산업분석

통신/미디어

2019. 8. 26

Overweight

SK Contents WAVVE

Part I SK텔레콤의 콘텐츠 제국

Part II 현재의 왕좌 CJ에 도전한다

이베스트투자증권

안녕하십니까, 이베스트투자증권 통신/미디어 담당 **김현용**입니다.

최근 푹과 옥수수의 통합 OTT 법인 출범에 대한 기대감이 공정위 조건부 승인 가능성 보도와 더불어 고조되는 분위기입니다. 9월 중 출범과 동시 또는 머지 않은 시계에 2천억원 규모 기관자금(전환사채 형태 유력) 유치도 이루어질 것으로 예상되는 상황입니다. 이에 따라 SK텔레콤의 콘텐츠 시장 공략기가 본격적으로 부각될 것으로 예상합니다.

SK텔레콤은 국내 이통 3사 중 유의미하게 탈통신 포트폴리오를 구축한 유일한 기업으로 판단됩니다. 동사는 2014년 드림어스컴퍼니(음원 FLO) 인수를 시작으로 인크로스, 콘텐츠연합플랫폼(POOQ) 등 콘텐츠 밸류체인을 공격적으로 편입 중입니다. 게다가 직접 인수 외 지분 교차보유 등을 통한 파트너십 관계(SM계열, SBS)를 통해서 콘텐츠 확보에도 상당한 자원을 투입하여 왔습니다.

SK텔레콤의 콘텐츠 확장 전략은 시장 주류기업으로 자리잡는 순간까지 더욱 가속화될 것으로 확신합니다. 그 이유는 보안, 커머스의 사례를 통해 탈통신 증익이 이통사 이익 방향성에서 차별화를 크게 가져다 준다는 점을 확인하였기 때문입니다. 따라서 국내 플랫폼 1위 유료가입자수를 보유한 통합 OTT WAVVE와 3천억원의 자금으로 공격적 콘텐츠 제작에 나서는

SK텔레콤(017670)을 **통신주** 가운데 **최선호**로 **매수** 추천 드립니다.

동사 콘텐츠 밸류체인 기업들의 현시점 경쟁력과 향후 주류기업 안착 가능성을 판단하기 위해, 당사는 현재 국내 부동의 1위 콘텐츠 기업인 CJ 계열과의 비교 분석을 실시하였습니다. 그 결과 음원 플랫폼, OTT는 동등한 수준의 경쟁이 가능한 상태로 판단되며, 미디어렙은 적극 육성시 추격이 가능한 상태, 그리고 콘텐츠 제작/유통은 파트너십 형태에서 나아가 직접 인수를 포함한 자체 제작역량 강화가 필요한 단계로 판단됩니다.

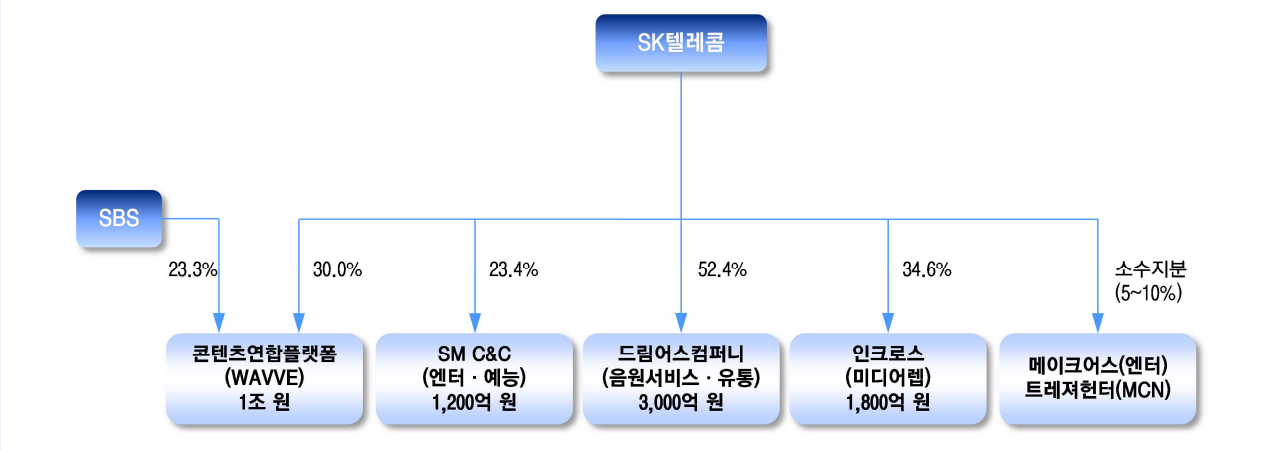
이에 당사는 SK텔레콤의 인수후 하반기부터 집중 육성이 기대되는 **인크로스(216050)**와 음원 플랫폼의 다크호스 기업 **드림어스컴퍼니(060570)**에 대해 관심을 가질 것을 권고드립니다.

감사합니다.

통신/미디어
Analyst **김현용**
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Key Charts

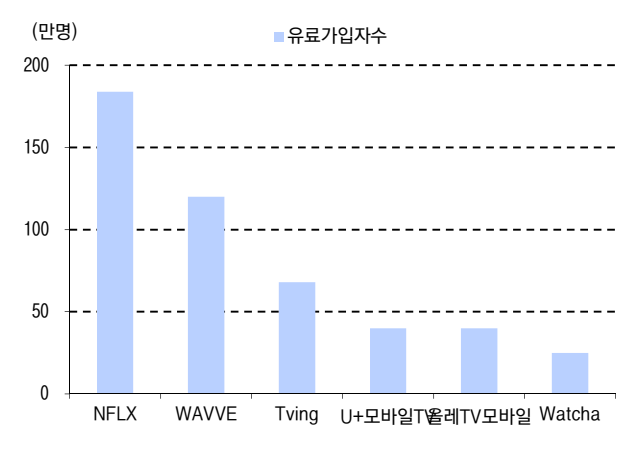
SK 텔레콤 콘텐츠 밸류체인



자료: SK텔레콤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

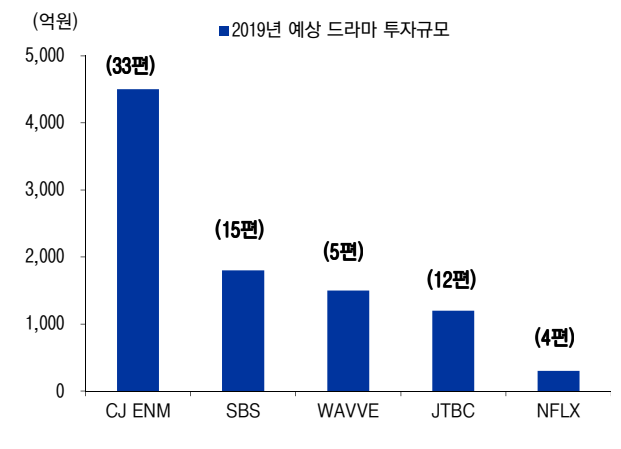
- **SK 텔레콤의 콘텐츠 투자기업들의 합산 시장가치는 1.5 조원을 상회하는 규모로 증가**
- **시장가치 1 조원 규모 WAVVE OTT 9 월 공식 출범 -> 국내 1 위 MAU, 2 위 유료가입자수 OTT**

국내 주요 OTT 플랫폼별 유료가입자수 (2019 년 6 월)



자료: 콘텐츠연합플랫폼, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

WAVVE 대 기존 사업자 드라마 투자규모 (2019 년)

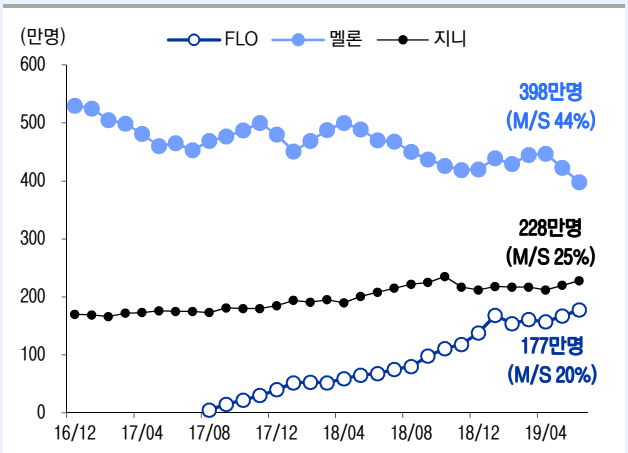


자료: 콘텐츠연합플랫폼, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **상반기말 기준 넷플릭스(184 만명)에 이어 120 만명 이상 유료가입자수를 보유한 WAVVE**
- **3 천억원 투자자금 2 년여에 걸쳐 텐트폴 드라마 중심의 공격적인 콘텐츠 투자 예상**

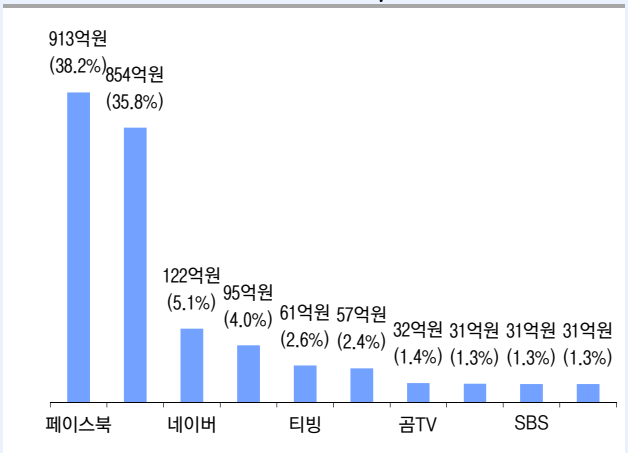
Key Charts

주요 음원 플랫폼 월별 MAU 추이



자료: 코리안클릭, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

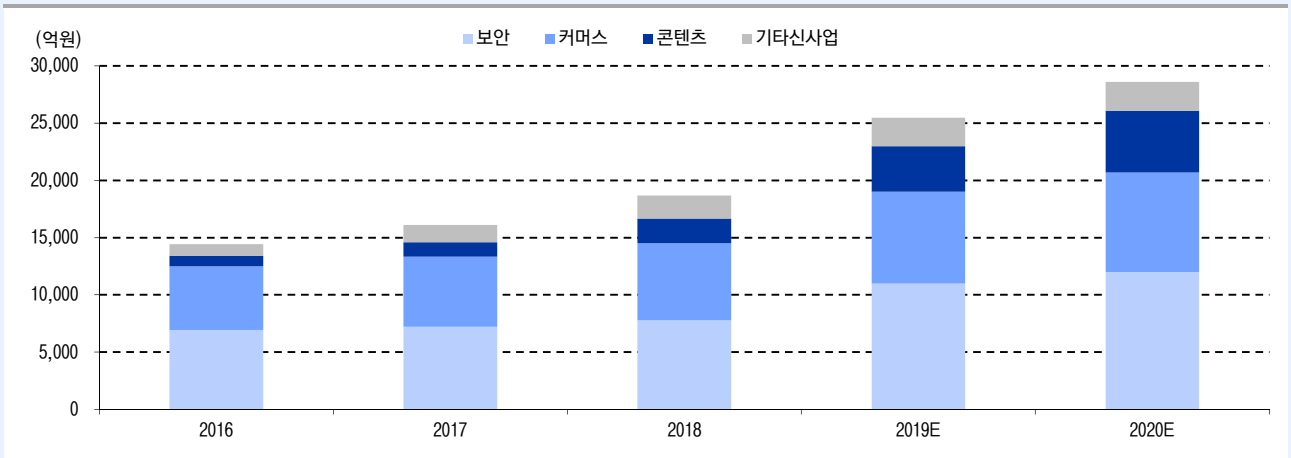
2 분기 플랫폼별 동영상 광고금액 Top 10



자료: KOA, 리서치애드, 이베스트투자증권 리서치센터

- 6 월 MAU 는 FLO 가 177 만명(M/S 20%), 지니가 228 만명(M/S 25%)으로 YTD 39 만명, 16 만명 순증
- 2 분기 동영상 플랫폼별 동영상 광고 집행금액에서 푹(+)옥수수는 6 위 플랫폼 기록중

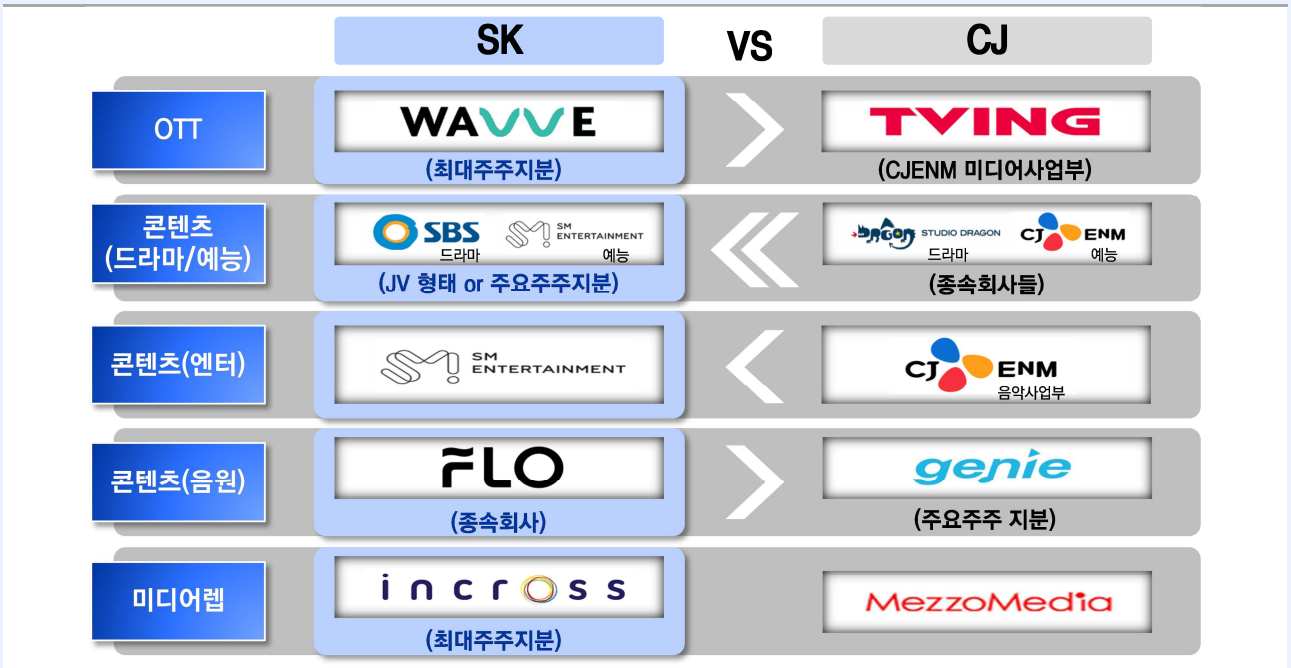
SK 텔레콤 탈통신 사업 연간 매출액 전망



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

- SK 텔레콤 탈통신 매출액은 2016 년 1.4 조원에서 2020 년 3 조원 육박하며 연평균 19% 고성장 전망
- 콘텐츠는 이익 기여는 아직 없지만, 내년 매출액 5 천억원 상회하며 성장동력으로 급부상 전망

SK 텔레콤 대 CJ 콘텐츠 밸류체인 분야별 비교



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

SK 텔레콤 대 CJ 그룹 콘텐츠 밸류체인 비교

SKT 진영 기업명		항목		CJ 진영 기업명
콘텐츠연합플랫폼 (WAVVE)	1,423억원	연매출(2018)	500억원 내외	CJ ENM (TVING)
	120만명	유료가입자(2019.6)	70만명	
	476만명	MAU(2019.6)	82만명	
	지상파, 케이블/종편	주요 콘텐츠	케이블/종편	
	SKT 30%, 지상파 70%	주주 구성	미디어 사업부	
드림어스컴퍼니 (FLO)	1,378억원	연매출(2018)	1,714억원	지니뮤직 (Genie)
	177만명	MAU(2019.06)	228만명	
	19.7%	시장점유율(6월)	25.3%	
	FLO 33%, 유통/MD 45%	매출 구성	지니 80%, 유통 20%	
	SKT 52.4%, SM 15.6%	주주 구성		
인크로스	358억원	연매출(2018)	451억원	메조미디어
	86억원	순이익(2018)	49억원	
	16%	캡티브 매출 비중	6%	
	SKT 34.6%	주주 구성	CJ ENM 51%	
SBS	9,530억원	연매출(2019E)	4,807억원	스튜디오드래곤
	97억원	영업이익(2019E)	503억원	
	210억원	순이익	442억원	
	배가본드, 더 킹	'19E/20E 기대작	사랑의 불시착, 시그널2	
SM	6,457억원	연매출(2019E)	3,694억원	CJ ENM
	314억원	영업이익(2019E)	219억원	
	EXO, TVXQ, 레드벨벳	주요 아티스트	아이즈원, X1	
	554만장/293만명	음반/음원/모객	275만장/49만명	

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

산업분석

통신/미디어
Overweight

SK Contents WAVVE

SK 대 CJ 콘텐츠 경쟁력 살펴보기

Contents

Part I	SK 텔레콤의 콘텐츠 제국	7
Part II	현재의 왕좌 CJ 에 도전한다	18

기업분석

SK 텔레콤 (017670)	28
CJ ENM (035760)	33
스튜디오드래곤 (253450)	38
SBS (034120)	43
인크로스 (216050)	49
드림어스컴퍼니 (060570)	54
지니뮤직 (043610)	58
덱스터 (206560)	62
위지윅스튜디오 (299900)	65

Part I

SK 텔레콤의 콘텐츠 제국

OTT, 음원, 미디어렙, 나아가 콘텐츠 제작/유통까지 노린다!

SK텔레콤은 2014년 드림어스컴퍼니의 경영권 인수를 시작으로 SM C&C 주요 주주 지분 투자, 올해는 인크로스와 콘텐츠연합플랫폼 최대주주 지분 투자에 이르기까지 콘텐츠 밸류체인의 전분야로 빠르게 영향력을 확장하는 모습입니다. 이는 OTT, 음원, 미디어렙을 아우르는 것이며 궁극적으로는 콘텐츠의 제작/유통까지도 진출을 꾀할 것으로 예상됩니다.

동사의 콘텐츠 확장은 주류 플레이어로 자리잡을 때까지 더욱 가속화될 것으로 전망합니다. 이는 보안, 커머스 등 탈통신 사업으로 인한 성장 자극효과와 수익성 개선효과를 동시에 체감한 바 있기 때문입니다.

콘텐츠 사업이 당장 이익으로 직결되는 상황은 아니지만, 매출 규모 면에서는 내년 5천억원을 상회할 것으로 예상되어 주요 신사업으로 빠르게 자리매김할 전망입니다. 특히, 9월 공식 출범이 예정된 WAVVE OTT를 중심으로 콘텐츠 제작/유통 사업의 확장 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상합니다.

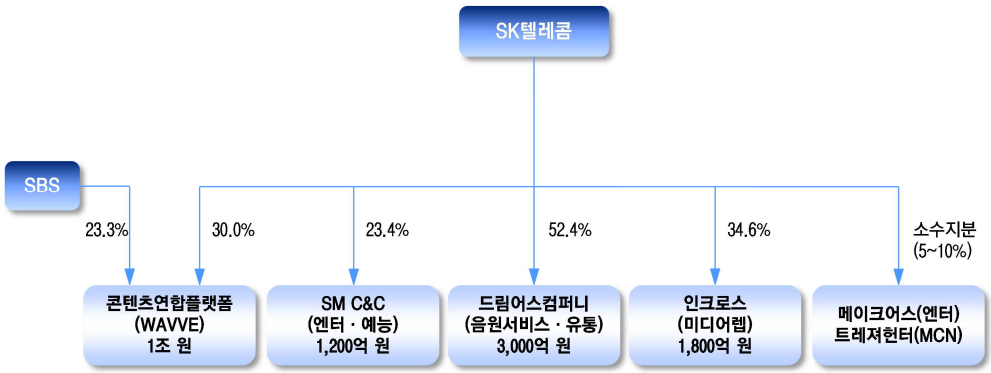
SK텔레콤 콘텐츠 밸류체인

최대주주 지위를 확보한 미디어 기업가치만 1.5조원

SK텔레콤은 멜론을 1위 플랫폼으로 키운 전력을 가지고 있어, 콘텐츠 사업을 제로베이스에서 시작하는 것은 아니다. 동사는 2014년 드림어스컴퍼니(당시 아이리버)를 경영권 인수하는 것을 시작으로, 2017년 SM C&C 지분인수, 메이크어스와 트레져헌터 소수지분 투자를 거쳐 올해는 인크로스와 콘텐츠연합플랫폼에 대한 최대주주 지분 취득까지 완료했다.

이제 동사는 OTT, 음원 플랫폼, 미디어렙을 최대주주로서 소유하며 콘텐츠 밸류체인 내 영향력을 확장하고 있다. 콘텐츠의 경우 1차 자금확보는 WAVVE를 통해 한 것으로 판단되지만 자체 제작역량은 M&A 등의 방법을 통해 추가 개선이 필요한 상황으로 판단된다.

그림1 SK 텔레콤 콘텐츠 밸류체인



자료: SK텔레콤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 SK 텔레콤 콘텐츠 밸류체인

기업명	취득일	주식수	지분율	취득금액	연매출	순이익	자본총계	주요 사업
콘텐츠연합플랫폼	2019.09.18	1,306,286	30.0	900.0	651.0	8.9	114.0	WAVVE OTT 운영
SM C&C	2017.10.13	22,033,898	23.4	653.4	1,970.3	-17.5	1,125.1	예능 제작/유통
드림어스컴퍼니	2014.08.08	29,246,387	52.4	1,566.4	1,378.5	-213.1	1,598.6	음원 플랫폼 & 유통
인크로스	2019.06.30	2,786,455	34.6	537.2	357.7	86.3	629.4	미디어렙
메이크어스	2018.06.04	2,153	8.9	97.7	147.7	-95.6	38.5	공연 기획/제작
트레져헌터	2015.11.03	2,352	5.0	3.7	120.5	-26.7	161.6	MCN

자료: SK텔레콤, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

WAVVE가 온다

Video Contents의 Wave에 빠져들 시간

SK텔레콤은 지난 4월 콘텐츠연합플랫폼(POOQ)에 대한 900억원 3자배정 증자참여와 옥수수 영업양도를 결의하여 공시한 바 있다. 이를 통해 통합 OTT 법인 지분율 30%로 최대주주 지위를 확보하였으며, 통합 OTT의 이름은 WAVVE이고 출범시기는 9월 중순으로 알려졌다. 푹의 가입자 기반과 옥수수의 오리지널 콘텐츠 경험이 결합된 명실상부 국내 1위 OTT의 태동이다.

그리고 이와 거의 동시에 2천억원의 기관 자금을 유치할 것으로 예상된다. 총 3천억원의 자금을 WAVVE OTT가 초기 확보하게 되는 셈이다. 최종 지분율은 보수적으로 포스트 1조원 밸류를 가정시, SK텔레콤 24%, 지상파 3사가 각각 18.66%, 신규투자자 20%로 구성될 전망이다.

지상파 3사의 JV 형태로 태동한 POOQ이지만, 새롭게 태동하는 WAVVE는 SK텔레콤을 새로운 최대주주로 맞이하며 그 성격은 판이하게 달라질 것이 예상된다. 즉, 자체 자금조달과 공격적인 콘텐츠 투자로 한 순간에 메인 제작사로 변모할 가능성이 높다고 판단된다. 지상파 콘텐츠를 차별적으로 공급하고, 오리지널 콘텐츠를 보강하여 국내 플랫폼 중에서는 유일한 넷플릭스 대항마가 될 것으로 예상된다.

표2 WAVVE OTT 법인 최종 지분율 예상

구분	현재	CB전환후	증자후	투자유치후 (예상)	SKT 콜옵션 행사시(예상)
자본금(액면가5,000원)	12,700,000,000	15,240,000,000	21,771,430,000	27,214,290,000	36,900,000,000
발행주식총수	2,540,000	3,048,000	4,354,286	5,442,858	7,380,000
SBS	1,016,000	1,016,000	1,016,000	1,016,000	1,016,000
MBC	1,016,000	1,016,000	1,016,000	1,016,000	1,016,000
KBS	508,000	1,016,000	1,016,000	1,016,000	1,016,000
SK텔레콤	-	-	1,306,286	1,306,286	3,243,428
외부투자자(예상)	-	-	-	1,088,572	1,088,572
지분율(%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
SBS	40.00	33.33	23.33	18.67	13.77
MBC	40.00	33.33	23.33	18.67	13.77
KBS	20.00	33.33	23.33	18.67	13.77
SK텔레콤	-	-	30.00	24.00	43.95
외부투자자(예상)	-	-	-	20.00	14.75

자료: DART, SK텔레콤, SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

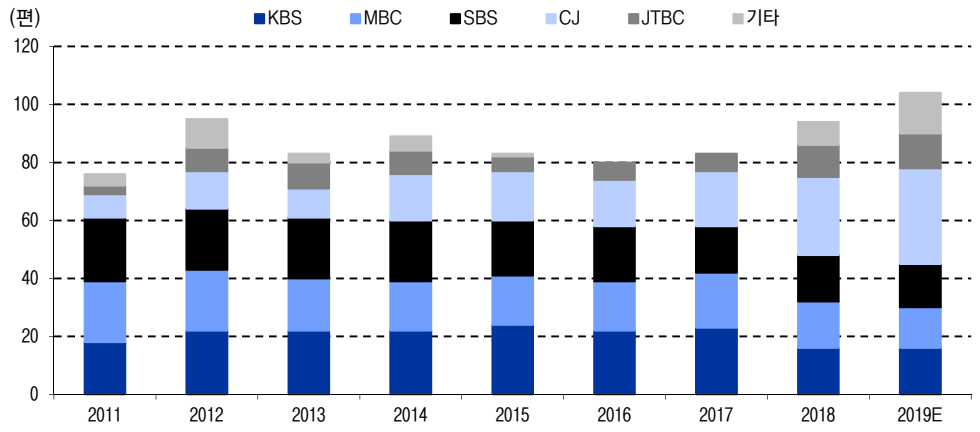
WAVVE : 3천억원 공격적 콘텐츠 투자

WAVVE 연간 콘텐츠 투자규모는 텐트폴 드라마 시장의 40% 수준

9월 안으로는 WAVVE가 통합된 플랫폼, 그리고 3천억원의 자금과 함께 공식 태동할 가능성이 매우 높아진 상태다. 이르면 4분기부터 투자가 구체화되어 2021년까지 2년여 기간동안 대작 드라마 중심의 투자가 이루어질 계획으로 알려지고 있다. 이는 연간 1,200~1,500억원에 해당한다.

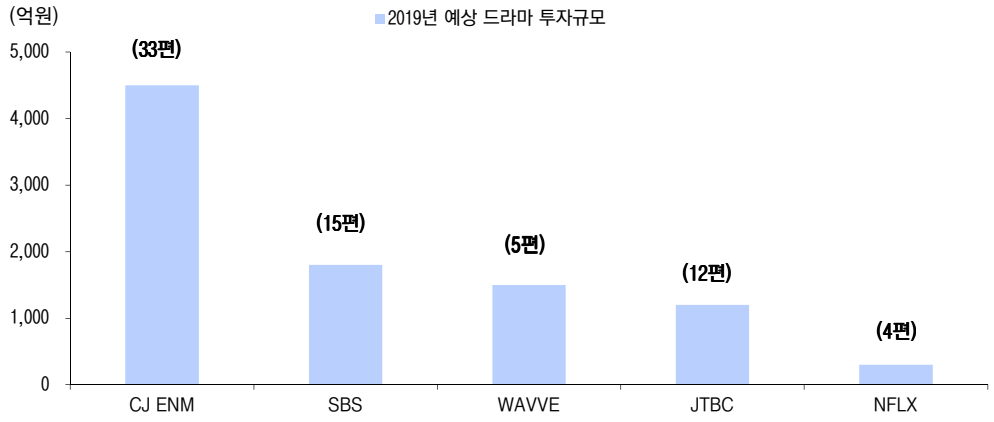
한국 드라마 시장은 올해 104편을 달할 것으로 예상되며, 전년대비로는 넷플릭스 오리지널과 기타 종편이 가세하며 외형적으로 10% 가량 성장할 것으로 전망된다. 지금까지 언급된 WAVVE의 투자계획에 따르면 연간 대작 드라마 4~6편을 제작할 수 있으며, 이는 전체 드라마 연간 편성편수의 5%, 텐트폴 시장으로 국한하면 40~50% 규모에 해당한다. 현재 텐트폴 1위 제작사 스튜디오드래곤의 제작규모와 거의 대등한 수준에 도달하는 것이다.

그림2 한국 드라마 연간 편성편수 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 WAVVE 대 기존 사업자 드라마 투자규모 비교 (2019 년)



자료: 콘텐츠연합플랫폼, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

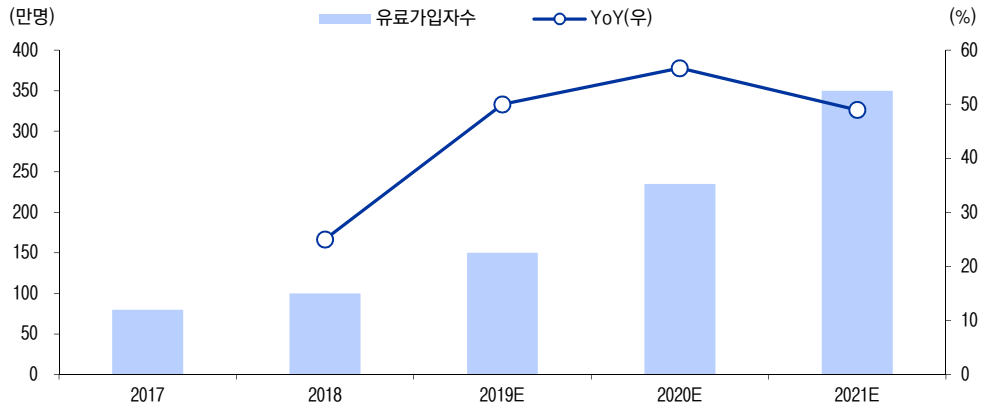
WAVVE : 올해 150만명, 2021년 300만명+ 유료가입자 유치

넷플릭스의 유일한 대항마, WAVVE

푹과 옥수수의 통합 OTT는 현재 110~120만명 수준의 유료가입자수를 보유하며 국내 플랫폼 중 1위를 굳건히 하고 있는 것으로 판단된다. 특히, 5G 신규가입자 증가와 연계한 공격적인 프로모션 효과로 연말까지 150만명 이상의 유료가입자를 유치할 것으로 전망한다. 한편, 현재 180만명을 넘어선 넷플릭스에 대항하기 위해 콘텐츠 라인업을 더욱 보강할 것이 확실시된다.

