산업분석

미디어/광고

2020. 11. 23

Overweight

드라마틱한 2021

Part I K-POP 못지 않은 K-DRAMA

Part II 광고 시장도 영상이 대세

eBEST

이 베스트투자증권

안녕하십니까, 이베스트투자증권 미디어/광고 담당 **안진아**입니다.

미디어 기업은 **디앤씨미디어(Top Pick)**, **스튜디오드래곤,**
광고 기업은 **이노션(Top Pick)** 제시하며, 미디어/광고 커버리지 개시합니다.

콘텐츠 소비형태가 스마트폰, 태블릿PC 등으로 옮겨가면서 미디어/광고 시장도 빠르게 변화하고 있습니다.

과거 제작과 방송, 콘텐츠 유통이 각각 이루어졌던 시대와 달리,
콘텐츠 제작과 편성, 유통, 플랫폼 등의 수직계열화를 통한 비용절감과 점유율 확보를 도모하고 습니다.
높아진 소비자들의 눈높이를 맞추기 위해 보다 더 많은 제작비 투여가 요구되는 실정입니다.

이에 글로벌 OTT, 플랫폼에게 텐트폴급 콘텐츠를 공급할 수 있는
규모의 제작사 중심으로 미디어 업종 재편이 이루어질 것으로 예상되며,

경쟁력 있는 IP콘텐츠를 제작할 수 있는 제작사
디앤씨미디어, 스튜디오드래곤이 유효하다는 판단입니다..

2021년 광고 시장은 2020년 코로나로 인한 역성장에서 벗어나 반등, 회복세를 시현할 것으로 예상합니다.
2020년 하반기 기점으로 점진적 회복이 기대되는 시점입니다.

이노션은 1)계열사 및 비계열사 매출총이익 성장세 유지, 2)비용절감 지속, 3)추가 M&A 가능성 고려 시,
현 주가 수준은 P/E 14배 수준으로 저평가된 수준으로 판됩니다.

제일기획은 본사 매출 탑라인 회복세가 나타나고 있는 가운데,
1)하반기 삼성전자 신제품 출시 예정, 2)신제품 중심 광고 매체 집행 증가, 3)비계열사 광고 회복세로
2020년 하반기 기점으로 실적 정상화가 빠르게 이루어질 것으로 예상됩니다.

감사합니다.

미디어/엔터/레저
Analyst **안진아**
02 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **2 가지 Part** 로 구성되어 있습니다.

[Part I. 한류 열풍의 주역, K-DRAMA]

한류문화 열풍 주역으로 K-Drama를 빼놓을 수 없습니다. 대표적으로 〈킹덤〉, 〈사랑의 불시착〉, 〈이태원 클라쓰〉, 〈더 킹: 영원한 군주〉, 〈사이코지만 괜찮아〉 등이 넷플릭스에서 흥행하면서, 넷플릭스의 국내 제작 콘텐츠 확보 움직임이 적극적으로 이루어지고 있습니다. 스트리밍 서비스 랭킹 사이트인 FlixPatrol이 집계한 2020년 넷플릭스 랭킹에서 한국 드라마가 주요 아시아 지역 TV 프로그램 Top10을 대부분 석권함을 확인할 수 있습니다.

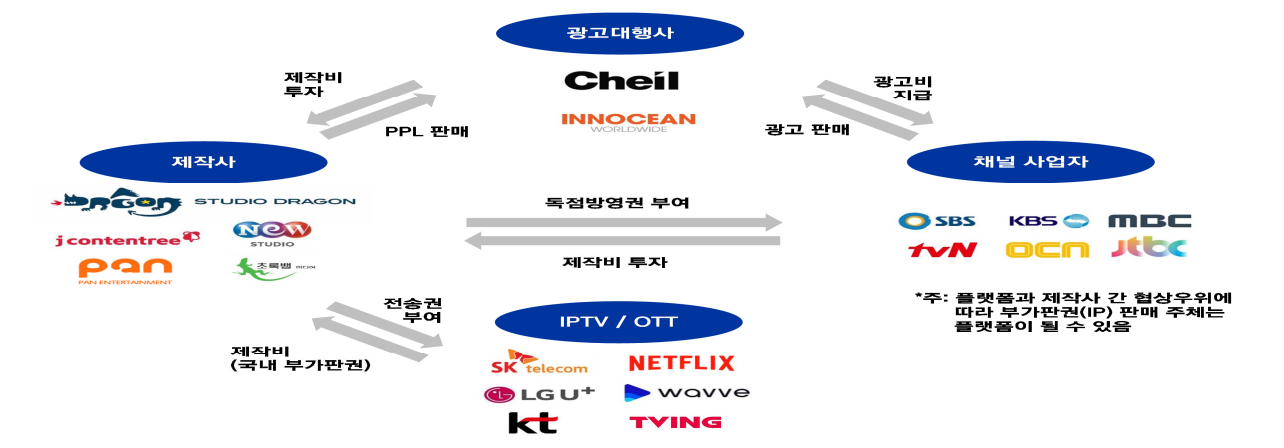
국내외 시장을 겨냥한 텐트폴 중심의 양질 콘텐츠를 소수 편성하는 것이 마진 확보에 있어 현실적인 방법이라고 생각됩니다. 또한, 양질의 콘텐츠로 높아진 소비자들의 눈높이를 맞추기 위해 보다 더 많은 제작비 투여가 요구되는 실정입니다. 이에 글로벌 OTT, 플랫폼에게 텐트폴급 콘텐츠를 공급할 수 있는 규모의 제작사 중심으로 미디어 업종 재편이 이루어질 것으로 예상되며, 관련 업종으로 디앤씨미디어, 스튜디오드래곤이 유효하다는 판단입니다.

[Part II. 광고시장도 영상이 대세]

Statista에 의하면 2020년 글로벌 광고시장 규모는 5,175억달러로 전년대비 약 12% 감소했으나, 2021년 광고시장은 코로나 영향권에서 회복한 5,599억달러(+8.2% YoY)를 기록할 것으로 예상됩니다.
콘텐츠 소비 매체가 모바일, 태블릿PC 등으로 옮겨감에 따라 동영상광고와 SNS광고 성장률이 전체 인터넷광고 성장을 견인하는 매체로 자리매김 할 것으로 보입니다.

소비자들은 텍스트보다 이미지, 비쥬얼 인식이 강하기 때문에 동영상 광고 시장은 향후 더욱 커질 것으로 예상됩니다. 또한, 코로나로 언택트 기조가 확산되면서 글로벌 OTT 이용 시간이 급격히 증가하고 있는 점 역시 동영상 광고시장에 모멘텀으로 작용하고 있습니다. 대표적인 Youtube 광고는 디지털 동영상 광고 시장 가운데 60~70%를 차지하고 있는 것으로 추정됩니다.

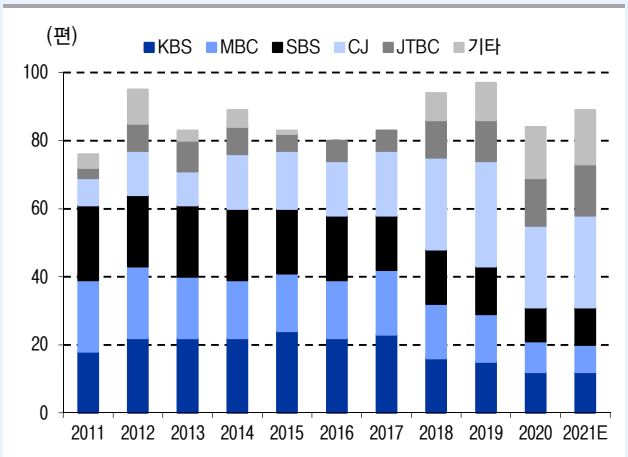
미디어 업종 재편 : 콘텐츠 제작사 + 플랫폼 수직계열화 → 비용절감 & M/S 점유율 확보



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

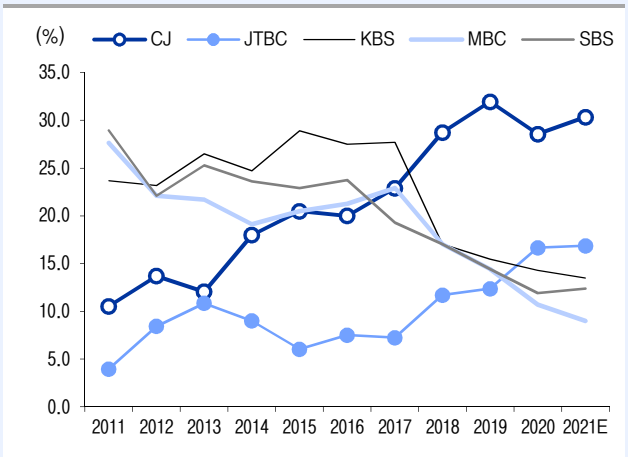
- **글로벌 OTT, 플랫폼에 텐트폴 콘텐츠를 공급할 수 있는 규모의 제작사 중심으로 업종 재편**
- **미디어 선호도: 디앤씨미디어(Top Pick) 〉 스튜디오드래곤(Second Pick)**

채널별 드라마 편성 수 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

드라마 방영 채널은 CJ 와 JTBC 비중 합산이 50% 내외

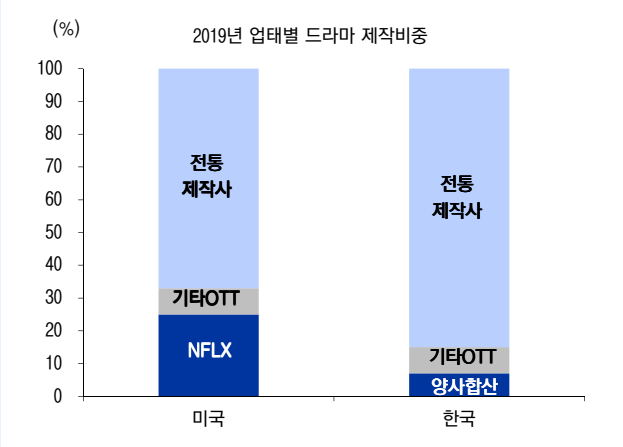


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2021 년 드라마 제작편수는 90 편 내외로 2019 년 대비 약 10% 감소**
- **1)지상파 드라마 편성 감소(2015~), 2)종편 및 케이블 채널 정체기(2019~), 3)다양한 플랫폼 확산**

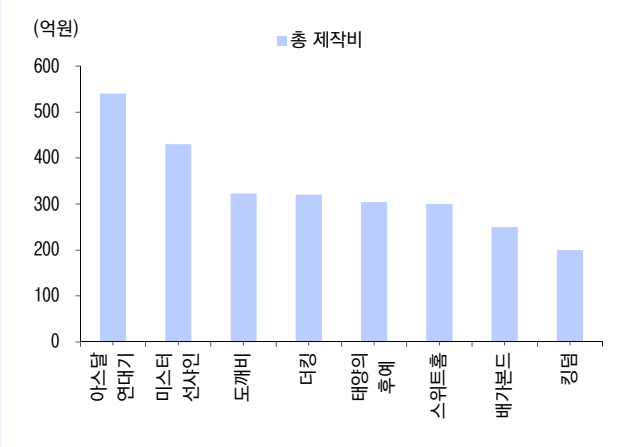
Key Charts

2019 년 기준 미국 vs. 한국 드라마 제작 형태



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

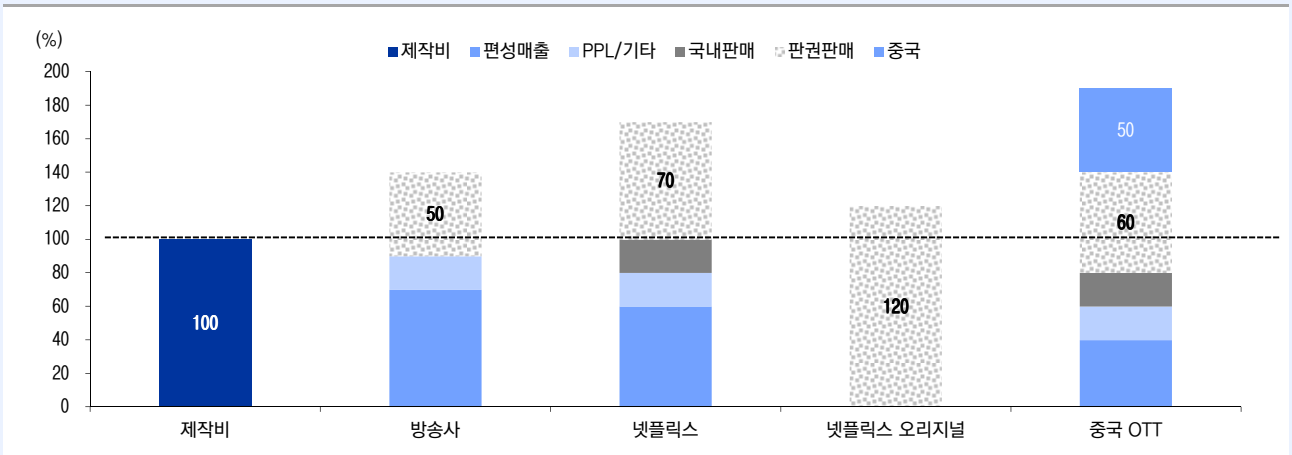
텐트폴 작품 평균 제작비용은 300 억원 이상



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **드라마 제작사들이 이익을 창출하기 위해서는 해외 판매와 OTT 진출이 필수적**
- **텐트폴 중심의 양질 콘텐츠를 소수 편성하는 것이 마진 확보에 유리**

드라마 제작비용 및 수익 구조

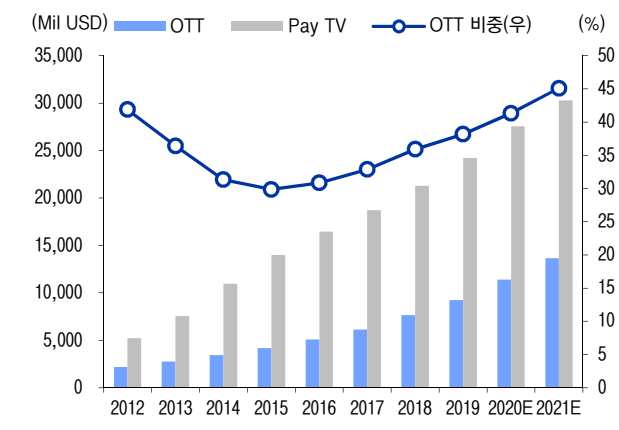


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **Netflix 단독 방영권을 보장하는 대신 드라마 제작비 전액과 10~20% 마진을 보장**
- **오리지널 콘텐츠가 아니더라도 넷플릭스 사전 판매를 통해 마진을 확보**

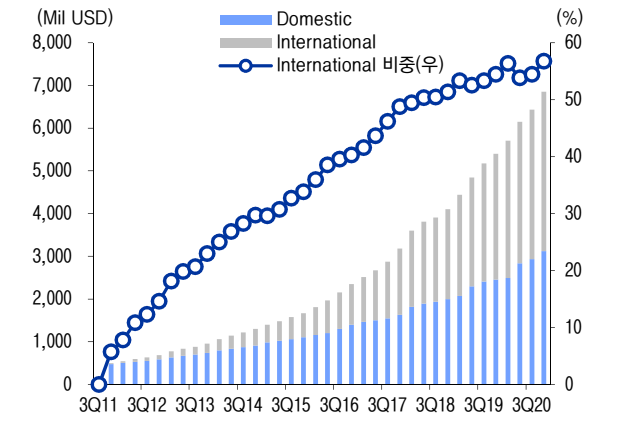
Key Charts

글로벌 OTT 시장 추이



자료: Bloomberg, Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

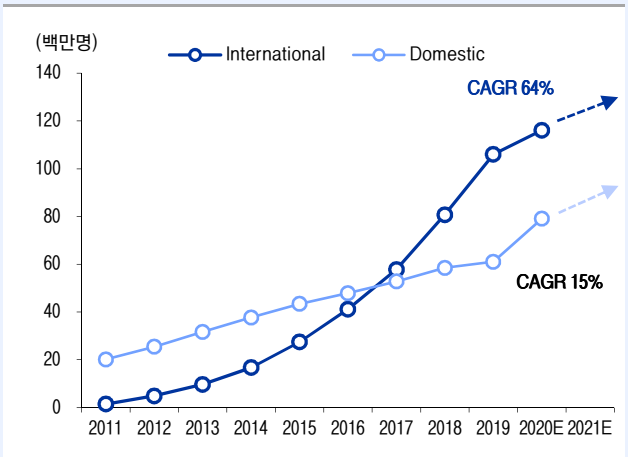
Netflix 지역별 매출 비중 추이 차지



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

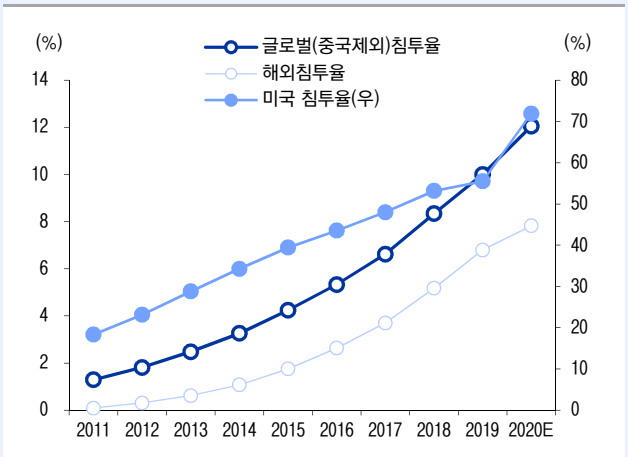
- **2021 년 OTT 시장은 전년대비 10% 증가한 $303 억 추정**
- **2021 년 Netflix 해외 매출 비중은 55% 내외 예상**

