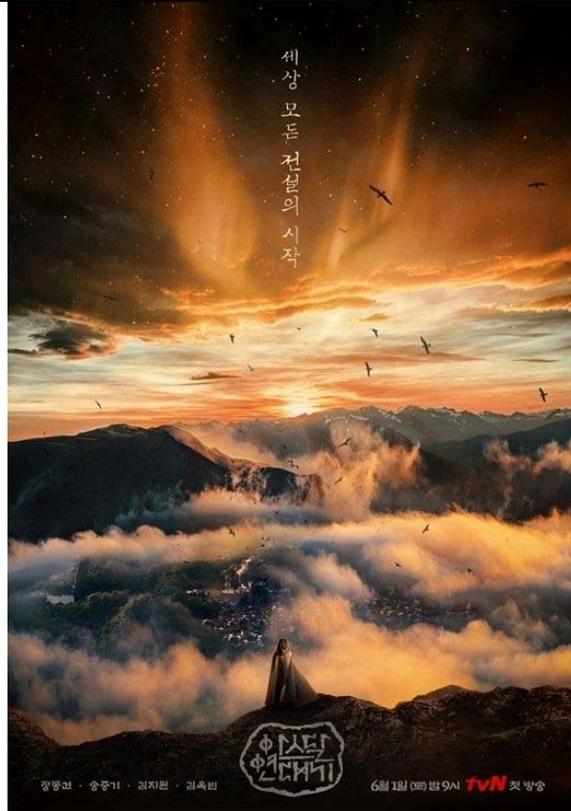
72,900

Upside

20.7%

자료: 스튜디오드래곤, DART, SK 증권 리서치센터

아스달 연대기, 6/1 9pm tvN 방영시작, Netflix multi-release



자료 tvN, SK 증권 리서치센터

스튜디오드래곤 제작 <아스달 연대기> 개관

- 미스터션샤인 이후 스튜디오드래곤의 첫 메가히트작 기대감
- 김원석 연출(시그널, 나의아저씨), 김영현(육룡이 나르샤, 뿌리깊은 나무), 박상연(육룡이 나르샤, 고지전) 작가
- 아스달연대기 총제작비 약 400억원: 넷플릭스 동시방영 예정이며, 과거 미스터션샤인 총제작비 430억 중 넷플릭스 투자 280억원이었던 감안, 유사한 수준의 금액 집행 추정
- cf. 지난 6일 첫 방영한 '어비스'(스튜디오드래곤 기획, 네오엔터테인먼트 제작) 역시 넷플릭스 동시 방영 중
- 현재 해외 매출비중이 38%까지 확대된 동사, 내후년 기준 50% 수준으로 안착 전망
- 시즌2 제작 확정된 동 작품과 더불어 OTT 시즌제 텐트폴에 대한 과감한 투자집행으로 국내 제작사 특히, '스튜디오드래곤'의 글로벌 제작사 안착 시기 단축될 것

자료 SK 증권 리서치센터

스튜디오드래곤 Library 2017

편성	타이틀	방송일	
tvN	도깨비	16.12.2~17.1.21	16부
	내성적인 부스	1.16~3.14	16부
	내인! 그대야	2.3~3.25	16부
	그녀는 거짓말을 너무 사랑해	3.20~5.9	16부
	사기꾼 이야기	4.7~6.3	16부
	씨알: 이머신 두 세계	5.22~6.27	12부
	비밀의 숲	6.10~7.30	16부
	하백의 신부	7.3~8.22	16부
	크리미널 마인드	7.26~9.28	20부
	명불허전	8.12~10.1	16부
	아프, 아!	9.4~9.26	8부
	이번 생은 처음이라	10.9~11.28	16부
	누임동 복수사들	10.11~11.16	12부
	번쩍이 사랑	10.14~12.3	16부
세상에서 가장 아름다운 이별	12.9~12.17	4부	
OCN	부이스	1.14~3.12	16부
	더널	3.25~5.21	16부
	듀얼	6.3~7.23	16부
	구해심	8.5~9.24	16부
	블랙	10.14~12.10	18부
그 외	풍위있는 그녀	6.16~8.19	20부
	휘글릿 내 인생	17.9.2~18.3.11	52부
	브라보 마이 라이프	17.10.21~18.2.3	28부