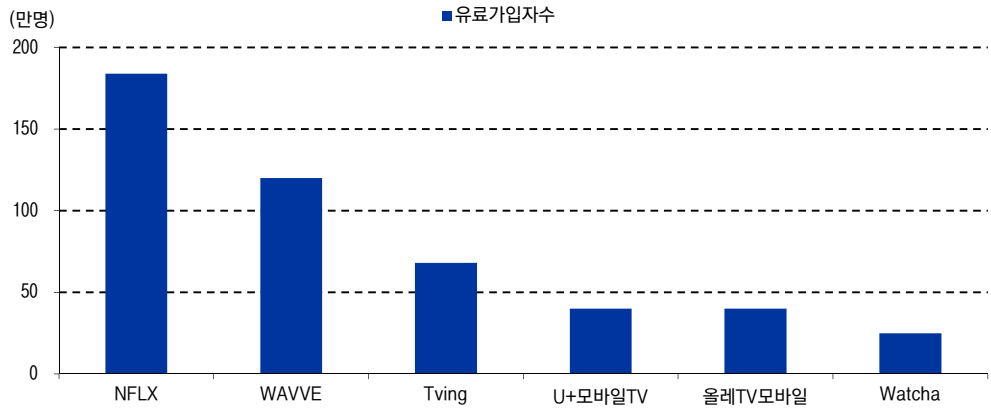
신규투자자금 2천억원에 대한 엑시트 방안의 일환으로 WAVVE 법인에 대한 중장기 상장계획이 언론에 보도된 바 있다. 상장시 가치 확보와 동사가 WAVVE 법인에 대한 지분율을 높이기 위한 콜옵션 행사를 위해, WAVVE 유료가입자수는 2021년말까지 300~400만명을 중장기 목표로 가져갈 것이다.

그림4 WAVVE 유료가입자수 연도별 전망



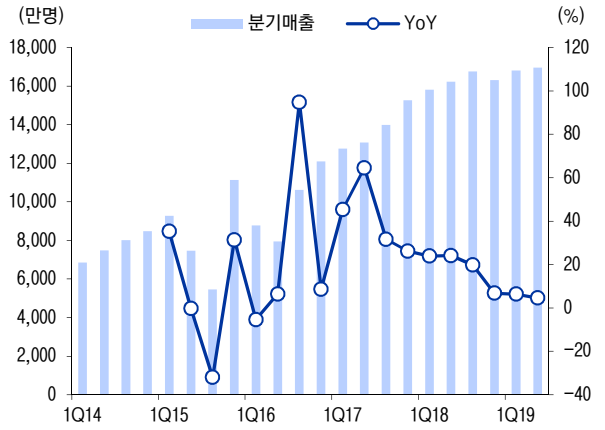
자료: 콘텐츠연합플랫폼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국내 주요 OTT 플랫폼별 유료가입자수 (2019년 6월)



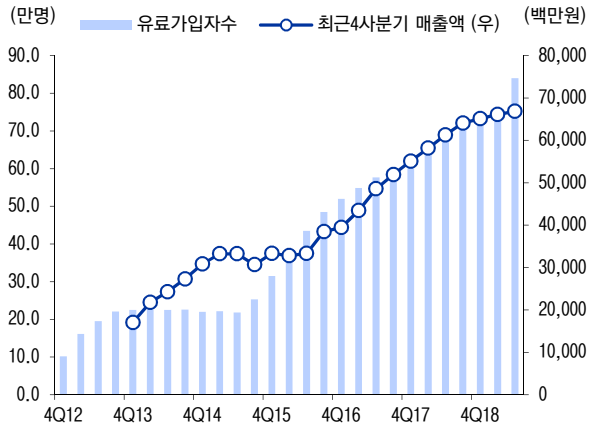
자료: 콘텐츠연합플랫폼, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 푹 분기별 매출액 & YoY



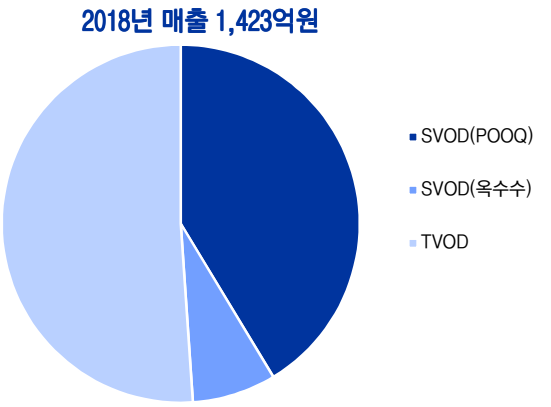
자료: 콘텐츠연합플랫폼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 푹 분기별 유료가입자수 추이



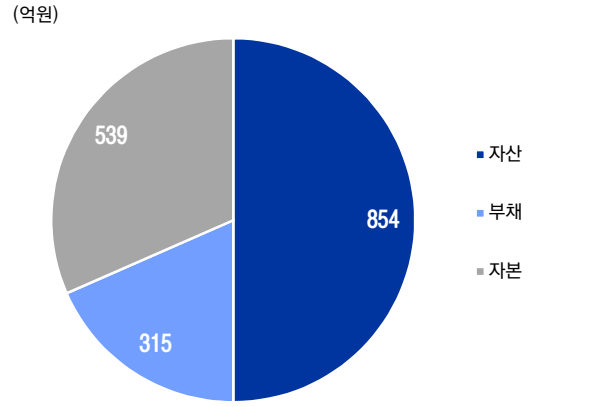
자료: 콘텐츠연합플랫폼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 2018 년 기준 푹 옥수수 합산 매출구성



자료: SK텔레콤, 콘텐츠연합플랫폼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 2018 년말 푹 옥수수 합산 재무상태표



자료: SK텔레콤, 콘텐츠연합플랫폼, 이베스트투자증권 리서치센터

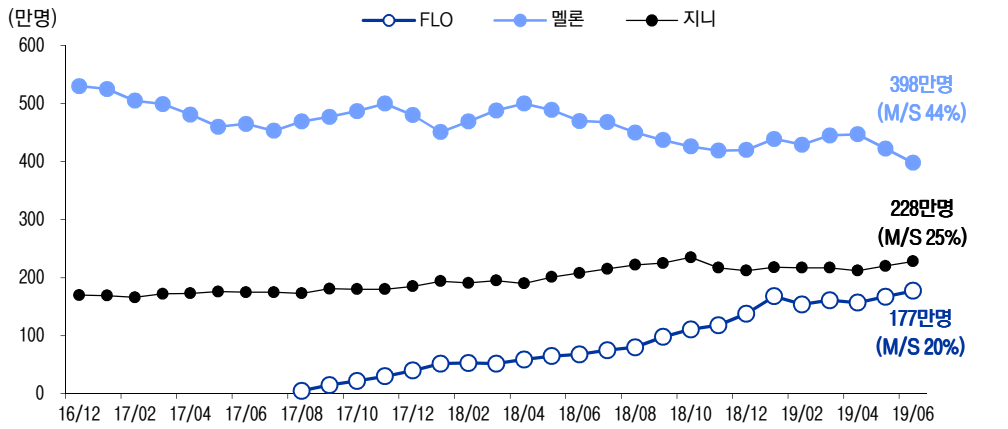
음원 플랫폼 FLO: 2위를 위협하는 수준까지 초고속 성장

2위 사업자를 턱밑까지 추격한 FLO: 하반기 MAU 200만명 돌파 확실시

드림어스컴퍼니는 SK텔레콤의 음원 플랫폼 FLO를 운영하는 자회사다. 매출 구성은 FLO(3Q18부터)가 33%, 음반/음원 유통(1Q18부터)이 31%, MD사업(3Q17부터)이 14%로 고성장하는 신사업과 기타 음향기기, AI기기 등 기존사업이 22%를 차지하고 있다.

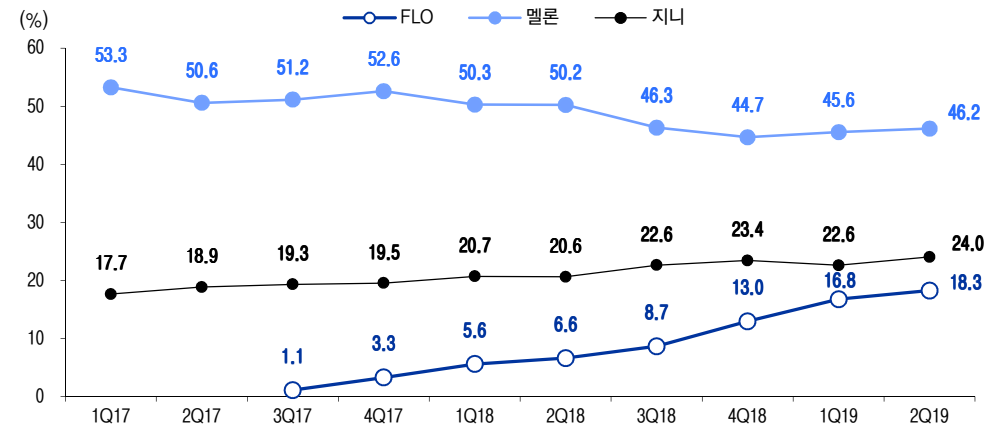
FLO의 MAU는 2017년말 40만명에서 올해 6월말 180만명에 육박하며 동기간 1년반 동안 4.5배로 급증했다. 시장점유율은 20%로 출범이래 사상최대치를 경신, 2위 지니뮤직을 맹추격하는 상태다. 1위 멜론은 점유율 44%로 압도적이지만 MAU는 전언한 기간동안 80만명 순감한 398만명을 기록 중이다. FLO의 경우 5G 가입 확산과 연동한 프로모션으로 공격적인 가입자 확대가 확실시되며, 하반기 200만명 돌파도 충분히 가능할 전망이다.

그림10 주요 음원 플랫폼 월별 MAU 추이



자료: 코리안클릭, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 주요 음원 플랫폼 분기별 시장점유율 추이



자료: 코리안클릭, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

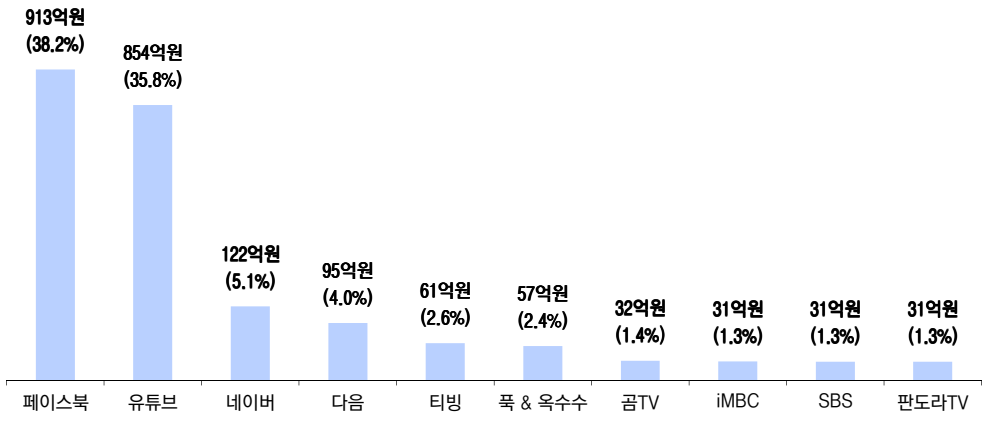
인크로스: 하반기 SK텔레콤發 고성장 기대감↑

푹-옥수수 동영상 광고 집중 & SKT 디지털 마케팅 M/S 증가

동사는 2019년 6월말 기준 인크로스 지분 34.6%를 보유하며 최대주주 지위에 올랐다. 하반기부터는 SK텔레콤 디지털 마케팅 예산에 대한 물량을 대폭 늘리고, WAVVE OTT향 동영상 광고에 대한 중개물동 증가의 방법으로 인크로스를 빠르게 키울 것으로 예상한다.

미디어렙 인수는 디지털 광고에 대한 육성의지를 반영하는 것이다. 동사의 신사업인 ADT캡스, 11번가, OTT 중심의 콘텐츠, 나아가 티맵 기반 플랫폼 사업의 경우 타겟 고객층이 디지털 광고에 대한 노출이 익숙한 세대인 사업이다. 따라서 디지털 예산 확대 수혜가 인크로스에 집중되는 것은 시간 문제로 판단된다.

그림12 2분기 플랫폼별 동영상 광고금액 Top 10



주: 괄호 안은 시장점유율을 기재함
자료: KOA, 리서치애드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 T맵택시 & T맵주차 디지털 광고

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 11번가 디지털 광고

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

콘텐츠 제작 경험 있지만, 주류 시장 경험은 이제 걸음마

옥수수 오리지널 경험 있지만, 주류 시장 진출 위해 M&A 가능성 상존

동사는 옥수수 오리지널 콘텐츠 경험은 보유하고 있지만, 연간 투자가 100~200억원으로 미미한 것이었다. 게다가 주류 콘텐츠는 직접 제작경험은 거의 없고 파트너십 형태로 SM C&C로부터 예능을 일부 공급받은 바 있다. 드라마는 지상파 3사와 합작 OTT 법인을 통해 외부자금 유치, 오리지널 드라마 제작으로 이제 막 나아가려는 단계다.

제작 역량은 결국 자본과 인력의 함수라는 점을 감안할 때, 자금 확보를 마친 동사가 퀄리티 있는 인력을 확보하는 방법은 M&A를 제외하고는 옵션이 많지 않다고 판단된다. 이르면 4분기부터 텐트폴 드라마의 기획과 투자제작이 개시될 가능성이 상존하며, 필요시 제작사 직접인수의 방법도 고려할 것으로 예상된다.

표3 중소 드라마 제작사 주요 현황 (2018년)

기업명 (억원)	코드	연매출	OP	총자본	총부채	총자산	주요 작품 일람
초록뱀	047820	639	13	962	729	1,691	아는 와이프, 나의 아저씨, 왜그래 풍상씨, 신입사관 구해령
본팩토리		171	12	31	3	34	남자친구, 김비서가 왜 그럴까, 위대한 유혹자
IHQ	003560	1,094	99	2,046	267	2,313	나쁜 형사, 친애하는 판사님께, 운명과 분노, 절대 그이
SM그룹		-	-	-	-	-	황후의 품격, 키스 먼저 할까요, 기름진 멜로
더스토리웍스		277	6	30	10	40	흉부외과, 리턴, 시크릿 마더, 닥터탐정, 시크릿 부티크
HB엔터		238	8	268	92	360	스카이 캐슬, 검법남녀2, 러블리 호러블리, 빅이슈
김종학프로덕션		213	-11	178	90	268	해치, 나인룸, 마녀의 사랑, 황금정원, 웰컴2라이프
스튜디오앤뉴		257	-13	25	87	113	보좌관, 미스 함무라비, 뷰티 인사이드, 우아한 친구들
에이스토리		465	12	128	67	195	킹덤1/2, 시그널 1/2, 우리가 만난 기적, 추리의 여왕 시즌2
로고스필름		-	-	-	-	-	무법변호사, 크로스, 유령을 잡아라
이매진아시아	036260	262	-39	253	67	319	제3의 매력, 이리와 안아줘
슈퍼문픽쳐스		-	-	-	-	-	복수가 돌아왔다, 이별이 떠났다
몽작소		-	-	-	-	-	내 뒤에 테리우스, 훈남정음

자료: DART, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 옥수수 오리지널 드라마: 숫자녀 계숙자

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 옥수수 오리지널 예능: 레벨업 프로젝트 & 엑.사.세

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

콘텐츠 확보 위한 소수지분 투자도 多

트레져헌터, 메이크어스 지분 보유 & 위지윅스튜디오 협업기회 모색

동사가 보유 중인 미디어/콘텐츠 관련 소수주주 지분으로는 트레져헌터 지분 5%, 메이크어스 지분 5% 등이 대표적이다. 이들은 각각 MCN과 엔터 사업을 영위하고 있으며, 동사는 콘텐츠 확보 차원에서 이들 기업에 대한 투자를 단행한 것으로 알려진다.

최근에는 VFX 기업 위지윅스튜디오와도 JV 설립을 포함한 5G 콘텐츠 관련 사업협력 방안에 대해 언론 상 언급된 바 있다. 위지윅스튜디오는 5G VR 콘텐츠 제작, 스크린 X 콘텐츠 공급 등에 특화되어 있어 동사 콘텐츠 밸류체인에 있어 직간접적인 필요성은 상당할 것으로 판단된다.

그림17 메이크어스(지분 9% 보유)의 콘텐츠 브랜드 딩고

자료: SK텔레콤, 메이크어스, 이베스트투자증권 리서치센터

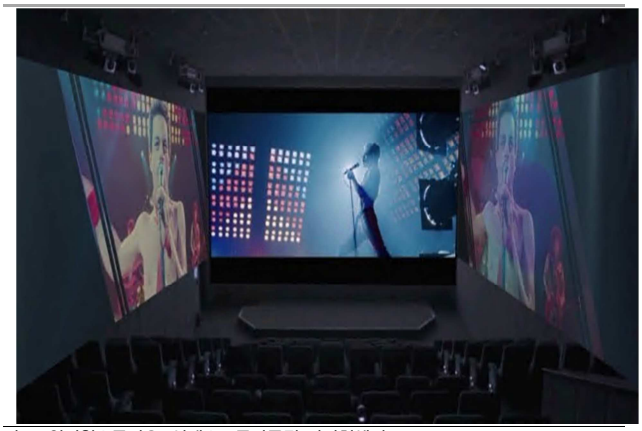
그림18 트레져헌터(지분 5% 보유): 2020년 IPO 추진

자료: SK텔레콤, 트레져헌터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 SK 텔레콤 5G VR 기기向 콘텐츠

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 위지윅스튜디오의 스크린 X 콘텐츠



자료: 위지윅스튜디오, 이베스트투자증권 리서치센터

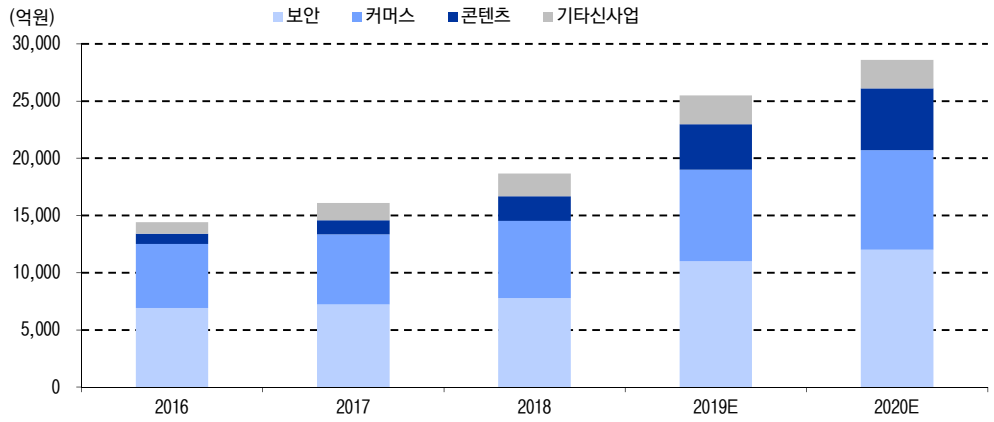
SK텔레콤에 있어 콘텐츠 사업의 중요성

콘텐츠 사업 매출 2017년 1,200억원 → 2020년 5천억원 상회

SK텔레콤 탈통신 사업은 보안, 커머스, 콘텐츠, 플랫폼이 핵심을 이룬다. 이 중 보안, 커머스는 현재 이익에 기여 중이며 매출 규모도 크다. 반면, 콘텐츠와 플랫폼은 성장률은 좋지만 매출이 작고 수익성도 상대적으로 나쁘다. 그럼에도 동사는 콘텐츠의 전 밸류체인에 공격적인 투자를 감행하고 있다.

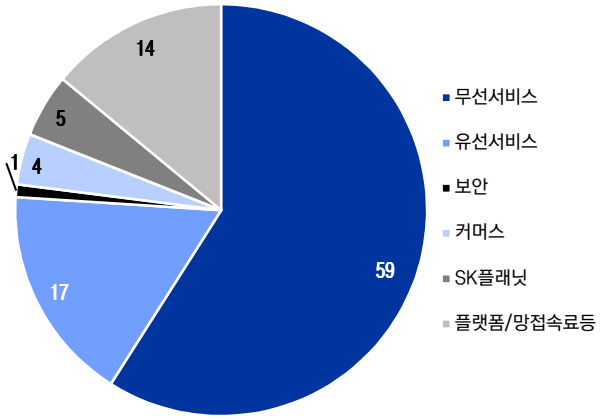
이런 의사결정에는 멜론을 키워냈던 자신감을 바탕으로 규모의 경제가 시현되는 시점을 넘어가면, 적정 수익성 확보와 전사 성장성에 기여할 만큼의 매출 규모에 대한 확신이 깔려 있는 것으로 볼 수 있다. 2017년 1,200억원 규모였던 콘텐츠(WAVVE, 음원, 미디어렙) 사업 매출액은 2020년 5천억원을 상회할 것으로 전망된다.

그림21 SK 텔레콤 탈통신 사업 연간 매출액 전망



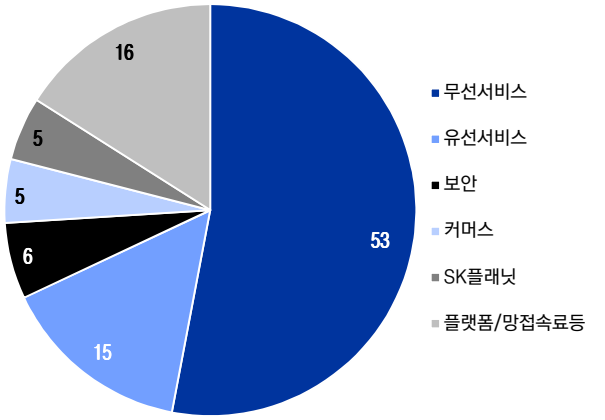
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 사업부문별 영업수익 비중(2018 년)



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 사업부문별 영업수익 비중(2020 년)



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

현재의 왕좌 CJ에 도전한다

OTT/음원은 경쟁 가능하지만, 콘텐츠/광고시장 영향력 비교 불가

SK텔레콤의 콘텐츠 밸류체인 상 기업들을 CJ그룹 동종기업과 비교하는 것은 초심자와 베테랑을 비교하는 것과 다르지 않습니다. 그럼에도 자본력과 의지를 갖춘 SK텔레콤이 콘텐츠 분야별로 탑티어와의 갭이 얼마인지, 그리고 갭이 커서 추가 M&A가 필요한 분야가 있는지 살펴보는 것은 중요하다고 판단됩니다.

우선, OTT와 음원 플랫폼은 1위 사업자와 대등한 경쟁이 가능할 정도로 상당히 빠르게 격차를 줄인 것으로 보여집니다. WAVVE OTT는 국내 경쟁이통사 OTT, 티빙, 왓챠와는 이미 체급과 콘텐츠 제공 영역에서 차이가 나는 상태로 넷플릭스를 추격하는 것이 과제입니다. 한편, 음원 플랫폼 FLO도 최근 시장점유율 20%로 사상 최고치에 달하며 2위와의 격차를 5%p로 좁힌 상황입니다.

반면, 콘텐츠 제작/유통과 광고 시장 영향력은 1위 기업 CJ와의 격차가 크다고 판단됩니다. 아직 SK텔레콤은 옥수수를 통해 웹드라마, 웹예능 정도를 제작한 경험밖에 없는 반면, CJ ENM은 자회사 스튜디오드래곤을 중심으로 한국 드라마 편성편수의 30% 이상, 총제작비의 40~50%를 차지하고 있기 때문입니다. SK텔레콤이 최대주주로 올라서는 WAVVE OTT를 통해 3천억원의 실탄을 대부분 텐트폴 드라마 제작에 쏟아부으며 본격적인 추격전이 시작될 전망입니다.

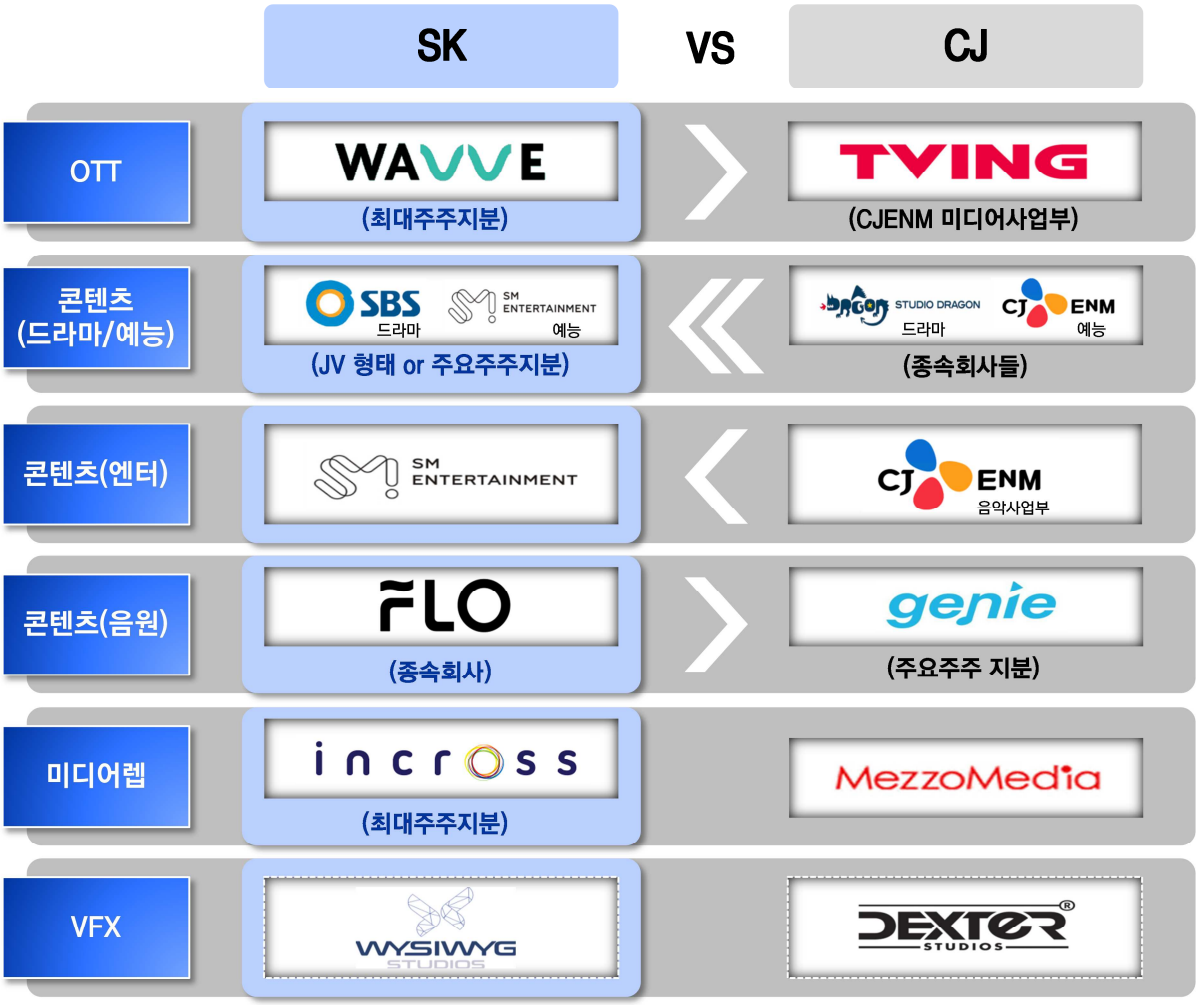
SK텔레콤: 부족한 부분은 있지만 진영은 갖추었다!

OTT, 음원, 미디어렙, 그리고 콘텐츠 제작/유통까지

SK텔레콤의 콘텐츠 밸류체인 내 기업들을 살펴 보면 선수들은 각 포지션마다 채워져 있는 모습으로 판단된다. 다만, 연결종속회사 형태 외 주요주주로서의 지분 인수, 합작 투자, 단순 사업파트너 등 다양한 방법으로 밸류체인을 구성하고 있는 점이 특이하다. 이는 CJ그룹이 CJ ENM과 핵심 자회사 스튜디오드래곤을 중심으로 대부분의 콘텐츠 사업을 집중적으로 영위하는 것과 다른 점이다.

큰 틀에서 보면 SK텔레콤은 OTT(WAVVE)와 음원(FLO)에서는 각각 티빙, 지니뮤직과의 경쟁에서 우위를 점할 수 있는 여건에 놓여 있다고 판단된다. 그리고 미디어렙도 하반기부터의 본격 성장 과제가 있지만 규모나 수익성 면에서 메조미디어에 크게 뒤쳐지지는 않는다. 그러나 콘텐츠 제작/유통의 경우 동사는 아직 걸음마 단계로 판단된다.

그림24 SK 텔레콤 대 CJ 콘텐츠 밸류체인 분야별 비교



자료: SK텔레콤, CJ ENM, DART, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

OTT, 음원, 미디어렙 해 볼만한 싸움 → 콘텐츠는 걸음마 단계

WAVVE의 성공 여부에 따라 SK텔레콤 콘텐츠 전략 성패 좌우

SK텔레콤 콘텐츠 군단의 진영은 갖추어졌다. 이제는 본격적인 전투에 임할 차례이며 필요시에는 추가 M&A 가능성도 상존하는 것으로 판단된다. 그 선봉에 WAVVE OTT가 있다고 보여지며, 여기에 동사 콘텐츠 전략 성패가 걸려있는 만큼 사활을 걸고 외형 확대에 전력투구할 것으로 예상된다.

동사는 5G가 급속 확산되는 현재의 시장 환경에서 과금사업자 이점을 십분 활용하여, OTT와 음원을 중심으로 공격적인 프로모션을 4분기까지 이어갈 계획이다. 유료가입자 수의 단기 급증 → WAVVE 오리지널 텐트폴 드라마 제작 → 추가 가입자 유치의 선순환 진입 → 단기 매출성장 자극과 중장기 수익성 도모의 사이클을 예상한다.

표4 SK 텔레콤 대 CJ 그룹 콘텐츠 밸류체인 비교

SKT 진영 기업명		항목		CJ 진영 기업명
콘텐츠연합플랫폼 (WAVVE)	1,423억원	연매출(2018)	500억원 내외	CJ ENM (TVING)
	120만명	유료가입자(2019.6)	70만명	
	476만명	MAU(2019.6)	82만명	
	지상파, 케이블/종편	주요 콘텐츠	케이블/종편	
	SKT 30%, 지상파 70%	주주 구성	미디어 사업부	
드림어스컴퍼니 (FLO)	1,378억원	연매출(2018)	1,714억원	지니뮤직 (Genie)
	177만명	MAU(2019.06)	228만명	
	19.7%	시장점유율(6월)	25.3%	
	FLO 33%, 유통/MD 45%	매출 구성	지니 80%, 유통 20%	
	SKT 52.4%, SM 15.6%	주주 구성		
인크로스	358억원	연매출(2018)	451억원	메조미디어
	86억원	순이익(2018)	49억원	
	16%	캡티브 매출 비중	6%	
	SKT 34.6%	주주 구성	CJ ENM 51%	
SBS	9,530억원	연매출(2019E)	4,807억원	스튜디오드래곤
	97억원	영업이익(2019E)	503억원	
	210억원	순이익	442억원	
	배가본드, 더 킹	'19E/20E 기대작	사랑의 불시착, 시그널2	
SM	6,457억원	연매출(2019E)	3,694억원	CJ ENM
	314억원	영업이익(2019E)	219억원	
	EXO, TVXQ, 레드벨벳	주요 아티스트	아이즈원, X1	
	554만장/293만명	음반/음원/모객	275만장/49만명	
위지윅스튜디오	236억원	연매출	392억원	덱스터
	50억원	영업이익	21억원	
	47억원	순이익	28억원	
	25%	최대고객사 매출비중	27%(CJ)	

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

WAVVE 대 TVING : 외형, 내실, 성장성 모두 WAVVE 우위

1)매출 3배 규모, 2)지상파 공급 차별화, 3)5G 연계 마케팅 가능

WAVVE의 근간이 되는 POOQ과 TVING은 2010년대 초반부터 서비스를 이어 온 한국 1세대 OTT다. WAVVE로 통합을 앞둔 OTT는 티빙과의 비교시 MAU, 유료가입자수, 연매출, 국내 제휴 콘텐츠 범위, 오리지널 콘텐츠 유무 등 거의 모든 면에서 우위를 점한 것으로 판단된다.