Netflix 지역별 가입자수 추이



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

Netflix 지역별 해외 진출 현황

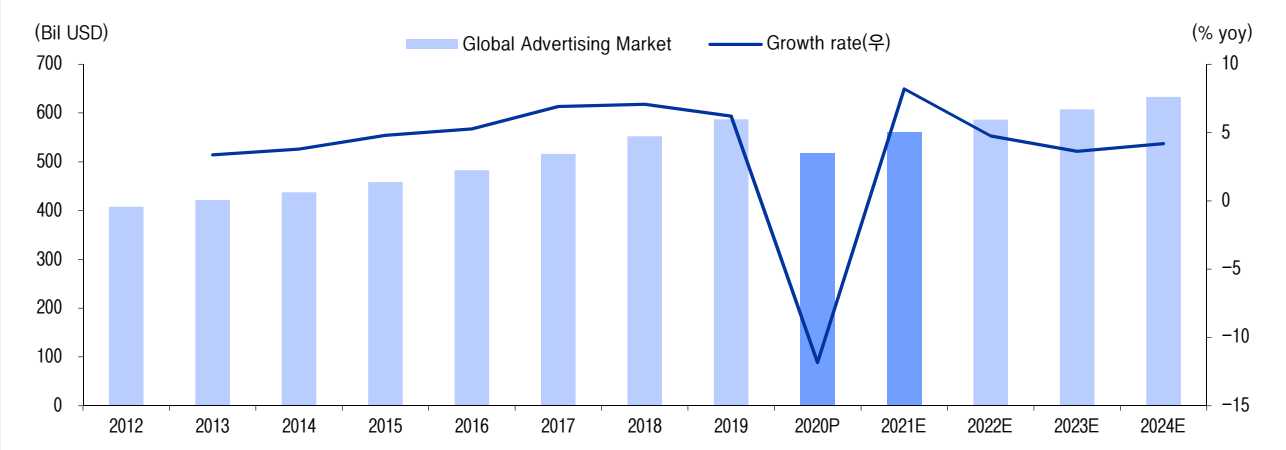


자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

- **Netflix 해외 가입자수 연평균 64% 성장률로 고성장세 지속**
- **2020 년 기준 Netflix 해외침투율 10% 미만**

Key Charts

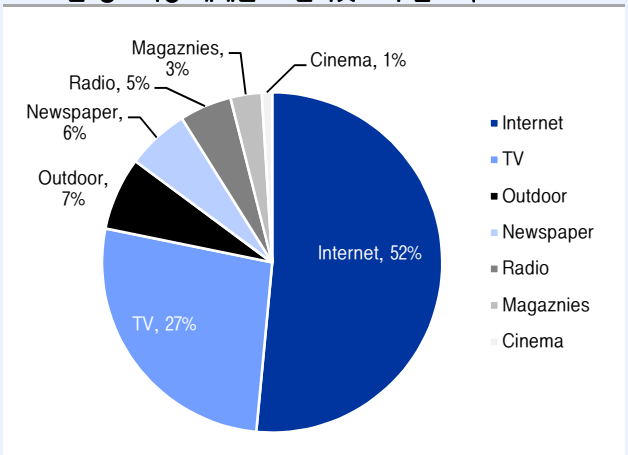
글로벌 광고시장 – 2021 년은 코로나 영향권에서 벗어나 회복



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

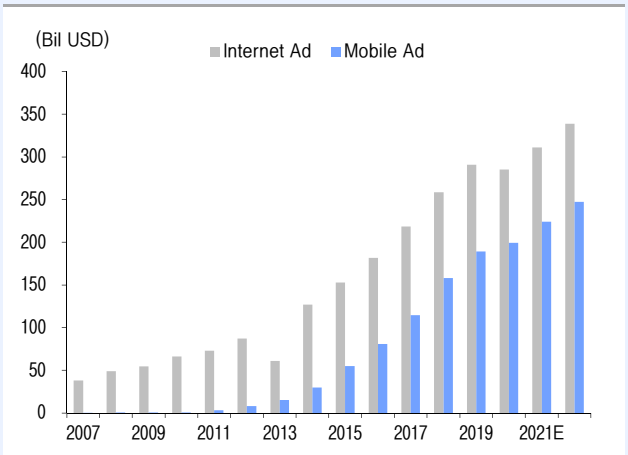
- **2021 년 광고시장은 코로나 영향권에서 회복한 $5,599 억 (+8.2% YoY) 예상**
- **전통 매체인 TV 광고 비중은 27%로 축소 반면, 디지털 광고시장은 연평균 11% 성장**

2021 년 광고시장 매체는 ' 인터넷 ' 이 압도적



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

인터넷 및 모바일 광고시장 추이

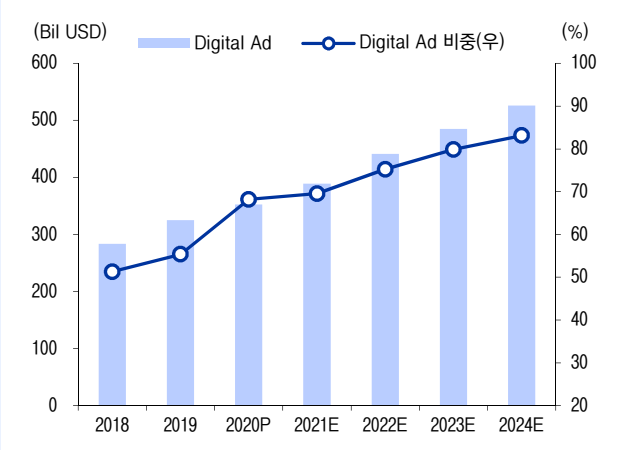


자료: Zenith, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2021 년 글로벌 광고비 가운데 인터넷 광고 비중은 52%**
- **코로나로 인한 언택트 확산 기조가 디지털 매체 소비를 유발**

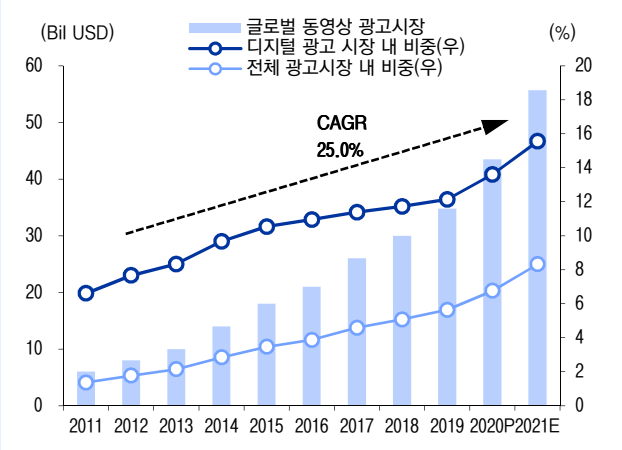
Key Charts

코로나 불구 디지털 광고시장은 성장세 지속



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

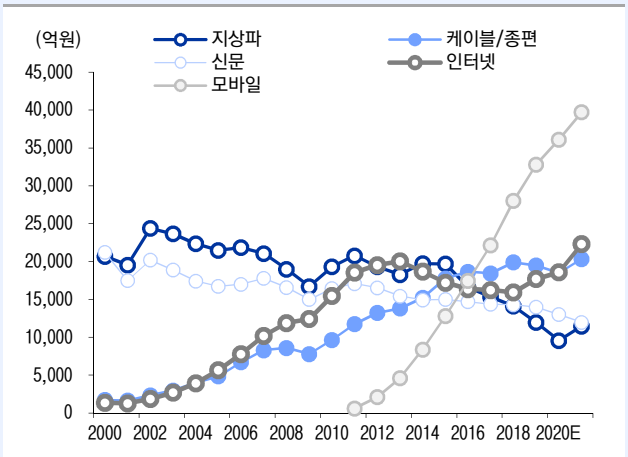
글로벌 동영상 광고 시장



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

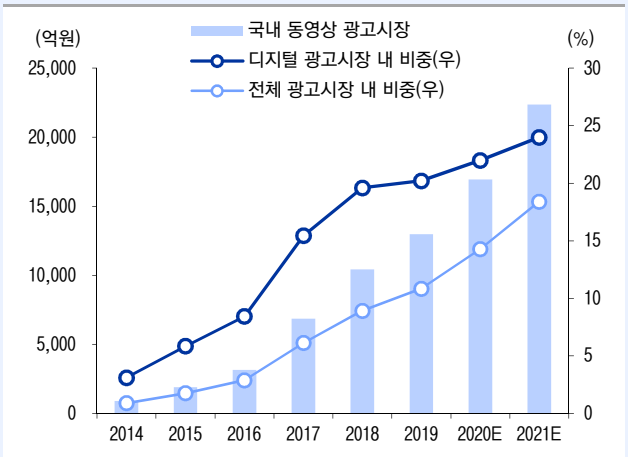
- **디지털 광고 시장 가운데 동영상 광고 시장은 연평균 25% 성장 예상**
- **Youtube 광고, 디지털 동영상 광고 시장 가운데 60~70% 차지하고 있는 것으로 추정**

국내 광고 시장 – 모바일/인터넷 중심 성장세 지속



자료: researchad, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 동영상 광고 시장 성장세 지속



자료: researchad, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2021 년 국내 광고시장은 전년대비 2.5% 증가한 12 조 1,606 억원 예상**
- **2021 년 모바일 광고시장은 3 조 9,717 억원(+10% YoY), 인터넷(PC) 시장 대비 두 배 이상 규모**

산업분석

미디어/광고
Overweight

드라마틱한 2021

Contents

Part I	K-POP 못지 않은 K-DRAMA	10
Part II	광고시장도 영상이 대세	22

기업분석

디앤씨미디어 (263720)	30
스튜디오드래곤 (253450)	41
CJ ENM (035760)	49
이노션 (214320)	62
제일기획 (030000)	72

Part I

K-POP 못지 않은 K-DRAMA

한류 열풍의 주역, K-DRAMA

한류문화 열풍 주역으로 K-Drama를 빼놓을 수 없습니다. 대표적으로 〈킹덤〉, 〈사랑의 불시착〉, 〈이태원 클라쓰〉, 〈더 킹: 영원한 군주〉, 〈사이코지만 괜찮아〉 등이 넷플릭스에서 흥행하면서, 넷플릭스의 국내 제작 콘텐츠 확보 움직임이 적극적으로 이루어지고 있습니다. 스트리밍 서비스 랭킹 사이트인 FlixPatrol이 집계한 2020년 넷플릭스 랭킹에서 한국 드라마가 주요 아시아 지역 TV 프로그램 Top10을 대부분 석권함을 확인할 수 있습니다.

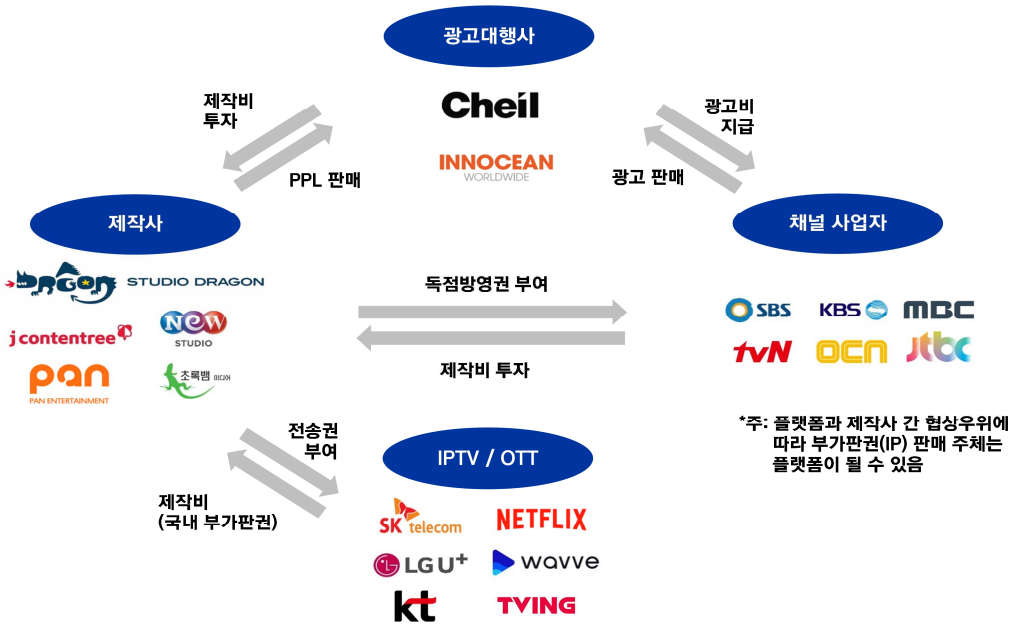
국내외 시장을 겨냥한 텐트폴 중심의 양질 콘텐츠를 소수 편성하는 것이 마진 확보에 있어 현실적인 방법이라고 생각됩니다. 또한, 양질의 콘텐츠로 높아진 소비자들의 눈높이를 맞추기 위해 보다 더 많은 제작비 투여가 요구되는 실정입니다. 이에 글로벌 OTT, 플랫폼에게 텐트폴급 콘텐츠를 공급할 수 있는 규모의 제작사 중심으로 미디어 업종 재편이 이루어질 것으로 예상되며, 관련 업종으로 디앤씨미디어, 스튜디오드래곤이 유효하다는 판단입니다.

미디어/광고 산업 - 제작사 + 플랫폼 수직계열화

콘텐츠 소비형태가 스마트폰, 태블릿PC 등으로 옮겨가면서 미디어/광고 시장도 빠르게 변화하고 있다. 과거 제작과 방송, 콘텐츠 유통이 각각 이루어졌던 시대와 달리, 콘텐츠 제작과 편성, 유통, 플랫폼 등의 수직계열화를 통한 비용절감과 점유율 확보를 도모하고 있다. 드라마 제작 비용은 통상적으로 두가지 매출에 의해 충당된다.

첫째, 제작사가 드라마를 방송사에 판매해 획득하는 방영권매출(제작비60~70%)과 둘째, 광고, 협찬 등의 기타수익원(30~40%)이다. 디지털 미디어 시장으로 소비트렌드가 이전되며, TV 광고 시장은 급격히 축소된 반면, 소비자들의 눈높이에 맞는 드라마 제작을 위한 제작 비용은 해마다 높아지고 있어 이전의 단순 방영권매출로는 드라마 제작에 한계가 있다. 이에 자연스럽게 전통 3사 방송사 드라마 편성은 2015년 기점으로 감소하였고, 종편과 케이블 채널 드라마 편성 역시 성숙기에 접어들었다.

그림1 미디어-광고대행사 플랫폼 및 사업 유통 구조

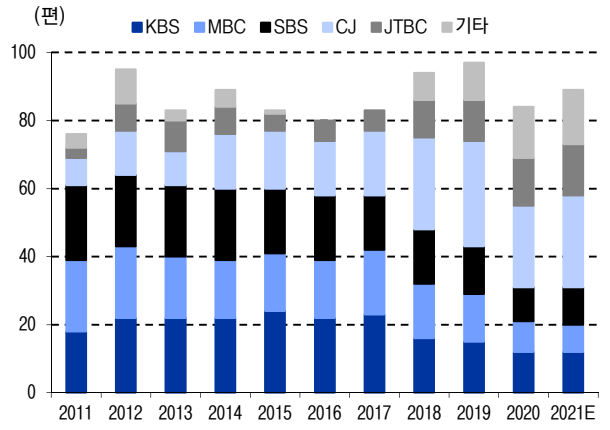


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 드라마 시장 - 연간 90편 + 제작비 1조원 규모

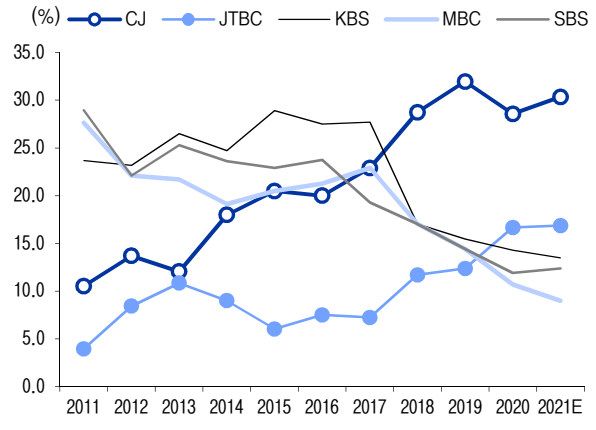
2021년 드라마 제작편수는 90편 내외로 2019년 대비 약 10% 감소할 것으로 보인다. 드라마 제작 감소는 1)지상파 방송사 드라마 편성 감소(2015~), 2)종편 및 케이블 채널 정체기 진입(2019~), 3)OTT 및 다양한 플랫폼 확산 채널에 기인한다. 넷플릭스를 포함한 다양한 OTT의 등장으로 제작사의 방송사 매출 의존도 역시 낮아지고 있는 추세이다. 드라마 제작사들이 손익분기점을 넘어 이익을 창출하기 위해서는 해외 판매와 OTT 진출이 필수적인 시대가 도래했다. 이에 다작의 콘텐츠를 제작하는 것보다, 국내외 시장을 겨냥한 텐트폴 중심의 양질 콘텐츠를 소수 편성하는 것이 마진 확보에 있어 현실적인 방법이라고 생각된다. 또한, 양질의 콘텐츠로 높아진 소비자들의 눈높이를 맞추기 위해 보다 더 많은 제작비 투여가 요구될 것이다. 이에 글로벌 OTT, 플랫폼에게 텐트폴급 콘텐츠를 공급할 수 있는 규모의 제작사 중심으로 미디어 업종 재편이 이루어질 것으로 예상되며, 관련 업종으로 스튜디오드래곤, CJ ENM이 유효하다는 판단이다.