자료: 스튜디오드래곤 SK 증권 리서치센터

스튜디오드래곤 Library 2018

tvN	화유기	17.12.23~18.3.4	20부
	미디	1.24~3.15	16부
	크로스	1.29~3.20	16부
	라이브	3.10~5.6	18부
	나의 아저씨	3.21~5.17	16부
	무법변호사	5.12~7.1	16부
	어바웃타임	5.21~7.10	16부
	김비서가 왜 그럴까	6.6~7.26	16부
	미스터 션샤인	7.7~9.30	24부
	아는 와이프	8.1~9.20	16부
	백일의 낭군님	9.10~10.30	16부
	하늘에서 내리는 1억개의 별	10.3~11.22	16부
	나인룸	10.6~11.25	16부
	계룡선녀전	11.5~12.25	16부
	남자친구	18.11.28~19.1.24	16부
	알함브라 궁전의 추억	18.12.1~19.1.20	16부
OCN	나쁜녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16부
	작은 신의 아이들	3.3~4.22	16부
	미스트리스	4.28~6.3	12부
	라이프 온 마스	6.9~8.5	16부
	부이스2	8.11~9.16	12부
	손: The Guest	9.12~11.1	16부
	플레이어	9.29~11.11	14부
	신의 퀴즈: 리부트	18.11.14~19.1.10	12부
프리스트	18.11.24~19.1.20	16부	
그 외	은주야 방	18.11.6~19.1.22	12부

자료: 스튜디오드래곤 SK 증권 리서치센터

스튜디오드래곤 Library 2019

tvN	왕이 된 남자	1.7~3.4	16부
	로맨스는 번개무늬	1.26~3.17	16부
	신심이 날다	2.6~3.28	16부
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부
	샤백 (on-air)	3.23~on air	16부
	그녀의 시생환 (on-air)	4.10~on air	16'
	이비스 (on-air)	5.6~on air	16부
OCN	빙이 (on-air)	3.6~4.25	16부
	킬잇 (on-air)	3.23~4.28	12부
	구해줘2 (on-air)	5.8~on air	14'

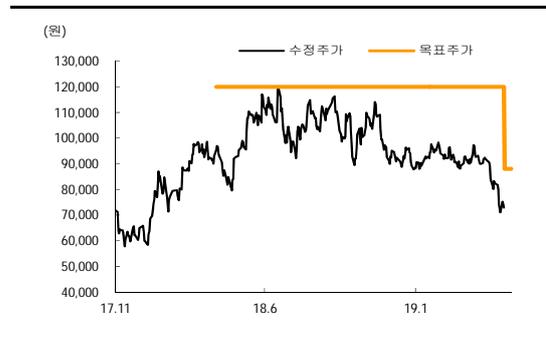
자료: 스튜디오드래곤, SK 증권 리서치센터

한국 상업영화 평균 제작비 트렌드

연도	순제작비		마케팅비		총제작비
	평균순제작비(억원)	비중(%)	평균마케팅비	비중(%)	
2014	35.5	69.8	15.4	30.2	50.9
2015	37.4	69.9	16.1	30.1	53.5
2016	33.3	71.3	13.4	28.7	46.7
2017	73.3	74.9	24.5	25.1	97.8
2018	79	76.4	24.4	23.6	103.4

자료: KOFIC, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.30	매수 담당자변경	88,000원	6개월		
2018.04.16	매수	120,000원	6개월	-18.27%	-0.17%