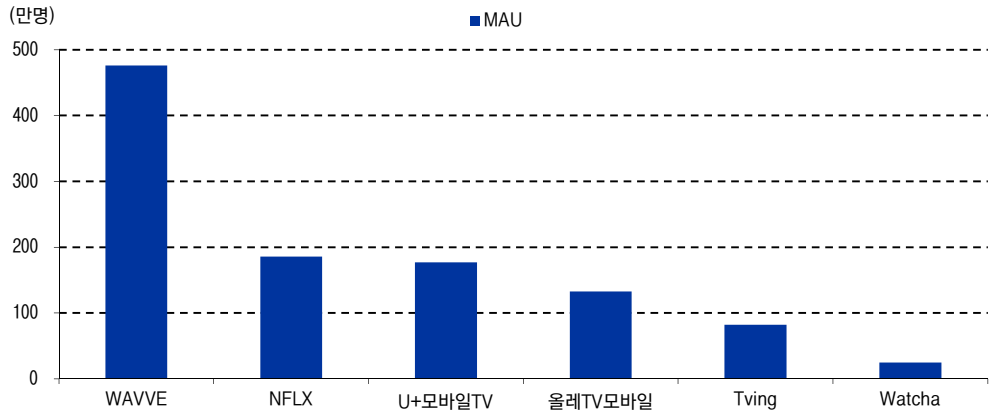
우선 MAU는 7월 기준 WAVVE가 476만명(단순합산기준), 넷플릭스가 186만명, U+모바일TV 177만명, 올레TV모바일 133만명, 티빙 82만명, 왓챠 25만명을 크게 압도한다. 유료가입자수도 120만명 이상을 기확보한 것으로 추산되어, 184만명의 넷플릭스를 이어 국내 2위 자리를 확고하게 굳힌 것으로 판단된다. 연매출도 WAVVE가 2018년 1,423억원으로 티빙의 3배 규모에 육박하는 것으로 파악된다.

표5 국내 주요 OTT 플랫폼 비교

	WAVVE	넷플릭스	티빙	왓챠플레이	올레tv모바일	U+비디오포털
월정액요금	POOQ 6,900원 옥수수 3,000원	9,500~14,500원	5,900원	4,900원	5,500원	3,300원
VOD – 지상파	O	△	X	X	△	X
– 종편	O	△	O	X	O	O
– CJ	O	△	O	X	O	O
실시간-지상파	O	X	X	X	X	X
– 종편	O	X	O	X	O	O
– CJ	O	X	O	X	O	O
오리지널 콘텐츠	O	◎	X	X	△	X
영화	O	O	O	O	O	O
해외 콘텐츠	O	◎	X	O	O	O

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 국내 OTT MAU 비교 (2019년 7월)



자료: 코리안클릭, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

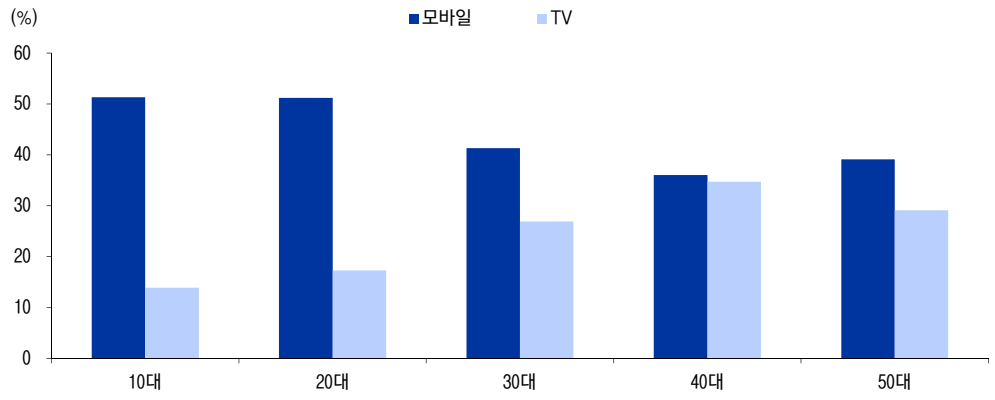
WAVVE 대 TVING: 오리지널 콘텐츠 다수 공급한 WAVVE

120여 편의 오리지널 콘텐츠 제작 경험 갖춘 WAVVE

모바일로 지상파 콘텐츠를 실시간 또는 VOD로 보는 방법은 이제 WAVVE뿐이다. 물론 WAVVE는 지상파 3사뿐만 아니라, CJ계열 케이블과 종편 콘텐츠도 제공한다. 이는 국내 콘텐츠를 기반으로 하는 OTT들 가운데서는 단연 압도적이다. 2018년 메조미디어의 디지털 동영상 이용행태 조사에 따르면 이미 10~20대의 경우 동영상 시청시간의 50%가 모바일, 30~40대의 경우도 40% 전후를 차지하고 있다.

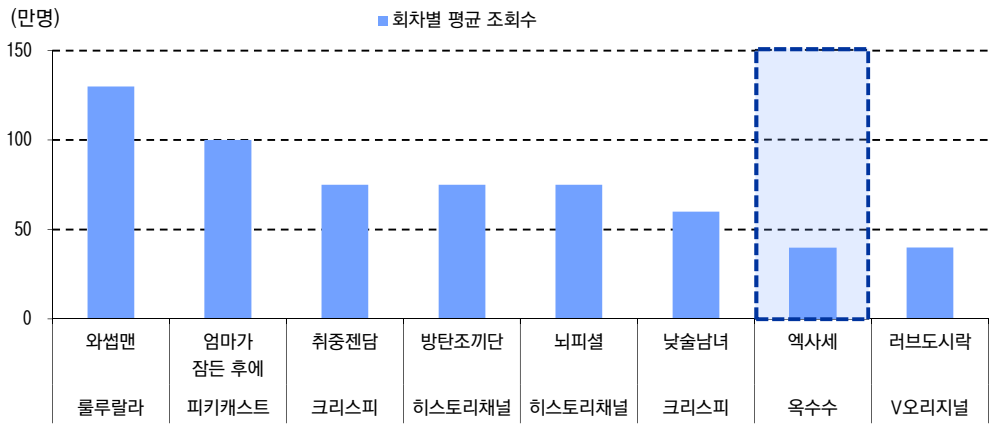
오리지널 콘텐츠 경험에서도 WAVVE가 티빙을 앞서는 것으로 판단한다. 모회사 레벨에서의 주류 콘텐츠 제작역량은 SK텔레콤은 CJ ENM에 비교조차 될 수 없는 열위에 있다. 그러나 OTT 오리지널 콘텐츠로 국한하면 WAVVE는 옥수수 시절부터 누적 120여편에 달하는 드라마/예능을 제작하여 방영한 경험이 있다. 티빙의 경우 아직은 오리지널 콘텐츠보다는 강력한 모채널 콘텐츠를 실어 나르는 역할에 집중하고 있다.

그림26 연령별 동영상 모바일/TV 시청 비중 (2018 년)



자료: 메조미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 웹콘텐츠 시장에서 자체 플랫폼 경쟁력을 보유한 옥수수 오리지널



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

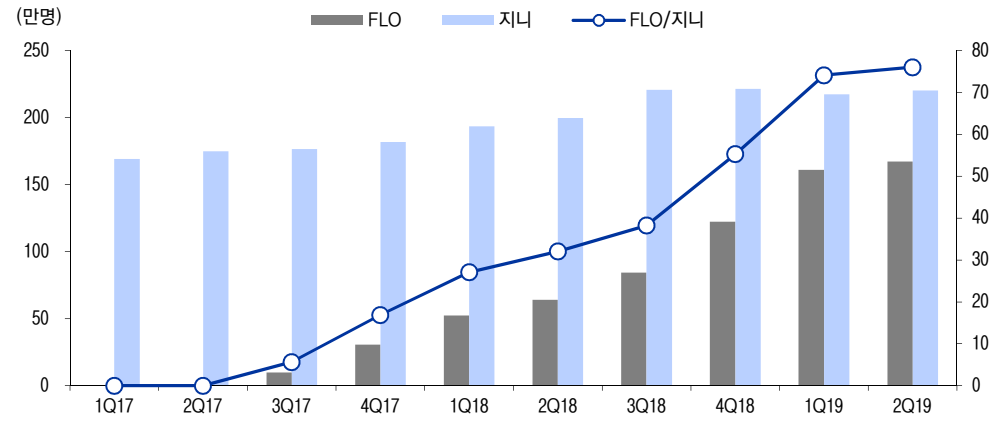
FLO 대 지니 : 과금 사업자 이점 활용해 양사 모두 MAU 성장

성장성은 FLO가 더 높은 상황, 매출 규모나 수익성은 지니가 앞선 상태

드림어스컴퍼니는 SK텔레콤의 연결종속회사로서 주요 사업은 FLO 운영, 음반/음원 유통, MD사업 등으로 이루어져 있다. 한편, 지니뮤직은 KT, LGU, CJ ENM이 핵심 주주로 참여하고 있는 음원플랫폼 단일사업기업이다. 현재 점유율이나 시장지위는 지니뮤직이 앞서지만, 가입자 성장세나 5G 연계 프로모션 강도는 FLO가 탁월한 상황으로 판단된다.

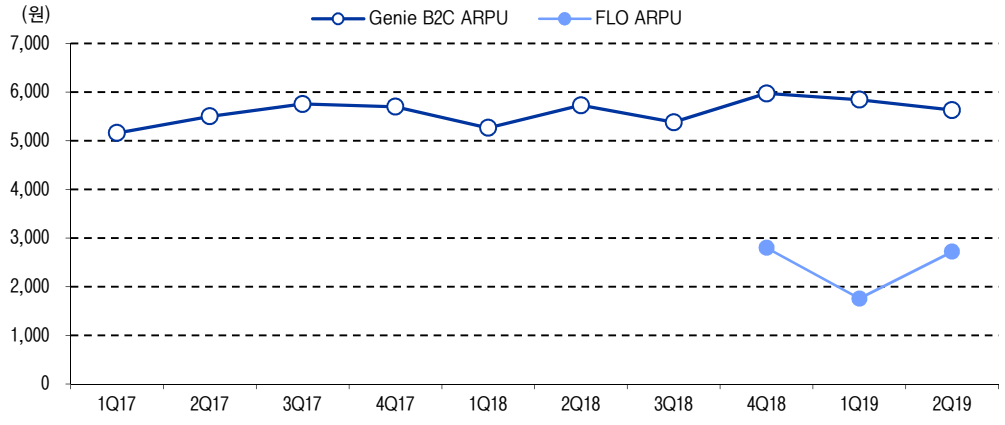
현재 음원 시장은 유튜브 뮤직을 비롯한 글로벌 플랫폼 공습으로 퓨어 음원서비스 플랫폼시장은 위축되는 가운데, 비과금 사업자 멜론이 유의미하게 순이용자수가 감소하고 FLO와 지니는 같이 순이용자수가 최근 6개월 동안 증가했다. 이들의 공통점은 과금사업자라는 점이고, 이들의 경쟁우위는 상당 기간 지속될 가능성이 높다.

그림28 FLO 대 지니 분기별 MAU 추이



자료: 코리안클릭, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 FLO 대 지니 ARPU 추이



자료: 드림어스컴퍼니, 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터

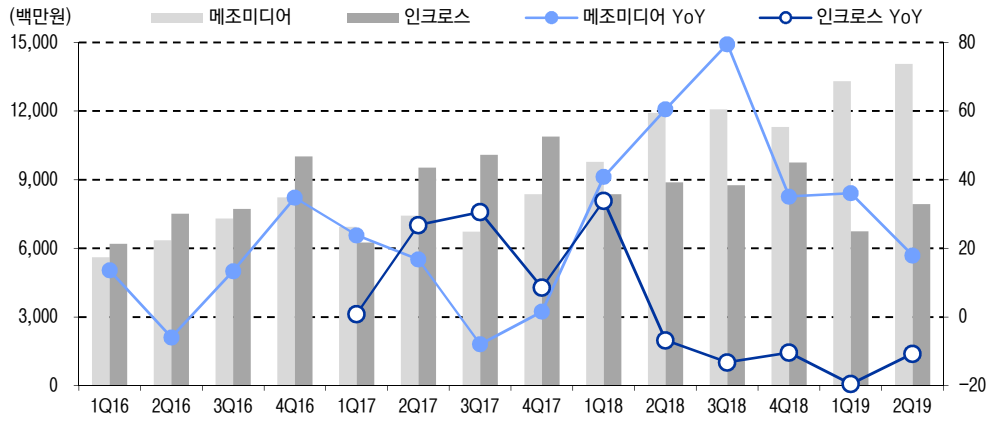
인크로스 대 메조미디어 : 성장성은 메조, 수익성은 인크로스

SKT 최대주주 변경으로 성장 기대감 점증하는 인크로스

인크로스와 메조미디어는 매출액, 성장성 규모에서 메조미디어가 확고한 우위를 점하고 있다. 메조미디어는 2018년 한 해만 매출액이 50% 이상 성장하며 최근 3년간 연평균 성장률 25%를 기록하고 있으며, 작년 매출액은 451억원을 기록했다. 캡티브 매출비중은 6%로 낮은 편으로, CJ ENM의 연결종속회사지만 외부 고객을 중심으로 성장하고 있는 것으로 판단된다.

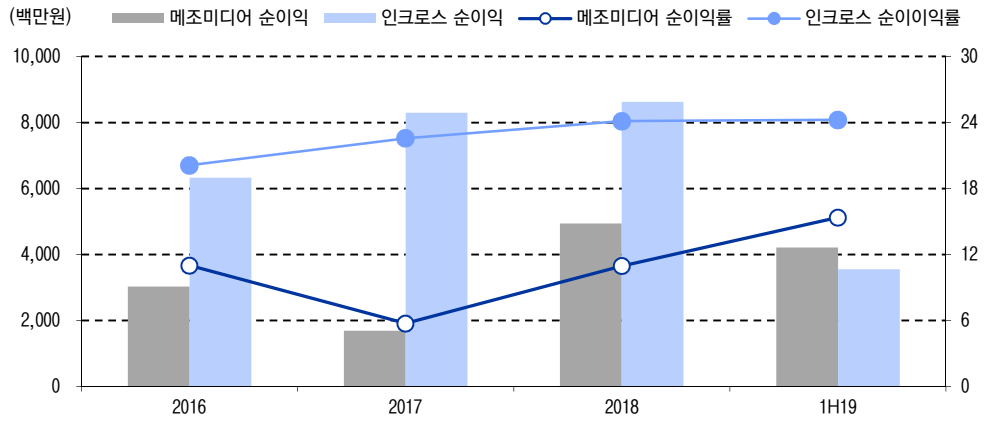
한편, 인크로스는 작년 매출액 358억원, 올해 예상 매출액은 422억원으로 최근 3년간 외형은 연평균 10.3%로 성장하여 왔다. 그러나 동사는 수익성 측면에서는 메조미디어를 큰 폭으로 상회하고 있다. 최근 3년간 순이익률은 22~24%가 안정적으로 유지되고 있어 메조미디어의 15%를 크게 상회하고 있다.

그림30 인크로스 대 메조미디어 매출액 & YoY 추이



자료: 인크로스, CJ ENM, 메조미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 인크로스 대 메조미디어 순이익률 추이



자료: 인크로스, CJ ENM, 메조미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

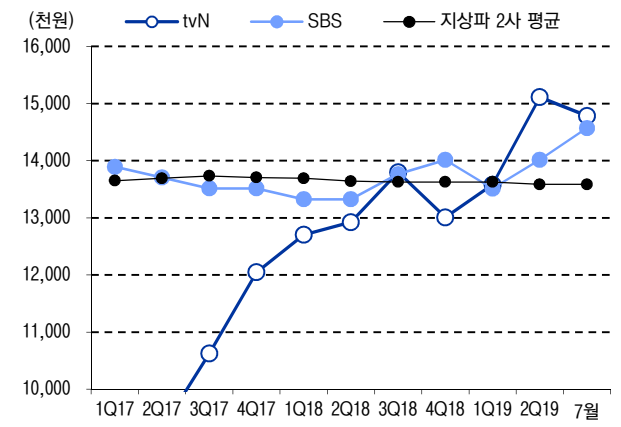
SBS 대 tvN : tvN의 역전 후 굳히기에 지상파 중 SBS만 항전

예능 강점을 바탕으로 광고단가 인상 & 드라마는 전략적 유연함 추구

직접적인 지분관계가 있는 것은 아니지만, SK텔레콤의 콘텐츠 전략에서 지상파 3사의 역할이 중요한 점은 주지의 사실이다. 그 중에서도 유일하게 광고단가 인상을 포함하여 능동적으로 대처하는 사업자가 바로 SBS다. tvN을 중시으로 하는 CJ 계열 채널 대비 예능은 경쟁우위, 드라마는 경쟁열위에 있는 것으로 판단된다.

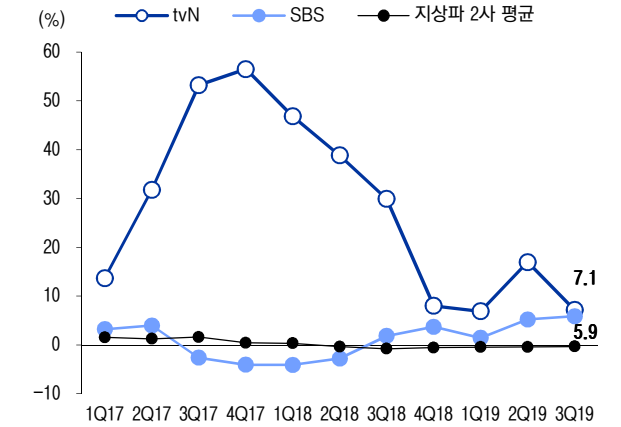
도깨비, 미스터션샤인으로 지상파와의 광고단가 격차를 줄여 온 tvN은 올해 2분기 아스달연대기를 기하여 지상파를 절대 단가로도 넘어선 상태다. 이에 SBS는 2분기부터 핵심 예능 단가를 10%씩 인상하며 대응하고 있으며, 7월에는 금토극 광고단가도 10% 인상하며 추격 중이다. 금토극은 의사요한(지성), 배가본드, 김은숙 신작으로 이어지며 프라임 슬롯으로 자리잡을 전망이다. 한편, tvN도 상대적으로 부진했던 예능에 대한 투자를 강화하고 있다.

그림32 SBS 대 tvN 프라임타임 광고단가 추이



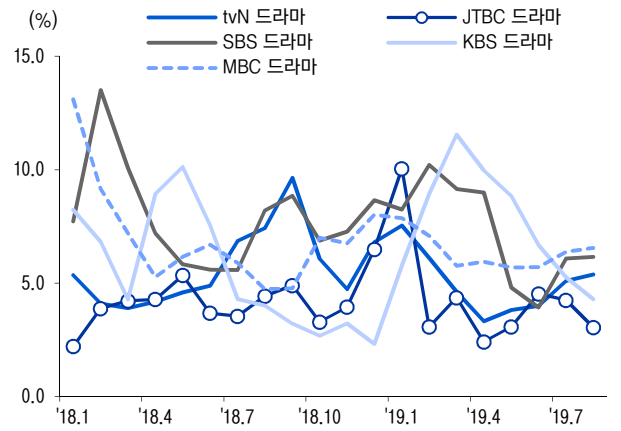
자료: CJ ENM, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 SBS 대 tvN 광고단가 YoY 추이



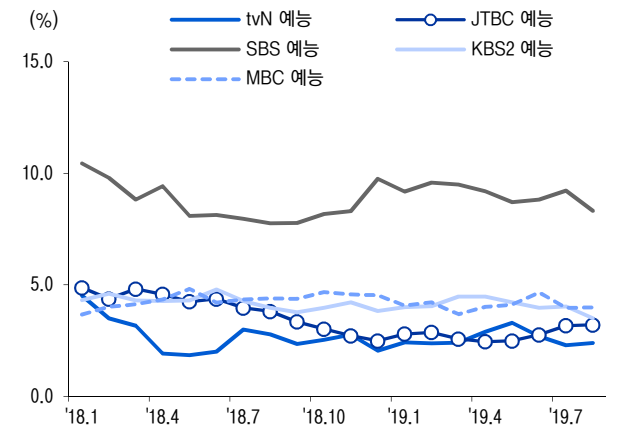
자료: CJ ENM, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 SBS 대 tvN 드라마 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 SBS 대 tvN 예능 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

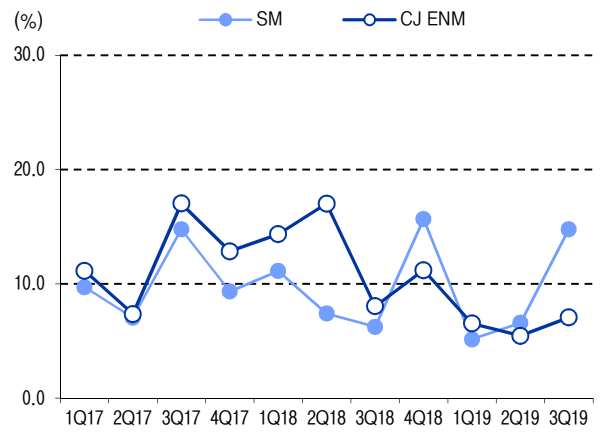
SM 대 CJ : SM 우위지만 플랫폼 강점 앞세워 추격하는 CJ

대표 아티스트 퍼포먼스는 대등한 수준까지 따라온 CJ ENM

SK텔레콤은 SM C&C 지분투자를 통해 간접적으로 SM과 관계를 맺고 있으며, 사업적으로는 SM 소속 아티스트들이 출연하는 예능을 다수 옥수수로 공급받았으며, 콘서트 MD, 음반/음원 유통은 자회사 드림어스컴퍼니를 통해 영위하고 있다.

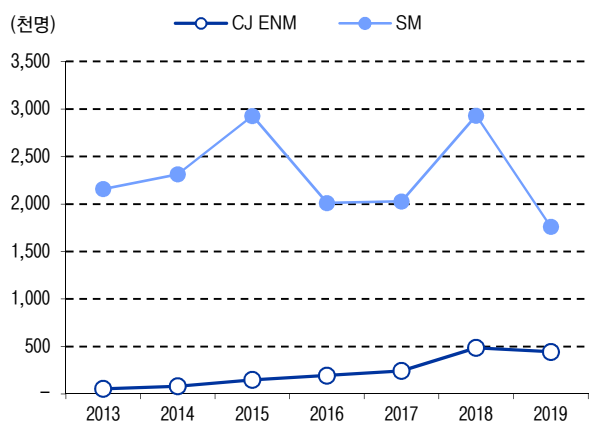
전통의 연예기획사 SM과 신생 CJ ENM을 직접 비교하는 것은 무리가 있지만, SM이 최근 아이돌 트렌드를 아웃퍼폼하지는 못하는 상황에서 주포가 주춤하는 상황이라면 CJ ENM은 플랫폼 강점을 앞세워 아이즈원을 대히트시키고 X1 데뷔까지 고척돔에서 앞두고 있는 기세다. 아이즈원과 레드벨벳은 올해 예상 음반판매량과 콘서트 모객수에서 모두 아이즈원이 앞설 것으로 예상된다.

그림36 SM 대 CJ ENM 음반/음원 시장점유율 추이



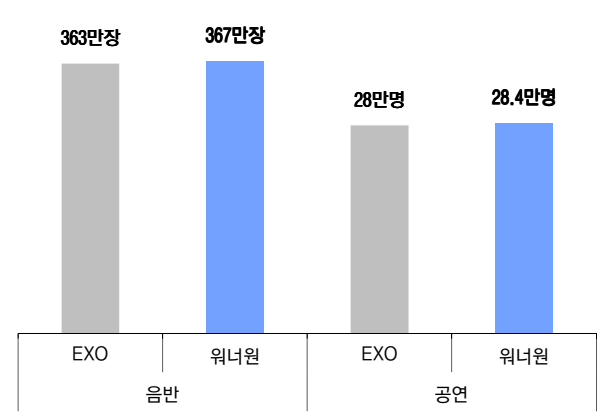
자료: 가온차트, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 SM 대 CJ ENM 공연모객수 추이



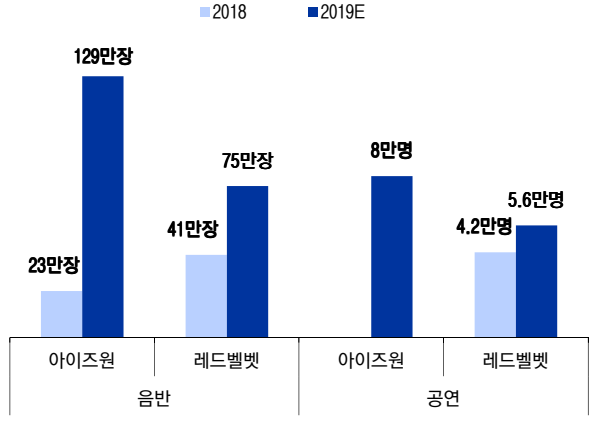
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 워너원 대 EXO (2017.08~2019.01)



자료: 가온차트, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 아이즈원 대 레드벨벳



자료: 가온차트, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

SK 텔레콤 (017670)	28
CJENM (035760)	33
스튜디오드래곤 (253450)	38
SBS (034120)	43
인크로스 (216050)	49
드림어스컴퍼니 (060570)	54
지니뮤직 (043610)	58
덱스터 (206560)	62
위지윅스튜디오 (299900)	65

Universe

종목명	투자판단	목표주가
SK 텔레콤	Buy (유지)	350,000 원(유지)
CJENM	Buy (유지)	260,000 원(유지)
스튜디오드래곤	Buy (유지)	85,000 원(유지)
SBS	Buy (유지)	25,000 원(유지)
인크로스	Buy (유지)	28,500 원(유지)
드림어스컴퍼니	NR	NR
지니뮤직	NR	NR
덱스터	NR	NR
위지윅스튜디오	NR	NR

SK 텔레콤 (017670)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

WAVVE의 물결까지 앞으로 27일

Analyst **김현용**
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 350,000 원
현재주가 237,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

9월 WAVVE 출범 & 기관투자 유치 → 이르면 4분기 드라마 제작 개시

통합 OTT WAVVE가 9월 18일 출범을 앞두고 있다. 명실상부 국내 1위 플랫폼으로 넷플릭스의 유일한 대항마로 평가된다. 출범과 거의 동시에 기관투자자 자금 2천억원이 유입될 것으로 알려지고 있어, 총 3천억원의 실탄을 갖고 태동하게 된다. 동 자금을 바탕으로 이르면 4분기부터 드라마 제작을 위한 투자를 단행할 전망이며, 자체 플랫폼을 갖춘 콘텐츠 제작사로 시장 주류에 빠르게 편입될 것으로 예상한다.

본업 부진 가운데 ARPU는 상승전환, 그리고 탈통신 700억원대 증익

동사 2분기 실적은 영업수익 4조 4,370억원(YoY +6.8%), OP 3,228억원(YoY -6.9%)으로 최근 불거진 5G 마케팅 과열 우려에도 시장기대치(3,199억원)를 충족하는 호실적을 기록했다. 무선서비스 수익이 2.44조원(YoY -2.5%)으로 전년동기 대비 감소율이 줄며 7개 분기만에 전분기비 소폭 반등했다. ARPU도 30,755원으로 전분기비 +0.4% 증가했다. 별도 감익 폭은 930억원으로 여전히 컸지만 보안과 커머스에서만 710억원 증익을 달성하며 시장기대치를 충족시키는데 성공했다.

5G 연계 마케팅으로 WAVVE와 FLO 가입자 모집 가속화

5G 서비스는 당초 시장 예상보다 빠른 속도로 보급되고 있다. 상용화 4 개월이 된 8 월초 가입자수 200 만명을 넘어 8 월 21 일 기준 240 여만명(SKT 100 만명)으로 순항하고 있으며, 연내 400 만명 돌파가 충분해 보인다. 동사는 급증하는 5G 가입자와 연계하여 WAVVE 와 FLO 에 대한 무료 프로모션을 연말까지 진행할 예정이어서, 양 플랫폼의 가입자 순증은 경쟁사를 압도할 가능성이 높다.

목표주가 35만원 유지하며, 통신주 최선호주 제시

SK텔레콤에 대해 투자의견 매수, 목표주가 35만원으로 각각 기존의 의견과 목표가를 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 5G 확산에 따른 무선실적 개선, 탈통신 증익기조, 그리고 9월 WAVVE 출범과 함께 본격화되는 콘텐츠 투자로 요약된다. 공통된 시장 호재인 5G 모멘텀과 동사만의 차별화 포인트인 탈통신 가속화, 그리고 배당매력도까지 더해져 있어 동사를 통신주 최선호주로 매수 추천한다.

Stock Data

KOSPI (8/23)		1,948.30 pt
시가총액		191,367 억원
발행주식수		80,746 천주
52 주 최고가/최저가		289,500 / 229,000
90 일 일평균거래대금		399.77 억원
외국인 지분율		39.4%
배당수익률(19.12E)		4.2%
BPS(19.12E)		303,072 원
KOSPI 대비	1 개월	-0.8%
	6 개월	3.5%
	12 개월	7.7%
주주구성	SK 외 4 인	26.8%
	SK 자사주	11.0%
	국민연금공단	10.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	17,520	1,537	3,403	2,658	32,198	55.1	4,784	8.3	5.7	1.2	15.4
2018	16,874	1,202	3,976	3,132	38,785	20.5	4,441	6.7	5.7	0.9	15.6
2019E	17,677	1,367	3,522	2,888	35,771	-7.8	4,422	6.5	4.9	0.8	12.3
2020E	18,904	1,478	3,033	2,487	30,798	-13.9	4,346	7.5	4.6	0.7	9.8
2021E	19,811	1,591	3,125	2,563	31,739	3.1	4,320	7.3	4.3	0.7	9.5

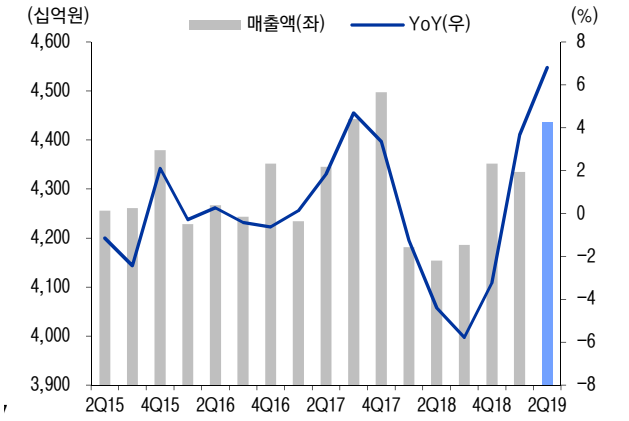
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2분기 실적 Review

동사 2분기 실적은 영업수익 4조 4,370억원(YoY +6.8%), 영업이익 3,228억원(YoY −6.9%)으로 최근 불거진 5G 마케팅 과열 우려에도 시장기대치(3,199억원)를 충족하는 호실적을 기록했다. 무선서비스 수익이 2.44조원(YoY −2.5%)으로 전년동기대비 감소율이 줄며 7개 분기만에 전분기비 소폭 반등했다. ARPU도 30,755원으로 전분기비 +0.4% 증가했다. 별도 감익 폭은 930억원으로 여전히 컸지만 보안과 커머스에서만 710억원의 증익을 달성하며 시장기대치를 충족시키는데 성공했다.