그림2 채널별 드라마 편성 수 전망



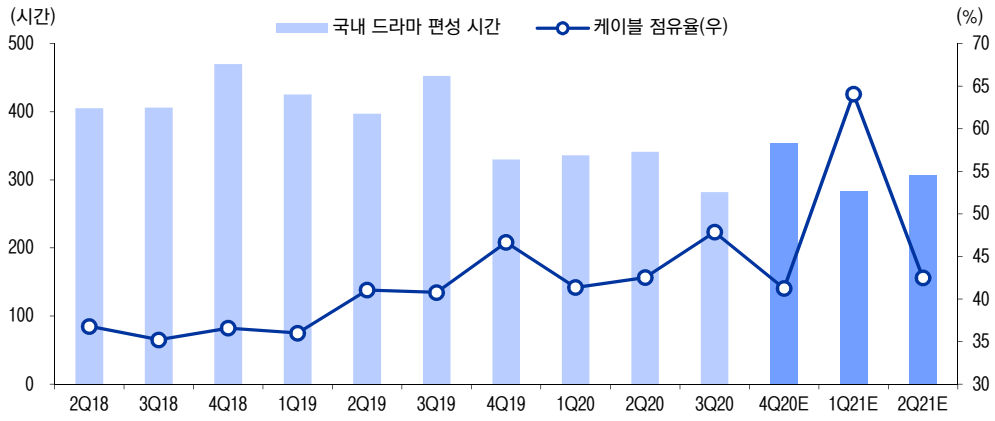
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 드라마 방영 채널은 CJ와 JTBC 비중 합산이 50% 내외



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

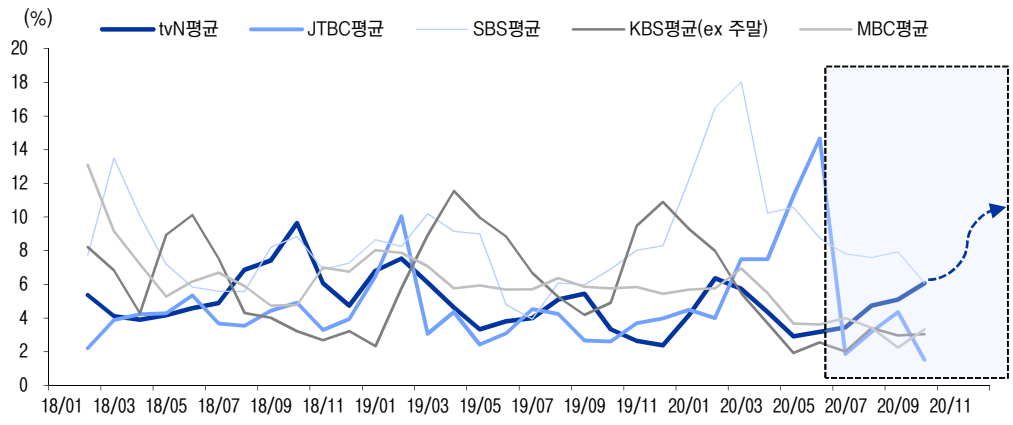
그림4 2021년 상반기 국내 드라마 편성 가운데 케이블 점유율 절반 이상



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

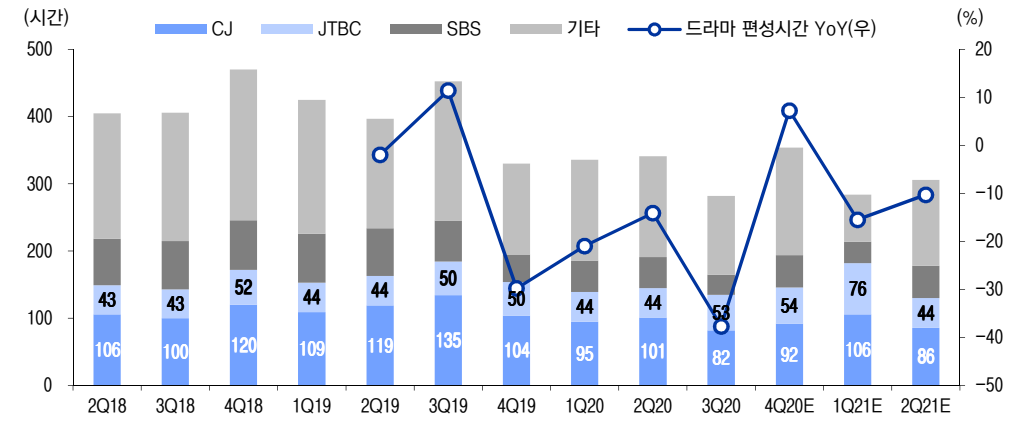
글로벌 OTT 플랫폼 진출, 방송사 드라마 슬랏 편성 축소에 따라 2021년 드라마 편성 시간은 전년동기대비 역성장을 면치 못할 것으로 보인다. 다만, 코로나 장기화로 영상 콘텐츠 소비 시간이 늘어남에 따라 평균 시청률은 전년대비 다소 개선 될 것으로 예상한다. 2021년 총 드라마 제작 편수는 전년대비 감소 할 것으로 예상되나, 웹툰 베이스 드라마 라인업과 Netflix 오리지널 콘텐츠 등 다수 기대작들이 예정되어 있어, 종편 4사와 케이블 채널 중심으로 평균 시청률은 상승할 것으로 보인다.

그림5 채널별 드라마 평균 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 채널별 드라마 편성 시간 추이



자료: 닐슨코리아, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2020년 3분기 드라마 방영 리스트

시기	제목	채널	요일	회차	방영일	제작사	연출	작가	출연진
3Q20	**출사표**	KBS2	수목	16	2020-07-01	셀트리온 Ent.	황승기	문현경	나나, 박성훈, 안내상
	모범형사(사일런스)	JTBC	월화	16	2020-07-06	블러썸/ JTBC스튜디오	조남국	최진원	손현주, 이엘리야
	그놈이 그놈이다	KBS2	월화	16	2020-07-06	아이윌미디어	최윤석	이은영/ 정지은	황정음, 윤현민
	우리, 사랑했을까(비긴어게인)	JTBC	수목	16	2020-07-08	길픽쳐스, DH	김도형	이승진	손호준, 송지효
	미쓰리는 알고 있다	MBC	수목	4	2020-07-08	스튜디오HIM	이동현	서영희	조한선, 강성연
	우아한 친구들	JTBC	금토	17	2020-07-10	스튜디오앤뉴	송현욱	박효연	유준상, 송윤아
	트레인	OCN	토일	16	2020-07-11	Do Frame	류승진	박가연	윤시윤, 경수진
	십시일반	MBC	수목	8	2020-07-22	에브리원	진창규	최희경	오나라, 김혜준
	악의 꽃	tvN	수목	16	2020-07-29	w/ 몬스터유니온	김철규	유정희	이준기, 문채원
	SF8	MBC	금요	8	2020-08-14	DGK/수필름	김의석	노덕	문소리, 고경표
	비밀의 숲 2	tvN	토일	16	2020-08-15	STD/에이스팩토리	박현석	이수연	조승우, 배두나
	내가 가장 예뻤을 때	MBC	수목	16	2020-08-19	메이퀸픽쳐스	오경훈	조현경	임수향, 하석진
	앨리스	SBS	금토	16	2020-08-28	스튜디오S	백수찬	김규원/ 강철규	김희선, 주원
	미씽: 그들이 있었다	OCN	토일	12	2020-08-29	메이스엔터/지음	민연홍	반기리	고수, 안소희
	브람스를 좋아하세요	SBS	월화	16	2020-08-31	스튜디오S	조영민	류보리	박은빈, 김민재
	거짓말의 거짓말	채널A	금토	16	2020-09-04	래몽래인	김정권	김지은	연정훈, 이유리
	청춘기록	tvN	월화	16	2020-09-07	w/ 팬엔터	안길호	하명희	박보검, 박소담
	오! 삼광빌라	KBS2	토일	50	2020-09-19	몬스터유니온	홍석구	윤경아	이장우, 황신혜, 전인하
	에이틴 어게인	JTBC	월화	16	2020-09-21	JTBC스튜디오	하병훈	김도현/ 안은빈	김하늘, 윤상현
	좀비탐정	KBS2	월화	12	2020-09-21	래몽래인	심재현	백은진	최진혁, 박주현
	경우의 수	JTBC	금토	16	2020-09-25	콘텐츠지음/ JTBC스튜디오	최성범	조승희	신예은, 옹성우, 김동준
	보건교사 안은영	NFLX		6	2020-09-25	키이스트	이경미	정세랑	정유미, 남주혁

자료: CJ ENM, 스튜디오드래곤, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2020년 4분기 드라마 방영 예정 리스트

시기	제목	채널	요일	회차	방영일	제작사	연출	작가	출연진
4Q20	**나의 위험한 아내**	MBN	수목	16	2020-10-05	키이스트	이형민	황다은	김정은, 최원영
	사생활	JTBC	수목	16	2020-10-07	w/ 도레미엔터	남건	유성열	고경표, 서현
	도도솔솔라라솔	KBS2	수목	16	2020-10-07	몬스터유니온	김민경	오지영	고아라, 이재욱
	구미호뎐	tvN	수목	16	2020-10-07	w/ 하우픽쳐스	강신효	한우리	이동욱, 조보아
	써치	OCN	토일	10	2020-10-17	w/반딧불	임대웅	구모	장동윤, 크리스탈
	스타트업	tvN	토일	16	2020-10-17	w/하이스토리	오충환	박혜련	배수지, 남주혁
	나를 사랑한 스파이	MBC	수목	16	2020-10-21	글앤그림미디어	이재진	이지민	에릭, 유인나
	카이로스	MBC	월화	16	2020-10-26	오에이치스토리	박승우	이수현	신성록, 이세영
	펜트하우스	SBS	월화	16	2020-10-26	초록뱀/스튜디오S	주동민	김순옥	신성록, 봉태규, 오만석, 유진, 이지아
	날아라 개천용	SBS	금토	16	2020-10-30	w/ NEW	곽정환	박상규	권상우, 배성우, 김주현
	산후조리원	tvN	월화9시	8	2020-11-02	tvN	박수원	김지수	엄지원, 박하선
	복수해라	TV조선	토일	16	2020-11-21	블러썸스토리	강민구	김효진	김사랑, 윤현민
	경이로운 소문	OCN	토일	16	2020-11-28	스튜디오드래곤	유선동	여지나	유준상, 김세정
	낮과 밤	tvN	월화	16	2020-11-30	김종학/에스바인픽쳐스	김정현	신유담	남궁민, 설현, 이청아
	바람피면 죽는다	KBS2	수목	16	2020-12-02	에이스토리	김형석	이성민	조여정, 고준
	암행어사	KBS2	수목	20	2020-12-07	아이윌미디어	김정민	박성훈, 강민선	김명수, 권나라
	허쉬	JTBC	금토	16	2020-12-11	키이스트	최규식	김정민	황정민, 윤아
	철인왕후	tvN	토일	20	2020-12-12	크레이브웍스, YG스튜디오플렉스	윤성식	박계옥/최아일	신혜선, 김정현
	여신강림	tvN	월화	16	2020-12-14	w/ 본팩토리		이시은	차은우, 문가영
	런 온	JTBC	수목	16	2020-12-16	메이스엔터/지음	이재훈	박민숙	임시완, 신세경
	도시남녀 사랑법	카카오TV		8	12월	글앤그림	박신우	정현정, 정다연	지창욱, 김지원
	오징어 게임	NFLX		8	4Q20	싸이런픽쳐스	황동혁	황동혁	이정재, 박해수
	스위트홈	NFLX		10	4Q20	드래곤/스튜디오N	이응복	홍소리/김형민	이진욱, 송강
	무브투헤븐: 나는 유품정리사입니다	NFLX		10	4Q20	페이지원필름/넘버쓰리픽쳐스	김성호	윤지련	이제훈, 탕준상

자료: CJ ENM, 스튜디오드래곤, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2021 년 상반기 드라마 방영 예정 리스트

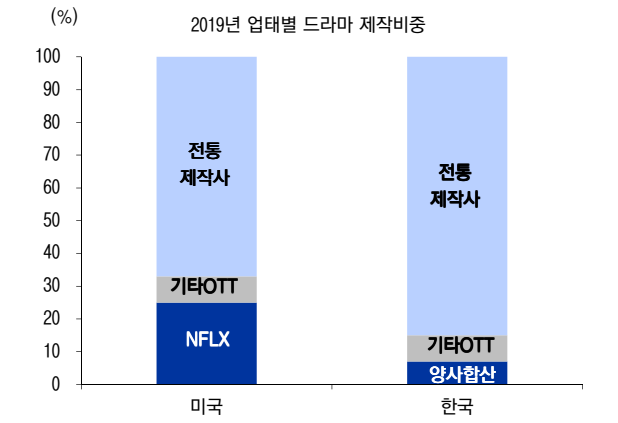
시기	제목	채널	요일	회차	방영일	제작사	연출	작가	출연진
1Q21	선배 그 립스틱 바르지 마요	JTBC	월화	16	2021-01-11	JTBC스튜디오	이동윤	채윤	장동윤, 원진아
	안녕, 나야	KBS2	수목	16	2021-01-27	비욘드제이	이현석	유송이	김영광, 최강희
	마우스	tvN	목9시	20	2021-01-27	하이그라운드, 스튜디오인빅투스	최준배	최란	이승기, 이희준, 박주현
	LUCA	tvN	월화	12	2021-01-25	w/ 테이크원컴퍼니	김홍선	천성일	김래원, 이다희
	시지프스: the myth	JTBC	수목	16	2021-02-03	JTBC스튜디오	진혁	이제인	조승우, 박신혜
	디어엠	KBS2	월화	12	2021-02-15	몬유, 플레이리스트	박진우, 서주완	이슬	박혜수, 정재현,
	라켓소년단	SBS	월화	16	2021-02-22	팬엔터테인먼트	조영광	정보훈	
	오! 주인님	MBC	수목	12	2021-03-03	넘버쓰리픽처스	현솔잎	조진국	이민기, 나나
	월간 집	JTBC	월화	16	2021-03-08	JTBC스튜디오	이창민	명수현	정소민, 김지석
	나빌레라(가제)	tvN	월화	12	2021-03-08	더그레이트쇼	한동화	이은미	송강, 박인환, 나문희
	다크홀	OCN	주말	6	2021-03-13	우상	김봉주	정이도	김옥빈, 이준혁
	즐거운 남의 집	KBS2	주말	50	2021-03-13	초록뱀미디어	이진서	문영남	김경남
	모범택시	SBS	금토	16	2021-03-19	그룹에이트, 스튜디오s	박준우	오상호	이제훈
	대박부동산	KBS2	수목	16	2021-03-24	몬스터유니온, 메이퀸	박진석	하수진, 이영화	장나라
	간 떨어지는 동거	tvN	수목	16	2021-03-29	스튜디오JTBC	백승룡	백선우/ 최보림	장기용, 이혜리
	폴리스 아카데미	KBS2	월화	16	2021-03-29	로고스필름	유영은	문민정	-
	설강화: Snowdrop	JTBC	수목	-	2021-03-31	드라마하우스	조현탁	유현미	정해인, 김혜윤
2Q21	언더커버	JTBC	금토	16	2021-04-02	스토리티비, JTBC스튜디오	송현욱	백철현/ 송자훈	지진희, 김현주
	미치지 않고서야	MBC	수목	16	2021-04-14	아이윌미디어	김근홍	정도윤	문소리
	멸망	tvN	주말	16	2021-04-17	스튜디오앤뉴	권영일	임메아리	박보영, 서인국
	링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	tvN	월화	16	2021-04-19	씨제스엔터	노상훈	권기영	-
	아일랜드	OCN	주말	10	2021-04-24	스튜디오드래곤, 와이랩	배종	장윤미	현빈
	원더우먼	SBS	월화	16	2021-04-26	길픽처스	최영훈	김지선	-
	홍천기	SBS	금토	16	2021-05-14	스튜디오S	장태유	김영영	안효섭, 김유정
	연모	KBS2	수목	20	2021-05-19	몬스터유니온, 이야기사냥꾼	송현욱	한희정	-
	유미의 세포들	tvN	수목	0	2021-05-25	STD, 스튜디오N	-	-	이상엽, 송재정
	검은 태양	MBC	수목	16	2021-06-09	-	김성용	박석호	-
	악마판사	tvN	토일	16	2021-06-12	스튜디오앤뉴	최정규	문유석	지성, 박진영
	재벌집 막내아들	JTBC	수목	16	2021-06-29	래몽래인	정대윤	김태희	-

자료: CJ ENM, 스튜디오드래곤, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

드라마 유통채널 확대 - OTT 플랫폼, 새로운 수익모델

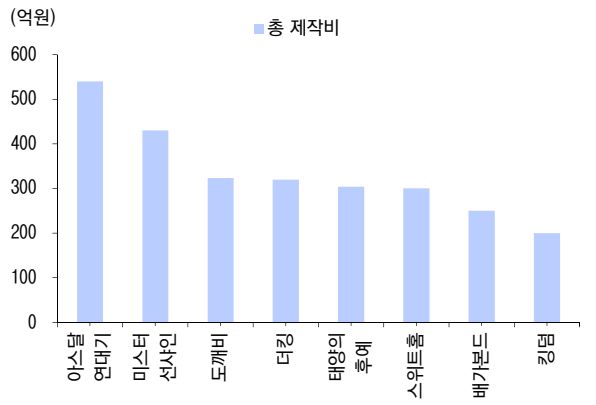
2013년 OTT 플랫폼이 등장하면서 드라마 산업은 새로운 변곡점을 맞이하게된다. 2013년 드라마 <상속자들>의 판권이 회당 3만달러로 중국 OTT업체인 유쿠에 판매, <별에서 온 그대>판권은 회당 4만달러로 중국 아이치이에 판매 되며 새로운 수익원을 개척하게된다. 이후 2014년 <괜찮아 사랑이야> 12만달러, 2015년 <프로듀사> 20만달러, <보보경심: 려> 40만달러 등 국내 드라마 회당 판권 가격이 지속해서 상승하는 모습을 보였다. 2016년 드라마 산업은 또 한번의 지각변동을 겪게 된다. Netflix가 국내 시장에 진출하며 Netflix 'Original Contents'라는 새로운 드라마 제작 수익구조를 선보이게 된다. Netflix 단독 방영권을 보장하는 대신 드라마 제작비 전액과 10~20% 마진을 보장하는 수익 모델이다. 또한 오리지널 콘텐츠가 아니더라도 넷플릭스 사전 판매를 통해 마진을 확보할 수 있고, 해당 플랫폼을 통해 해외 시장 진입을 수월하게 할 수 있다는 이점이 있다.