**Compliance Notice**

- 작성자(조용선)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 30일 기준)**

매수	91.3%	중립	8.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	290	247	379	471	552
현금및현금성자산	51	153	264	328	382
매출채권및기타채권	55	69	85	107	128
재고자산	1	1	1	1	1
<b>비유동자산</b>	170	265	202	199	219
장기금융자산	4	4	4	4	4
유형자산	1	1	1	1	0
무형자산	128	199	109	78	70
<b>자산총계</b>	459	512	581	671	771
<b>유동부채</b>	91	108	134	169	202
단기금융부채	10	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	32	55	68	86	103
단기충당부채	1	0	0	1	1
<b>비유동부채</b>	0	3	3	3	3
장기금융부채	0	2	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	1	1	1
<b>부채총계</b>	91	111	137	172	205
<b>지배주주지분</b>	368	401	444	499	566
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	320	320	320
기타자본구성요소	3	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	68	112	168	236
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	368	401	444	499	566
<b>부채외자본총계</b>	459	512	581	671	771

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-7	-25	108	60	48
당기순이익(손실)	30	46	44	56	68
비현금성항목등	46	74	94	42	21
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	41	75	90	31	8
기타	3	3	-6	-3	-5
운전자본감소(증가)	-73	-135	-7	-10	-15
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-14	-27	-16	-22	-21
재고자산감소(증가)	-2	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	26	13	18	17
기타	-66	-134	-4	-6	-11
법인세납부	-10	-10	-23	-28	-26
<b>투자활동현금흐름</b>	-141	136	3	5	6
금융자산감소(증가)	-141	134	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	3	3	5	6
<b>재무활동현금흐름</b>	188	-10	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	-28	-10	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	10	0	0	0	0
자본의증가(감소)	208	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-2	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	40	102	111	65	54
기초현금	12	51	153	264	328
기말현금	51	153	264	328	382
FCF	42	126	118	69	51

자료 : 스튜디오드래곤, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	287	380	476	600	719
<b>매출원가</b>	240	324	411	516	621
<b>매출총이익</b>	47	56	65	83	98
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	13.7	13.9	13.6
<b>판매비와관리비</b>	14	16	17	17	17
영업이익	33	40	48	67	80
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.2	11.1	11.2
비영업손익	-3	6	12	10	14
<b>순금융비용</b>	1	-3	-3	-5	-6
외환관련손익	-1	3	2	2	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	46	60	77	94
세전계속사업이익률 (%)	10.6	12.0	12.6	12.8	13.1
계속사업법인세	6	10	16	21	26
<b>계속사업이익</b>	24	36	44	56	68
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	24	36	44	56	68
<b>순이익률 (%)</b>	8.3	9.4	9.2	9.3	9.5
지배주주	24	36	44	56	68
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.32	9.44	9.24	9.32	9.48
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	24	35	43	55	67
지배주주	24	35	43	55	67
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	74	115	138	98	89

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	85.7	32.4	25.3	26.1	19.8
영업이익	98.3	21.0	21.5	37.6	20.7
세전계속사업이익	188.3	50.8	31.4	27.7	22.7
EBITDA	91.4	55.1	20.2	-29.3	-9.1
EPS(계속사업)	171.2	21.6	22.5	27.3	21.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.5	9.3	10.4	11.9	12.8
ROA	6.8	7.4	8.0	8.9	9.5
EBITDA마진	25.9	30.3	29.1	16.3	12.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	319.6	228.5	283.3	279.7	273.4
부채비율	24.7	27.7	30.8	34.4	36.3
순차입금/자기자본	-49.5	-39.3	-60.5	-66.7	-68.3
EBITDA/이자비용(배)	42.8	990.2	1,464.1	1,035.7	941.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,051	1,278	1,566	1,994	2,430
BPS	13,141	14,305	15,831	17,785	20,176
CFPS	2,871	3,963	4,771	3,107	2,734
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	68.3	93.7	62.8	49.3	40.5
PER(최저)	55.0	45.7	45.4	35.7	29.3
PBR(최고)	5.5	8.4	6.2	5.5	4.9
PBR(최저)	4.4	4.1	4.5	4.0	3.5
PCR	22.6	23.3	15.3	23.5	26.7
EV/EBITDA(최고)	24.7	27.8	18.0	24.8	26.7
EV/EBITDA(최저)	19.4	12.9	12.5	17.0	18.1

**memo**

---