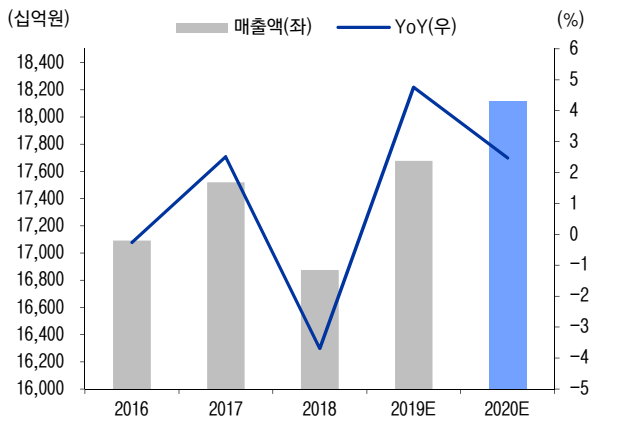
동사 금번 실적의 주안점은 1) 7%에 달했던 높은 매출성장률, 2) 별도의 감익을 탈통신 710억원 증익으로 메이크업한 점으로 요약된다. 5G 가입자수가 53만명에 달하며 ARPU 반등에 성공했고, 전분기에 이어 탈통신 사업에서 큰 폭의 증익을 달성했다. 하반기 IPTV 업황 둔화를 감안하더라도 동사는 3사 중 유일하게 의미 있는 규모로 콘텐츠와 모바일 플랫폼에 투자하고 있어, 신규 수익원의 실적 기여가 압도적으로 빠를 전망이다.

그림40 분기별 매출액 및 YoY 성장률



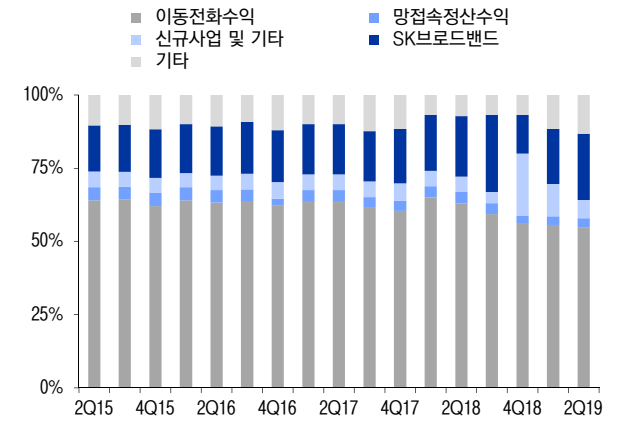
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 연간 매출액 및 YoY 성장률



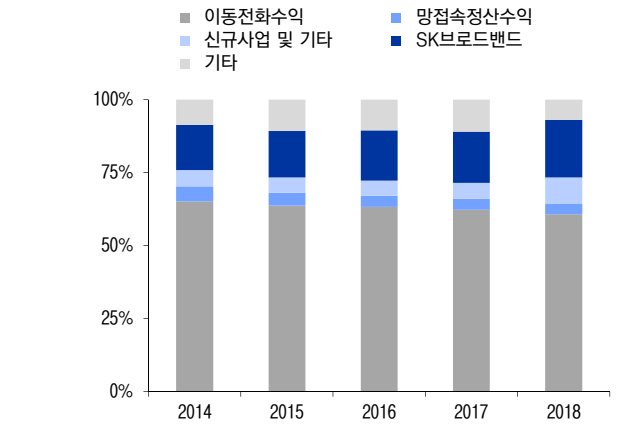
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 분기별 사업부문별 매출 구성 추이



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 연간 사업부문별 매출 구성 추이



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년은 5G와 콘텐츠 효과로 본업 & 탈통신 동반 고성장 전망

2020년 매출액은 18.9조원(YoY +6.9%), 영업이익 1.48조원(YoY +8.1%)으로 외형과 이익 모두 한자리 후반의 고성장을 기록할 전망이다. 우선, 5G 보급 가속화로 내년 1분기 5G 가입자 비중 10% 돌파와 ARPU의 YoY 반등, 그리고 이에 따른 무선 실적 개선이 예상된다. 아울러 탈통신 사업도 콘텐츠가 5,400억원(YoY +35.6%)으로 매출이 급증하며 전체로도 매출액은 2.86조원(YoY +12.2%)으로 매출비중 15%에 달하며 전사 성장에 크게 기여할 것으로 예상한다.

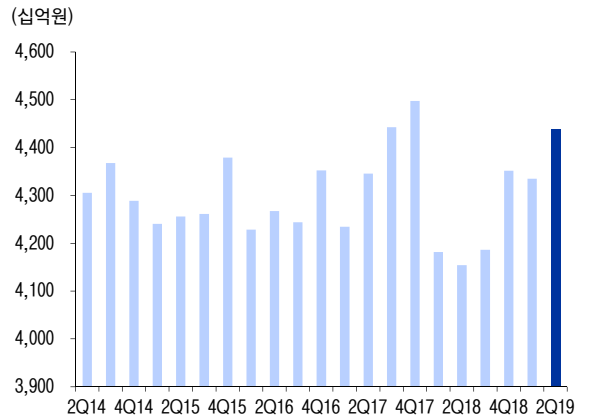
탈통신 사업은 이제 동사의 성장성과 이익 방향성을 가늠하는데 있어 필수요소가 되고 있다는 판단이다. 보안, 커머스는 큰 폭의 증익을 수반하며 절대이익으로 기여하고 있고, 콘텐츠와 플랫폼은 당장의 이익은 안 되지만 매출액 고성장과 시장지배력 확대를 통해 중장기 수익성을 도모하고 있다. 최근 WAVVE OTT뿐만 아니라 T맵, T맵 택시, T맵 주차장 등 플랫폼 사업도 공격적인 마케팅을 펼치고 있다.

표6 SK 텔레콤 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	**4,182**	**4,154**	**4,186**	**4,352**	**4,335**	**4,437**	**4,386**	**4,519**	**17,520**	**16,874**	**17,677**	**18,904**
이동전화수익	2,569	2,498	2,480	2,450	2,410	2,440	2,535	2,664	10,865	9,997	10,049	10,564
망접속정산수익	151	156	152	158	151	156	152	158	625	617	617	611
신규사업 및 기타	269	288	278	253	269	288	308	303	979	1,088	1,168	1,309
SK브로드밴드	751	767	798	879	817	851	831	888	3,050	3,195	3,387	3,354
기타	442	446	478	612	688	702	560	506	2,003	1,978	2,456	3,066
영업비용	**3,856**	**3,807**	**3,882**	**4,126**	**4,012**	**4,114**	**4,012**	**4,172**	**15,983**	**15,671**	**16,310**	**17,426**
종업원급여	550	536	538	665	691	699	688	701	1,967	2,289	2,779	2,950
지급수수료 및	1,262	1,217	1,266	1,258	1,274	1,256	1,215	1,194	5,486	5,003	4,939	5,341
광고선전비	100	111	120	138	86	105	103	146	522	469	440	468
감가상각비	824	807	807	846	932	971	817	752	3,248	3,284	3,472	3,503
망접속정산비용	215	219	212	162	189	188	216	203	875	808	796	863
전용회선료	42	40	41	35	38	35	51	37	193	158	161	186
전파사용료	39	36	39	38	33	31	44	43	151	152	151	173
상품매출원가	411	399	418	568	377	440	470	553	1,886	1,796	1,840	1,997
기타영업비용	414	443	441	417	392	389	408	543	1,928	1,715	1,732	1,945
영업이익	**325**	**347**	**304**	**225**	**323**	**323**	**374**	**347**	**1,537**	**1,202**	**1,367**	**1,478**
영업이익률(%)	**7.8**	**8.4**	**7.3**	**5.2**	**7.5**	**7.3**	**8.5**	**7.7**	**8.8**	**7.1**	**7.7**	**7.8**

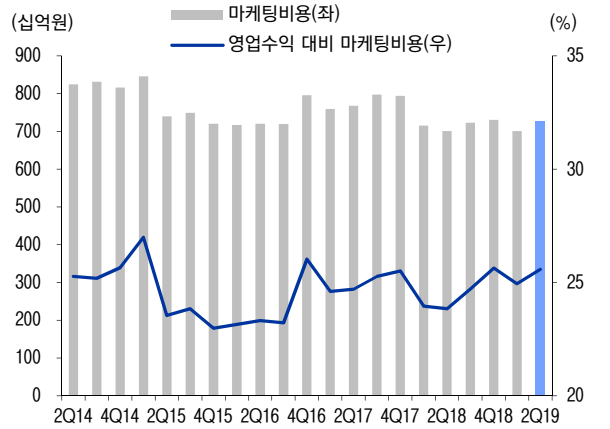
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 분기별 매출액 (연결기준)



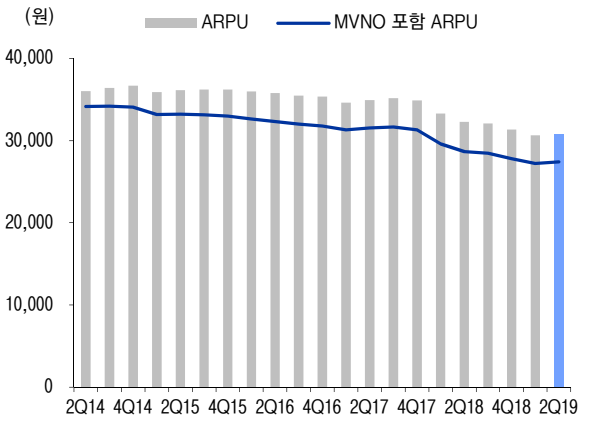
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 분기별 마케팅 비용



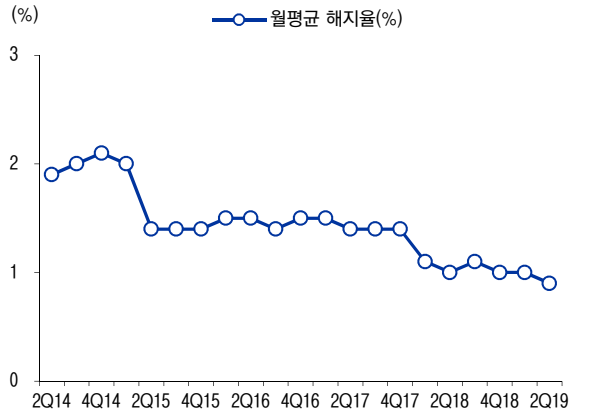
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 분기별 ARPU 추이



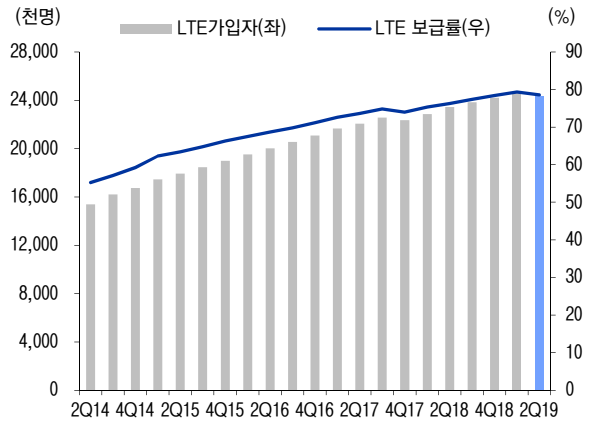
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 분기별 월평균 해지율



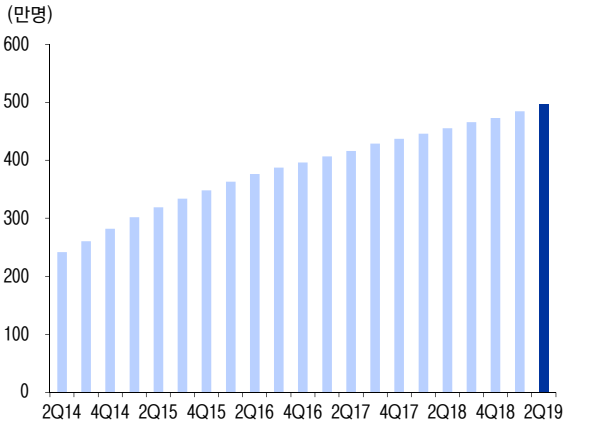
자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 LTE 가입자 & LTE 보급률



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 분기별 IPTV 가입자수 추이



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,202	9,340	10,954	12,116	13,621
현금 및 현금성자산	1,458	3,155	4,437	5,390	6,687
매출채권 및 기타채권	3,387	3,464	3,665	3,746	3,821
재고자산	272	269	284	291	296
기타유동자산	1,085	2,452	2,568	2,689	2,816
비유동자산	27,227	29,205	29,420	29,636	30,142
관계기업투자등	10,425	12,694	13,210	13,746	14,304
유형자산	10,145	9,328	8,747	8,143	7,803
무형자산	5,502	5,199	5,399	5,599	5,799
자산총계	**33,429**	**38,545**	**40,374**	**41,752**	**43,762**
유동부채	7,109	5,978	6,137	6,243	6,402
매입채무 및 기타재무	2,219	1,647	1,743	1,781	1,817
단기금융부채	1,992	1,538	1,488	1,438	1,438
기타유동부채	2,898	2,793	2,906	3,024	3,147
비유동부채	8,290	9,898	9,487	9,080	9,176
장기금융부채	5,819	6,641	6,141	5,641	5,641
기타비유동부채	2,471	3,256	3,345	3,438	3,535
부채총계	**15,399**	**15,876**	**15,624**	**15,323**	**15,578**
지배주주지분	17,842	22,391	24,472	26,151	27,906
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	17,836	22,171	24,252	25,932	27,687
비지배주주지분(연결)	187	278	278	278	278
자본총계	**18,029**	**22,669**	**24,750**	**26,429**	**28,185**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**17,520**	**16,874**	**17,677**	**18,904**	**19,811**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**17,520**	**16,874**	**17,677**	**18,904**	**19,811**
판매비 및 관리비	15,983	15,672	16,310	17,426	18,220
영업이익	**1,537**	**1,202**	**1,367**	**1,478**	**1,591**
(EBITDA)	4,784	4,441	4,422	4,346	4,320
금융손익	-218	-175	-153	-128	-112
이자비용	299	290	277	256	246
관계기업등 투자손익	2,246	3,305	2,200	1,600	1,600
기타영업외손익	-162	-356	108	82	47
세전계속사업이익	**3,403**	**3,976**	**3,522**	**3,033**	**3,125**
계속사업법인세비용	746	844	634	546	563
계속사업이익	2,658	3,132	2,888	2,487	2,563
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**2,658**	**3,132**	**2,888**	**2,487**	**2,563**
지배주주	2,600	3,132	2,888	2,487	2,563
총포괄이익	**2,649**	**3,034**	**2,888**	**2,487**	**2,563**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.8	7.1	7.7	7.8	8.0
EBITDA 마진률 (%)	27.3	26.3	25.0	23.0	21.8
당기순이익률 (%)	15.2	18.6	16.3	13.2	12.9
ROA (%)	8.0	8.7	7.3	6.1	6.0
ROE (%)	15.4	15.6	12.3	9.8	9.5
ROIC (%)	9.0	6.8	7.8	8.6	9.5

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**3,856**	**3,401**	**3,728**	**3,816**	**3,760**
당기순이익(손실)	2,658	3,132	2,888	2,487	2,563
비현금수익비용가감	2,097	914	943	1,361	1,225
유형자산감가상각비	3,248	3,239	3,054	2,868	2,729
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-2,268	-2,325	-2,111	-1,507	-1,503
영업활동 자산부채변동	-261	-314	-104	-31	-28
매출채권 감소(증가)	-252	-151	-201	-81	-75
재고자산 감소(증가)	-18	5	-16	-6	-6
매입채무 증가(감소)	108	-79	96	38	36
기타자산, 부채변동	-100	-89	17	17	17
투자활동 현금	**-3,071**	**-1,409**	**-1,089**	**-1,505**	**-1,656**
유형자산처분(취득)	-2,686	-2,451	-2,473	-2,264	-2,389
무형자산 감소(증가)	-137	-108	-200	-200	-200
투자자산 감소(증가)	-174	1,001	1,665	1,043	1,021
기타투자활동	-73	150	-81	-84	-87
재무활동 현금	**-827**	**-294**	**-1,357**	**-1,357**	**-807**
차입금의 증가(감소)	345	336	-550	-550	0
자본의 증가(감소)	-706	-307	-807	-807	-807
배당금의 지급	706	706	807	807	807
기타재무활동	-466	-323	0	0	0
현금의 증가	**-48**	**1,697**	**1,282**	**954**	**1,297**
기초현금	1,505	1,458	3,155	4,437	5,390
기말현금	1,458	3,155	4,437	5,390	6,687

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	8.3	6.7	7.2	8.3	8.1
P/B	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	5.7	5.3	5.0	4.8
P/CF	4.5	5.2	5.4	5.4	5.5
배당수익률 (%)	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
성장성 (%)					
매출액	2.5	-3.7	4.8	6.9	4.8
영업이익	0.1	-21.8	13.8	8.1	7.6
세전이익	62.4	16.8	-11.4	-13.9	3.1
당기순이익	60.1	17.9	-7.8	-13.9	3.1
EPS	55.1	20.5	-7.8	-13.9	3.1
안정성 (%)					
부채비율	85.4	70.0	63.1	58.0	55.3
유동비율	87.2	156.2	178.5	194.1	212.8
순차입금/자기자본(x)	30.7	20.0	10.9	4.4	-0.5
영업이익/금융비용(x)	5.1	4.1	4.9	5.8	6.5
총차입금 (십억원)	7,811	8,179	7,629	7,079	7,079
순차입금 (십억원)	5,529	4,542	2,690	1,166	-152
주당지표(원)					
EPS	32,198	38,785	35,771	30,798	31,739
BPS	220,967	277,301	303,072	323,870	345,609
CFPS	58,881	50,114	47,452	47,649	46,915
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

CJ ENM (035760)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

콘텐츠 기업의 定石

Buy (maintain)

목표주가 260,000 원
현재주가 159,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

더욱 견고해지는 미디어, 그리고 주류가 된 엔터

동사 미디어 사업은 디지털 광고, TV 광고, 콘텐츠 제작/유통의 전 분야가 국내 압도적 1 위를 기록 중이다. 콘텐츠는 시장점유율 40~50%를 장악한 텐트폴 드라마를 중심으로, TV 광고와의 시너지를 발현 중이다. 그리고 디지털은 MCN, PIP, 유튜브, 티빙 모두 고성장과 10% 전후의 고수익성을 가져가고 있다. 그리고 엔터 부문도 이제는 주류로 올라섰다고 판단된다. 아이즈원이 연간 앨범판매 150 만장이 무난할 전망이며, 8 월 X1 고척돔 데뷔와 9 월 프로듀스재팬 방영까지 실적과 화제성 모두 동사에 집중되고 있기 때문이다.

드라마와 미디어, 영화/엔터, 커머스 모두 好 · 好 · 好

동사 2 분기 실적은 매출액 1 조 2,604 억원(YoY +20.1%), 영업이익 968 억원(YoY +22.3%)으로 당사 전망치 OP 901 억원을 7% 상회했다. 외형 성장은 미디어(YoY +15%)와 엔터(YoY +131%) 부문이, 이익 성장은 미디어(YoY +25%)와 엔터/영화(+150 억원)가 고르게 기여했다. 커머스도 디지털 취급고가 성장을 견인하며 16% 매출성장과 6% 이익성장을 기록했다.

미디어 증익과 엔터 레벨업 하반기 가속화 전망

예능, 디지털, TV광고 모두 사상 최대 실적을 갈아치우며 미디어 마진은 8.6%로 가파른 정상화에 성공했다. 아울러 엔터 부문도 매출 급증과 견조한 증익기조를 이어가며, 3분기 데뷔 예정인 보이그룹 X1 가세에 대한 기대감을 키우고 있다. 하반기에도 디지털 광고와 콘텐츠 판매를 중심으로하는 미디어 고성장과 X1과 프로듀스 재팬 데뷔라는 강력한 신인 모멘텀을 갖춘 엔터가 전사 실적을 견인할 것으로 예상한다. 한편, 영화도 800만명을 모객한 엑시트 효과로 3분기 전사 이익에 크게 기여할 전망이다.

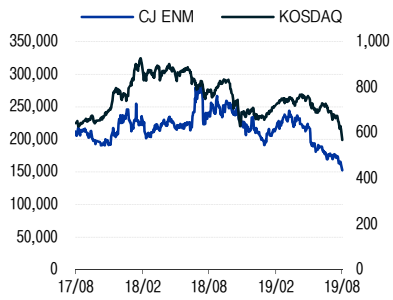
목표주가 26만원 유지하며 미디어 최선호주로 매수 추천

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 26만원으로 각각 기존의 의견과 목표가를 유지하며, 미디어 업종 내 최선호주로 매수 추천한다. 투자의견 매수 근거는 투자심리 저하의 근원이었던 미디어 마진의 구조적 악화 가능성이 완벽하게 불식되었고, SOTP 밸류에이션 기준 최소한 1조원 이상의 시가총액 업사이드가 존재하는 점에 기인한다.

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		34,867 억원
발행주식수		21,929 천주
52 주 최고가/최저가		266,500 / 147,000
90 일 일평균거래대금		120.69 억원
외국인 지분율		18.3%
배당수익률(19.12E)		0.8%
BPS(19.12E)		137,655 원
KOSDAQ 대비	1 개월	0.9%
	6 개월	-12.8%
	12 개월	-11.7%
주주구성	CJ (외 6 인)	42.7%
	자사주(외 1 인)	10.5%
	국민연금공단(외 1 인)	6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	2,260	224	184	143	21,705	458.6	469	10.6	4.1	1.4	13.5
2018	3,427	251	217	184	14,713	-32.2	777	13.7	7.5	1.6	8.6
2019E	4,840	371	369	284	14,155	-3.8	1,133	11.1	4.4	1.1	9.6
2020E	5,249	401	436	362	18,440	30.3	1,177	8.5	3.8	1.0	11.4
2021E	5,606	451	489	405	20,655	12.0	1,189	7.6	3.4	0.9	11.4

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

3분기 엔터, 영화 중심의 모멘텀 多

동사 3분기는 엔터와 영화 사업부문을 중심으로 다수의 모멘텀이 기다리고 있다. 우선, 엔터는 8월 27일 고척돔 X1 데뷔 쇼케이스가 잡혀 있으며 2만여석이 매진된 상태다. 이어 9월에는 아이즈원 일본 싱글 3집 발매와 프로듀스재팬 방영이 예정되어 있다. 아이즈원은 6월 26일 일본 2집에 이어 3개월 만인 9월 25일 3집 Vampire를 발매 예정이고, 같은 날 일본 지상파 TBS를 통해 프로듀스재팬 1회차가 방송될 것으로 알려지고 있다.

한편, 영화도 1분기 극한직업, 2분기 기생충에 이어 3분기도 엑시트가 800만명 모객의 대흥행을 기록하며 3분기 이익 기대감이 고조되고 있다. 이어지는 추석 라인업도 OCN 드라마 나쁜 녀석들을 영화로 리메이크한 나쁜 녀석들 더무비가 9월 11일 개봉을 앞두고 있다.

그림50 X1 고척돔 데뷔 쇼케이스 (8/27)

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 아이즈원 일본 미니 3집 Vampire (9/25)

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 9/25 TBS 와 야후 플랫폼 통해 방영하는 프듀재팬

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 800 만 관객의 엑시트와 9 월 라인업 나쁜녀석들

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

당사 전망치 대비 실적 상회의 원인은 미디어와 영화

동사 2분기 실적은 영업이익 968억원으로 당사 전망치 901억원 대비 7% 상회하는 호실적을 나타냈다. 부문별로는 당사 전망치(미디어 309억원, 커머스 351억원, 음악 55억원, 영화 24억원)와 비교시 미디어와 영화가 전망치 상회를 견인했고, 커머스와 음악은 당사 전망치에 거의 부합했다.

2분기 미디어 영업이익은 당사가 전망했던 스튜디오드래곤 외 영업이익 210억원 대비 47억원 상회한 257억원을 기록했다. 전체로는 당사 전망치 309억원을 56억원 상회했다. 이는 콘텐츠 판매가 드라마/예능 모두 호조세를 보이며 예상보다 큰 YoY +72% 증가율을 기록했고, 디지털 부문 마진도 당사 전망치 11%보다 잘 나왔을 것으로 추정된다.

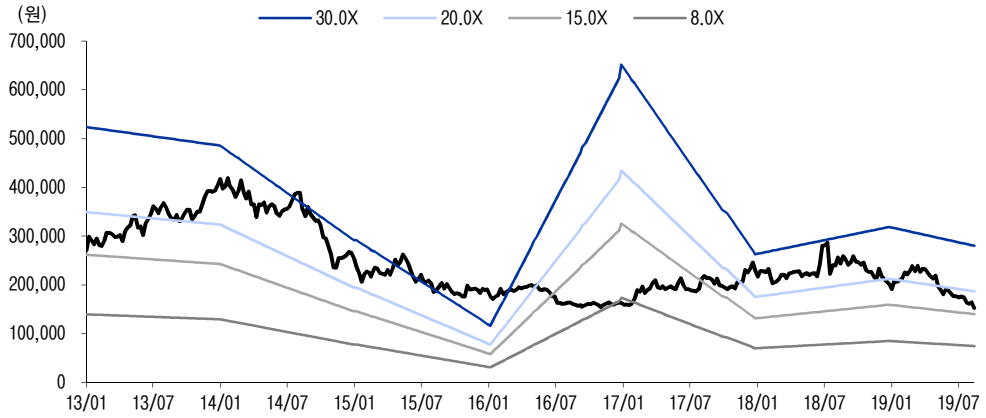
한편, 영화 영업이익은 당사 전망치를 큰 폭으로 상회한 100억원을 기록했는데, 이는 영화 기생충에 대한 배급과 투자이익의 거의 전부를 2분기에 반영한 점에 기인한다. 3분기 개봉작 엑시트도 개봉 8일차 만에 400만 관객을 돌파하며 손익분기점을 일찌감치 돌파한 상태다.

표7 CJ ENM 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**3,972.3**	**4,357.6**	**4,839.7**	**5,249.3**	**1,104.8**	**1,260.4**	**1,187.7**	**1,286.8**	**1,186.2**	**1,392.7**	**1,271.1**	**1,399.3**
% YoY	n/a	9.7%	11.1%	8.5%	7.1%	**20.1%**	10.1%	7.4%	7.4%	10.5%	7.0%	8.7%
% QoQ					-7.8%	**14.1%**	-5.8%	8.3%	-7.8%	17.4%	-8.7%	10.1%
미디어	1,269.0	1,567.9	1,714.2	1,930.4	380.0	**426.4**	436.7	471.1	421.0	476.3	491.3	541.8
영화	220.6	213.3	288.9	266.5	104.1	**67.8**	58.9	58.1	83.3	69.2	53.0	61.0
음악	235.2	233.5	369.4	495.2	52.1	**153.8**	74.5	89.0	92.9	212.2	88.0	102.1
커머스	1,172.9	1,293.3	1,426.3	1,505.8	324.1	**357.6**	327.8	416.8	341.9	377.6	346.2	440.1
CJ헬로	1,062.4	1,049.7	1,041.0	1,051.4	244.6	**254.8**	289.8	251.8	247.0	257.3	292.7	254.3
영업이익	**287.7**	**315.0**	**370.6**	**400.7**	**92.1**	**96.8**	**92.7**	**89.0**	**92.5**	**100.8**	**99.5**	**107.9**
% YoY	n/a	9.5%	17.7%	8.1%	2.2%	**22.4%**	21.3%	28.2%	0.4%	4.1%	7.3%	21.2%
% QoQ					32.7%	**5.1%**	-4.2%	-4.0%	3.9%	9.0%	-1.3%	8.4%
미디어	61.9	111.5	115.1	135.2	13.7	**36.5**	39.0	25.9	18.9	38.1	40.3	37.9
영화	-9.0	-0.9	37.6	38.8	18.8	**10.0**	5.2	3.6	15.0	11.0	4.8	8.0
음악	11.0	11.2	21.9	32.2	4.6	**4.9**	5.6	6.8	6.2	8.9	8.0	9.1
커머스	152.3	124.4	133.9	134.6	42.0	**36.0**	22.3	33.6	40.0	33.9	26.8	33.9
CJ헬로	72.2	68.9	62.1	59.9	13.0	**9.4**	20.6	19.1	12.4	8.9	19.6	19.0
영업이익률 (%)	**7.2%**	**7.2%**	**7.7%**	**7.6%**	**8.3%**	**7.7%**	**7.8%**	**6.9%**	**7.8%**	**7.2%**	**7.8%**	**7.7%**
미디어	4.9%	7.1%	6.7%	7.0%	3.6%	**8.6%**	8.9%	5.5%	4.5%	8.0%	8.2%	7.0%
영화	-4.1%	-0.4%	13.0%	14.6%	18.1%	**14.7%**	8.8%	6.2%	18.0%	15.9%	9.1%	13.1%
음악	4.7%	4.8%	5.9%	6.5%	8.8%	**3.2%**	7.5%	7.6%	6.7%	4.2%	9.1%	8.9%
커머스	13.0%	9.6%	9.4%	8.9%	13.0%	**10.1%**	6.8%	8.1%	11.7%	9.0%	7.7%	7.7%
CJ헬로	6.8%	6.6%	6.0%	5.7%	5.3%	**3.7%**	7.1%	7.6%	5.0%	3.5%	6.7%	7.5%

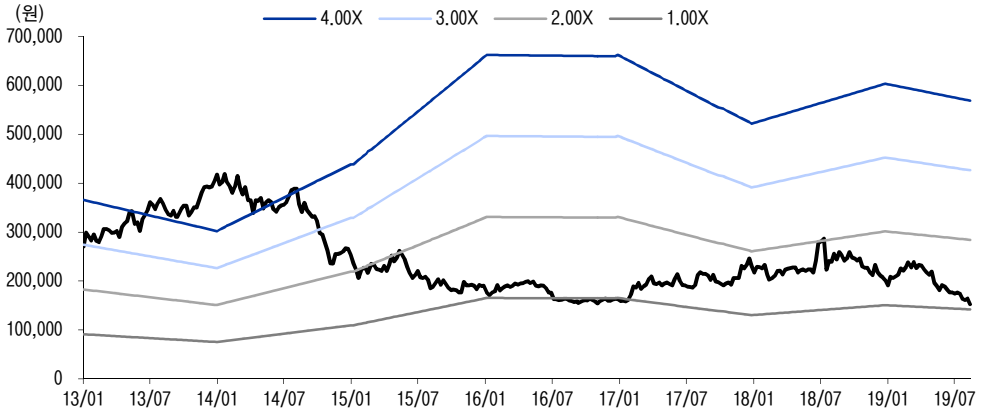
주: 2017년, 2018년 실적 테이블은 비교가능성을 위해 재무보고 기준이 아니라 합병후 실질기준으로 재작성
자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 CJ ENM PER 밴드 차트



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 CJ ENM PBR 밴드 차트



자료: 씨제이이엔엠, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	664	1,807	2,093	2,605	3,127
현금 및 현금성자산	114	453	340	722	1,129
매출채권 및 기타채권	372	940	987	1,073	1,146
재고자산	76	94	226	245	262
기타유동자산	101	319	540	564	589
비유동자산	2,138	4,948	5,878	5,715	5,618
관계기업투자등	236	1,441	1,278	1,330	1,384
유형자산	816	1,398	1,818	1,857	1,912
무형자산	950	1,827	2,505	2,241	2,023
자산총계	**2,802**	**6,755**	**7,971**	**8,321**	**8,744**
유동부채	732	2,022	2,457	2,501	2,550
매입채무 및 기타재무	216	536	564	613	655
단기금융부채	174	894	1,245	1,200	1,165
기타유동부채	342	592	648	688	730
비유동부채	586	1,308	1,829	1,796	1,789
장기금융부채	512	1,039	925	880	860
기타비유동부채	74	268	903	916	929
부채총계	**1,318**	**3,329**	**4,286**	**4,298**	**4,339**
지배주주지분	1,028	2,763	3,018	3,357	3,739
자본금	31	111	111	111	111
자본잉여금	80	2,245	2,245	2,245	2,245
이익잉여금	924	1,070	1,325	1,663	2,045
비지배주주지분(연결)	456	662	666	666	666
자본총계	**1,484**	**3,426**	**3,685**	**4,023**	**4,405**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**2,260**	**3,427**	**4,840**	**5,249**	**5,606**
매출원가	988	1,998	2,925	3,061	3,269
매출총이익	**1,272**	**1,429**	**1,915**	**2,189**	**2,338**
판매비 및 관리비	1,047	1,178	1,544	1,788	1,886
영업이익	**224**	**251**	**371**	**401**	**451**
(EBITDA)	469	777	1,133	1,177	1,189
금융손익	-12	-21	12	12	14
이자비용	20	33	8	16	16
관계기업등 투자손익	6	37	24	18	18
기타영업외손익	-34	-51	-37	5	5
세전계속사업이익	**184**	**217**	**369**	**436**	**489**
계속사업법인세비용	41	33	84	74	83
계속사업이익	143	184	284	362	405
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**143**	**184**	**284**	**362**	**405**
지배주주	131	163	278	362	405
총포괄이익	**147**	**29**	**284**	**362**	**405**
매출총이익률 (%)	56.3	41.7	39.6	41.7	41.7
영업이익률 (%)	9.9	7.3	7.7	7.6	8.0
EBITDA 마진률 (%)	20.8	22.7	23.4	22.4	21.2
당기순이익률 (%)	6.3	5.4	5.9	6.9	7.2
ROA (%)	4.7	3.4	3.8	4.4	4.8
ROE (%)	13.5	8.6	9.6	11.4	11.4
ROIC (%)	10.5	8.3	7.8	8.6	10.2

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**374**	**490**	**1,507**	**1,103**	**1,120**
당기순이익(손실)	143	184	284	362	405
비현금수익비용가감	332	544	1,367	771	733
유형자산감가상각비	166	180	274	312	320
무형자산상각비	79	346	488	465	418
기타현금수익비용	1	-44	605	-6	-5
영업활동 자산부채변동	-50	-179	-135	-30	-19
매출채권 감소(증가)	-9	-100	-57	-86	-73
재고자산 감소(증가)	-10	-9	-133	-20	-17
매입채무 증가(감소)	-6	-7	38	49	42
기타자산, 부채변동	-25	-62	17	27	29
투자활동 현금	**-256**	**-123**	**-1,655**	**-608**	**-635**
유형자산처분(취득)	-182	-226	-549	-351	-375
무형자산 감소(증가)	-81	-296	-1,142	-200	-200
투자자산 감소(증가)	68	254	37	-45	-48
기타투자활동	-61	146	-1	-11	-12
재무활동 현금	**-106**	**-28**	**33**	**-114**	**-79**
차입금의 증가(감소)	-89	182	33	-90	-55
자본의 증가(감소)	-18	-21	-24	-24	-24
배당금의 지급	18	21	24	24	24
기타재무활동	0	-188	24	0	0
현금의 증가	**11**	**339**	**-113**	**382**	**406**
기초현금	103	114	453	340	722
기말현금	114	453	340	722	1,129

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	10.6	13.7	11.4	8.8	7.8
P/B	1.4	1.6	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.1	7.5	4.5	3.9	3.5
P/CF	3.0	3.7	2.1	3.1	3.1
배당수익률 (%)	1.3	0.6	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	2.3	51.6	41.2	8.5	6.8
영업이익	25.5	11.8	47.7	8.1	12.6
세전이익	196.6	17.9	69.7	18.3	12.0
당기순이익	340.2	28.4	54.4	27.3	12.0
EPS	458.6	-32.2	-3.8	30.3	12.0
안정성 (%)					
부채비율	88.8	97.2	116.3	106.8	98.5
유동비율	90.8	89.4	85.2	104.2	122.6
순차입금/자기자본(x)	33.1	40.7	42.0	26.5	13.4
영업이익/금융비용(x)	11.1	7.5	45.2	24.4	28.6
총차입금 (십억원)	686	1,933	2,171	2,081	2,026
순차입금 (십억원)	492	1,393	1,549	1,065	592
주당지표(원)					
EPS	21,705	14,713	14,155	18,440	20,655
BPS	165,443	126,022	137,655	153,090	170,508
CFPS	76,426	54,525	75,311	51,673	51,926
DPS	3,000	1,200	1,200	1,200	1,200

스튜디오드래곤 (253450)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

독기 품은 용, 다시 날아오르자!