그림7 2019년 기준 미국 vs. 한국 드라마 제작 형태



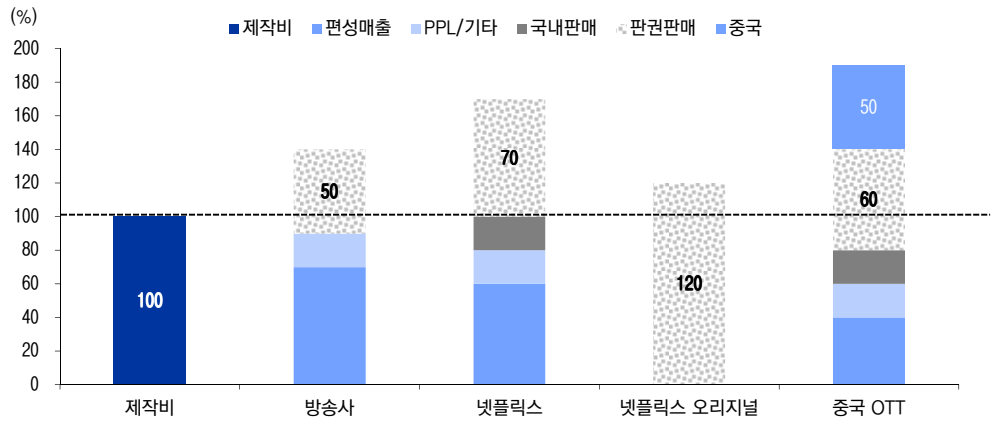
자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 텐트폴 작품 평균 제작비용은 300억원 이상



자료: 각사, 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

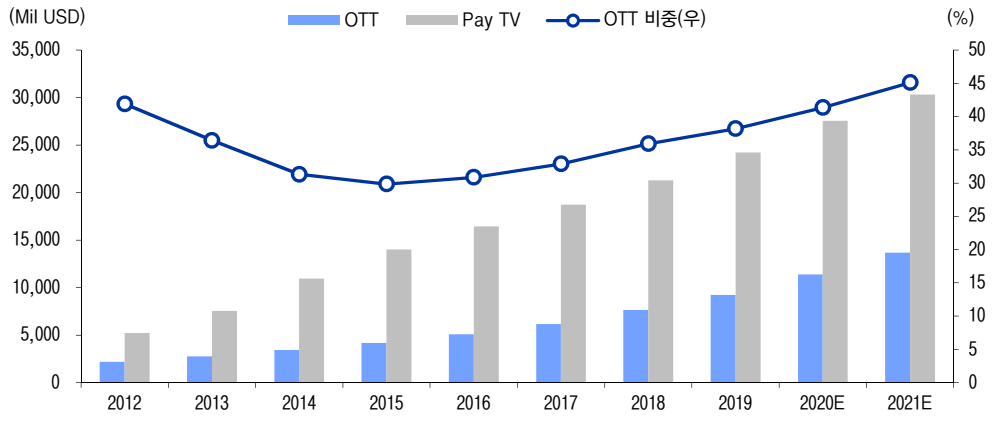
그림9 드라마 제작비용 및 수익 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

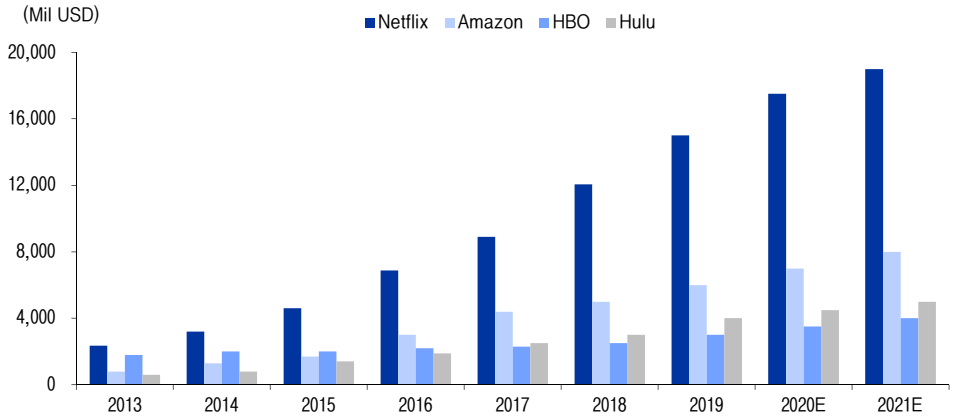
Netflix와 같은 획기적인 OTT 플랫폼이 등장하면서 Netflix 이외 미디어 업체들도 글로벌 OTT 플랫폼 시장에 동참했다. Amazon Prime, Apple TV, Disney+ 등 글로벌 기업이 진출하며 양질의 콘텐츠 확보 경쟁이 심화될 것으로 예상된다. 국내 드라마 제작사 입장에서는 다양한 OTT 플랫폼이 생겨날수록 판권 판매 계약에서 우위를 가져갈 수 있으므로, 양질의 콘텐츠를 제작할 수 있는 경쟁력만 확보된다면 향후 안정적인 외형확대와 수익창출이 가능하다는 판단이다. 이에 더해 한한령 해제될 경우, 중국 OTT 업체인 유쿠, 아이치이, 텐센트 비디오 등으로부터 부가적인 판권 수익을 기대할 수 있다.

그림10 글로벌 OTT 시장 추이 – 2021 년 OTT 시장은 전년대비 10% 증가한 $303 억 추정



자료: Bloomberg, Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 글로벌 OTT Content Spending



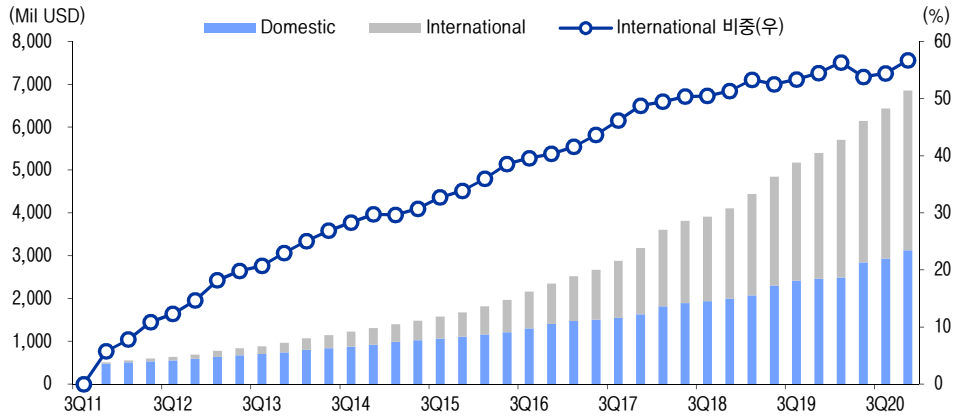
자료: Bloomberg, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 드라마 제작사 - Netflix 포함 OTT 진출 확대

Netflix 구독자수 증가율이 둔화되며 시장이 포화되었다는 여론도 많지만, 아직까지 Netflix 해외 침투율은 10% 미만에 불과하다. 둔화되었던 구독자 수 증가율은 코로나로 인한 언택트 기조로 재차 반등, 고성장세를 유지할 것으로 예상된다. 해외시장 침투율이 낮다는 것은 곧, 해외 시장의 성장이 열려있다는 것을 의미한다.

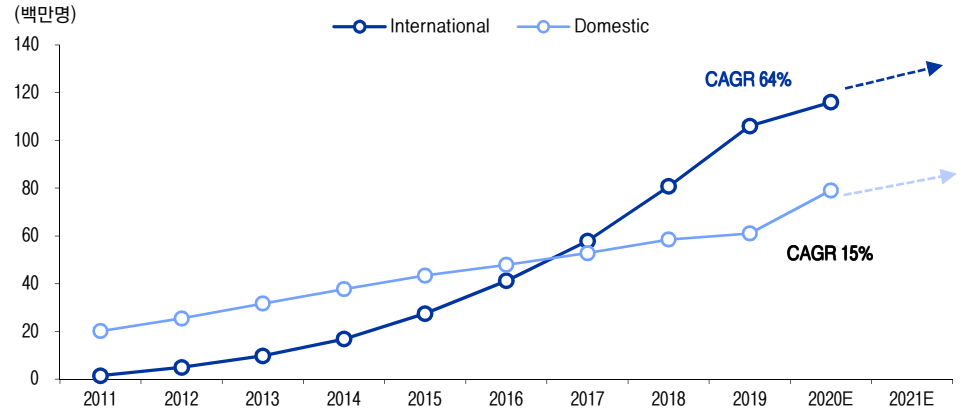
드라마제작 형태를 보면 여전히 국내 드라마 제작비중은 전통제작이 80%대로 높은 편이다. Netflix 포함 기타 OTT 제작 형태는 20% 수준으로 향후 드라마 제작 비중은 전통제작 형태에서 OTT판매 수익쪽으로 확대될 것으로 예상한다. 전통 3사 채널과 케이블/종편의 드라마 슬랏이 감소하는 가운데, 제작사 입장에서도 Netflix 향 OTT 진출이 마진 확보에 유리하기 때문이다. 드라마 제작에 있어 1)소재의 다양성이 보장되며, 2)제작사 추가 수익(OTT판매 수익)확보가 가능하므로 편당 제작비가 높은 완성도 있는 콘텐츠 제작의 선순환 구조가 가능하다.

그림12 2020 년 Netflix 해외 매출 비중은 55% 내외 예상



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

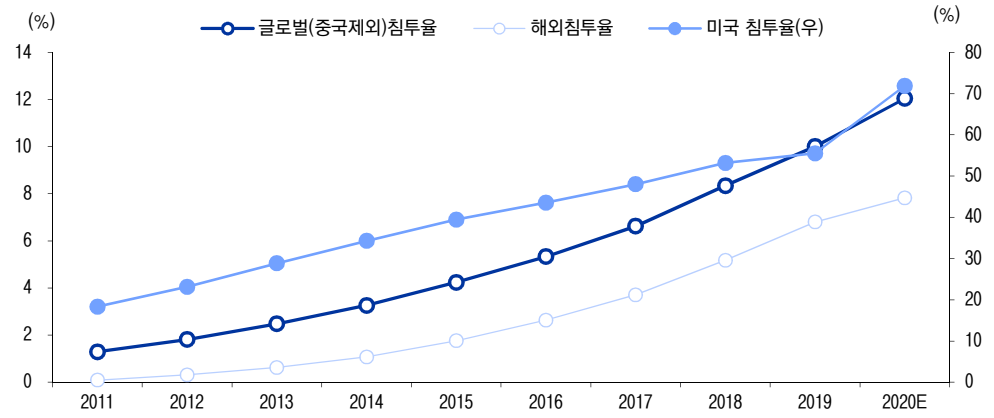
그림13 Netflix 해외 가입자수 고성장세 지속



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

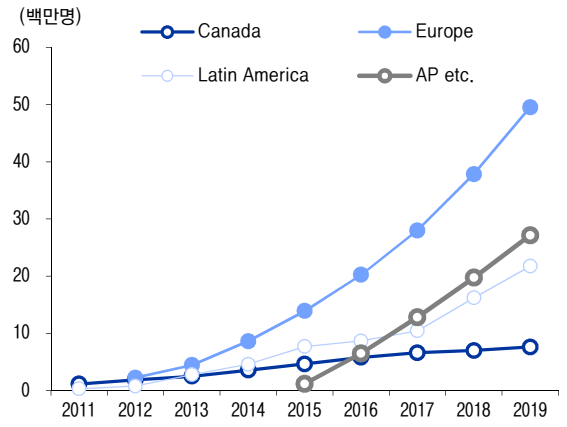
드라마 제작사들이 손익분기점을 넘어 이익을 창출하기 위해서는 해외 판매와 OTT 진출이 필수적인 시대가 도래했다. 이에 글로벌 OTT, 플랫폼에게 텐트폴급 콘텐츠를 공급할 수 있는 규모의 제작사 중심으로 미디어 업종 재편이 이루어지고 있으며, 대기업 계열사도 미디어 산업에 진출하고 있는 실정이다. 신세계 계열사인 마인드마크는 지난 6월 드라마 제작사 ' 실크우드 ' 를 인수, 9월 ' 스튜디오 329 ' 지분(55.13%, 45억원)을 인수했다. 카카오M은 드라마 제작사 3곳(로고스필름, 글앤그림미디어, 바람픽쳐스)을 인수 완료했으며, 카카오페이지는 영화, 드라마 제작사인 ' 크로스픽쳐스 ' 지분 49%를 확보. 영상콘텐츠 기획부터 제작까지 참여해 글로벌 시장에 진출 할 예정이다.

그림14 2020 년 기준 Netflix 해외침투율 10% 미만



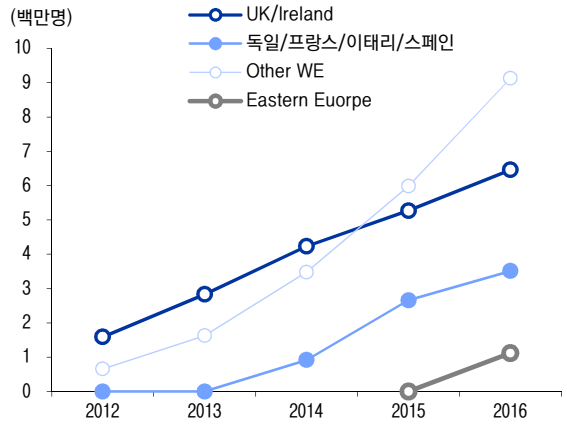
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 유럽, 북미, 캐나다 지역별 가입자수 추이



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 유럽 국가별 Netflix 가입자 수

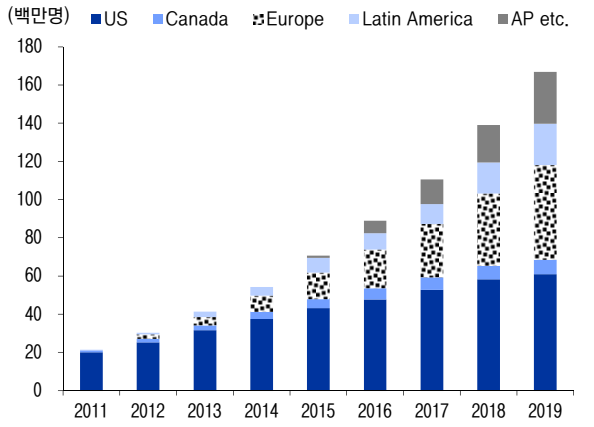


자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

K-POP 못지 않은 K-Drama - 해외 판매 확대

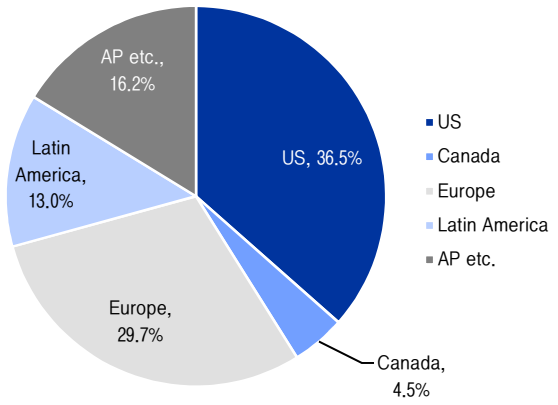
한류문화 열풍 주역으로 K-Drama를 빼놓을 수 없다. Netflix를 포함한 해외 OTT 플랫폼 발달로 국내 드라마 유통이 전 세계적으로 확산, K-Drama 열풍이 거세지고 있다. 대표적으로 <킹덤>, <사랑의 불시착>, <이태원 클라쓰>, <더 킹: 영원한 군주>, <사이코지만 괜찮아> 등 이 넷플릭스에서 흥행하면서, 넷플릭스의 국내 제작 콘텐츠 확보 움직임이 적극적으로 이루어지고 있다. 특히, 아시아 지역 중심으로 국내 제작 콘텐츠의 인기가 높다. 스트리밍 서비스 랭킹 사이트인 FlixPatrol이 집계한 2020년 넷플릭스 랭킹에 의하면, 한국 드라마가 주요 아시아 지역 TV 프로그램 Top10을 대부분 석권함을 확인할 수 있다. 대만은 TV시리즈 Top10 가운데 9개가 한국 드라마로 아시아 내 인기가 가장 높은 지역이다. 대만 다음으로 말레이시아 8개, 베트남 7개, 일본 5개 순으로 한국 드라마의 견조한 위상을 확인할 수 있다.

그림17 Netflix 지역별 구독자 수 추이



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 2019년 기준 Netflix 아시아지역 비중은 16.2%



자료: Netflix, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 대만 Netflix 'Top 10 TV 시리즈' 가운데 한국 드라마는 총 9 편

Top 10	제목	회차	기획	제작사	연출	출연진
1	사이코지만 괜찮아	16	스튜디오드래곤	스토리TV	박신우	김수현, 서예지, 오정세
2	슬기로운 의사생활	12	-	에그이즈커밍	신원호	조정석, 유연석, 정경호 등
3	Demon Slayer					
4	더킹: 영원의 군주	16	SBS 드라마본부	스튜디오드래곤, 화앤담픽쳐스	백상훈	이민호, 김고운
5	우리, 사랑했을까	16	JTBC	길픽쳐스, 드라마하우스	김도형	송지효, 손호준 등
6	쌍갑포차	12	JTBC	드라마하우스, 삼화네트웍스	전창근	황정음, 육성재 등
7	청춘기록	16	스튜디오드래곤	스튜디오드래곤, 팬엔터테인먼트	안길호	박보검, 박소담
8	사랑의 불시착	16	스튜디오드래곤	스튜디오드래곤, 문화창고	이정효	현빈, 손예진
9	비밀의 숲	16	스튜디오드래곤	씨그널 엔터테인먼트, IOK 미디어	안길호	조승우, 배두나, 이준혁 등
10	하이바이 마마!	16	-	스튜디오드래곤, 엠아이	유제원	김태희

자료: Flipatrol, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

광고시장도 영상이 대세

' 동영상 광고 ' , 디지털 광고 시장 핵심 채널

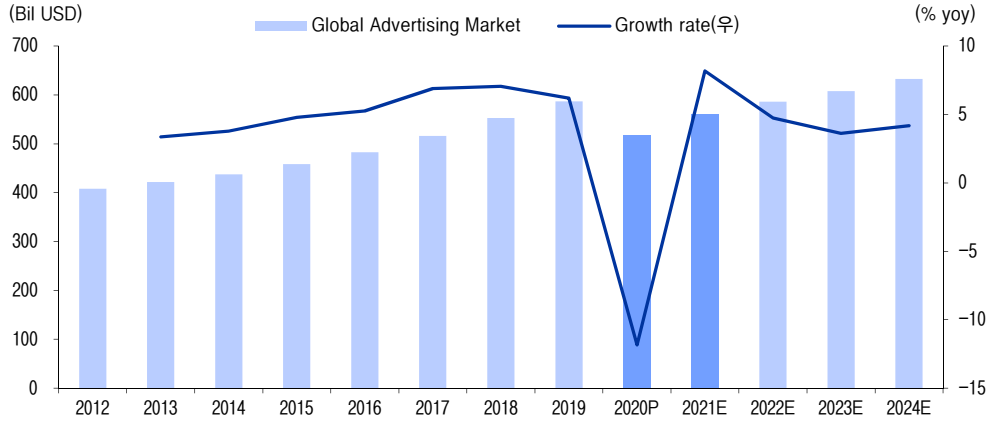
Statista에 의하면 2020년 글로벌 광고시장 규모는 5,175억달러로 전년대비 약 12% 감소했으나, 2021년 광고시장은 코로나 영향권에서 회복한 5,599억달러(+8.2% YoY)를 기록할 것으로 예상됩니다. 콘텐츠 소비 매체가 모바일, 태블릿 PC 등으로 옮겨감에 따라 동영상광고와 SNS광고 성장률이 전체 인터넷광고 성장을 견인하는 매체로 자리매김 할 것으로 보입니다.

소비자들은 텍스트보다 이미지, 비쥬얼 인식이 강하기 때문에 동영상 광고 시장은 향후 더욱 커질 것으로 예상됩니다. 또한, 코로나로 언택트 기조가 확산되면서 글로벌 OTT 이용 시간이 급격히 증가하고 있는 점 역시 동영상 광고시장에 모멘텀으로 작용하고 있습니다. 대표적인 Youtube 광고는 디지털 동영상 광고 시장 가운데 60~70%를 차지하고 있는 것으로 추정됩니다.

2021년 글로벌 광고 - 코로나 영향에서 회복한 $5,599억(+8.2% YoY)

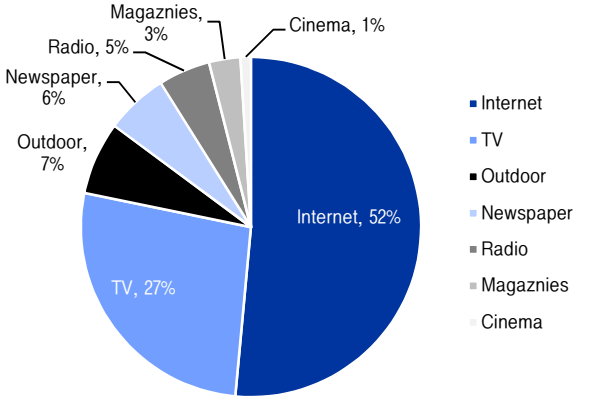
Statista에 의하면 2020년 글로벌 광고시장 규모는 5,175억달러로 전년대비 약 12% 감소했으나, 2021년 광고시장은 코로나 영향권에서 회복한 5,599억달러(+8.2% YoY)를 기록할 것으로 추정하고 있다. 매체별로 전통매체 광고인 TV 광고 비중은 27%로 점차 축소 지속될 것으로 예상하는 반면, 디지털 광고시장은 연평균 11% 성장률을 보이며 주요 광고 매체로 자리매김 할 것으로 보인다. 영국 미디어서비스 기업인 Zenith에 의하면 2021년 글로벌 광고비 가운데 인터넷 광고 비중은 52%로 전체 광고비 지출 가운데 절반 이상을 차지할 것으로 예상하고 있다. 콘텐츠 소비 매체가 모바일, 태블릿PC 등으로 옮겨감에 따라 동영상광고와 SNS광고 성장률이 전체 인터넷광고 성장을 견인하는 모양새다.

그림19 글로벌 광고시장 - 2021 년은 코로나 영향권에서 벗어나 회복



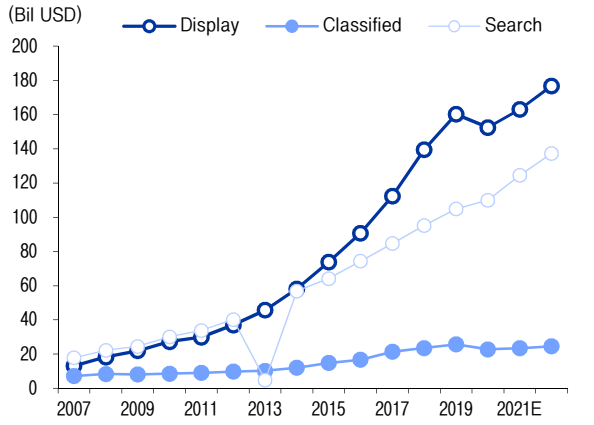
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 2021 년 광고시장 매체는 ' 인터넷 ' 이 압도적



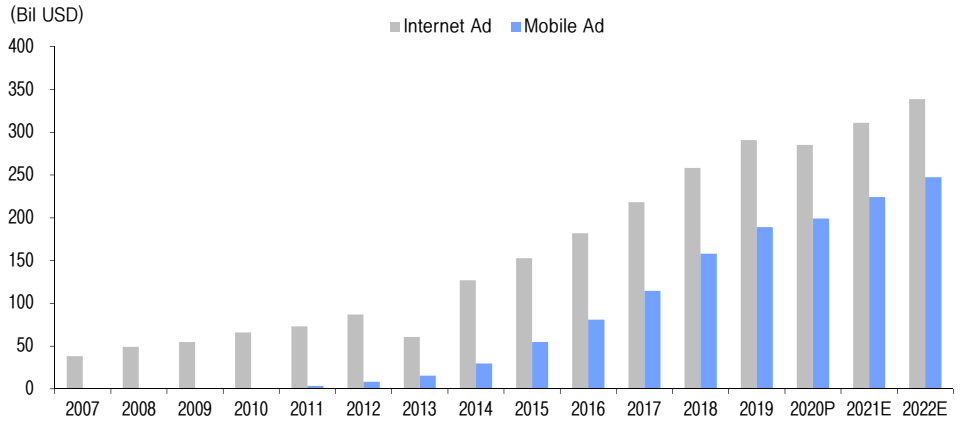
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 인터넷 광고시장 유형



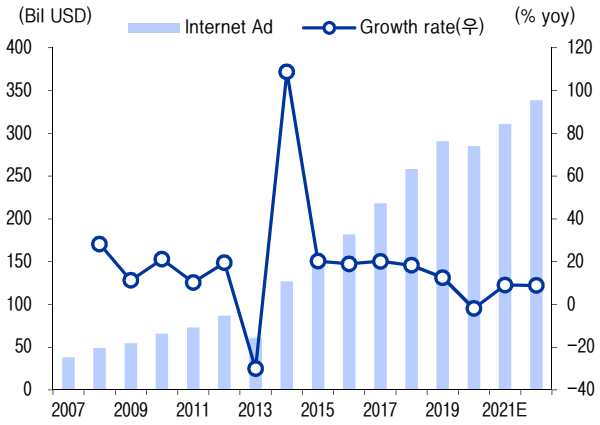
자료: Zenith, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 인터넷 및 모바일 광고시장 추이



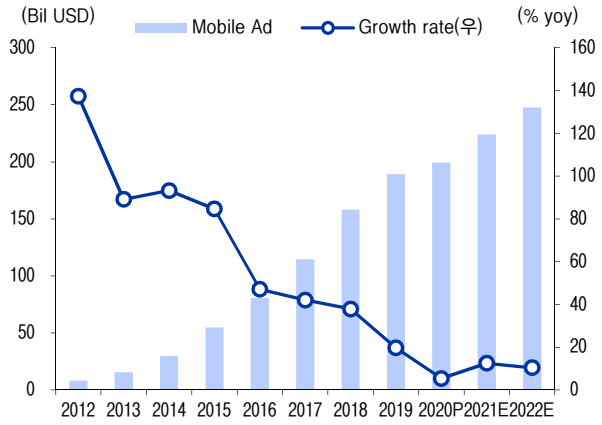
자료: Zenith, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 인터넷 광고시장



자료: Statista, Zenith, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 모바일 광고시장

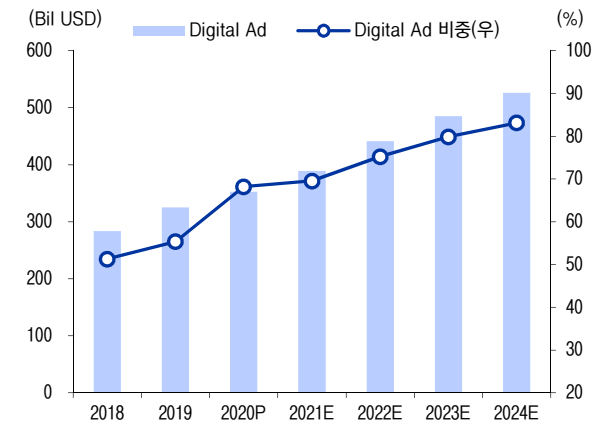


자료: Statista, Zenith, 이베스트투자증권 리서치센터

디지털 광고 성장 - ' 동영상 광고 ', 디지털 광고 성장 견인

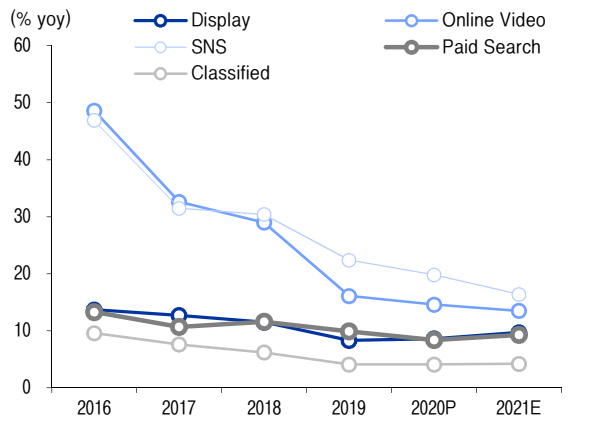
2020년 코로나로 광고시장 규모는 전년대비 11% 감소함에도 불구, 디지털 광고 시장은 전년대비 9% 증가할 것으로 추정된다. 오히려 코로나로 인한 언택트 확산 기조가 디지털 매체 소비를 유발하며, 디지털 광고 시장의 성장세는 향후 지속될 것으로 예상된다. 디지털 광고 시장 가운데 동영상 광고 시장은 연평균 25% 성장이 예상되는 핵심 시장이다. 소비자들은 텍스트보다 이미지, 비쥬얼 인식이 강하기 때문에 동영상 광고 시장은 향후 더욱 커질 것으로 예상된다. 또한, 코로나로 언택트 기조가 확산되면서 글로벌 OTT 이용 시간이 급격히 증가하고 있는 점 역시 디지털 동영상광고 시장에 모멘텀으로 작용한다. 대표적인 Youtube 광고는 기존의 밀레니얼, Z세대를 넘어 시니어 세대까지 사용자 계층을 확보, 디지털 동영상 광고 시장 가운데 60~70%를 차지하고 있는 것으로 추정된다.

그림25 코로나 불구 디지털 광고시장은 성장세 지속



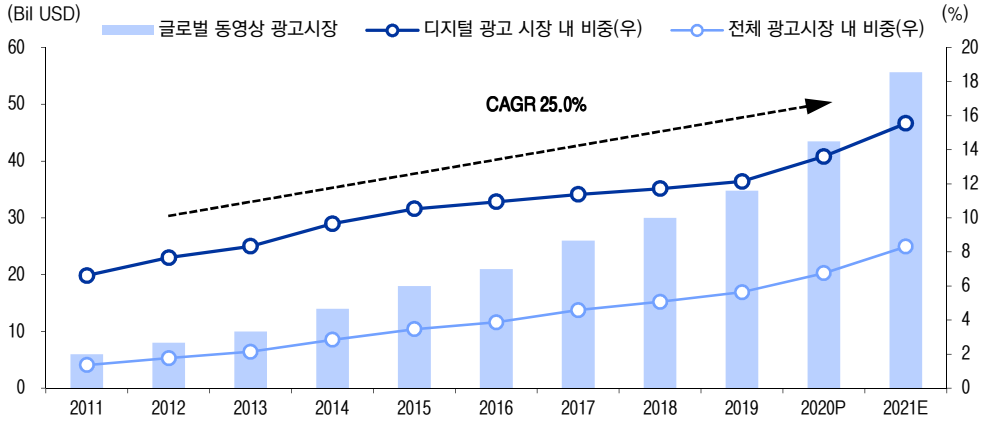
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 디지털 광고시장 성장률 추이



자료: Dentsu Aegis Network,Global AD Spend Report, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 글로벌 동영상 광고 시장

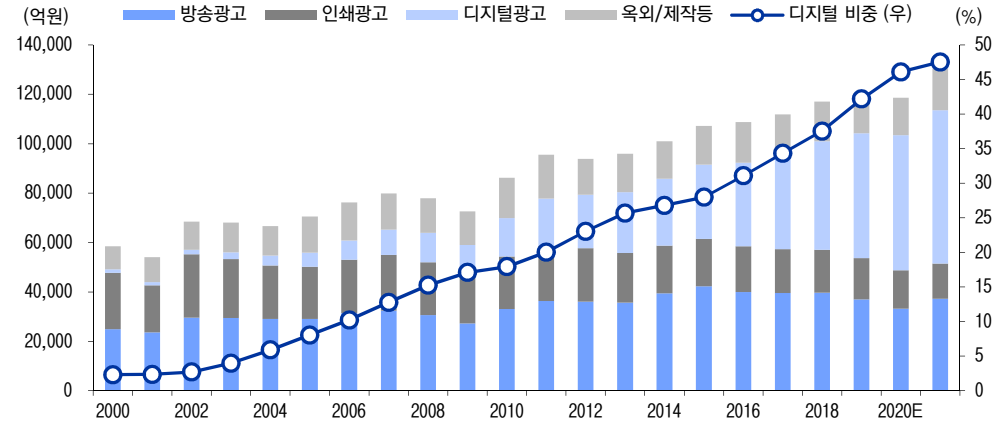


자료: eMarketer, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 광고 - 모바일 광고가 견인한 12조 1,606억원(+2.5% YoY)

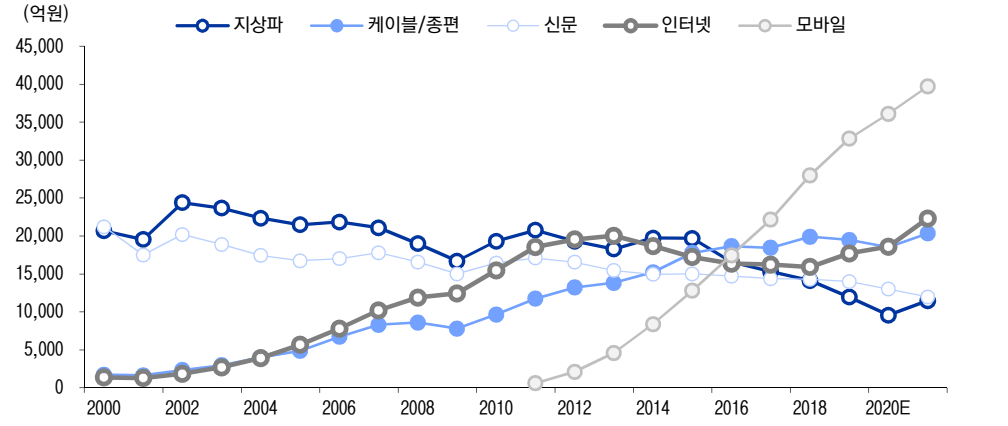
2021년 국내 광고시장은 전년대비 2.5% 증가한 12조 1,606억원을 기록할 것으로 예상한다. 전통매체인 인쇄, 옥외광고 시장은 역성장 반면, 모바일, 인터넷 PC 등 디지털 매체 광고시장은 성장할 것으로 보인다. 세부적으로 방송광고 시장은 전년대비 2.5% 증가한 3조 3,993억원으로 케이블 광고시장 중심으로 회복될 것으로 추정한다. 인쇄 광고시장은 1조, 4,219억원으로 전년대비 8.7% 역성장 할 것으로 예상한다. 옥외광고 역시 전년대비 5% 감소하며, 1조 미만인 9,516억원을 기록할 것으로 보인다. 반면, 인터넷(PC) 광고시장은 전년대비 7% 증가한 1조 9,895억원으로 2조원에 육박하는 규모로 전체 광고시장에서 차지하는 비중이 점차 높아질 것으로 예상한다. 모바일 부문은 스마트폰 사용 대중화와 통신기술 발전에 따라 인터넷(PC)대비 고성장세를 보일 것으로 예상된다. 2021년 모바일 부문 광고시장은 전년대비 10% 증가한 3조 9,717억원으로 인터넷(PC)광고 시장 대비 두배 이상 규모의 시장을 형성할 것으로 예상한다.