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 85,000 원
현재주가 60,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

캡티브, 지상파, 넷플릭스 오리지널 + α

작년까지 tvN/OCN 중심으로 대부분의 작품을 공급했던 동사는 올해부터 판이하게 달라진 고객군 확대의지를 보여주고 있다. 현재 시청률 1위를 기록 중인 SBS 의사요한을 공급했고, 그리고 내년 상반기 최대 화제작인 김은숙 작가의 신작도 SBS에 공급하기로 확정한 것이다. 아울러 8월 22일 공개된 좋아하면 울리는을 시작으로 넷플릭스 오리지널 제작사업도 개시했다. 내년에도 나홀로 그대를 포함 다수 작품이 예상된다. 탑라인 고성장 재점화를 위한 본격적인 기동이 시작된 것으로 판단한다.

실적 우려를 기우로 불식시킨 양호한 실적 시현

동사 2분기 실적은 매출액 1,282억원(YoY +72.5%), 영업이익 108억원(YoY +47.9%)으로 당사 전망치 OP 97억원을 10% 상회하며 최근 불거진 실적 우려를 불식시켰다. 매출은 해외 판매가 전년동기대비 156% 급증하며 라인업의 평균적인 국내시청률 부진을 메이크업하기에 충분했던 것으로 판단된다. 아울러 3분기는 호텔 델루나가 평균시청률 8%를 기록하며 흥행 중이고, 백미경 작가의 날 녹여주오, 박지은 작가의 사랑의 불시착 등 텐트폴 모멘텀은 경쟁사를 여전히 압도하고 있다는 판단이다.

하반기 미국법인 설립과 함께 메인스트림으로 간다!

현재 동사는 2~3편의 글로벌 합작 프로젝트를 구체적으로 진행 중인 것으로 알려지고 있다. 아울러 하반기 중으로 미국 현지법인 설립과 함께 동사 드라마의 미국 진출을 적극 모색할 것으로 예상된다. 중국, 넷플릭스만 볼 게 아니라 이제는 미국, 글로벌 합작 드라마, 넷플릭스와 OTT를 염두에 둘 시점이 왔다. 꽉 막혀 있던 것처럼 보여지던 탑라인 고성장이 다가오고 있다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 85,000원(유지)

연초 아스달연대기 첫시즌 BEP 우려가 제기된 이래 목표주가를 지속 하향해 왔던 보수적인 관점에서 이제는 적극적인 편입 관점으로 변경한다. 해외 프로젝트의 하반기 가시화로 성장포텐셜이 다시 높아지는 환경에서, 27배까지 떨어진 PER는 한류 드라마 일등주에게는 우호적인 환경임에 틀림 없다. 매수 추천을 권고한다.

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		16,859 억원
발행주식수		28,051 천주
52 주 최고가/최저가		116,300 / 50,900
90 일 일평균거래대금		117.81 억원
외국인 지분율		2.7%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		15,896 원
KOSDAQ 대비	1 개월	0.2%
	6 개월	-18.5%
	12 개월	-24.7%
주주구성	CJ ENM 외 4 인	74.4%
	스튜디오드래곤우리사주	0.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	286.8	33.0	30.3	23.9	851	193.1	57.0	84.1	32.4	5.4	9.5
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,277	50.1	64.9	71.6	25.1	6.4	9.3
2019E	480.7	50.3	56.0	44.2	1,576	23.4	75.3	37.4	14.6	3.7	10.4
2020E	607.9	67.5	73.2	59.4	2,117	34.3	94.5	27.8	11.5	3.3	12.5
2021E	738.6	86.7	92.4	76.6	2,731	29.0	115.7	21.6	9.8	2.8	14.1

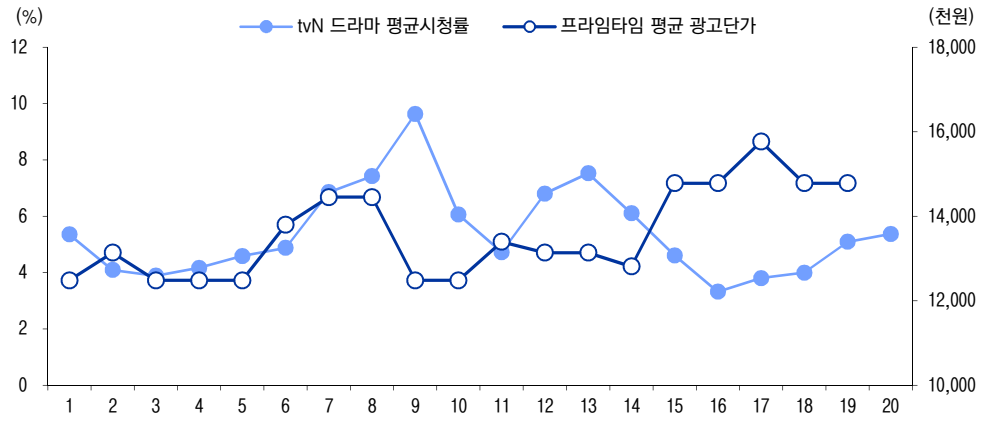
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

캡티브 중심에서 지상파, 넷플릭스 오리지널로 빠르게 공급처 다변화

동사는 올해 들어 고성장 재점화의 일환으로 무작정 중국을 기다리기보다는 현실적인 대응책을 실천 중인 것으로 보인다. 양질의 라인업을 지상파로 판매하고, 8월부터는 넷플릭스 오리지널의 제작/방영이 개시된 것이다. 7월 SBS 의사요한, 내년 상반기 SBS 더 킹: 영원의 군주를 판매했고 좋아하면 울리는을 비롯한 다수 넷플릭스 오리지널을 제작/방영하고 있다.

채널 시청률은 올해 1월 7.5%를 고점으로 YTD로 하락세를 지속하다가 4월 3.3%를 저점으로 꾸준히 반등세를 이어오고 있다. 캡티브향 공급 라인업도 6월 아스달 연대기, 7월 호텔 델루나로 개선세가 뚜렷하다. 평균 광고단가는 6월에 전월비 소폭 조정후 플랫을 유지 중이다.

그림56 스튜디오드래곤 드라마 월별 시청률 & 프라임타임 평균 광고단가 추이



자료: 닐슨코리아, 스튜디오드래곤, CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 SBS 의사요한, SBS 더 킹: 영원의 군주

자료: 스튜디오드래곤, SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 넷플릭스 오리지널: 좋아하면 울리는 & 나홀로 그대

자료: 스튜디오드래곤, 넷플릭스, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 시청률에 의존하지 않아도 해외 판매 탄탄대로 입증

금번 실적의 주안점은 전년동기대비 156% 급증한 해외 판매에 있다. 아스달연대기를 제외하고도 40% 가량 전년동기대비 해외판매가 증가한 것으로 파악된다. 동기간 라인업 평균시청률은 1%p 급감하며 3%대에 머물렀던 점을 감안시 고무적인 결과다. 이제는 국내 시청률에만 의존하지 않고도 독자적인 해외 판매경로가 다변화되었음을 방증하는 것이다.

3분기 라인업이 상반기와 뚜렷하게 차이나는 점은 비계열 비중의 확대에 있다. 계열향은 호텔 델루나, 아스달연대기 파트3이 남았고, 비계열향으로 SBS 의사요한, NFLX 좋아하면 울리는 등 시장 기대작이 포진하고 있다. 아울러 해외 합작 프로젝트도 하반기 중 가시화 가능성이 상존하고 있어, 동사의 tvN/OCN향 의존도는 상당히 빠른 속도로 감소가 예상된다.

표8 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**79.9**	**74.3**	**123.7**	**101.7**	**111.8**	**128.2**	**122.3**	**118.4**	**286.8**	**379.6**	**480.7**	**607.9**
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	61.2	65.0	131.2	178.1	228.4	269.1
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	48.6	42.9	111.9	162.1	208.0	270.6
기타매출	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	12.5	10.5	43.7	39.4	44.3	68.2
YoY	*6.1*	*19.8*	*59.6*	*41.3*	*39.9*	*72.5*	*-1.1*	*16.4*	*46.7*	*32.4*	*26.6*	*26.5*
편성매출	*54.8*	*41.5*	*17.0*	*39.5*	*8.4*	*70.4*	*25.2*	*19.5*	*49.4*	*35.7*	*28.2*	*17.8*
판매매출	*-12.1*	*9.5*	*172.1*	*46.5*	*75.1*	*109.4*	*-23.3*	*13.5*	*48.4*	*44.9*	*28.3*	*30.1*
기타매출	*-43.2*	*-1.7*	*-8.1*	*31.9*	*62.0*	*-14.0*	*10.0*	*10.0*	*35.3*	*-9.8*	*12.4*	*54.0*
해외 판매	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	54.7	32.3	67.2	110.2	171.8	237.3
YoY	*0.4*	*2.5*	*252.7*	*61.0*	*87.7*	*155.8*	*18.4*	*30.2*	*58.5*	*64.0*	*55.9*	*38.1*
매출 비중	28.4	22.2	37.3	24.4	38.1	32.9	44.7	27.3	23.4	29.0	35.7	39.0
편성시간	100	98	100	120	109	123	120	130	302	418	482	530
시간당 편성매출	4.1	3.5	4.9	4.5	4.0	4.7	5.1	5.0	4.3	4.3	4.7	5.1
라인업 평균시청률	3.9	4.2	7.3	4.6	4.2	3.6	-	-	3.7	5.0	n/a	n/a
넷플릭스 동시방영	1	1	1	1	1	2	1	2	2	4	6	6
영업이익	**10.7**	**7.3**	**21.5**	**0.4**	**11.0**	**10.8**	**21.1**	**7.4**	**33.0**	**39.9**	**50.3**	**67.5**
YoY	*-23.6*	*-18.0*	*220.9*	*-89.9*	*2.8*	*47.9*	*-1.9*	*n/a*	*55.7*	*20.8*	*26.2*	*34.1*
영업이익률(%)	13.4%	9.8%	17.4%	0.3%	9.8%	8.4%	17.2%	6.3%	11.5%	10.5%	10.5%	11.1%

자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 2019~2020 년 tvN / OCN 드라마 라인업 (Non-Captive 공급 포함)

제목	채널	요일	시청률	시작일	제작사	연출	작가	배우
왕이 된 남자	tvN	월화	8.42%	1/07	스튜디오드래곤	김희원	김선덕	여진구, 이세영
로맨스는 별책부록	tvN	토일	5.15%	1/26	글앤그림미디어	이정효	정현정	이종석, 이나영
진심이 닿다	tvN	수목	3.96%	2/06	메가몬스터/콘텐츠지음	박준화	이명숙	유인나, 이동욱
막돼먹은 영애씨 17	tvN	금	2.65%	2/08	CJ ENM	한상재	한설희	김현숙, 이승준
트랩	OCN	토일	3.30%	2/09	필름몬스터	박신우	남상욱	이서진, 성동일
빙의	OCN	수목	1.88%	3/06	w/ 데이드림엔터	최도훈	박희강	송새벽, 고준희
사이코메트리 그녀석	tvN	월화	2.39%	3/11	JS픽쳐스	김병수	양진아	진영, 신예은
킬잇	OCN	토일	1.73%	3/23	w/ 크레이브웍스	남성우	손현수	장기용, 나나
자백	tvN	토일	4.79%	3/23	w/ 에이스팩토리	김철규	임희철	준호, 유재명
그녀의 사생활	tvN	수목	2.66%	4/10	w/ 본팩토리	홍종찬	김성연	박민영
어비스	tvN	월화	2.66%	5/06	네오엔터	유제원	문수연	박보영
구해줘 2	OCN	수목	2.13%	5/08	히든시퀀스	이권	서주연	엄태구, 천호진
보이스 3	OCN	토일	4.27%	5/11	w/ 콘텐츠케이	남기훈	마진원	이하나, 이진욱
아스달 연대기	tvN	토일	6.59%	6/01	스튜디오드래곤	김원석	김영현	송중기, 장동건
검색어를 입력하세요 WWW	tvN	수목	3.48%	6/05	화앤담픽쳐스	정지현	권도은	임수정, 장기용
60일, 지정생존자	tvN	월화	4.09%	7/01	w/ DK E&M	유종선	김태희	지진희, 배종옥
WATCHER	OCN	토일	4.19%	7/06	스튜디오드래곤	안길호	한상운	한석규, 서강준
호텔 델루나	tvN	토일	7.98%	7/13	w/ 지티스트	오충환	홍자매	아이유, 여진구
미스터 기간제	OCN	수목	2.58%	7/17	JS픽쳐스	성용일	장홍철	윤균상, 금새록
의사 요한	SBS	금토	10.10%	7/19	KPJ	조수원	김지운	지성, 이세영
악마가 너의 이름을 부를 때	tvN	수목	2.85%	7/31	더문씨앤엠	민진기	노혜영	정경호, 이설
좋아하면 울리는	NFLX	-	-	8/22	스튜디오드래곤	이나정	이아연	김소현, 정가람
위대한 쇼	tvN	월화	-	8/26	w/ 화이코리아	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈
타인은 지옥이다	OCN	토일	-	8/31	영화사우상, 스튜디오N	이창희	정이도	임시완, 이동욱
달리는 조사관	OCN	수목	-	9/18	w/ 데이드림엔터	김용수	백정철	이요원, 최귀화
쌉니다 천리마 마트	tvN	금	-	9/20	-	백승룡	김솔지	이동휘, 김병철
청일전자 미쓰리	tvN	수목	-	9월	스튜디오드래곤	한동화	박정화	이혜리, 김상경
날 녹여주오	tvN	토일	-	10월	w/ 스토리피닉스	신우철	백미경	지창욱, 원진아
모두의 거짓말	OCN	수목	-	10월	스튜디오드래곤	이윤정	전영신	이민기, 이유영
유령을 잡아라	tvN	월화	-	10/21	로고스필름	신윤섭	소원	문근영, 김선호
사랑의 불시착	tvN	토일	-	11월	문화창고	이정효	박지은	현빈, 손예진
싸이코패스 다이어리	tvN	수목	-	11월	w/ 키이스트	이종재	류용재	윤시윤, 정인선
식빵 굽는 남자	tvN	-	-	4분기	-	이종재	주화미	육성재, 박은빈
스위트홈	tvN	-	-	4분기	-	이응복	-	박규영, 송강
하늘에서 떨어진 풀	tvN	-	-	4분기	JS픽쳐스	김상호	남지은	윤현민, 안우연
블랙독	tvN	-	-	1월	-	황준혁	박주연	서현진, 라미란
슬기로운 의사생활	tvN	-	-	1월	CJ ENM	신원호	이우정	전미도
더 킹: 영원의 군주	SBS	-	-	상반기	화앤담픽쳐스	백상훈	김은숙	이민호, 김고은
머니 게임	tvN	-	-	상반기	-	김상호	이영미	고수, 심은경
방법	tvN	-	-	상반기	-	김용완	연상호	-
골든아워	tvN	-	-	상반기	스튜디오드래곤	-	소현경	-
노희경 차기작	tvN	-	-	상반기	지티스트	-	노희경	-
시그널 2	tvN	-	-	상반기	에이스토리	-	김은희	-
본대로 말하라	OCN	-	-	상반기	-	이준형	고영재	장혁, 진서연

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.8	302.9	277.5	297.7	378.1
현금 및 현금성자산	191.6	131.6	71.6	61.6	51.6
매출채권 및 기타채권	54.9	72.7	92.1	116.4	141.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	41.9	68.6	83.8	89.7	155.0
비유동자산	169.6	178.5	243.8	283.1	283.1
관계기업투자등	0.0	60.0	120.0	145.0	145.0
유형자산	1.1	2.5	3.0	4.0	4.0
무형자산	127.5	116.0	120.8	134.1	134.1
자산총계	**459.5**	**481.5**	**521.3**	**580.8**	**661.2**
유동부채	90.7	78.0	73.6	73.7	77.5
매입채무 및 기타재무	8.2	10.9	13.8	17.4	21.2
단기금융부채	10.0	6.1	4.8	4.8	4.8
기타유동부채	72.5	61.0	55.0	51.5	51.5
비유동부채	0.3	2.0	2.0	2.0	2.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	72.2	2.0	2.0	2.0	2.0
부채총계	**91.0**	**80.0**	**75.6**	**75.7**	**79.5**
지배주주지분	368.5	401.5	445.7	505.1	581.7
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6	319.6
이익잉여금	32.1	67.9	112.1	171.5	248.1
비지배주주지분(연결)					
자본총계	**368.5**	**401.5**	**445.7**	**505.1**	**581.7**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**286.8**	**379.6**	**480.7**	**607.9**	**738.6**
매출원가	239.7	324.0	403.3	501.5	601.2
매출총이익	**47.1**	**55.6**	**77.4**	**106.4**	**137.4**
판매비 및 관리비	14.2	15.7	27.1	38.9	50.7
영업이익	**33.0**	**39.9**	**50.3**	**67.5**	**86.7**
(EBITDA)	57.0	64.9	75.3	94.5	115.7
금융손익	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.0	-5.0	-5.0	15.0	15.0
세전계속사업이익	**30.3**	**45.6**	**56.0**	**73.2**	**92.4**
계속사업법인세비용	6.4	9.8	11.8	13.8	15.8
계속사업이익	23.9	35.8	44.2	59.4	76.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**23.9**	**35.8**	**44.2**	**59.4**	**76.6**
지배주주	23.9	35.8	44.2	59.4	76.6
총포괄이익	**23.9**	**35.8**	**44.2**	**59.4**	**76.6**
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	16.1	17.5	18.6
영업이익률 (%)	11.5	10.5	10.5	11.1	11.7
EBITDA 마진률 (%)	19.9	17.1	15.7	15.5	15.7
당기순이익률 (%)	8.3	9.4	9.2	9.8	10.4
ROA (%)	6.8	7.6	8.8	10.8	12.3
ROE (%)	9.5	9.3	10.4	12.5	14.1
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-7.2**	**139.1**	**11.6**	**19.3**	**5.0**
당기순이익(손실)	23.9	35.8	44.2	59.4	76.6
비현금수익비용가감	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	24.0	25.0	25.0	27.0	29.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-60.2	73.1	-62.7	-72.2	-102.7
매출채권 감소(증가)	-17.9	-17.8	-19.4	-24.4	-25.0
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	2.4	2.7	2.9	3.6	3.7
기타자산, 부채변동	-44.7	88.2	-46.3	-51.5	-81.4
투자활동 현금	**-141.0**	**-50.0**	**-65.3**	**-24.3**	**-10.0**
유형자산처분(취득)	-0.1	-1.4	-0.5	-1.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	11.5	-4.8	-13.3	0.0
투자자산 감소(증가)	-140.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.0	-60.0	-60.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금	**188.1**	**-8.9**	**-6.3**	**-5.0**	**-5.0**
차입금의 증가(감소)	-18.1	-3.9	-1.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	207.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	**39.9**	**80.2**	**-60.0**	**-10.0**	**-10.0**
기초현금	11.5	51.4	131.6	71.6	61.6
기말현금	51.4	131.6	71.6	61.6	51.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	84.1	71.6	37.4	27.8	21.6
P/B	5.4	6.4	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	32.4	25.1	14.6	11.5	9.8
P/CF	-	-	-	-	
배당수익률 (%)	-	-	-	-	
성장성 (%)					
매출액	85.8	32.4	26.6	26.5	21.5
영업이익	98.7	21.0	26.0	34.1	28.5
세전이익	188.2	50.8	22.7	30.7	26.3
당기순이익	193.2	50.2	23.4	34.3	29.0
EPS	193.1	50.1	23.4	34.3	29.0
안정성 (%)					
부채비율	24.7	19.9	17.0	15.0	13.7
유동비율	319.6	388.4	377.1	403.7	487.9
순차입금/자기자본(x)	-49.3	-31.3	-15.0	-11.2	-8.0
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	10.0	6.1	4.8	4.8	4.8
순차입금 (십억원)	-181.6	-125.5	-66.8	-56.8	-46.8
주당지표(원)					
EPS	851	1,277	1,576	2,117	2,731
BPS	13,142	14,320	15,896	18,014	20,746
CFPS	-	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-	-

자료:스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

SBS (034120)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

WAVVE 2대 주주 & 드라마 시장 큰 손으로 부상

Buy (maintain)

목표주가 25,000 원
현재주가 16,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

9월 WAVVE 출범: 지분가치 부각 & 콘텐츠 사용대가↑

WAVVE 출범은 SBS에게 있어서도 큰 호재임이 분명하다. 동사는 금번 기관투자 유치 시 인정받은 1조원 밸류의 최소 18.67% 지분을 보유하고 있어 할인을 감안해도 1,500억원 이상으로 판단되며, 이는 현재 시가총액의 50%에 달한다. 그리고 동사 펀더멘털에도 변화가 예상되는데, 콘텐츠 사용대가의 급증이 바로 그것이다. SK텔레콤에 최대주주 지분을 허용하고 콜옵션까지 부여한 것에 대한 반대급부로 콘텐츠 사용대가 증가는 지당한 것이다.

추정치 39억원을 충족한 OP 43억원 기록하며 강한 턴어라운드

동사 2분기 실적은 매출액 2,212억원(YoY -17.0%), 영업이익 43억원(YoY, QoQ 흑자전환)으로 당사 추정치 39억원에 부합하며 강력한 턴어라운드에 성공했다. 별도 매출액은 2,049억원(YoY -21.5%), 영업이익 72억원(YoY 흑자전환)으로 광고 매출이 여전히 감소하는 힘든 여건 속에서도, 콘텐츠 경쟁력 확보로 인한 광고단가 인상 효과로 흑자전환을 기록했다. 그리고 전년동기 러시아월드컵 기저 효과도 손익 개선에 기여한 것으로 판단된다.

3Q는 실적(배가본드/월화예능)과 모멘텀(통합OTT) 모두 잡는다!

3분기는 통상적인 비수기지만, 흑자기조를 이어갈 것으로 예상된다. 가장 큰 이유는 월화 드라마 대신 예능을 편성한 효과가 전체 분기에 반영되기 때문이다. 6/25 초면에 사랑합니다 종영과 10/7 VIP 방영 개시까지의 기간을 월화 예능으로 채우는데, 제작비 절감효과만 분기 70억원 이상으로 예상된다. 그리고 9월 넷플릭스 동시방영 예정인 배가본드(금토), WAVVE OTT 정식 출범으로 실적과 모멘텀 모두 확보하는 3분기가 될 전망이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 25,000원(유지)

동사 투자의견은 기존의 매수를 유지하며, 목표주가도 25,000원으로 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 1) WAVVE 지분 가치만 보수적으로 잡아도 시가총액의 50%를 차지하고, 2) 9월부터 점진적으로 콘텐츠 사용대가 인상과 3분기 드라마 제작비 절감으로 실적 개선이 기대되고, 3) 4분기 최성수기에 CPS 추가 인상 가능성이 상존하기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (8/23)		1,948.30 pt
시가총액		2,975 억원
발행주식수		18,253 천주
52 주 최고가/최저가		28,550 / 15,300
90 일 일평균거래대금		23.31 억원
외국인 지분율		0.0%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		31,783 원
KOSPI 대비	1 개월	-8.6%
	6 개월	-24.9%
	12 개월	3.2%
주주구성	SBS 미디어홀딩스	36.9%
	국민연금공단 외 1 인	10.2%
	한화자산운용	7.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	773	19	20	16	824	흑전	51	31.4	9.1	0.8	2.7
2018	914	5	8	6	267	-67.6	33	75.0	10.2	0.7	0.9
2019E	953	10	21	21	1,092	309.4	39	14.7	6.5	0.5	3.5
2020E	1,153	33	35	29	1,579	44.5	62	10.2	4.1	0.5	4.8
2021E	1,096	41	39	31	1,683	6.6	70	9.6	3.1	0.5	4.9

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

현재 연간 100억원 콘텐츠 공급수익 → 통합 OTT 1년 이내 200~300억원

POOQ과 옥수수의 통합 OTT WAVVE가 9월 18일자로 출범한 이후부터는 동사 콘텐츠의 WAVVE향 공급수익은 기존 대비 2~3배 늘어날 개연성이 큰 것으로 파악된다. 통상 OTT로 공급되는 콘텐츠의 가격은 매출과 연동하여 설정되는데, POOQ은 매출의 70% 가량을 콘텐츠 제작사에 지급하는 구조라고 언론에 언급된 바 있다. 그리고 콘텐츠연합플랫폼의 감사보고서에 따르면 SBS로부터의 콘텐츠 매입규모는 작년 기준 연간 106억원에 달하는 것으로 나타난다.

통합 OTT의 매출 규모는 연간 2천억원에 육박하여 종전 POOQ의 3배 수준으로 파악되며, SK텔레콤의 지분율 콜옵션 행사조건을 감안시 외형은 급속도로 팽창할 것이 불보듯 뻔한 상황이다. 따라서 현재 100억원 수준을 지급받는 SBS 콘텐츠의 공급대가가 단기간 내 200~300억원 레벨로 올라갈 가능성이 상당히 높은 것으로 볼 수 있다.

표10 콘텐츠연합플랫폼(POOQ) 특수관계자로부터의 연간 콘텐츠 매입 규모

콘텐츠연합플랫폼 (백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	'16→'18
매출액	**17,052**	**30,833**	**33,331**	**39,446**	**55,088**	**65,099**	**+65%**
미디어매출	16,201	29,608	32,415	38,768	54,143	62,910	
기타사업매출	805	1,211	691	670	621	1,257	
광고매출	46	15	226	8	325	932	
미디어서비스제공원가(매출원가)	**16,104**	**27,213**	**31,920**	**39,255**	**52,245**	**61,888**	**+58%**
지상파	10,265	23,594	28,118	23,229	25,642	27,901	+20%
전사미디어원가대비비중(%)	63.7%	86.7%	88.1%	59.2%	49.1%	45.1%	
SBS	**4,827**	**7,703**	**10,488**	**8,064**	**9,480**	**10,622**	**+32%**
SBS				155	191	9,036	
SBS아이앤엠					3,618	188	
스마트미디어렙			99	4	111	318	
미디어크리에이트	50	160	550	-	-	115	
SBS플러스			170	174	290	829	
SBS바이아컴						135	
SBS콘텐츠허브	4,777	7,543	9,669	7,731	5,271	-	
MBC	5,438	9,169	10,508	8,982	8,798	10,354	+15%
아이엠비씨	5,406	8,282	10,253	8,546	8,697	9,541	
문화방송	32	887	256	436	102	813	
MBC플러스미디어						-	
KBS	0	6,723	7,122	6,184	7,363	6,926	+12%
이케이비에스			-	-	-	-	
KBS미디어		6,723	7,122	6,140	7,313	6,756	
KBS				44	0	150	
케이비에스엔					50	20	
매출총이익	948	3,620	1,412	191	2,843	3,211	
영업이익	185	1,378	-3,100	-954	628	1,314	

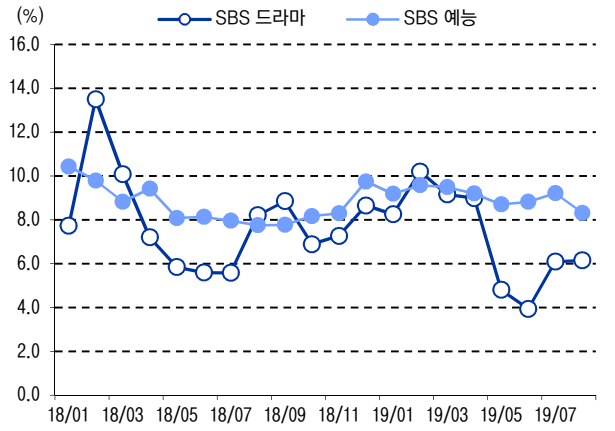
자료: SBS, MBC, KBS, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

굳건한 예능 위상에 드라마 회복세 뚜렷한 3분기

2분기는 금토극 녹두꽃이 선전했지만, 월화와 수목 라인업은 다소 부진했던 것이 사실이다. 평균시청률은 5~6월 4%대까지 하락하며 저조했지만, 금토극과 예능 위주의 광고단가 인상에 성공하며 실적 방어에 성공했다는 판단이다. 한편, 평균시청률도 7월부터는 반등세가 뚜렷하게 지속되고 있다.