그림28 국내 광고 시장



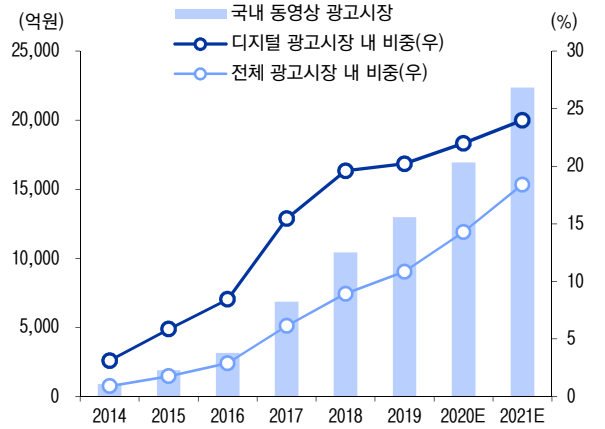
자료: Youtube, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 국내 광고 시장 – 모바일/인터넷 중심 성장세 지속



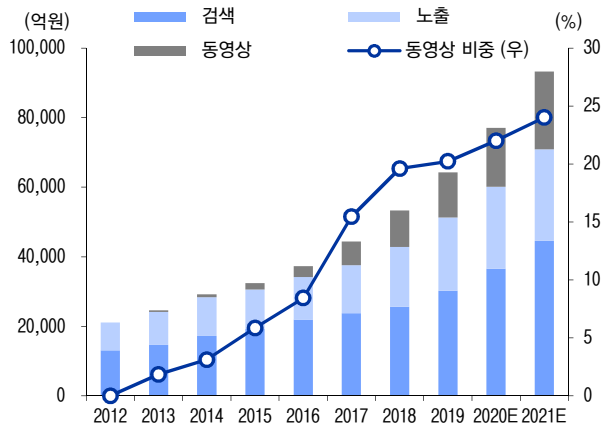
자료: Youtube, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 국내 동영상 광고 시장 성장세 지속



자료: researchad, 이베스트투자증권 리서치센터

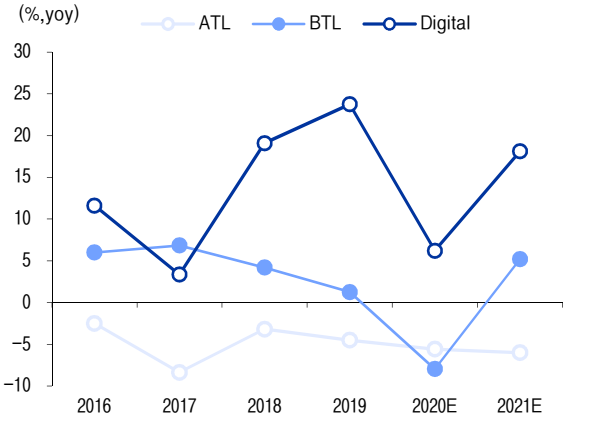
그림31 온라인 광고 시장 가운데 동영상 비중 25% 추정



자료: researchad, 이베스트투자증권 리서치센터

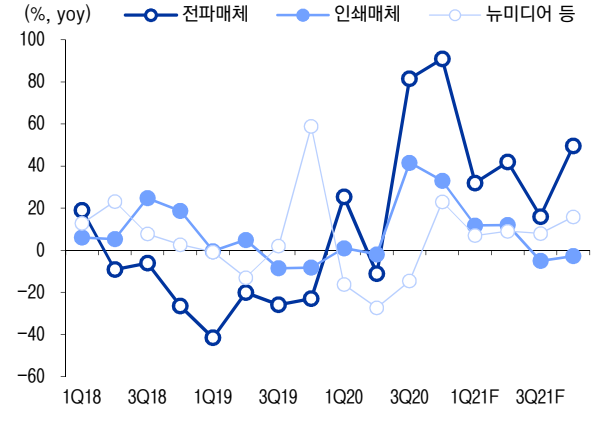
디지털 광고 시장이 모바일, 동영상 광고 중심으로 성장이 지속되는 트렌드에 따라 국내 광고업체의 중장기 전략 역시 디지털 광고시장에 있다. 제일기획은 '디지털 및 플랫폼 서비스'확장으로 디지털 전환 가속을 통해 클라이언트 마케팅을 대응, 코로나 불구, 선제적 이익 방어가 가능함을 3분기 호실적을 통해 확인시켜 준 바 있다. 동사는 최근 급변하는 환경 뉴노멀 경쟁력 갖추기 위해 biz connected로 진화 중에 있다. 디지털 기반 통합 솔루션을 통해 비용 절감을 지속하는 가운데 4분기 광고 성수기 시즌과 맞물려 본사 영업총이익은 1,212억원(+30.2% yoy)을 기록할 것으로 예상한다. 3분기 매체대행 물량이 증가에 이어 4분기에도 집행 매체물량이 이어져 4분기 매체대행 영업총이익은 691억원(+28.9% yoy)을 달성할 것으로 추정한다.

그림32 제일기획 디지털 사업 비중 확대 vs. ATL 비중 축소



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

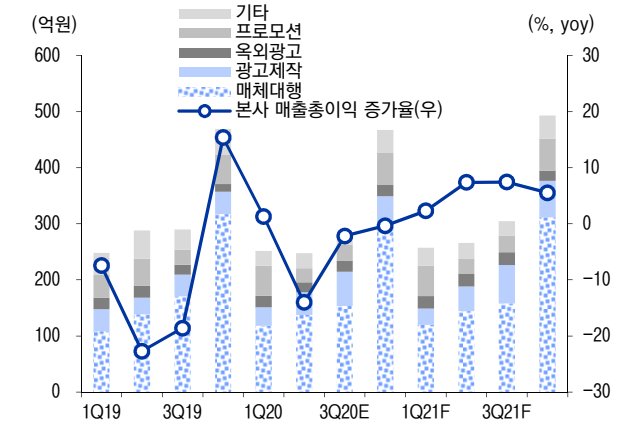
그림33 제일기획, 뉴미디어 매체 중심으로 광고 집행 증가 예상



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

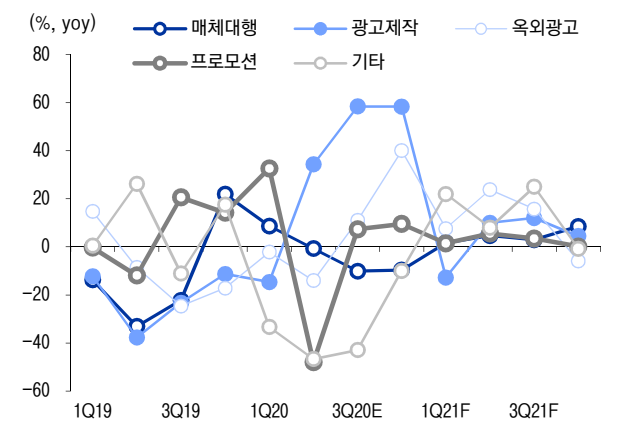
이노션 역시 제일기획과 마찬가지로 뉴미디어 매체 중심으로 광고 집행을 추진할 것으로 예상된다. 동사의 안정적인 캐시카우인 주요 광고주의 하반기 1)현기차 신차(GV70, G70, 싼타페, 투싼, 카니발 등)출시 예정 가운데 신차 사이클이 2)4분기 광고 성수기 시즌과 맞물리며, 계열사 광고의 중장기 매출 모멘텀이 유효하다는 판단이다. 2분기 저점 이후 올라오는 비계열사 광고 회복세까지 감안 시, 4분기 매출총이익은 1,819억원(+19.1%, yoy), 영업이익 398억원(+0.0%, yoy)으로 코로나 불구 영업이익은 전년 동기와 유사한 수준 기록하며, 역성장 탈피할 수 있을것으로 추정한다. 국내 매출총이익은 467억원(-0.3% yoy)으로 전분기 대비 64.7% 개선될 것으로 추정한다. 한편, 해외 매출총이익은 1,353억원(+27.3%, yoy)으로 1)Wellcom 인수에 따른 비계열 광고주 유입 증가, 2)계열사 광고 물량이 유기적으로 동반 성장하며 3분기 반등, 4분기로 갈수록 전년동기대비 매출총이익 성장률은 확대 될 것으로 예상한다.

그림34 이노션 국내 사업부문 매출총이익 추이



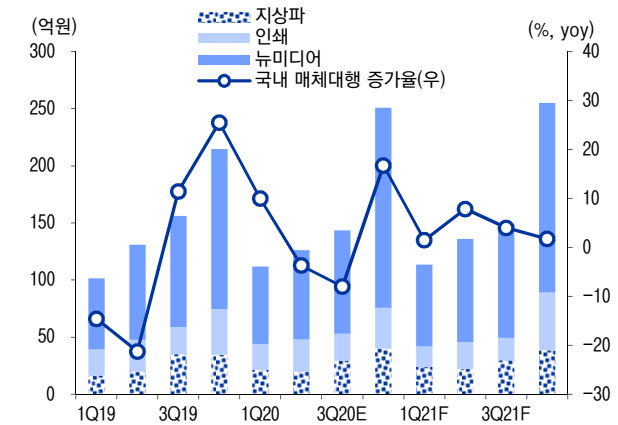
자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 이노션 분기별 국내 매출총이익 증가율



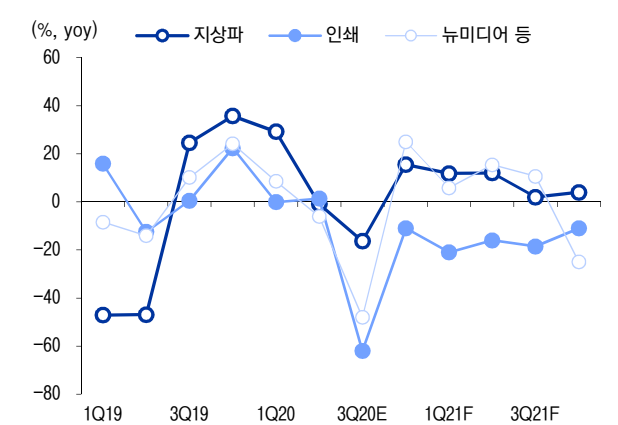
자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 이노션 국내 매체대행 매출총이익



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 이노션 분기별 국내 매체대행별 매출총이익 증가율



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

디앤씨미디어 (263720)	30
스튜디오드래곤 (253450)	41
CJ ENM (035760)	49
이노션 (214320)	62
제일기획 (030000)	72

Universe

종목명	투자판단	목표주가
디앤씨미디어	Buy (신규)	46,000 원
스튜디오드래곤	Buy (신규)	108,000 원
CJ ENM	Buy (신규)	185,000 원
이노션	Buy (신규)	76,000 원
제일기획	Buy (신규)	28,500 원

디앤씨미디어 (263720)

2020. 11. 23 | 미디어

Analyst 안진아
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

국내를 넘어 해외로

Buy (initiate)

목표주가 46,000 원
현재주가 33,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

2021년, 카카오페이지向 매출 비중 50% 상회 예상

2021년 연간 실적은 매출액 854억원(+44.0% YoY), 영업이익 205억원(+52.2% YoY)으로 추정한다. 부문별로 전자책 매출액 781억원(+49.5% YoY), 종이책 매출액 70억원(+2.1% YoY)으로 전자책 매출 중심의 실적 성장이 예상된다. 코로나로 인한 플랫폼 콘텐츠 소비 기조가 확산되며 웹툰 시장 성장률은 연평균 30% 수준의 고성을 장세를 유지할 것으로 판단된다. 이에 국내 매출액은 526억원(+22.0% YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

온라인/디지털 콘텐츠 중심의 웹툰/웹소설 성장이 예상되는 가운데, 카카오向 콘텐츠 공급은 동사의 핵심 수익 창출원이다. 연간 100편 이상의 신규 콘텐츠 제작과 지속적인 성장 기반 구축으로 외형성장 및 마진 확보가 용이하다는 판단이다. 2021년 카카오페이지 매출 비중은 52.3%로 매출액 가운데 절반 이상을 상회할 것으로 추정된다. 카카오페이지의 해외 진출 드라이브 전략에 따라 동사의 2021년 해외 매출액 328억원(+101.2% YoY)을 기록할 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 46,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 46,000원으로 커버리지를 개시한다. 디앤씨미디어 기업가치 및 목표주가 산정은 2020년 예상 순이익(111억원)과 2021년 예상 순이익(169억원)에 Target PER 38배 멀티플 적용 후 각각 25%, 75% 가중치를 두어 산출하였다. 멀티플 38배는 본격적인 이익 확대가 기대되는 2020년 P/E35배 대비 약 10% 프리미엄을 부여해 산출했다. 2021년은 1)코로나 지속으로 콘텐츠 소비 확산 지속될 것으로 전망, 2)향후 성장 동력인 해외 진출 사업 부문을 고려해 멀티플에 10% 프리미엄을 적용하였다. 해외 진출을 보수적으로 가정하더라도 2021년 순이익 150억원 이상 달성이 가능하다는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ (11/20)		870.18 pt
시가총액		4,124 억원
발행주식수(우선주포함)		12,275 천주
52 주 최고가/최저가		43,800 / 13,950 원
90 일 일평균거래대금		50.06 억원
외국인 지분율		3.3%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		4,269 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-4.9%
	6 개월	4.7%
	12 개월	42.8%
주주구성	신현호	47.8%
	카카오페이지	23.1%
	디앤씨미디어우리사주	1.0%

Stock Price

Financial Data

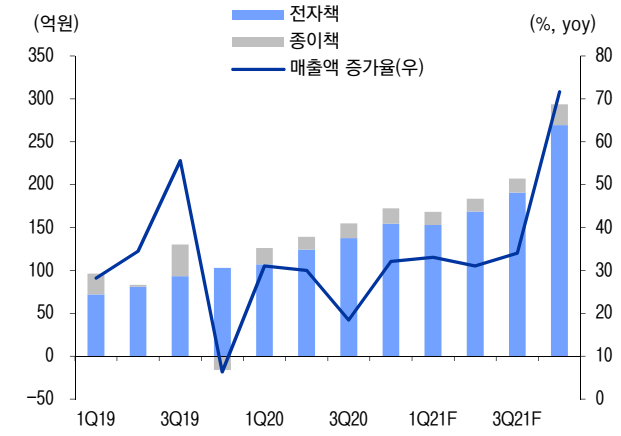
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	32.1	6.4	6.8	4.9	410	8.3	6.5	34.5	21.6	4.7	14.4
2019	42.1	7.9	8.2	4.9	405	-1.2	8.2	48.1	24.7	5.7	12.4
2020E	59.3	13.5	14.0	11.0	904	123.3	13.8	37.2	26.8	7.9	23.5
2021E	85.4	20.5	21.0	17.0	1,395	54.4	20.9	24.1	17.2	5.9	28.0
2022E	109.3	24.4	24.9	20.0	1,640	17.5	24.9	20.5	13.8	4.6	25.2

자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기대되는 2021년 – 카카오페이지向 매출 비중 50% 상회 예상

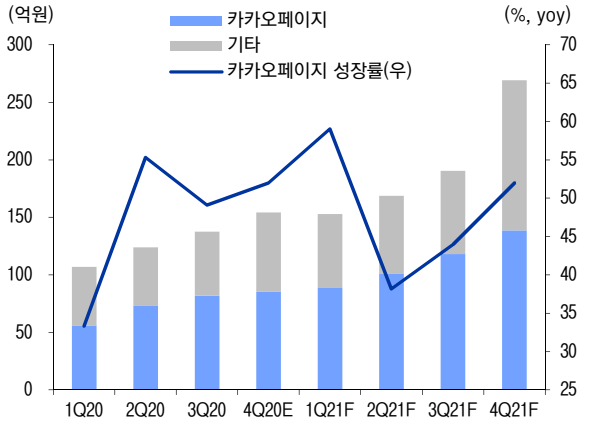
2021년 연간 실적은 매출액 854억원(+44.0% YoY), 영업이익 205억원(+52.2% YoY)으로 추정한다. 부문별로 전자책 매출액 781억원(+49.5% YoY), 종이책 매출액 70억원(+2.1% YoY)으로 전자책 매출 중심의 실적 성장이 예상된다. 코로나로 인한 플랫폼 콘텐츠 소비 기조가 확산되며 웹툰 시장 성장률은 연평균 30% 수준의 고성을 장세를 유지할 것으로 판단된다. 온라인/디지털 콘텐츠 중심의 웹툰/웹소설 성장이 예상되는 가운데, 카카오向 콘텐츠 공급은 동사의 핵심 수익 창출원이다. 연간 100편 이상의 신규 콘텐츠 제작과 지속적인 성장 기반 구축으로 외형성장 및 마진 확보가 용이하다는 판단이다. 2021년 카카오페이지 매출 비중은 52.3%로 매출액 가운데 절반 이상을 상회할 것으로 추정된다.

그림38 디앤씨미디어 사업부문별 매출액 추이



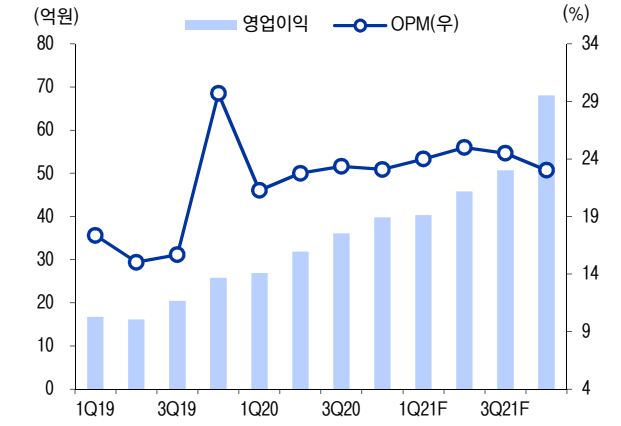
자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 디앤씨미디어 카카오페이지向 매출액 추정



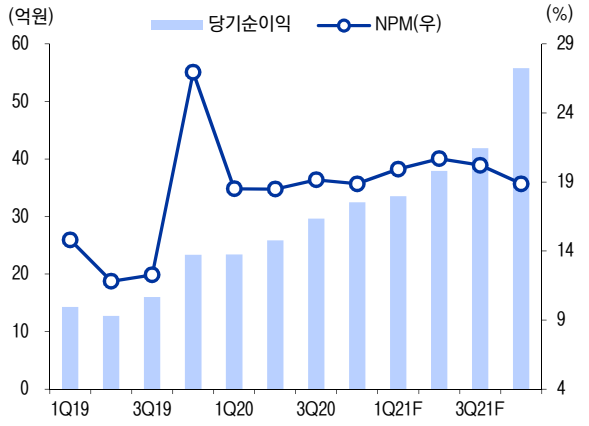
자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 디앤씨미디어 OPM 25% 수준



자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 디앤씨미디어 당기순이익 및 NPM



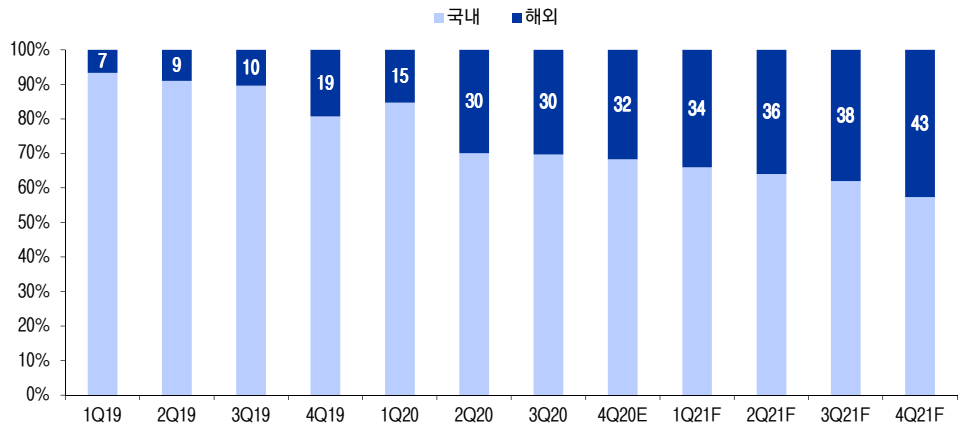
자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

해외① – 만화 강국, 일본시장을 석권하다

동사는 웹소설 및 웹툰 전문 콘텐츠 공급업체로 업계 최다 계약 작가와 작품 수를 확보하고있다. 작가의 출판권 및 배타적 발행권을 통해 양질의 콘텐츠를 제작하고, 다수 플랫폼에 제공하는 사업을 영위하고 있다. 양질의 콘텐츠 확보를 통해 카카오페이지 베스트셀러수 1위로 등극, 2019년 말 기준 8개국에 24 작품을 수출하고 있다. 카카오페이지의 해외 진출 드라이브 전략에 따라 동사의 2021년 해외 매출액 328억원(+101.2% YoY)을 기록할 것으로 예상한다.

동사의 해외 수출 가운데 가장 높은 비중을 차지하는 일본은 만화시장이 가장 크게 형성된 단일 국가로 시장 규모는 약 5.7조원으로 추정된다. 최근, 일본 만화시장은 전통적인 인쇄매체인 만화책에서 벗어나, 웹툰 형태의 디지털매체로 시장 비중이 확대되고 있다.일본의 대표적인 웹툰 시장은 레진코믹스, 코미코, 탑툰, 라인웹툰, 픽코마 등이다. 카카오 일본 자회사인 카카오재팬이 운영하는 픽코마는 2016년 4월 웹툰 서비스를 시작했다. 2018년 기점으로 픽코마 트래픽은 전년대비 두 배 이상 늘어나며, 매출 100% 이상 증가, 본격적인 성장을 구사하기 시작했다. 이후 고성장세를 지속, 2020년 3분기 거래액은 전년동기대비 247% 증가한 1,300억원으로 만화 강국인 일본시장에서 앱스토어와 구글플레이어 양사 모두 글로벌 만화 및 소설 앱 매출 1위를 달성했다.

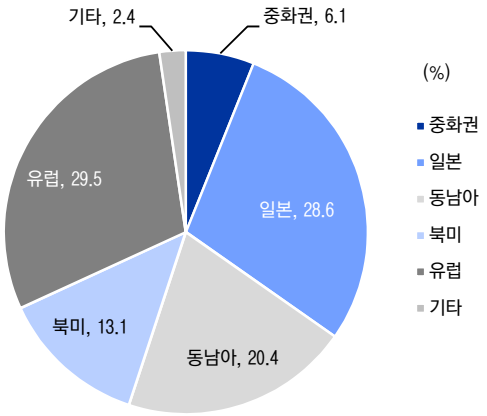
그림42 디앤씨미디어 국내 및 해외 매출액 비중 – 2021 년 해외 비중 확대



자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

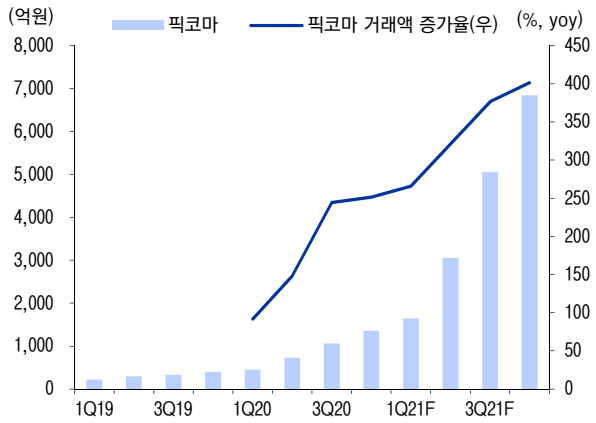
일본은 전통적인 만화 강국으로 외국 만화에 대한 수요가 낮은 시장이다. 또한 기존 단행본, 권 단위의 무채색 만화책과 가로(오른쪽→ 왼쪽)횡 방향의 독서 형태에 익숙하기 때문에, 웹툰의 화려한 채색과 세로형으로 구성된 방식은 기존 만화시장과 정반대의 성향으로 웹툰이 흥행하기 어려운 환경이다. 카카오페이지는 기존 보수적인 만화 강국 시장을 개척함으로써, 일본을 시작으로 중국, 미국, 동남아시아 등의 진출을 모색하고 있다.

그림43 지역별 만화산업 수출액(2018 기준)



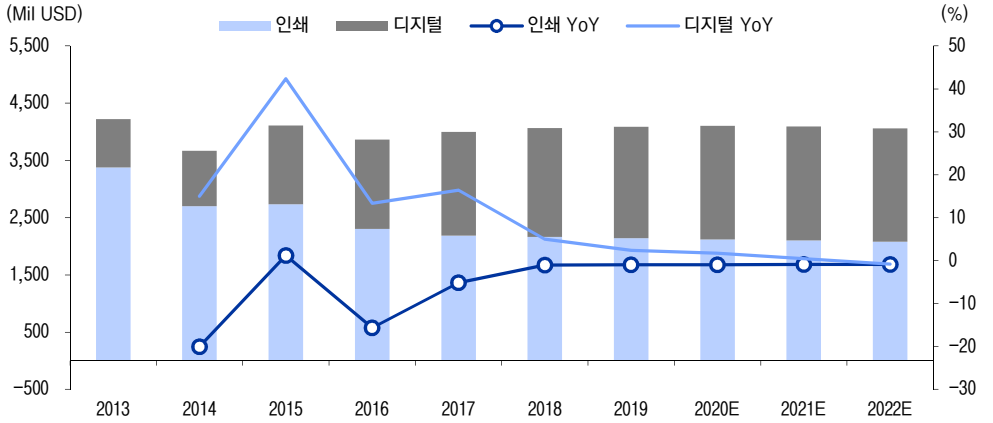
자료: 한국콘텐츠진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 픽코마 분기 거래액 및 거래증가율 추이



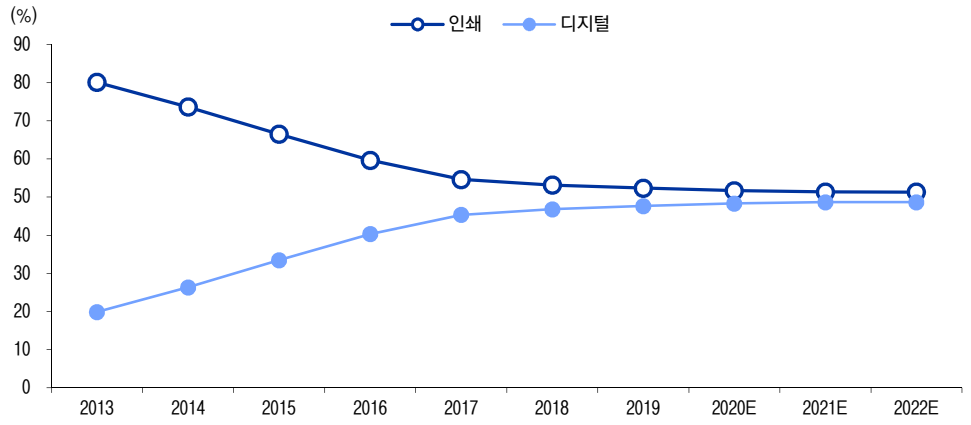
자료: 카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 일본 만화시장



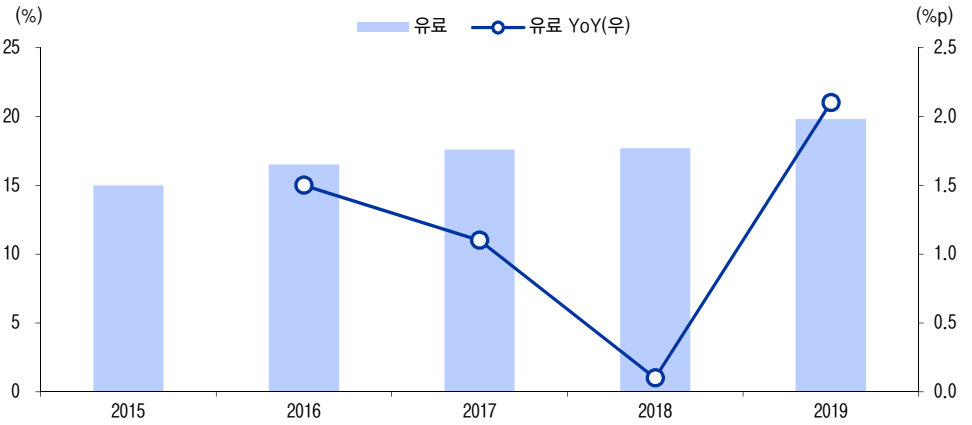
자료: PwC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 일본 만화시장 – 만화책에서 웹툰 형태의 디지털 시장 비중 50%로 확대



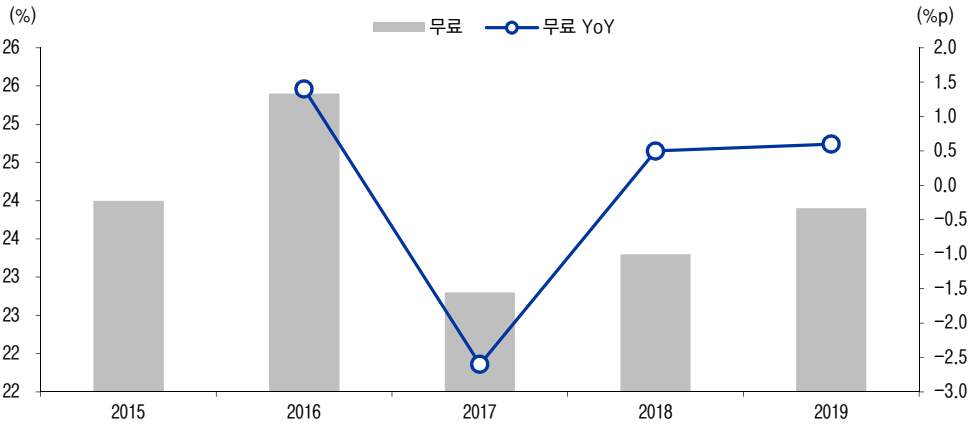
자료: PwC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 일본 모바일 유료 전자책 이용률



자료: PwC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 일본 모바일 무료 전자책 이용률



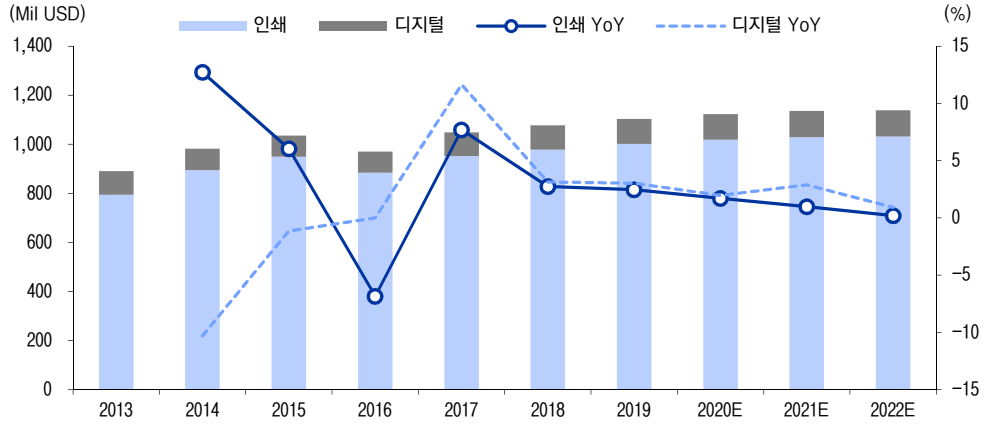
자료: PwC, 이베스트투자증권 리서치센터

해외② – 미국 시장은 이제 시작

일본 다음으로 카카오페이지의 해외 지역 진출 가능성이 높은 시장은 북미다. 카카오는 북미 지역 웹툰 플랫폼 타파스미디어(TAPAS Media) 주식 200만주 전량을 카카오페이지에 처분했다. 처분금액은 60억 3,200만원으로 카카오페이지 취득 후 지분율은 21.68%로 2대 주주로 등극했다. 타파스미디어는 북미 지역의 가장 큰 웹툰 플랫폼이다. 2013년 초 북미지역에서 처음 웹툰 플랫폼 서비스를 제공했다. 유튜브 형태로 시작해 현재 Netflix와 같이 오리지널 콘텐츠도 제작하고 있다. 국내 우수한 웹툰 콘텐츠를 확보, 이를 활용한 IP 개발 및 확보에 집중하고 있다. 북미 지역에 300만 구독자를 보유하고 있으며, 카카오, 텐센트 등을 주요 파트너로 두고 있다.

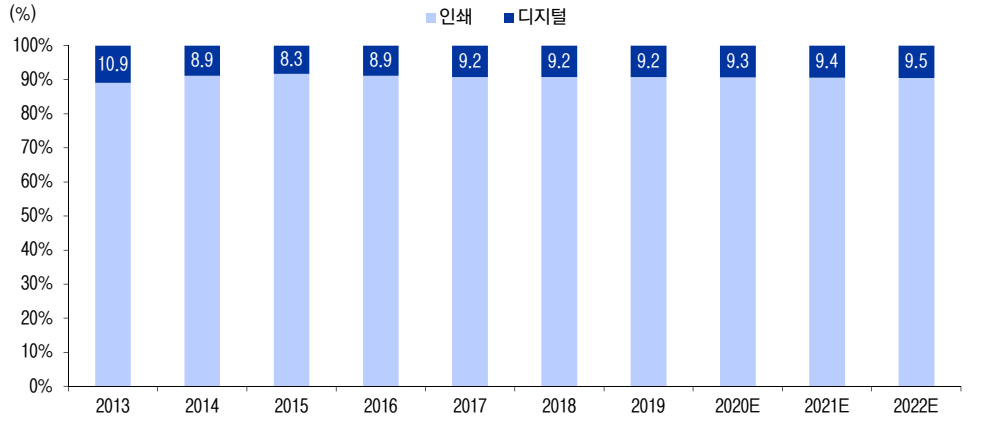
미국 만화시장은 국내나 일본과 같은 아시아 지역과 달리 디지털 만화시장 발달이 아직 이루어지지 않았다. 대부분 마블, 히어로, DC 코믹스 영화 중심의 단행본 판매가 주를 이루는 시장으로 포화된 국내나 이미 발달이 이루어진 일본시장 대비 디지털 만화 시장의 성장이 본격적으로 기대되는 지역이다.