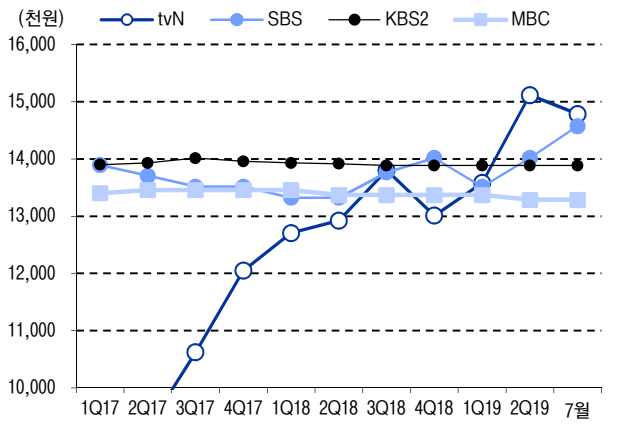
3분기 절반이 지난 현재까지의 흐름은 고무적이다. 비수기긴 하지만 7월 광고단가는 1,457만원(YoY +9.4%)을 기록하며 사상최고치로 경쟁채널 tvN에 근접했다. 현재 전 채널 최고시청률 드라마인 의사요한 효과로 8월도 판매율에서 전년동월비 큰 폭의 신장이 확실시된다.

그림59 SBS 드라마 & 예능 월별 시청률 추이



자료: SBS, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 SBS 대 경쟁채널 프라임타임 광고단가 추이



자료: SBS, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 SBS 2019~2020 년 드라마 라인업

작품명 (평균시청률)	요일	시작일	연출	작가	배우	특이사항
해치 (6.8%)	월화	2/11	이용석	김이영	정일우, 고아라	사극, 대규모 적자
열혈사제 (16.2%)	금토	2/15	이명우	박재범	김남길, 이하늬	첫 금토드라마
빅이슈 (3.4%)	수목	3/06	이동훈	장혁린	주진모, 한예슬	-
녹두꽃 (6.7%)	금토	4/26	신경수	정현민	조정석, 윤시윤	-
초면에 사랑합니다 (3.3%)	월화	5/06	이광영	김아정	김영광, 진기주	후속 예능 리틀 포레스트 배치
절대 그이 (2.5%)	수목	5/15	정정화	양혁문	여진구, 홍종현	-
닥터 탐정 (4.8%)	수목	7/17	박준우	송윤희	박진희, 봉태규	더스토리웍스 제작
의사 요한 (10.1%)	금토	7/19	조수원	김지운	지성, 이세영	-
힙합왕 나스나길 (1.7%)	금11시	8/09	이준형	권수민	이호원, 이나은	6부작
시크릿 부티크	수목	9월	박형기	허선희	김선아, 김재영	더스토리웍스 제작
배가본드	금토	9월	유인식	장영철	이승기, 수지	넷플릭스 동시방영
VIP: 아주 사적인 비밀	월화	10월	이정림	신혜원	장나라, 이상윤	월화 예능 이후 드라마 복귀
미씽	수목	11월	박선호	최경미	-	더스토리웍스 제작
낭만닥터 김사부 2	금토	11월	유인식	강은경	한석규(검토), 안효섭	-
아무도 모른다	수목	2020년	이정흠	김은향	류덕환, 김서형	-
홍천기	-	2020년	박용순	정은궐	-	해품달 작가 신작
더 킹: 영원의 군주	-	2020년	백상훈	김은숙	이민호, 김고은	김은숙 차기작
호텔 앨리스	-	2020년	백수찬	-	-	-

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

2분기 실적 Review & 2019년 실적 전망

동사 2분기 실적은 매출액 2,212억원(YoY -17.0%), 영업이익 43억원(YoY, QoQ 흑자전환)으로 당사 추정치 39억원에 부합하며 강력한 턴어라운드에 성공했다. 별도 매출액은 2,049억원(YoY -21.5%), 영업이익 72억원(YoY 흑자전환)으로 광고 매출이 여전히 감소하는 힘든 여건 속에서도, 콘텐츠 경쟁력 확보로 인한 광고단가 인상 효과로 흑자전환을 기록했다. 그리고 전년동기 러시아월드컵 기저 효과도 손익 개선에 기여한 것으로 판단된다.

당사의 전망대로 2분기 계절적 수요와 콘텐츠 경쟁력 회복에 따른 단가상승 효과로 실적은 회복되었다. 3분기는 월화극 슬롯이 완전히 예능으로 대체됨에 따라 최소한 70억원 가량의 제작비 절감효과가 발생할 전망이다. 그리고 7월 금토극 광고단가가 1,530만원으로 기존 대비 10% 상승에 성공한 점은 매우 고무적이다. 예능 광고단가가 5대 채널 중 압도적으로 높은 상황에서 드라마도 지상파 내 확고한 1위와 더불어 2분기 역전을 허용한 tvN을 바짝 추격했기 때문이다.

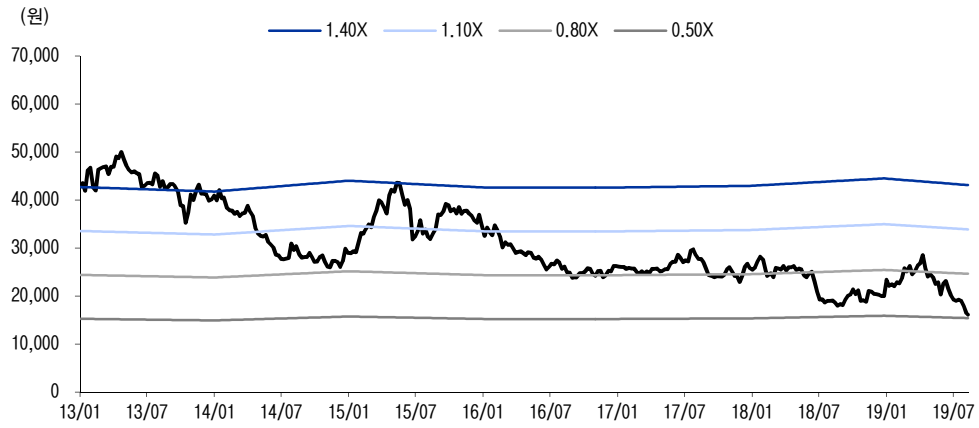
2019년 실적의 주안점은 SBS콘텐츠허브의 연결이익 기여와 SBS드라마가 하반기부터 본격적인 외형 확대가 예상되는 부분이다. 1분기부터 연결편입된 SBS콘텐츠허브의 경우 17억원의 영업이익을 시현하며 실적에 기여했고, 3분기부터 SBS 드라마자회사의 외형 확대를 가정, 올해 동사 연결기준 매출액은 9,530억원(YoY +4.3%), 영업이익은 97억원(YoY +88.6%)으로 전망한다.

표12 SBS 실적추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액 (연결)	217.8	266.4	201.7	228.1	167.6	221.2	240.1	324.0	773.2	914.0	953.0	1,153.3
별도매출	209.2	261.0	190.7	211.6	153.2	204.9	178.3	236.8	737.7	872.5	755.5	893.9
광고매출	85.8	102.4	81.7	89.0	67.8	91.7	86.2	107.1	372.9	359.0	352.8	383.8
판권판매	99.0	134.4	82.7	82.8	63.1	84.4	64.7	90.2	235.0	398.9	302.5	355.6
SBS콘텐츠허브					29.0	45.7	37.5	49.9			162.1	177.2
SBS드라마							12.0	25.0			37.0	118.6
YoY	*33.8*	*31.6*	*22.8*	*-6.4*	*-23.1*	*-17.0*	*19.0*	*42.1*	*-6.7*	*18.2*	*4.3*	*21.0*
별도매출	*32.8*	*36.1*	*17.1*	*-6.2*	*-26.7*	*-21.5*	*-6.5*	*11.9*	*-7.6*	*18.3*	*-13.4*	*18.3*
광고매출	*4.7*	*5.8*	*0.5*	*-21.1*	*-21.0*	*-10.5*	*5.5*	*20.3*	*0.0*	*-3.7*	*-1.7*	*8.8*
판권판매	*94.7*	*116.1*	*51.9*	*22.5*	*-36.2*	*-37.2*	*-21.7*	*9.0*	*-13.5*	*69.7*	*-24.2*	*17.6*
SBS콘텐츠허브												*9.3*
SBS드라마												*220.5*
별도 영업이익	-2.4	-4.6	-13.3	21.0	-25.7	7.2	6.6	23.3	14.0	0.7	11.4	21.1
YoY	적지	적전	적지	25.5	적지	흑전	흑전	11.1	흑전	-95.1	n/a	85.6
별도 영업이익률(%)	-1.2	-1.8	-6.9	9.9	-16.8	3.5	3.7	9.8	1.9	0.1	1.5	2.4
연결 영업이익	-2.1	-3.2	-10.2	20.5	-27.8	4.3	9.0	24.2	18.7	5.1	9.7	33.1
YoY	적지	적전	적지	10.0	적지	흑전	흑전	17.9	흑전	-72.7	88.6	244.9
연결 영업이익률(%)	-0.9	-1.2	-5.0	9.0	-16.6	1.9	3.8	7.5	2.4	0.6	1.0	2.9

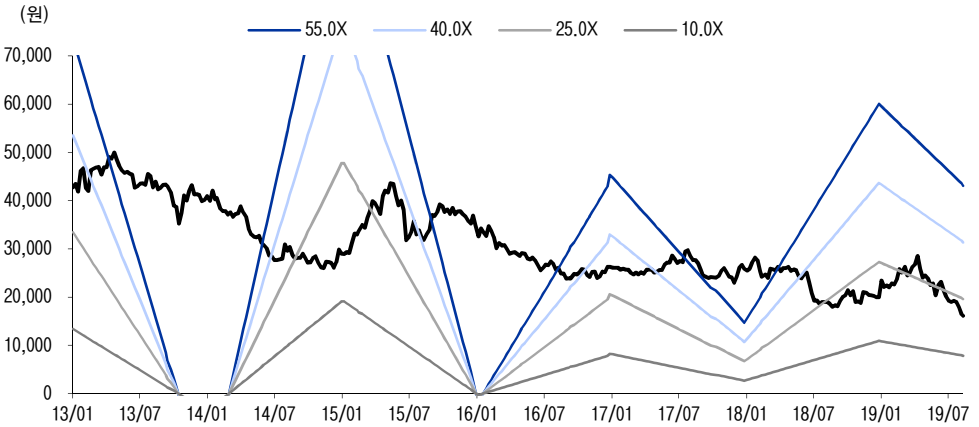
자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 SBS PBR 밴드차트



자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 SBS PER 밴드차트



자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

SBS (034120)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	640	494	599	651	667
현금 및 현금성자산	13	13	94	79	101
매출채권 및 기타채권	240	228	269	326	310
재고자산	2	3	4	5	5
기타유동자산	386	250	232	241	251
비유동자산	452	464	536	540	544
관계기업투자등	35	29	32	33	35
유형자산	312	305	319	316	313
무형자산	21	21	21	20	19
자산총계	**1,092**	**958**	**1,135**	**1,192**	**1,211**
유동부채	360	210	375	404	399
매입채무 및 기타재무	80	69	124	150	142
단기금융부채	70	26	127	125	122
기타유동부채	210	115	124	130	135
비유동부채	169	179	115	113	107
장기금융부채	160	160	99	97	90
기타비유동부채	9	19	16	16	17
부채총계	**529**	**389**	**490**	**517**	**506**
지배주주지분	555	560	580	609	640
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	412	417	438	466	497
비지배주주지분(연결)	8	9	65	65	65
자본총계	**563**	**568**	**645**	**674**	**705**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**773**	**914**	**953**	**1,153**	**1,096**
매출원가	608	756	814	982	933
매출총이익	**165**	**158**	**139**	**171**	**163**
판매비 및 관리비	146	153	129	138	122
영업이익	**19**	**5**	**10**	**33**	**41**
(EBITDA)	51	33	39	62	70
금융손익	0	1	0	1	1
이자비용	4	5	6	6	6
관계기업등 투자손익	-2	0	-3	-3	-3
기타영업외손익	4	3	14	4	0
세전계속사업이익	**20**	**8**	**21**	**35**	**39**
계속사업법인세비용	4	2	1	6	9
계속사업이익	16	6	21	29	31
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**16**	**6**	**21**	**29**	**31**
지배주주	15	5	20	29	31
총포괄이익	**15**	**5**	**21**	**29**	**31**
매출총이익률 (%)	21.4	17.3	14.5	14.9	14.9
영업이익률 (%)	2.4	0.6	1.0	2.9	3.7
EBITDA 마진률 (%)	6.6	3.6	4.1	5.4	6.4
당기순이익률 (%)	2.1	0.6	2.2	2.5	2.8
ROA (%)	1.5	0.5	1.9	2.5	2.6
ROE (%)	2.7	0.9	3.5	4.8	4.9
ROIC (%)	2.8	0.7	1.7	4.6	5.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**82**	**55**	**6**	**33**	**75**
당기순이익(손실)	16	6	21	29	31
비현금수익비용가감	51	45	3	33	32
유형자산감가상각비	31	27	28	28	28
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	1	1	-26	4	4
영업활동 자산부채변동	16	6	-18	-29	12
매출채권 감소(증가)	-5	28	-9	-57	16
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	0
매입채무 증가(감소)	-19	-11	31	26	-7
기타자산, 부채변동	40	-10	-38	3	3
투자활동 현금	**-116**	**-6**	**40**	**-43**	**-43**
유형자산처분(취득)	-24	-20	-22	-26	-24
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-17	28	72	-11	-12
기타투자활동	-74	-12	-10	-7	-7
재무활동 현금	**40**	**-49**	**34**	**-4**	**-10**
차입금의 증가(감소)	40	-44	33	-4	-10
자본의 증가(감소)	0	-4	0	0	0
배당금의 지급	0	4	0	0	0
기타재무활동	0	0	1	0	0
현금의 증가	**6**	**1**	**81**	**-15**	**22**
기초현금	7	13	13	94	79
기말현금	13	13	94	79	101

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	31.4	75.0	15.1	10.4	9.8
P/B	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	10.2	6.7	4.2	3.2
P/CF	7.1	7.2	12.6	4.9	4.8
배당수익률 (%)	1.0	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-6.7	18.2	4.3	21.0	-5.0
영업이익	흑전	-72.8	89.2	244.1	23.4
세전이익	흑전	-60.8	166.0	66.1	12.2
당기순이익	흑전	-63.3	251.9	40.3	6.6
EPS	흑전	-67.6	309.4	44.5	6.6
안정성 (%)					
부채비율	94.0	68.5	75.9	76.8	71.8
유동비율	177.8	234.8	159.7	161.1	167.1
순차입금/자기자본(x)	-1.3	-5.3	-6.2	-5.3	-10.7
영업이익/금융비용(x)	4.7	1.0	1.6	5.5	7.1
총차입금 (십억원)	230	186	226	222	212
순차입금 (십억원)	-8	-30	-40	-36	-75
주당지표(원)					
EPS	824	267	1,092	1,579	1,683
BPS	30,428	30,678	31,783	33,362	35,045
CFPS	3,657	2,763	1,302	3,369	3,457
DPS	250	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

인크로스 (216050)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

회복을 마치고 이제는 T와 함께!

Buy (maintain)

목표주가 28,500 원
현재주가 22,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

하반기부터 WAVVE 동영상 광고 & 캡티브 물동 증가 가능성↑

동사는 현재 상반기말을 기해 최대주주 변경이 완료되고 하반기부터 본격적인 피인수 후 경영전략이 구체화될 계획으로 있다. 밝혀진 전략은 아직 없지만 합리적 추론이 가능한 부분은 9월 통합법인 공식 출범이 예상된 WAVVE OTT향 렙물동 증가와 SK텔레콤 향의 전반적인 디지털 마케팅 예산 M/S의 증가로 요약된다. 푹(+)옥수수 합산 YTD(2019.01~07) 동영상 광고금액은 약 100억원으로 네이버의 38% 수준으로 파악되는 상황이다.

SKT 효과로 인한 본업 고성장이 주춤하는 애드네트워크를 상쇄

동사 연결매출의 70%를 차지하는 온라인 렙사 비즈니스는 연평균 20% 전후의 고성장을 이어가고 있다. 매체별 매출비중은 네이버 30%, 구글(유뷰브 포함) 27%, 카카오 8%, SMR 7%, 페이스북 6% 등으로 고성장하는 동영상 시장 익스포저는 30~35%로 추정된다.

본업의 성장성은 의심의 여지가 없으나 문제는 다윈의 단기 실적부진이다. 1분기 적자 전환하며 감익의 주원인으로 지목된 다윈은 2분기에는 다행히 다소 회복되며 시장은 안도한 모습이다. 동사 2분기 매출액은 79억원(YoY -10.7%), OP 32억원(YoY +1.2%)으로 당사 추정치를 크게 상회했다. 하반기부터는 SK텔레콤과의 본격적인 시너지 전략이 실행되는 단계로 외형도 고성장으로 돌아설 가능성이 높다는 판단이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 28,500원(유지)

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28,500원으로 각각 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 통합 OTT WAVVE 출범에 따른 동영상 광고 렙물동 증가가 확실시되고, SK텔레콤으로의 최대주주 변경에 따른 캡티브 M/S 증가도 가시성이 매우 높기 때문이다. 2분기 실적에서도 가파른 수익성 회복이 확인되었기에 매수 관점으로의 전환이 바람직하다는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		1,777 억원
발행주식수		8,057 천주
52 주 최고가/최저가		28,250 / 14,000
90 일 일평균거래대금		15.89 억원
외국인 지분율		6.3%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		8,765 원
KOSDAQ 대비	1 개월	18.1%
	6 개월	46.9%
	12 개월	49.3%
주주구성	SK 텔레콤외 4 인	44.3%
	자사주 펀드	6.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	36.8	10.2	10.9	8.3	1,076	24.9	10.7	21.3	12.9	2.9	15.3
2018	35.8	11.1	11.1	8.6	1,085	0.8	11.6	14.6	8.0	2.0	13.8
2019E	38.3	12.8	12.6	9.8	1,224	12.8	13.5	18.0	5.0	2.5	14.7
2020E	42.6	14.7	14.4	11.2	1,394	13.9	15.3	15.8	3.0	2.2	14.7
2021E	46.4	16.0	15.7	12.3	1,523	9.3	16.6	14.5	1.4	1.9	13.9

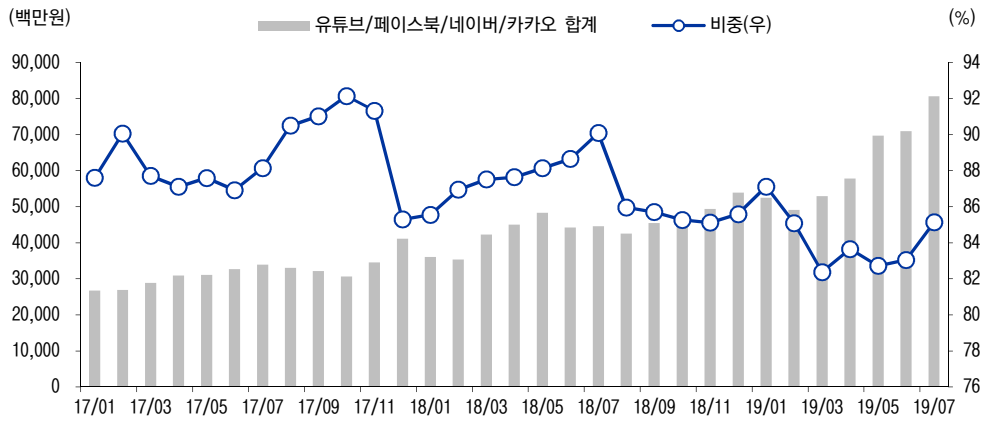
자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

상위 4대 플랫폼 외 푹(+)옥수수, 티빙 등 약진

국내 동영상 광고시장은 유튜브와 페이스북(인스타 포함)이 장악하고 있다고 해도 과언이 아니다. 광고금액 점유율은 유튜브가 35~40% 수준, 페이스북이 인스타그램을 포함하여 35%를 차지하고 있다. 뒤를 이어 네이버와 카카오가 합산 7~10% 정도를 차지하고 있다.

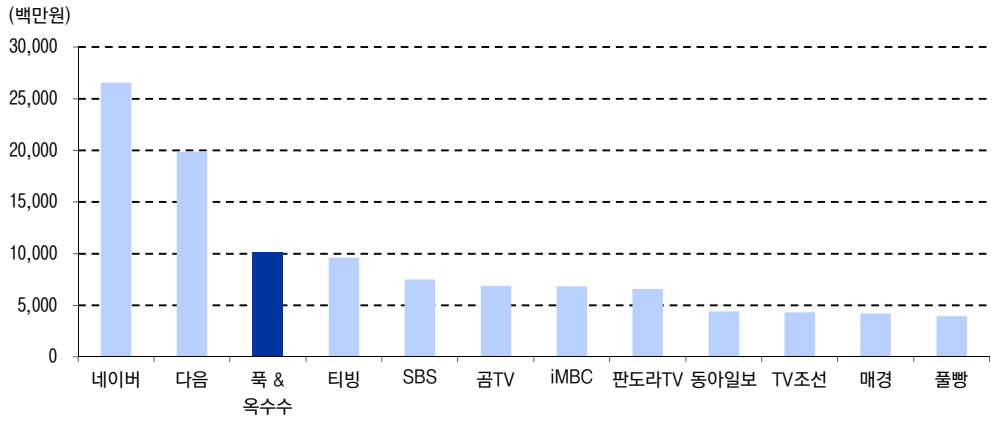
이런 가운데 최근 들어 푹(+)옥수수, 티빙 등의 플랫폼들이 동영상 광고시장에서 괄목할만한 성장세를 기록 중이다. 작년부터 Top 10 플랫폼에 자주 얼굴을 비추던 푹에 더해 3~4월부터 옥수수가 급부상하며 9월경으로 내정된 통합 플랫폼 출범에 대한 기대감이 높아지고 있다. 티빙도 실시간 무료화 이후 가입자 확대와 TV와는 별도의 동영상 광고슬롯을 판매하며 존재감을 높히고 있다는 판단이다.

그림63 BIG 4 동영상 플랫폼 동영상 광고금액 합산액 추이



자료: KOA, 리서치애드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 YTD(1~7월) 플랫폼별 동영상 광고금액 순위 (유튜브/페이스북 제외)



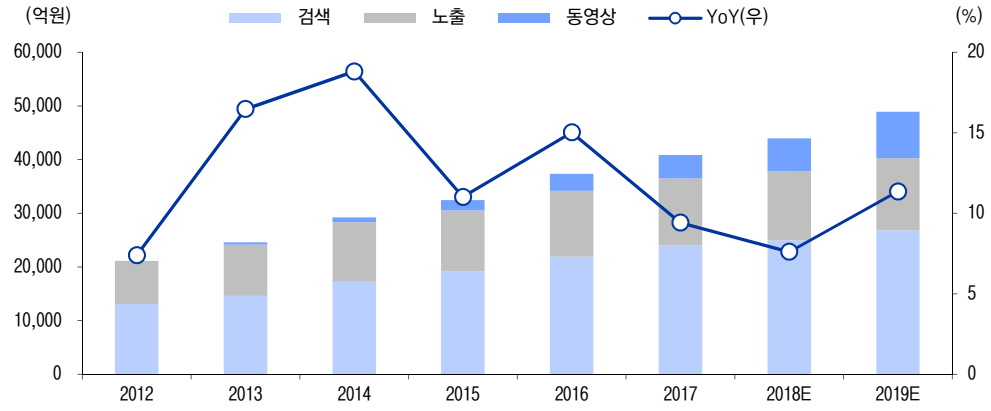
자료: KOA, 리서치애드, 이베스트투자증권 리서치센터

동영상 초고성장 효과로 디지털 광고 두 자리수 성장 유지

국내 디지털 광고시장은 올해 4조 8,921억원(YoY +11.3%)으로 두 자리수 성장을 회복할 것으로 전망된다. 세그먼트별 성장률은 동영상이 50%로 낮은 시장비중(18%)에도 전체 시장성장을 견인할 전망이다. 디스플레이 광고는 정체된 가운데 검색광고만 소폭 성장이 예상된다.

캡티브로 편입된 SK텔레콤의 디지털 마케팅 예산도 최소한 시장성장률은 상회할 것으로 전망되며, 이는 하반기부터 동사 성장성과 실적 개선을 빠르게 견인할 것이 확실시된다. 특히, 기존 동사가 물량을 많이 확보하지 못했던 11번가, 옥수수, 티맵택시에 대한 디지털 마케팅 확대가 직접적인 수혜 분야로 예상된다.

그림65 국내 디지털 광고시장 전망



자료: KOA, 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 11 번가 Display 광고

자료: SK텔레콤, 11번가, 이베스트투자증권 리서치센터

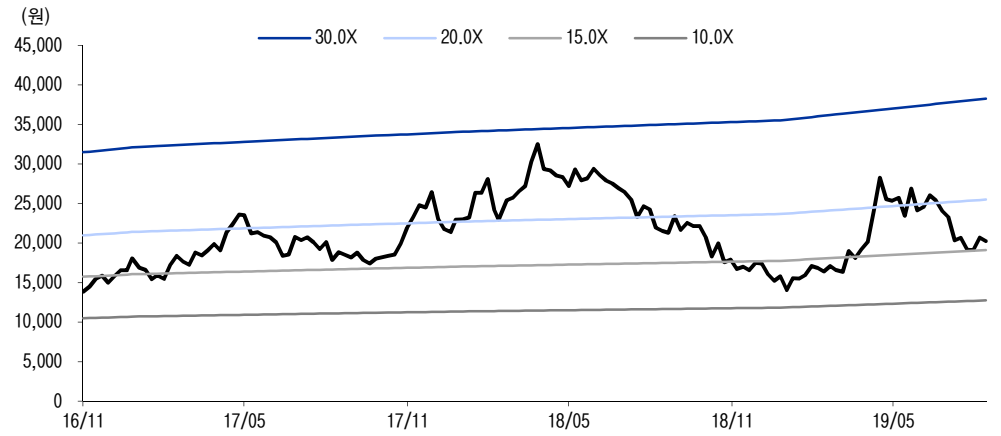
그림67 9 월 통합 OTT 앞두고 옥수수 광고↑

자료: SK텔레콤, 옥수수, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

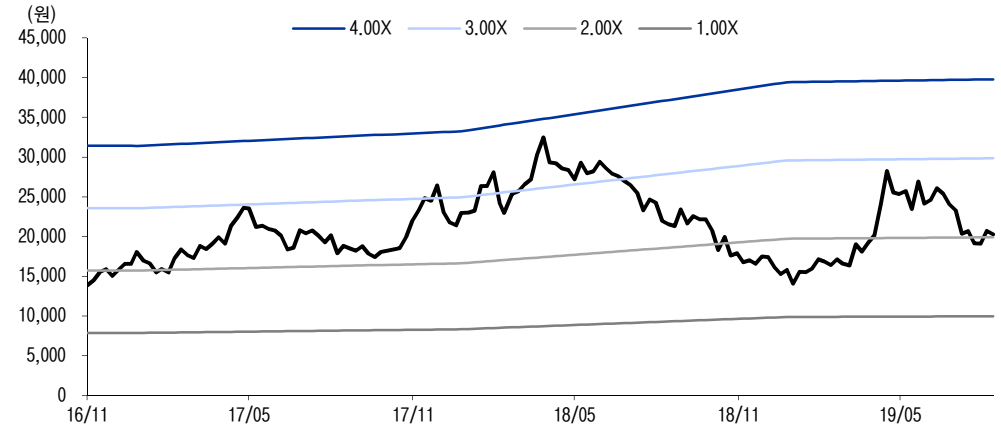
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28,500원으로 각각 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 푹(+)옥수수 통합 OTT 출범에 따른 동영상 광고 렙물동 증가가 확실시되고, SK텔레콤으로의 최대주주 변경에 따른 캡티브 M/S 증가도 가시성이 매우 높기 때문이다.

그림68 인크로스 PER 밴드 차트



자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 인크로스 PBR 밴드 차트



자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

인크로스 (216050)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	115.3	111.0	154.4	174.6	195.3
현금 및 현금성자산	10.4	13.0	94.1	115.7	136.7
매출채권 및 기타채권	71.5	71.2	43.0	41.0	40.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	33.4	26.8	17.2	17.9	18.7
비유동자산	9.6	10.3	11.8	12.6	13.4
관계기업투자등	3.7	2.4	2.5	2.6	2.7
유형자산	0.9	1.6	2.2	2.9	3.6
무형자산	3.7	2.9	2.6	2.3	2.0
자산총계	**124.9**	**121.3**	**166.2**	**187.2**	**208.7**
유동부채	62.6	58.0	94.7	104.4	113.7
매입채무 및 기타재무	60.0	55.4	91.6	101.3	110.4
단기금융부채	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
기타유동부채	2.6	2.6	2.5	2.6	2.7
비유동부채	0.3	0.4	0.9	0.9	0.9
장기금융부채	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
부채총계	**63.0**	**58.4**	**95.6**	**105.3**	**114.6**
지배주주지분	61.9	62.9	70.6	81.8	94.1
자본금	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	40.2	40.8	41.1	41.1	41.1
이익잉여금	17.4	26.5	36.3	47.5	59.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**61.9**	**62.9**	**70.6**	**81.8**	**94.1**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**36.8**	**35.8**	**38.3**	**42.6**	**46.4**
매출원가	22.2	19.5	20.8	23.2	25.3
매출총이익	**14.5**	**16.2**	**17.5**	**19.3**	**21.1**
판매비 및 관리비	4.3	5.1	4.6	4.6	5.1
영업이익	**10.2**	**11.1**	**12.8**	**14.7**	**16.0**
(EBITDA)	10.7	11.6	13.5	15.3	16.6
금융손익	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
이자비용	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
세전계속사업이익	**10.9**	**11.1**	**12.6**	**14.4**	**15.7**
계속사업법인세비용	2.6	2.5	2.8	3.2	3.5
계속사업이익	8.3	8.6	9.8	11.2	12.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.3**	**8.6**	**9.8**	**11.2**	**12.3**
지배주주	8.3	8.6	9.8	11.2	12.3
총포괄이익	**8.4**	**7.6**	**9.8**	**11.2**	**12.3**
매출총이익률 (%)	39.5	45.4	45.6	45.4	45.4
영업이익률 (%)	27.9	31.0	33.5	34.5	34.5
EBITDA 마진률 (%)	29.1	32.4	35.3	35.9	35.9
당기순이익률 (%)	22.6	24.1	25.6	26.4	26.4
ROA (%)	7.7	7.0	6.8	6.4	6.2
ROE (%)	15.3	13.8	14.7	14.7	13.9
ROIC (%)	67.9	41.3	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**3.9**	**-0.8**	**81.1**	**23.6**	**23.2**
당기순이익(손실)	8.3	8.6	9.8	11.2	12.3
비현금수익비용가감	3.1	4.1	8.3	0.7	0.7
유형자산감가상각비	0.2	0.1	0.4	0.3	0.4
무형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.0	0.0	7.6	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-3.9	-11.3	62.9	11.7	10.2
매출채권 감소(증가)	-24.3	-5.3	28.1	2.0	1.0
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	21.0	-5.0	36.2	9.6	9.1
기타자산, 부채변동	-0.6	-1.0	-1.5	0.1	0.1
투자활동 현금	**-2.9**	**10.4**	**2.3**	**-2.1**	**-2.2**
유형자산처분(취득)	-0.6	-0.9	-0.8	-1.0	-1.1
무형자산 감소(증가)	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	4.0	6.9	3.5	-0.8	-0.9
기타투자활동	-5.7	4.5	-0.4	-0.2	-0.2
재무활동 현금	**6.6**	**-7.0**	**-2.3**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.6	-7.0	-2.2	0.0	0.0
현금의 증가	**7.6**	**2.6**	**81.1**	**21.5**	**21.0**
기초현금	2.9	10.4	13.0	94.1	115.7
기말현금	10.4	13.0	94.1	115.7	136.7

자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	21.3	14.6	18.0	15.8	14.5
P/B	2.9	2.0	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.9	8.0	5.0	3.0	1.4
P/CF	15.6	9.9	9.7	14.9	13.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	16.8	-2.7	7.0	11.2	9.0
영업이익	13.9	8.2	15.7	14.4	9.0
세전이익	28.1	2.0	13.2	14.5	9.3
당기순이익	31.1	4.0	13.8	14.4	9.3
EPS	24.9	0.8	12.8	13.9	9.3
안정성 (%)					
부채비율	101.7	92.7	135.4	128.8	121.8
유동비율	184.1	191.4	162.9	167.2	171.8
순차입금/자기자본(x)	-70.3	-53.2	-156.1	-161.8	-163.8
영업이익/금융비용(x)	16,912.4	11,745.6	118.9	119.0	129.7
총차입금 (십억원)	0	0	1	1	1
순차입금 (십억원)	-44	-34	-110	-132	-154
주당지표(원)					
EPS	1,076	1,085	1,224	1,394	1,523
BPS	7,850	7,856	8,765	10,158	11,681
CFPS	1,473	1,594	2,262	1,476	1,612
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

드림어스컴퍼니 (060570)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

의심할 여지 없는 탑라인 고성장

2위를 위협하는 수준까지 올라온 FLO

SK텔레콤 음원플랫폼 FLO를 운영하는 사업은 동사 매출의 30% 이상을 차지하는 주요 사업이다. 6월 MAU는 177만명으로 점유율 20%를 기록하며 사상 최고치를 경신했다. 반년 만에 MAU 순증 39만명으로 하반기 200만명 돌파가 확실시된다. 2위 지니뮤직과의 점유율 격차는 5%p 밖에 되지 않아, 현재 시행중인 무료 프로모션의 지속을 감안할 때 상위 사업자와의 갭은 빠르게 축소될 것으로 전망한다.

음반/음원 유통도 3대 고객사와 동반 고성장中

음반시장은 작년의 역기저효과 우려에도 1~7월 누적 기준 1,531만장(YoY +31.5%)으로 순항하고 있다. 이에 따라 동사 음반/음원 유통매출도 상반기 YoY +36% 고성장 중이다. 주고객사인 빅히트, 에스엠, JYP의 상반기 시장점유율은 25%로 2위 유통사를 크게 따돌리며 1위를 유지 중이다. 한편, MD사업의 경우 에스엠 공연모객이 전년비 주춤하며 매출 정체를 보이고 있으나, 하반기 엑소와 동방신기 글로벌 투어가 예정된 점은 긍정적이다.

상반기 기존사업 재고손실 대규모 반영 → 3Q부터 적자 대폭 축소可

2분기 실적은 매출액 427억원(YoY +40.0%), 영업손실 106억원으로 매출은 당사 추정치를 10% 상회했으나, 손실은 추정치를 큰 폭 하회하며 부진했다. 2분기까지 기존사업인 디바이스 부문관련 재고손실과 대손상각을 대거 인식한 영향으로 영업손실이 커진 것으로 판단된다. 3분기부터는 관련 비용이 급감하며 영업손실률은 큰 폭으로 줄어들 전망이다. 내년부터는 FLO를 중심으로 유통/MD 매출 고성장에 따른 레버리지 효과로 흑자전환이 가능할 것으로 예상한다.

SK텔레콤의 양대 콘텐츠 플랫폼 중 하나로 중장기 성장성에 베팅

동사의 모회사 SK텔레콤의 콘텐츠 전략을 전개하는데 있어, 영상 콘텐츠가 플랫폼 WAVVE(콘텐츠연합플랫폼)를 구심점으로 한다면 음원 콘텐츠는 FLO(드림어스컴퍼니)를 구심점으로 한다. 동사는 음원 플랫폼, 음반/음원 유통, MD를 중심으로 하는 콘텐츠 기업으로 불과 2년만에 완벽하게 변모하였다. 수익성보다는 중장기 성장성에 베팅할 시점으로 판단한다.

NR

목표주가	NR
현재주가	5,490 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (08/23)		608.98 pt
시가총액		3,065 억원
발행주식수		55,821 천주
52 주 최고가/최저가		10,750 / 4,830
90 일 일평균거래대금		7.85 억원
외국인 지분율		4.5%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		2,877 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-13.2%
	6 개월	-24.3%
	12 개월	-10.0%
주주구성	SK 텔레콤(외 6 인)	71.0%
	자사주(외 1 인)	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	53.2	1.5	2.3	2.3	91	흑전	3.2	70.1	45.1	3.5	7.1
2015	55.6	0.3	0.6	0.6	20	-77.5	2.9	264.1	55.7	3.5	1.3
2016	52.3	-9.4	-10.0	-10.0	-321	적전	-5.8	n/a	n/a	4.4	-23.2
2017	69.5	-8.0	-14.1	-14.1	-398	적지	-4.6	n/a	n/a	2.3	-18.6
2018	137.8	-3.1	-20.6	-21.3	-424	적지	4.5	n/a	62.5	2.3	-15.6

자료: 드림어스컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

2분기 수익성 아쉽지만 탑라인 40% 고성장 확인

동사 2분기 실적은 매출액 427억원(YoY +40.0%), 영업손실 106억원(YoY 적자지속)으로 탑라인 성장률은 당사 전망치를 상회했지만, 수익성은 저조했다. 영업손실이 전분기비 확대된 점은 동분기까지 디바이스 사업 재고손실 및 대손상각을 대거 인식한 점에 기인한다. 매출의 경우 FLO와 콘텐츠(음반/음원 유통) 부문이 각각 30% 이상으로 높은 성장률을 기록한 점이 주효했다. 공격적 프로모션에 기인한 MAU 급증과 빅히트/에스엠/JYP 소속 아티스트 활동량 증가에 따른 점유율 증가가 이를 견인했다는 판단이다.

동사에 대한 투자의사결정에 있어서의 핵심은 손익이 아닌 매출성장이다. 모회사 SK텔레콤의 의지대로 공격적인 마케팅을 통한 지배적 사업자 등극이 궁극적 목표라 판단하기 때문이다. 즉, FLO 점유율에 대한 전망, 빅히트/SM/JYP와의 장기간 계약 유지와 추가 유통사 편입, MD 사업의 SM 외로의 확장이 핵심 변수로 판단된다.

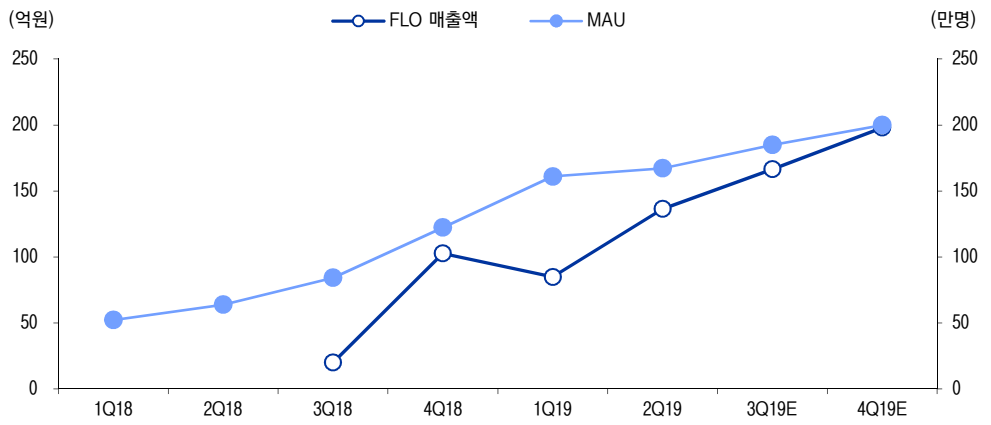
2020년 실적은 매출액 2,108억원(YoY +18.0%), 영업이익 32억원(YoY 흑전)으로 턴어라운드를 예상한다. 매출액은 FLO가 851억원(YoY +45.2%)으로 성장을 크게 견인하고, 유통과 MD는 보수적으로 신규 고객사 유입을 가정하지 않고 기존 고객사 증가분 만을 고려하여 전망한 수치다. FLO 매출이 BEP 상회 레벨로 격상되고, 유통은 한자리 초반의 낮은 이익률을 가정했다. 2020년 FLO 매출 전망치는 현재 177만 MAU가 내년 200~240만 가입자 밴드에서 유료가입자 전환만으로도 달성 가능한 수준이다. 이는 5G 가입자 확산 속도와 3분기 프로모션 결과에 따라 상향 가능성이 열려 있다.

표13 드림어스컴퍼니 실적추이 및 전망 (연결 기준)

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액 (연결)	**289**	**305**	**336**	**448**	**306**	**427**	**493**	**561**	**695**	**1,378**	**1,787**	**2,108**
FLO			20	103	85	136	167	198	-	123	586	851
Contents	62	107	122	131	91	139	148	168	-	423	546	657
MD 등	54	47	82	86	43	48	75	82	68	269	248	291
디바이스	172	151	112	129	87	104	103	113	626	564	407	309
YoY	*144.9*	*142.6*	*58.5*	*87.8*	*5.7*	*40.0*	*46.9*	*25.1*		*98.5*	*29.6*	*18.0*
FLO							*732.5*	*92.6*			*377.1*	*45.2*
Contents					*45.3*	*29.6*	*21.5*	*28.3*			*29.2*	*20.4*
MD 등			*152.1*	*140.7*	*-20.2*	*1.9*	*-8.2*	*-4.4*		*294.1*	*-7.6*	*17.3*
디바이스	*46.1*	*20.2*	*-37.8*	*-36.5*	*-49.7*	*-31.1*	*-7.7*	*-12.4*	*19.7*	*-9.9*	*-27.9*	*-24.0*
OP	**-5**	**-2**	**-6**	**-18**	**-93**	**-106**	**-38**	**-29**	**-80**	**-31**	**-267**	**32**
OPM (%)	**-1.9**	**-0.5**	**-1.7**	**-4.1**	**-30.5**	**-24.9**	**-7.7**	**-5.2**	**-11.5**	**-2.3**	**-14.9**	**1.5**
FLO MAU (만명)	52	64	84	122	161	167	185	200	31	81	178	240
ARPU (원)			791	2,801	1,757	2,720	3,000	3,300		3,379	2,738	2,954
Revenue							167	198		123	586	851
음반/음원 M/S (%)	22.7	26.3	30.5	27.6	18.3	31.0	26.8		23.1	27.1	26.8	
빅히트	4.9	13.7	17.5	6.1	7.2	18.2	6.6		6.1	10.5	13.2	
에스엠	11.1	7.4	6.2	15.7	5.2	6.6	14.8		10.8	10.5	7.6	
JYP	6.6	5.2	6.8	5.8	5.9	6.1	5.4		6.2	6.1	5.9	

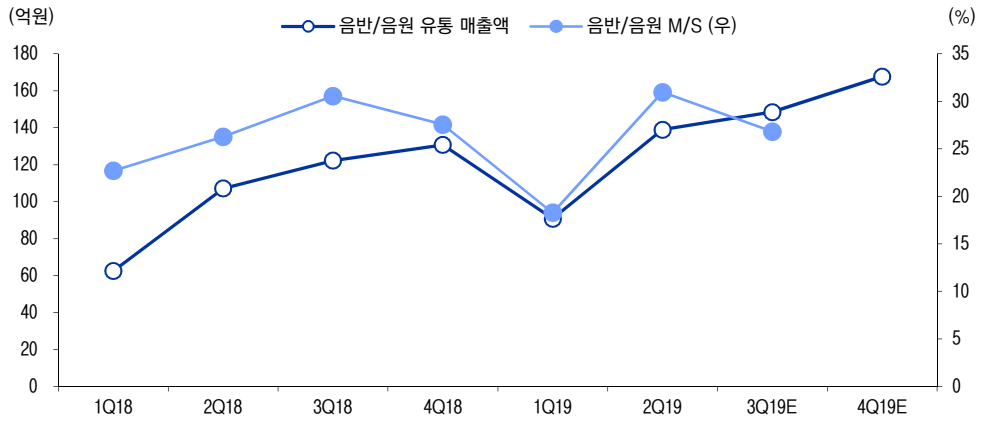
자료: 드림어스컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 FLO 매출액 & MAU 전망



자료: 드림어스컴퍼니, 코리안클릭, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 음반/음원 유통 매출액 & 고객사 음반/음원 M/S 추이



자료: 드림어스컴퍼니, 가온차트, 이베스트투자증권 리서치센터

드림어스컴퍼니 (060570)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	58.1	50.8	40.6	74.9	150.0
현금 및 현금성자산	24.7	11.3	10.9	22.9	95.7
매출채권 및 기타채권	15.8	16.4	9.6	11.5	27.6
재고자산	11.3	16.2	16.2	14.9	16.5
기타유동자산	6.4	6.9	3.8	25.5	10.3
비유동자산	3.8	9.7	9.5	56.0	54.5
관계기업투자등	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
유형자산	1.0	3.9	3.5	1.2	2.3
무형자산	2.8	5.1	4.6	52.8	49.4
자산총계	**61.9**	**60.4**	**50.1**	**130.9**	**204.5**
유동부채	9.4	6.9	6.3	9.6	42.0
매입채무 및 기타재무	6.9	4.9	4.0	6.1	21.1
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1
기타유동부채	2.6	2.0	2.4	3.4	15.8
비유동부채	5.0	5.5	5.6	7.6	2.7
장기금융부채	4.0	4.3	4.6	4.8	0.0
기타비유동부채	1.0	1.2	1.0	2.9	2.7
부채총계	**14.4**	**12.4**	**11.9**	**17.2**	**44.6**
지배주주지분	47.6	48.1	38.1	113.7	159.9
자본금	15.5	15.5	15.5	23.8	27.8
자본잉여금	32.3	32.9	33.0	107.8	173.9
이익잉여금	-0.7	-0.4	-10.3	-17.4	-39.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**47.6**	**48.1**	**38.1**	**113.7**	**159.9**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**53.2**	**55.6**	**52.3**	**69.5**	**137.8**
매출원가	34.3	33.9	38.0	54.2	105.2
매출총이익	**18.9**	**21.8**	**14.3**	**15.3**	**32.7**
판매비 및 관리비	17.4	21.5	23.8	23.2	35.8
영업이익	**1.5**	**0.3**	**-9.4**	**-8.0**	**-3.1**
(EBITDA)	3.2	2.9	-5.8	-4.6	4.5
금융손익	0.2	0.9	0.3	-1.5	1.0
이자비용	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
관계기업등 투자손익	0.6	0.0	-0.3	-0.7	1.0
기타영업외손익	0.1	-0.6	-0.6	-3.9	-19.4
세전계속사업이익	**2.3**	**0.6**	**-10.0**	**-14.1**	**-20.6**
계속사업법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
계속사업이익	2.3	0.6	-10.0	-14.1	-21.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**2.3**	**0.6**	**-10.0**	**-14.1**	**-21.3**
지배주주	2.4	0.6	-10.0	-14.1	-21.3
총포괄이익	**2.5**	**0.6**	**-10.0**	**-14.5**	**-20.8**
매출총이익률 (%)	35	39	27	22	24
영업이익률 (%)	3	1	-18	-11	-2
EBITDA 마진률 (%)	6	5	-11	-7	3
당기순이익률 (%)	4.4	1.1	-19.1	-20.3	-15.5
ROA (%)	5.0	1.0	-18.1	-15.6	-12.7
ROE (%)	7.1	1.3	-23.2	-18.6	-15.6
ROIC (%)	5.4	0.7	-19.0	-10.8	-3.2

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**-7.5**	**-6.9**	**4.1**	**-7.6**	**13.6**
당기순이익(손실)	2.3	0.6	-10.0	-14.1	-21.3
비현금수익비용가감	2.6	4.7	7.7	13.9	30.1
유형자산감가상각비	0.8	1.0	1.4	0.9	1.0
무형자산상각비	0.9	1.6	2.3	2.5	6.6
기타현금수익비용	-0.7	0.0	0.2	1.3	-1.2
영업활동 자산부채변동	-12.4	-12.5	6.3	-7.6	5.2
매출채권 감소(증가)	-2.7	-1.0	10.4	-2.5	-9.7
재고자산 감소(증가)	-4.1	-5.7	-1.8	-3.0	-4.4
매입채무 증가(감소)	-2.9	-2.0	-4.2	2.5	10.6
기타자산, 부채변동	-2.6	-3.7	1.9	-4.6	8.7
투자활동 현금	**-1.2**	**-6.6**	**-4.0**	**-45.0**	**-10.2**
유형자산처분(취득)	-0.5	-3.6	-1.0	-0.5	-2.0
무형자산 감소(증가)	-1.1	-3.1	-2.7	-2.6	-17.5
투자자산 감소(증가)	0.2	1.0	-0.2	-19.8	13.7
기타투자활동	0.2	-0.9	-0.1	-22.1	-4.3
재무활동 현금	**28.4**	**0.3**	**0.0**	**65.0**	**68.5**
차입금의 증가(감소)	2.6	0.0	0.0	0.0	-1.5
자본의 증가(감소)	25.0	0.0	0.0	65.0	70.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.8	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**19.7**	**-13.4**	**-0.4**	**12.0**	**72.7**
기초현금	5.0	24.7	11.3	10.9	22.9
기말현금	24.7	11.3	10.9	22.9	95.7

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	70.1	264.1	n/a	n/a	n/a
P/B	3.5	3.5	4.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	45.1	55.7	n/a	n/a	62.5
P/CF	33.6	31.6	n/a!	n/a!	38.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	1.7	4.6	-5.9	32.7	98.5
영업이익	흑전	-79.7	적전	적지	적지
세전이익	흑전	-72.9	적전	적지	적지
당기순이익	흑전	-72.9	적전	적지	적지
EPS	흑전	-77.5	적전	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	30.3	25.8	31.3	15.1	27.9
유동비율	616.4	737.2	639.8	782.9	357.5
순차입금/자기자본(x)	-45.7	-14.6	-16.9	-33.6	-60.0
영업이익/금융비용(x)	11.2	0.8	-24.3	-19.6	-7.4
총차입금 (십억원)	4	4	5	5	5
순차입금 (십억원)	-22	-7	-6	-38	-96
주당지표(원)					
EPS	91	20	-321	-398	-424
BPS	1,823	1,545	1,226	2,391	2,877
CFPS	190	171	n/a	n/a	175
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 드림어스컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

지니뮤직 (043610)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

강력한 경쟁자 출현에도 꿋꿋하게 전진

NR

목표주가	NR
현재주가	3,355 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

상위 3사 치열한 점유율 경쟁에도 굳건하게 2위 유지중

동사는 6월 기준 MAU 228만명을 기록하며 점유율 25%로 2위를 유지 중이다. 3위 FLO가 반년간 39만명의 순증가입자를 유치하며 맹추격 중이지만, 동기간 지니도 16만명 순증하며 격차를 두고 있다. 과금사업자를 최대주주로 두고 있어 B2C뿐만 아니라 B2B로도 가입자 유치가 되고 있어, 멜론에 비해서는 FLO의 공세로부터 효율적인 방어를 하고 있다는 판단이다.

멜론의 경우 반년 동안 MAU가 420만명에서 22여만명 감소한 398만명(M/S 44%)으로 나타나고 있어, 앞으로의 대응에 따라 동사 가입자 모집에도 영향을 미칠 가능성은 존재한다.

일본 음반/음원 유통 부문도 전년비 회복세 뚜렷

유통 매출은 전사 이익을 직접적으로 견인하는 요인은 아니지만, 수익성이 좋은 음원 플랫폼 사업의 지속성장을 위해서는 필수 불가결한 요소에 해당한다. 상반기 유통매출은 전년동기대비 2배에 달하며 전년 부진에서 빠르게 벗어나는 모습이다. 2분기 전사 실적도 매출액 564억원(YoY +49.2%), 영업이익 20억원(YoY +186%)으로 전분기에 이어 호실적을 이어갔다.

음원플랫폼 마진 개선과 유통매출 회복은 성공, 점유율 확대 과제는 여전

동사는 플랫폼과 유통 중심의 안정적 마진 확보로 흑자기조를 유지하고 있다. 올해는 B2B 플랫폼 실정산 변경에 따른 마진 정상화와 유통매출 회복으로 외형과 수익성 모두 시장 기대치를 충족하고 있다는 판단이다. 밸류에이션도 컨센서스 영업이익의 20배 수준으로 과도하지 않은 수준이다. 다만, 200만명 초반에서 크게 증가하지 않는 MAU는 중장기 성장성 베팅을 주저하게 하는 요인으로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		1,950 억원
발행주식수		58,115 천주
52 주 최고가/최저가		6,970 / 2,750 원
90 일 일평균거래대금		5.42 억원
외국인 지분율		1.2%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		2,505 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-3.9%
	6 개월	-14.7%
	12 개월	-20.0%
주주구성	케이티(외 1 인)	36.0%
	씨제이이앤엠	15.4%
	LG 유플러스(외 1 인)	12.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	86.3	7.5	3.3	3.2	78	-60.2	10.3	68.7	18.1	4.0	7.1
2015	89.2	1.9	3.5	3.4	81	3.2	4.7	54.2	29.4	3.1	5.8
2016	111.3	4.9	5.9	8.2	197	143.5	7.7	18.3	11.9	2.2	12.9
2017	155.6	2.4	-2.4	-3.4	-73	적전	5.5	n/a	27.4	2.6	-4.3
2018	171.2	6.9	7.9	5.9	117	흑전	9.0	41.0	21.8	1.9	5.0

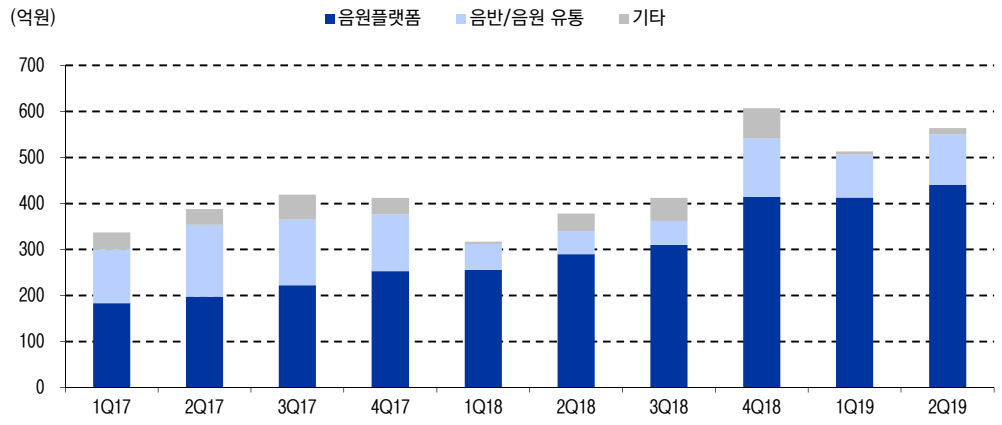
자료: 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터

과금사업자 이점 활용하여 플랫폼 지속 성장이 가능한 구조

올해 동사 실적은 음원 플랫폼과 유통부문 모두 가파르게 회복되는 모습이 역력하다. 플랫폼은 B2B와 B2C에서의 고른 가입자 성장과 B2B ARPU 증가가 두드러지게 나타나며 P/Q 효과를 모두 누리고 있다는 판단이다. 한편, 유통의 경우도 전년비 큰 폭의 성장세로 외형 성장에 기여하고 있다.

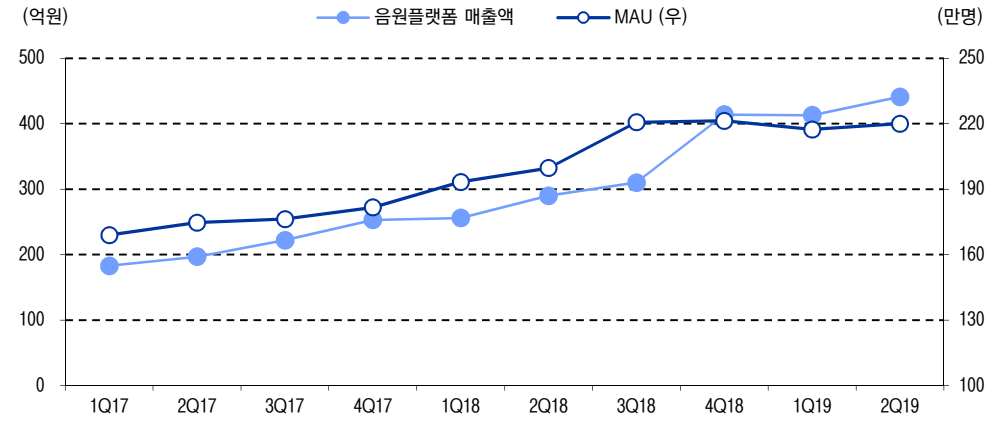
유통 매출은 전사 이익을 직접적으로 견인하는 요인은 아니지만, 수익성이 좋은 음원 플랫폼 사업의 지속성장을 위해서는 필수 불가결한 요소에 해당한다. 상반기 유통매출은 전년동기대비 2배에 달하며 전년 부진에서 빠르게 벗어나는 모습이다. 2분기 전사 실적도 매출액 564억원(YoY +49.2%), 영업이익 20억원(YoY +186%)으로 전분기에 이어 호실적을 이어갔다.

그림72 지니뮤직 사업부문별 매출액 추이



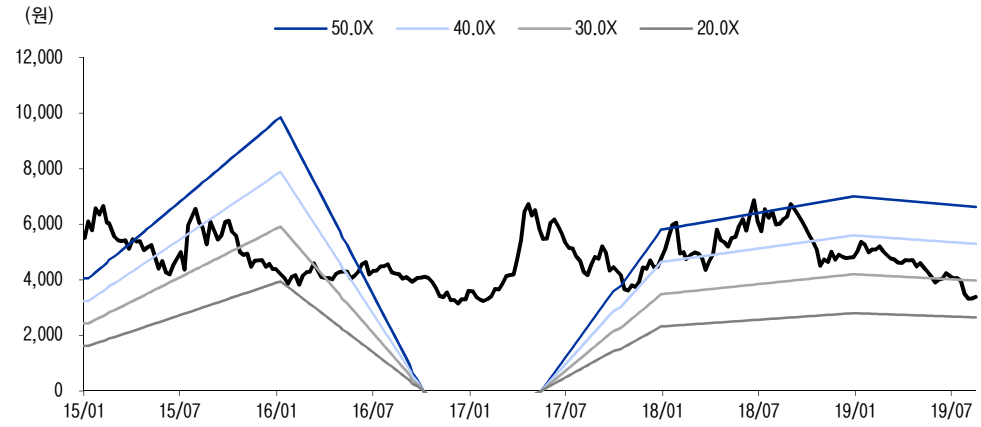
자료: 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 음원플랫폼 매출액 & MAU 추이



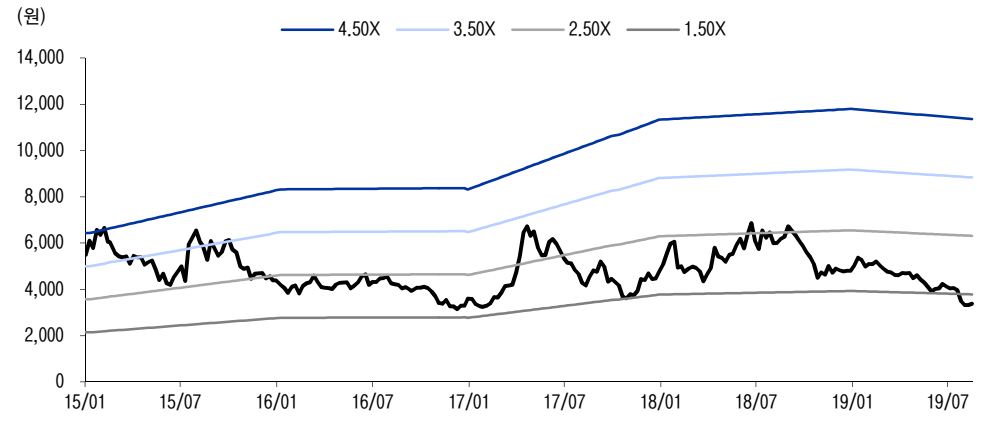
자료: 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 지니뮤직 PER 밴드 차트



자료: 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 지니뮤직 PBR 밴드 차트



자료: 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터

지니뮤직 (043610)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	64.3	72.5	90.8	120.0	136.4
현금 및 현금성자산	34.2	26.1	28.5	48.1	32.9
매출채권 및 기타채권	24.4	25.3	31.4	34.6	51.6
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3
기타유동자산	5.7	21.0	30.9	36.9	51.6
비유동자산	19.1	18.0	19.3	19.5	85.6
관계기업투자등	5.4	5.5	5.7	11.4	11.4
유형자산	2.2	1.9	1.4	1.1	3.6
무형자산	10.7	9.8	8.5	2.0	62.4
자산총계	**83.4**	**90.5**	**110.1**	**139.5**	**222.0**
유동부채	26.2	30.0	41.2	48.1	72.4
매입채무 및 기타재무	17.7	21.1	30.9	35.7	55.6
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	8.5	8.9	10.3	12.4	16.9
비유동부채	0.9	0.7	0.8	0.4	4.1
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.9	0.7	0.8	0.4	4.1
부채총계	**27.1**	**30.8**	**42.0**	**48.5**	**76.6**
지배주주지분	56.3	59.8	68.1	91.0	145.4
자본금	20.9	20.9	20.9	24.6	29.1
자본잉여금	62.3	62.3	62.3	85.3	131.8
이익잉여금	-27.6	-24.4	-16.1	19.5	-13.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**56.3**	**59.8**	**68.1**	**91.0**	**145.4**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**86.3**	**89.2**	**111.3**	**155.6**	**171.2**
매출원가	0.0	0.0	75.9	117.3	120.7
매출총이익	**86.3**	**89.2**	**35.4**	**38.4**	**50.5**
판매비 및 관리비	78.8	87.2	30.5	36.0	43.6
영업이익	**7.5**	**1.9**	**4.9**	**2.4**	**6.9**
(EBITDA)	10.3	4.7	7.7	5.5	9.0
금융손익	1.0	0.8	0.8	1.2	1.0
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	0.1
기타영업외손익	-5.2	0.8	0.1	-5.8	0.0
세전계속사업이익	**3.3**	**3.5**	**5.9**	**-2.4**	**7.9**
계속사업법인세비용	0.0	0.1	-2.4	1.0	1.9
계속사업이익	3.2	3.4	8.2	-3.4	5.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.2**	**3.4**	**8.2**	**-3.4**	**5.9**
지배주주	3.2	3.4	8.2	-3.4	5.9
총포괄이익	**3.2**	**3.6**	**8.3**	**-3.6**	**5.9**
매출총이익률 (%)	100	100	32	25	30
영업이익률 (%)	9	2	4	2	4
EBITDA 마진률 (%)	12	5	7	4	5
당기순이익률 (%)	3.8	3.8	7.4	-2.2	3.5
ROA (%)	3.9	3.9	8.2	-2.7	3.3
ROE (%)	7.1	5.8	12.9	-4.3	5.0
ROIC (%)	50.4	18.7	58.5	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**10.3**	**8.5**	**13.4**	**7.9**	**3.4**
당기순이익(손실)	3.2	3.4	8.2	-3.4	5.9
비현금수익비용가감	7.4	1.7	0.7	9.3	3.6
유형자산감가상각비	0.8	0.7	0.7	0.7	1.0
무형자산상각비	2.0	2.0	2.1	2.4	1.1
기타현금수익비용	0.1	0.1	-0.1	0.3	-0.6
영업활동 자산부채변동	-1.3	2.9	4.2	1.7	-6.0
매출채권 감소(증가)	0.6	-0.9	-6.7	-3.3	-4.7
재고자산 감소(증가)	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0
매입채무 증가(감소)	0.8	4.4	10.0	4.3	-2.2
기타자산, 부채변동	-2.8	-0.5	0.9	1.0	0.9
투자활동 현금	**21.8**	**-16.5**	**-11.0**	**-15.0**	**-16.3**
유형자산처분(취득)	-0.6	-0.4	-0.2	-0.5	-2.3
무형자산 감소(증가)	-1.1	-1.1	-0.8	-2.0	-0.8
투자자산 감소(증가)	23.1	-15.0	-10.0	-5.0	-14.6
기타투자활동	0.4	0.0	0.0	-7.4	1.5
재무활동 현금	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**26.7**	**-2.3**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	26.7	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.3
현금의 증가	**32.1**	**-8.0**	**2.3**	**19.7**	**-15.3**
기초현금	2.1	34.2	26.1	28.5	48.1
기말현금	34.2	26.1	28.5	48.1	32.9

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	68.7	54.2	18.3	n/a	41.0
P/B	4.0	3.1	2.2	2.6	1.9
EV/EBITDA	18.1	29.4	11.9	27.4	21.8
P/CF	21.0	36.1	16.9	37.5	25.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-22.4	3.3	24.8	39.9	10.0
영업이익	53.3	-74.2	153.1	-51.0	186.8
세전이익	-43.9	6.1	67.9	적전	흑전
당기순이익	-60.7	4.4	143.5	적전	흑전
EPS	-60.2	3.2	143.5	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	48.1	51.5	61.6	53.3	52.7
유동비율	245.6	241.4	220.4	249.4	188.3
순차입금/자기자본(x)	-69.5	-77.1	-85.8	-91.4	-57.7
영업이익/금융비용(x)	116.7	204.1	496.1	230.6	647.1
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-39	-46	-58	-83	-84
주당지표(원)					
EPS	78	81	197	-73	117
BPS	1,347	1,429	1,629	1,849	2,502
CFPS	257	121	213	126	189
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 지니뮤직, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

덱스터 (206560)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

백두산, 그리고 다시 신과 함께

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Tech에서 Art로 진화하는 기업

동사는 영화와 드라마에서 광범위하게 사용되는 특수효과 VFX를 전문으로 하는 기업이다. 대표작으로는 국내영화 미스터고(2013), 해적: 바다로 간 산적(2014), 신과 함께(2017~2018)가 있고, 몽키킹 시리즈와 쿵푸요가를 비롯한 다수 중국영화에도 납품한 바 있다.

올해는 2분기 아스달 연대기 84억원 수주를 시작으로 하반기에는 150억원 대작영화 백두산에 대한 VFX 수주(70억원)와 투자제작까지 이어질 계획이다. VFX가 보편적으로 사용되는 현 시대의 콘텐츠 제작환경을 활용하여 기술에서 예술로 그 영역을 넓혀가는 기업이 바로 동사다. 한편, 영상 콘텐츠 분야에서뿐만 아니라, 테마파크나 VR 등 인접 부문으로 수주와 매출처를 확장하고 있는 점 또한 긍정적이다. 이는 동사의 VFX가 합리적인 가격정책과 탁월한 작업 퀄리티를 인정받고 있다는 방증이다.

초우량 재무구조와 지역별/산업별 분산된 양질의 수주잔고

동사는 2분기말 현재 310억원의 순현금을 보유하고 있다. 그리고 부채비율도 17%에 불과해 초우량 재무구조를 지닌 것으로 판단된다. 아울러 2분기말 수주잔고는 211억원으로 작년 매출액의 54%에 해당한다. 수주잔고도 한국과 중국, 영화/드라마/테마파크로 잘 분산되어 있어 수주의 질도 높은 편으로 판단된다.

CJ의 중요한 전략적 파트너로 동반 성장할 전망

덱스터는 작년 4분기부터 본격적으로 CJ ENM(스튜디오드래곤 포함)향 매출이 늘기 시작하였으며, 올해는 상반기 기준 매출의 54%가 직간접적으로 CJ ENM과 관련되어 있다. 아스달 연대기를 비롯한 다수의 스튜디오드래곤 제작 드라마, 백두산 등 CJ ENM이 배급하는 영화로부터의 VFX 수주가 수익성 회복과 매출 고성장의 토대가 되고 있다는 판단이다. 한편, 내년부터 다시 제작이 시작되는 것으로 알려진 신과 함께 3/4도 롯데에서 CJ로 배급사가 바뀌며 확실한 전략적 파트너사로 자리매김하고 있다.

NR

목표주가	NR
현재주가	6,140 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		1,514 억원
발행주식수		24,650 천주
52 주 최고가/최저가		11,350 / 4,415 원
90 일 일평균거래대금		42.28 억원
외국인 지분율		2.8%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		2,564 원
KOSDAQ 대비	1 개월	0.3%
	6 개월	11.2%
	12 개월	40.0%
주주구성	김용화외 3 인	27.2%
	자사주외 1 인	1.6%
	덱스터우리사주	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	18.7	4.7	4.7	4.1	n/a	n/a	6.3	n/a	n/a	n/a	33.8
2015	26.1	4.5	4.9	4.1	213	n/a	6.8	71.4	35.1	4.0	9.3
2016	31.8	2.4	5.8	5.1	244	14.7	5.8	38.7	29.4	2.6	6.9
2017	25.3	-21.9	-41.1	-34.2	-1,584	적전	-18.5	n/a	n/a	5.4	-57.5
2018	39.2	2.1	3.7	2.8	122	흑전	5.8	39.0	14.4	1.9	5.4

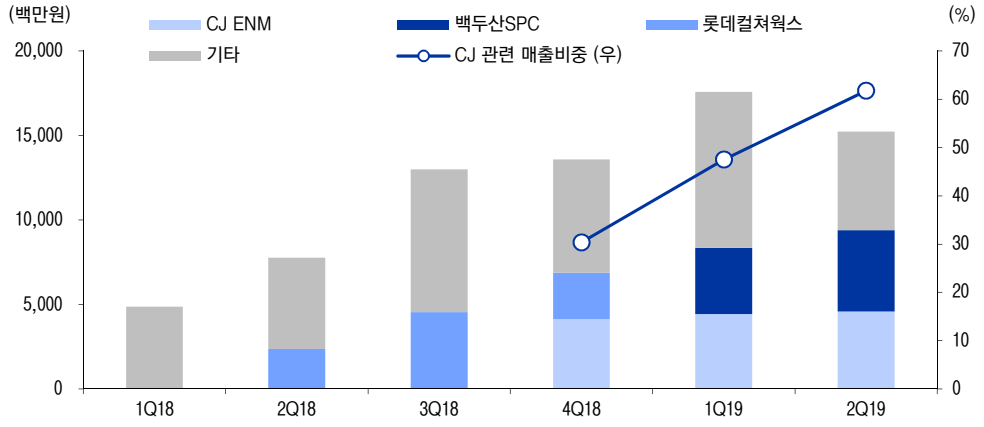
자료: 덱스터, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

CJ와의 관계가 중심이 되었지만 그게 다는 아니다

최근 동사의 영업환경에 있어 CJ가 중요한 것은 주지의 사실이다. 상반기 매출의 27%가 CJ ENM(스튜디오드래곤 포함)으로, 27%가 CJ ENM 배급작품인 백두산 SPC로 나갔다. 매출 과반이 CJ 관련인 셈이다. 게다가 신과 함께도 다시 CJ와 작업하기로 한 상황이다.

그러나 동사는 오랜 VFX 업력과 덱스터스튜디오 제작 역량 강화를 위해 다양한 사업자와의 협업을 항상 모색 중이다. 그 중 하나가 올해 하반기 촬영에 들어가 2020년 개봉을 예정하고 있는 류승완 감독의 차기작 영화 탈출(가제)이다. 공동 제작과 VFX 수주를 이미 받은 상태다.

그림76 덱스터 주요 고객사별 매출액 추이



자료: 덱스터, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 덱스터 첫 제작 영화 백두산 (2019 년 하반기 개봉)

자료: 덱스터, CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 2020 년 이후 순차 제작될 신과함께 3/4 (CJ 배급)

자료: 덱스터, CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

덱스터 (206560)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	13.9	69.8	57.7	44.3	56.3
현금 및 현금성자산	1.7	45.5	10.5	15.2	21.2
매출채권 및 기타채권	10.8	13.9	21.5	15.0	12.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	1.3	10.4	25.6	14.1	23.1
비유동자산	4.4	10.4	28.0	45.3	24.5
관계기업투자등	0.1	0.6	2.9	5.6	0.0
유형자산	2.4	5.5	7.1	7.6	6.2
무형자산	1.3	1.1	1.1	1.4	1.2
자산총계	**18.2**	**80.1**	**85.7**	**89.5**	**80.8**
유동부채	3.8	6.3	2.8	36.6	15.2
매입채무 및 기타재무	1.0	2.2	1.9	1.2	2.0
단기금융부채	1.7	2.6	0.0	34.2	11.4
기타유동부채	1.0	1.5	1.0	1.1	1.8
비유동부채	0.2	0.2	4.7	12.1	2.4
장기금융부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.2	0.2	4.7	12.1	2.4
부채총계	**4.0**	**6.4**	**7.5**	**48.7**	**17.6**
지배주주지분	14.2	73.7	78.2	40.8	63.2
자본금	1.1	5.4	10.8	11.2	12.3
자본잉여금	9.9	59.7	54.6	55.4	74.3
이익잉여금	3.2	6.5	11.8	-22.4	-19.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**14.2**	**73.7**	**78.2**	**40.9**	**63.2**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**18.7**	**26.1**	**31.8**	**25.3**	**39.2**
매출원가	12.1	17.1	21.7	35.6	28.1
매출총이익	**6.5**	**8.9**	**10.0**	**-10.3**	**11.1**
판매비 및 관리비	1.8	4.4	7.6	11.6	9.0
영업이익	**4.7**	**4.5**	**2.4**	**-21.9**	**2.1**
(EBITDA)	6.3	6.8	5.8	-18.5	5.8
금융손익	-0.1	-0.3	0.3	-3.0	-0.7
이자비용	0.1	0.5	0.1	2.4	1.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	3.3	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.7	-0.2	-16.2	2.3
세전계속사업이익	**4.7**	**4.9**	**5.8**	**-41.1**	**3.7**
계속사업법인세비용	0.6	0.8	0.6	-6.9	0.9
계속사업이익	4.1	4.1	5.1	-34.2	2.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4.1**	**4.1**	**5.1**	**-34.2**	**2.8**
지배주주	4.1	4.1	5.2	-34.2	2.8
총포괄이익	**4.1**	**4.1**	**5.1**	**-34.2**	**2.8**
매출총이익률 (%)	35	34	32	-41	28
영업이익률 (%)	25	17	8	-86	5
EBITDA 마진률 (%)	34	26	18	-73	15
당기순이익률 (%)	22.1	15.8	16.1	-134.9	7.2
ROA (%)	26.2	8.3	6.3	-39.0	3.3
ROE (%)	33.8	9.3	6.9	-57.5	5.4
ROIC (%)	44.0	22.5	7.1	-38.9	4.3

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**-2.9**	**3.5**	**-1.4**	**-13.8**	**11.9**
당기순이익(손실)	4.1	4.1	5.1	-34.2	2.8
비현금수익비용가감	1.8	3.4	0.1	21.4	4.0
유형자산감가상각비	1.1	1.7	2.8	2.9	3.4
무형자산상각비	0.5	0.6	0.6	0.5	0.3
기타현금수익비용	0.0	-0.4	-3.6	1.9	0.2
영업활동 자산부채변동	-8.9	-3.2	-6.3	-0.4	4.9
매출채권 감소(증가)	-9.2	-4.4	-7.3	-0.7	3.1
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.4	0.0	0.0	-0.9	0.8
기타자산, 부채변동	-0.1	1.1	1.0	1.2	1.0
투자활동 현금	**4.0**	**-12.8**	**-35.8**	**-9.9**	**4.0**
유형자산처분(취득)	-0.9	-4.1	-5.0	-2.1	-1.5
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.3	-0.6	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	5.2	-7.8	-17.4	-1.2	-10.5
기타투자활동	0.0	-0.6	-12.8	-6.6	16.1
재무활동 현금	**-0.2**	**53.1**	**2.3**	**28.4**	**-10.0**
차입금의 증가(감소)	-0.2	0.7	-1.2	24.5	-0.6
자본의 증가(감소)	0.0	29.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	23.1	3.6	3.9	-9.4
현금의 증가	**0.8**	**43.7**	**-35.0**	**4.7**	**6.0**
기초현금	1.0	1.8	45.5	10.5	15.2
기말현금	1.8	45.5	10.5	15.2	21.2

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	n/a	71.4	38.7	n/a	39.0
P/B	n/a	4.0	2.6	5.4	1.9
EV/EBITDA	n/a	35.1	29.4	n/a	14.4
P/CF	n/a	38.7	38.5	n/a	16.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-41.3	39.6	22.0	-20.3	54.8
영업이익	96.8	-4.2	-46.9	적전	흑전
세전이익	-18.5	4.2	17.8	적전	흑전
당기순이익	-19.7	0.2	24.3	적전	흑전
EPS	n/a	n/a	14.7	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	28.1	8.7	9.6	119.0	27.8
유동비율	369.0	1,113.5	2,025.4	121.0	370.0
순차입금/자기자본(x)	-3.6	-71.3	-44.8	14.6	-51.5
영업이익/금융비용(x)	48.8	8.4	35.5	-9.0	1.4
총차입금 (십억원)	2	3	0	34	11
순차입금 (십억원)	-1	-53	-35	6	-33
주당지표(원)					
EPS	n/a	213	244	-1,584	122
BPS	66,310	3,837	3,604	1,841	2,564
CFPS	n/a	393	245	n/a	290
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 덱스터, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

위지윅스튜디오 (299900)

2019. 08. 26 | 통신/미디어

고마진에는 다 이유가 있는 법

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

VFX, 뉴미디어, 콘텐츠로 고부가가치 사업에 특화

동사는 2016년 설립된 신생 VFX 기업으로, 주요 사업분야는 VFX, 뉴미디어, 콘텐츠로 이루어져 있다. VFX는 영화와 드라마용 특수효과를 제작하고, 뉴미디어는 LG전자를 비롯한 가전/전자 업체의 제품 홍보용 특수영상을 제작하는 것을 주력으로 한다. 한편, 콘텐츠 분야의 경우 주로 5G VR/AR, 스크린 X 등에 들어가는 콘텐츠를 제작하여 공급한다.

설립 2년차에 즉각 흑자전환에 성공한 동사는 20% 전후의 높은 영업이익률을 향유하고 있다. 이는 VFX뿐만 아니라 마진이 더 높은 뉴미디어, 콘텐츠 사업을 영위하기 때문으로 판단된다. 모든 방면의 콘텐츠에 있어서 특수효과를 제작/판매하는 기업이 바로 위지윅스튜디오다.

올해만 7개 타법인 150억원 투자로 공격적인 사업 포트폴리오 구축중

동사는 작년 12월 상장 이래 반년간 150억원에 가까운 투자를 7개 법인에 출자했다. 주요 투자기업에는 ODK 미디어(유통 플랫폼), 인스터, 와이랩, 에이스토리 등 콘텐츠 IP기업, 드라마 제작사를 포함하고 있다. 그리고 7월에는 공시를 통해 드라마 제작사 래몽래인의 지분 38.2%를 50억원에 취득하기로 하며, 최대주주에 올랐다. 기술적 우위를 바탕으로 스토리 원천과 제작 노하우까지 빠르게 투자를 통해 확보하고 있는 것으로 판단된다.

SK텔레콤과의 협업기회 모색도 중장기 투자포인트

동사는 SK텔레콤과 JV 설립을 포함한 다양한 협업 기회를 모색 중이라고 언론에서 보도된 바 있다. 현재로서 결정된 바는 없지만, 동사는 SK텔레콤 5G VR/AR 콘텐츠를 주력 공급하고 있는 것으로 파악된다. 기술력을 인정받은 만큼 양사의 사업기회 모색은 어떤 형태로든 결과물을 가져올 가능성이 높다.

NR

목표주가	NR
현재주가	14,050 원

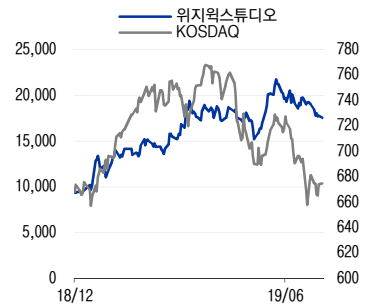
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (8/23)		608.98 pt
시가총액		1,294 억원
발행주식수		9,214 천주
52 주 최고가/최저가		21,750 / 9,330 원
90 일 일평균거래대금		43.26 억원
외국인 지분율		0.7%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		5,014 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-8.7%
	6 개월	13.6%
	12 개월	58.6%
주주구성	박인규(외 5 인)	36.2%
	채영준(외 4 인)	5.2%

Stock Price

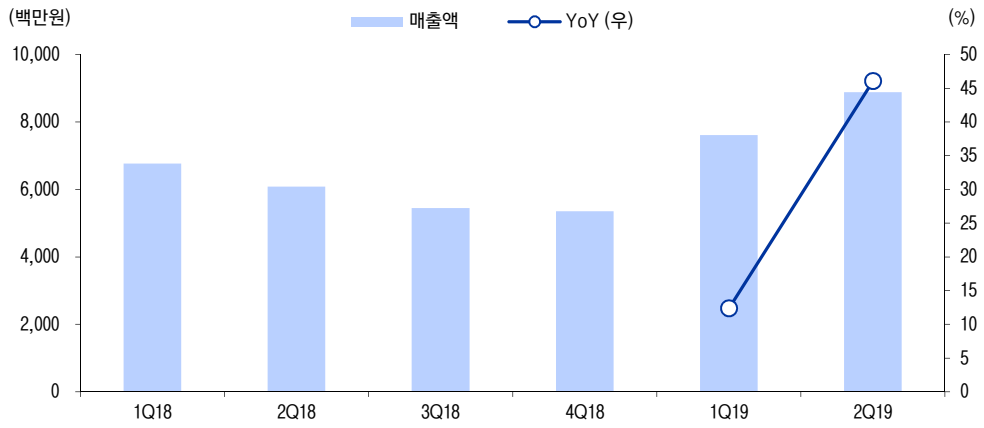


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2015	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016	1.1	-1.0	-1.1	-0.9	n/a	n/a	-0.9	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	13.0	2.5	0.5	0.5	0	흑전	2.8	n/a	0.2	n/a	n/a
2018	23.6	5.0	4.9	4.7	530	835.2	6.0	18.2	11.5	1.9	18.8

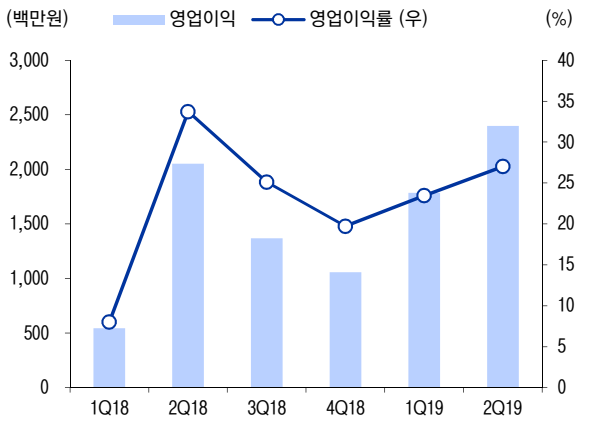
자료: 위지윅스튜디오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 위지윅스튜디오 매출액 & YoY 추이



자료: 위지윅스튜디오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 영업이익 & 영업이익률 추이



자료: 위지윅스튜디오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 SK 텔레콤向 5G VR 콘텐츠

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

위지윅스튜디오 (299900)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	-	-	3.3	12.7	35.2
현금 및 현금성자산	-	-	2.3	8.5	28.2
매출채권 및 기타채권	-	-	0.1	1.4	4.1
재고자산	-	-	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	-	-	0.9	2.7	2.9
비유동자산	-	-	1.6	4.1	24.1
관계기업투자등	-	-	0.0	0.6	0.0
유형자산	-	-	0.7	2.2	22.9
무형자산	-	-	0.0	0.1	0.1
자산총계	**-**	**-**	**4.9**	**16.8**	**59.3**
유동부채	-	-	0.9	1.4	2.5
매입채무 및 기타재무	-	-	0.4	0.1	1.1
단기금융부채	-	-	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	-	-	0.5	1.3	1.4
비유동부채	-	-	4.2	9.7	12.6
장기금융부채	-	-	4.2	9.7	12.5
기타비유동부채	-	-	0.0	0.0	0.1
부채총계	-	-	**5.1**	**11.1**	**15.1**
지배주주지분	-	-	-0.3	5.6	44.1
자본금	-	-	0.2	0.3	4.4
자본잉여금	-	-	0.4	5.7	35.4
이익잉여금	-	-	-0.9	-0.4	4.3
비지배주주지분(연결)	-	-	0.0	0.0	0.0
자본총계	-	-	**-0.3**	**5.6**	**44.1**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	-	-	**1.1**	**13.0**	**23.6**
매출원가	-	-	0.0	0.0	0.0
매출총이익	-	-	**1.1**	**13.0**	**23.6**
판매비 및 관리비	-	-	2.0	10.5	18.6
영업이익	-	-	**-1.0**	**2.5**	**5.0**
(EBITDA)	-	-	-0.9	2.8	6.0
금융손익	-	-	0.0	-0.1	0.1
이자비용	-	-	0.0	0.0	0.1
관계기업등 투자손익	-	-	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-	-	-0.1	-1.9	-0.3
세전계속사업이익	-	-	**-1.1**	**0.5**	**4.9**
계속사업법인세비용	-	-	-0.2	0.0	0.2
계속사업이익	-	-	-0.9	0.5	4.7
중단사업이익	-	-	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-	-	**-0.9**	**0.5**	**4.7**
지배주주	-	-	-0.9	0.5	4.7
총포괄이익	-	-	**-0.9**	**0.5**	**4.7**
매출총이익률 (%)	-	-	100	100	100
영업이익률 (%)	-	-	-88	19	21
EBITDA 마진률 (%)	-	-	-86	22	25
당기순이익률 (%)	-	-	-78.6	3.8	19.7
ROA (%)	-	-	n/a	4.6	12.3
ROE (%)	-	-	n/a	n/a	18.8
ROIC (%)	-	-	n/a	54.4	28.7

현금흐름표

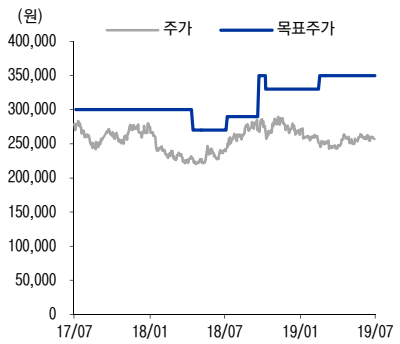
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	-	-	**-0.4**	**-0.3**	**4.2**
당기순이익(손실)	-	-	-0.9	0.5	4.7
비현금수익비용가감	-	-	-0.1	2.3	1.5
유형자산감가상각비	-	-	0.0	0.3	0.9
무형자산상각비	-	-	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-	-	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	-	-	0.5	-3.1	-1.8
매출채권 감소(증가)	-	-	-0.1	-3.4	-2.4
재고자산 감소(증가)	-	-	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-	-	0.4	-0.3	1.0
기타자산, 부채변동	-	-	0.3	0.6	-0.3
투자활동 현금	-	-	**-2.0**	**-2.5**	**-21.1**
유형자산처분(취득)	-	-	-0.8	-1.8	-21.8
무형자산 감소(증가)	-	-	0.0	-0.1	0.0
투자자산 감소(증가)	-	-	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-	-	-1.2	-0.6	0.7
재무활동 현금	-	-	**4.7**	**9.0**	**36.5**
차입금의 증가(감소)	-	-	4.3	9.0	12.5
자본의 증가(감소)	-	-	0.4	0.0	24.0
배당금의 지급	-	-	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-	-	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-	-	**2.3**	**6.2**	**19.7**
기초현금	-	-	0.0	2.3	8.5
기말현금	-	-	2.3	8.5	28.2

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	-	-	n/a	n/a	18.2
P/B	-	-	n/a	n/a	1.9
EV/EBITDA	-	-	n/a	0.2	11.5
P/CF	-	-	n/a	n/a	13.8
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)	-	-			
매출액	-	-	n/a	1,099.5	82.1
영업이익	-	-	n/a	흑전	102.4
세전이익	-	-	n/a	흑전	874.9
당기순이익	-	-	n/a	흑전	835.2
EPS	-	-	n/a	흑전	835.2
안정성 (%)	-	-			
부채비율	-	-	n/a	197.6	34.3
유동비율	-	-	361.8	893.7	1,386.5
순차입금/자기자본(x)	-	-	-433.1	11.9	-36.8
영업이익/금융비용(x)	-	-	-37.5	n/a	75.4
총차입금 (십억원)	-	-	4	10	13
순차입금 (십억원)	-	-	1	1	-16
주당지표(원)	-	-			
EPS	-	-	n/a	n/a	530
BPS	-	-	n/a	104,823	5,014
CFPS	-	-	n/a	n/a	702
DPS	-	-	n/a	n/a	n/a

자료: 위지윅스튜디오, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK 텔레콤 목표주가 추이

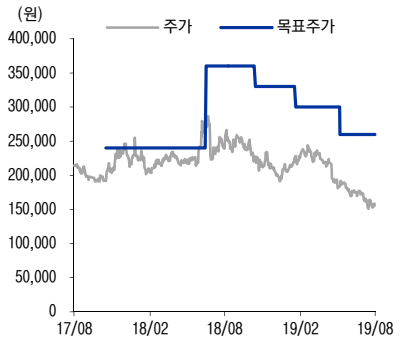


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.05.09	변경	김현용			
2017.07.28	Hold	300,000	-5.5		-15.4
2018.05.08	Hold	270,000	-8.7		-14.1
2018.07.30	Buy	290,000	-1.7		-8.7
2018.10.15	Buy	350,000	-18.3		-20.9
2018.10.31	Buy	330,000	-12.3		-18.3
2019.03.11	Buy	350,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

CJ ENM 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.08.04	Buy	240,000	17.0		-8.9
2018.07.09	변경	김현용			
2018.07.09	Buy	360,000	-20.4		-31.8
2018.11.05	Buy	330,000	-29.1		-35.5
2019.02.11	Buy	300,000	-18.7		-26.6
2019.05.29	Buy	260,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

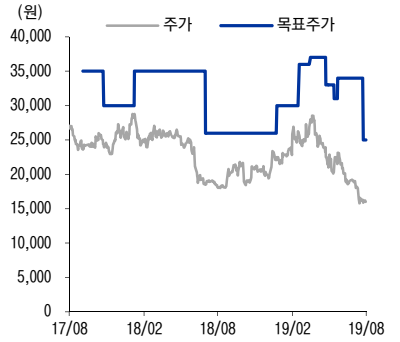
스튜디오드래곤 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.01.11	변경	김현용			
2018.01.11	Buy	72,000	10.3		0.0
2018.01.22	Buy	100,000	-9.0		-18.5
2018.03.12	Buy	120,000	-8.0		-21.9
2018.06.04	Buy	140,000	-14.4		-28.0
2019.04.10	Buy	120,000	-18.9		-26.2
2019.05.23	Buy	96,000	-21.7		-24.5
2019.06.04	Buy	85,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

SBS 목표주가 추이

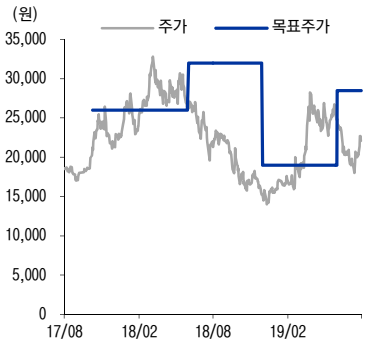


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.01.16	변경	김현용			
2017.08.16	Buy	35,000	-20.4		-28.2
2017.11.15	Buy	30,000	-4.0		-15.3
2018.01.30	Buy	35,000	-17.7		-30.1
2018.07.24	Buy	26,000	-10.0		-23.4
2019.01.15	Buy	30,000	-10.3		-21.4
2019.03.11	Buy	36,000	-24.2		-29.5
2019.04.08	Buy	37,000	-22.8		-30.4
2019.05.16	Buy	33,000	-30.8		-35.0
2019.06.05	Buy	31,000	-27.4		-29.1
2019.06.14	Buy	34,000	-31.9		-43.8
2019.08.16	Buy	25,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

인크로스 목표주가 추이

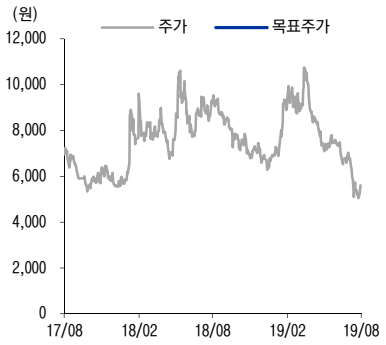


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.07.10	변경	김현용			
2017.11.01	Buy	65,000	1.7		-9.6
2017.12.13	Buy	26,000	26.2		3.3
2018.06.25	Buy	32,000	-15.5		-34.8
2018.12.24	Buy	19,000	48.7		7.3
2019.06.25	Buy	28,500			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

드림어스컴퍼니 목표주가 추이

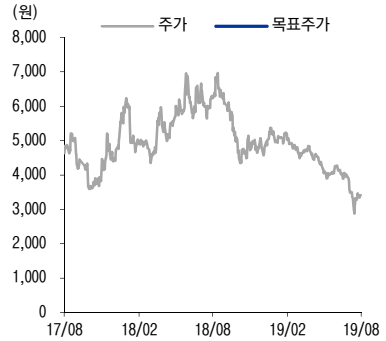


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.26	변경	김현용			
2019.08.26	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

지니뮤직 목표주가 추이

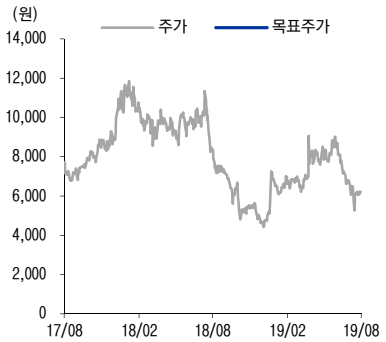


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.26	변경	김현용			
2019.08.26	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

덱스터 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.26	변경	김현용			
2019.08.26	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

위지윅스튜디오 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.26	변경	김현용									
2019.08.26	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)