그림49 미국 만화시장 – 인쇄 만화시장이 압도적



자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 미국 만화시장 – 디지털 비중 10% 미만

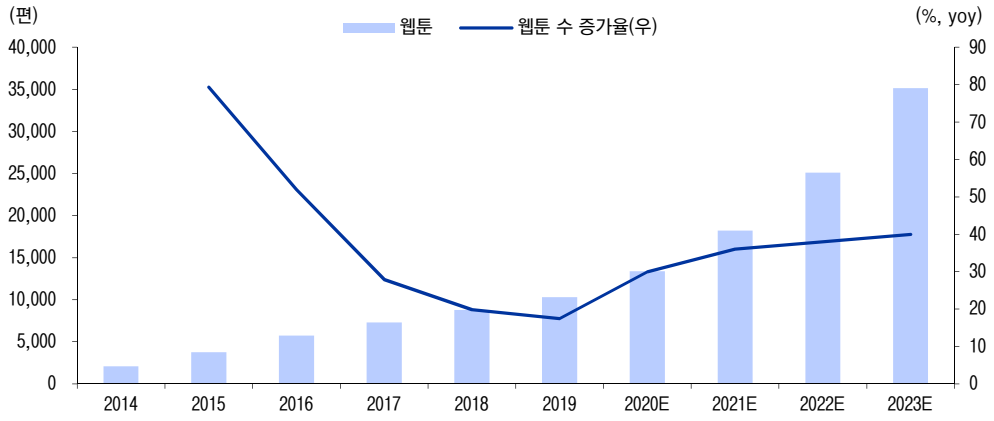


자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 – 포화 시장임에도 불구하고 연간 두자릿 수 성장 가능

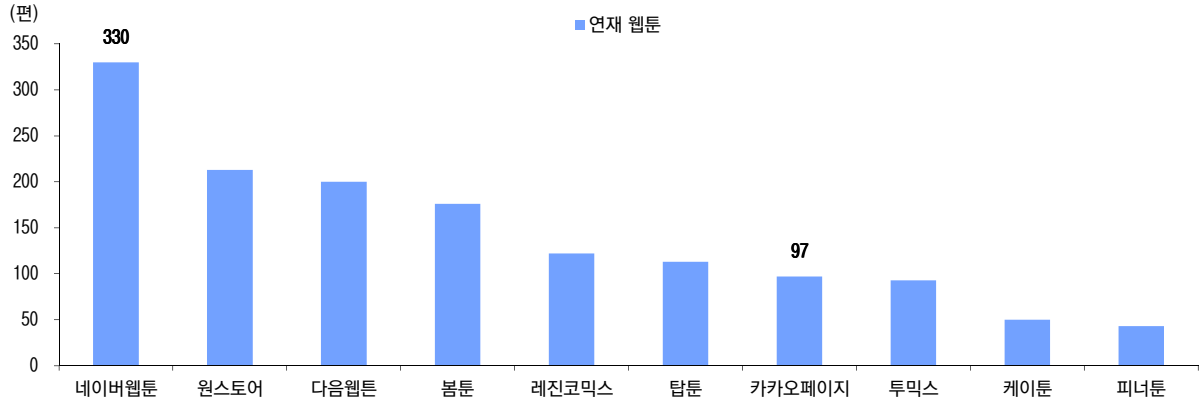
국내는 웹툰 시장이 빠르게 발달하며 포화된 시장임에도 불구, 두 자릿수 성장세를 유지해나가고 있다. 연재 방식으로 서비스를 제공하는 주요 웹소설 및 웹툰 플랫폼 회당 금액은 웹소설 100원, 웹툰 200원으로 구입 단가가 낮은 저관여제품으로 경기에 따른 매출 변동성이 낮기 때문이다. 또한, 스마트폰 대중화 가운데, 코로나로 인한 언택트 소비기조 확산에 온라인 콘텐츠 소비는 증가세를 지속하고 있다. 이에 2021년 국내 매출액은 526억원(+22.0% YoY)을 기록할 것으로 예상한다.

그림51 국내 웹툰 누적편수 추이 – 지속적인 신규 작품 출시로 두 자릿수 성장 기대



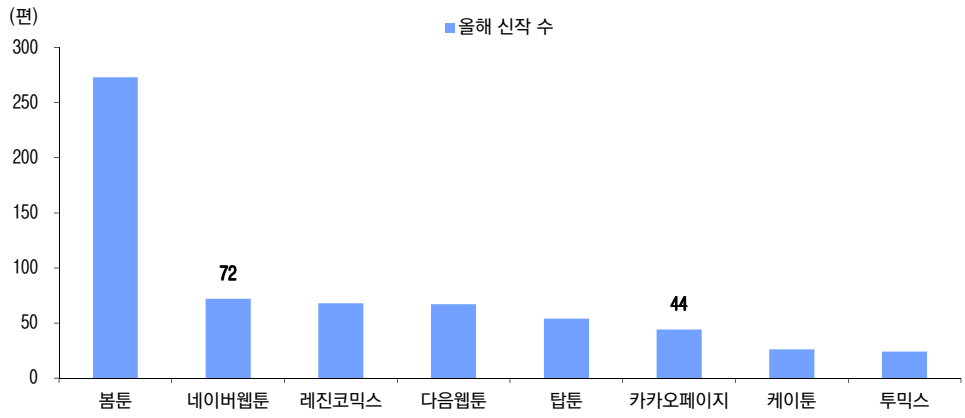
자료: WEBTOONGUIDE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 플랫폼별 연재중인 웹툰 작품 수 – 네이버웹툰 330 편, 카카오페이지 97 편



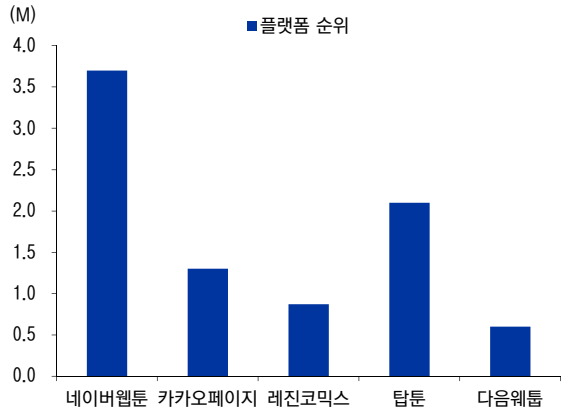
자료: WEBTOONGUIDE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 플랫폼별 올해 웹툰 신작 수 – 네이버웹툰 72 편, 카카오페이지 44 편



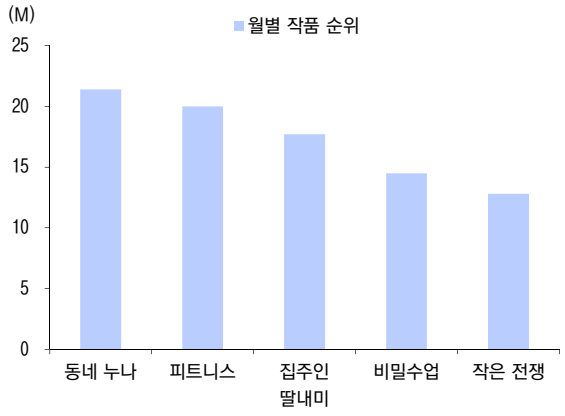
자료: WEBTOONGUIDE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 국내 웹툰 플랫폼 순위



자료: WEBTOONGUIDE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 국내 웹툰 월별 작품 순위



자료: WEBTOONGUIDE, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 디앤씨미디어 실적 추정

(단위: 억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020E	2021E
매출액	**126**	**140**	**155**	**172**	**168**	**183**	**207**	**296**	**421**	**593**	**854**
YoY (%)	*31.1*	*30.0*	*18.4*	*32.1*	*33.0*	*31.0*	*34.0*	*71.6*	*31.4*	*40.7*	*44.0*
QoQ (%)	*45.7*	*10.8*	*10.4*	*11.4*	*-2.4*	*9.1*	*13.0*	*42.7*			
전자책	107	124	138	154	153	169	191	269	349	523	781
종이책	19	15	17	18	15	15	17	24	71	69	70
국내	107	98	108	118	111	117	128	169			
해외	19	42	47	55	57	66	79	126			
YoY (%)											
전자책	*48.6*	*53.1*	*47.8*	*49.7*	*42.9*	*36.0*	*38.6*	*74.6*	*50.0*	*49.8*	*49.5*
종이책	*-20.8*	*650.0*	*-53.9*	*-212.5*	*-20.4*	*-2.2*	*-2.9*	*34.1*	*-17.5*	*-2.6*	*2.1*
국내	*18.9*	*0.0*	*-7.3*	*68.0*	*3.7*	*19.7*	*18.5*	*44.1*	*23.7*	*14.9*	*22.1*
해외	*202.0*	*332.5*	*247.6*	*226.0*	*195.3*	*57.3*	*67.2*	*131.0*	*162.1*	*251.3*	*101.2*
영업이익	**27**	**32**	**36**	**40**	**40**	**46**	**51**	**68**	**79**	**135**	**205**
OPM(%)	21.3	22.8	23.4	23.1	24.0	25.0	24.5	23.0	18.8	22.7	6.9
YoY (%)	*60.6*	*96.9*	*76.5*	*흑전*	*50.0*	*43.9*	*40.5*	*71.1*	*23.2*	*70.1*	*52.2*
QoQ (%)	*흑전*	*18.5*	*13.3*	*10.1*	*1.4*	*13.7*	*10.7*	*34.1*			
당기순이익	**23**	**26**	**30**	**32**	**34**	**38**	**42**	**56**	**49**	**111**	**169**
NPM(%)	18.5	18.5	19.2	18.9	19.9	20.7	20.2	18.9	15.8	18.8	19.8

자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 46,000원으로 커버리지를 개시한다. 디앤씨미디어 기업가치 및 목표주가 산정은 2020년 예상 순이익(111억원)과 2021년 예상 순이익(169억원)에 Target PER 38배 멀티플 적용 후 각각 25%, 75% 가중치를 두어 산출하였다. 멀티플 38배는 본격적인 이익 확대가 기대되는 2020년 P/E35배 대비 약 10% 프리미엄을 부여해 산출했다. 2021년은 1)코로나 지속으로 콘텐츠 소비 확산 지속될 것으로 전망, 2)향후 성장 동력인 해외 진출 사업 부문을 고려해 멀티플에 10% 프리미엄을 적용하였다. 해외 진출을 보수적으로 가정하더라도 2021년 순이익 150억원 이상 달성이 가능하다는 판단이다.

표6 디앤씨미디어 기업가치 및 목표주가 산정

항목	2019	2020E	2021F	2022F
순이익(억원)	49	111	169	199
Targe P/E(X)	38	38	38	38
적정가치(억원)	4,206	6,425	7,572	9,394
주식수(천주)	12,275	12,275	12,275	12,275
목표주가(원)	34,267	52,344	61,683	76,530
현재주가(원)	33,100	33,100	33,100	33,100
상승여력(%)	3.5	58.1	86.4	131.2
적정가치(억원)		5,870	2020년 가중치 25%, 2021년 가중치 75%	
목표주가 산정(원)		46,262	2020년 가중치 25%, 2021년 가중치 75%	
목표주가(원)		46,000		
현재주가(원)	33,100			
상승여력(%)	26.3			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020.11.19 종가 기준

디앤씨미디어 (263720)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	39.6	49.0	60.8	77.9	97.3
현금 및 현금성자산	8.8	8.8	12.1	21.2	35.5
매출채권 및 기타채권	3.5	6.0	7.7	13.2	16.2
재고자산	0.7	1.0	1.2	2.1	2.5
기타유동자산	26.6	33.2	39.8	41.4	43.1
비유동자산	4.1	4.5	4.9	6.0	7.4
관계기업투자등	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2
유형자산	2.3	2.7	3.1	4.2	5.5
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	**43.6**	**53.4**	**65.6**	**83.8**	**104.7**
유동부채	6.7	11.3	12.6	13.7	14.5
매입채무 및 기타재무	0.5	1.1	1.0	1.8	2.2
단기금융부채	0.4	2.1	2.2	2.2	2.2
기타유동부채	5.9	8.2	9.4	9.8	10.2
비유동부채	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
장기금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
부채총계	**7.1**	**11.9**	**13.2**	**14.4**	**15.2**
지배주주지분	36.5	41.5	52.4	69.5	89.5
자본금	6.0	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	15.6	16.0	16.0	16.0	16.0
이익잉여금	15.4	20.2	31.3	48.3	68.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**36.5**	**41.5**	**52.4**	**69.5**	**89.5**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**32.1**	**42.1**	**59.3**	**85.4**	**109.3**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**32.1**	**42.1**	**59.3**	**85.4**	**109.3**
판매비 및 관리비	25.7	34.2	45.8	64.9	84.9
영업이익	**6.4**	**7.9**	**13.5**	**20.5**	**24.4**
(EBITDA)	6.5	8.2	13.8	20.9	24.9
금융손익	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	**6.8**	**8.2**	**14.0**	**21.0**	**24.9**
계속사업법인세비용	1.2	1.5	2.9	4.0	4.9
계속사업이익	5.5	6.6	11.1	17.0	20.0
중단사업이익	-0.6	-1.8	-0.1	0.0	0.0
당기순이익	**4.9**	**4.9**	**11.0**	**17.0**	**20.0**
지배주주	4.9	4.9	11.0	17.0	20.0
총포괄이익	**4.9**	**4.9**	**11.0**	**17.0**	**20.0**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	20.0	18.8	22.7	24.0	22.3
EBITDA 마진률 (%)	20.2	19.4	23.2	24.4	22.8
당기순이익률 (%)	15.3	11.5	18.6	20.0	18.3
ROA (%)	12.4	10.0	18.5	22.8	21.3
ROE (%)	14.4	12.4	23.5	28.0	25.2
ROIC (%)	118.8	125.3	163.2	155.6	122.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**4.4**	**4.7**	**10.1**	**12.1**	**17.8**
당기순이익(손실)	4.9	4.9	11.1	17.0	20.0
비현금수익비용가감	0.6	1.6	1.3	0.6	0.7
유형자산감가상각비	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.0	0.2	1.0	0.2	0.2
영업활동 자산부채변동	-0.3	-1.0	-1.2	-5.5	-2.9
매출채권 감소(증가)	-0.7	-2.5	-1.8	-5.5	-3.0
재고자산 감소(증가)	-0.1	-0.3	-0.3	-0.9	-0.5
매입채무 증가(감소)	0.0	0.6	0.6	0.7	0.4
기타자산, 부채변동	0.5	1.2	0.3	0.1	0.2
투자활동 현금	**-1.5**	**-6.7**	**-6.8**	**-3.0**	**-3.5**
유형자산처분(취득)	0.0	-0.7	-0.7	-1.4	-1.8
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.0	-6.0	-6.0	-1.6	-1.6
기타투자활동	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**0.4**	**2.0**	**-0.1**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	0.4	1.9	0.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가	**3.2**	**0.0**	**3.3**	**9.1**	**14.3**
기초현금	5.6	8.8	8.8	12.1	21.2
기말현금	8.8	8.8	12.1	21.2	35.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	34.5	48.1	37.2	24.1	20.5
P/B	4.7	5.7	7.9	5.9	4.6
EV/EBITDA	21.6	24.7	26.8	17.2	13.8
P/CF	30.7	36.1	33.4	23.4	19.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	20.9	31.4	40.7	44.0	28.0
영업이익	18.2	23.2	70.1	52.2	18.9
세전이익	20.7	20.8	71.2	50.0	18.6
당기순이익	8.4	-1.3	127.6	54.4	17.5
EPS	8.3	-1.2	123.3	54.4	17.5
안정성 (%)					
부채비율	19.5	28.7	25.3	20.7	17.0
유동비율	591.4	432.5	482.3	567.5	670.4
순차입금/자기자본(x)	-83.8	-83.6	-83.7	-78.2	-78.3
영업이익/금융비용(x)	n/a	2,138.9	1,661.4	2,266.0	2,695.1
총차입금 (십억원)	0	2	2	2	2
순차입금 (십억원)	-31	-35	-44	-54	-70
주당지표(원)					
EPS	410	405	904	1,395	1,640
BPS	3,033	3,417	4,269	5,658	7,290
CFPS	461	539	1,005	1,434	1,687
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 디앤씨미디어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

스튜디오드래곤 (253450)

2020. 11. 23 | 미디어

2021년은 Netflix만 믿고 갑니다

Analyst 안진아
02. 3779 8687
aja1215 @ebestsec.co.kr

Buy (initiation)

목표주가 108,000 원
현재주가 80,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

2021년 매출액 5,883억원(+13% YoY), 영업이익 694억원(+13% YoY)

동사의 수익성을 결정하는 요인은 1)콘텐츠의 화제성과 흥행, 2)중국 등 글로벌 편성 가능성, 3)해외 OTT 등 다양한 플랫폼 유통여부다. 위의 요인들을 예측하기 쉽지 않지만, 동사의 다수 IP 축적, 흥행 콘텐츠들을 감안하여 2021년 Netflix향 매출 발생 및 중국향 OTT 판매 성장을 가정해 연간 실적을 추정하였다. 동사는 Netflix와 2020년부터 향후 3년간 드라마제작 및 방영권 판매 계약을 체결한 바 있다. 동 기간 동안 Netflix 한국 오리지널 시리즈를 총 '21편 ' 제작한다. 2020년은 코로나로 인해 제작편수가 전년대비 감소하였으나, 2021년 이연된 제작 편수 증가와 함께 넷플릭스향 판매가 본격적으로 나타날 것으로 예상한다.

이외 구작 라이브러리에대한 고정비 레버리징 효과로 신규 콘텐츠 제작이 다소 감소하더라도, 축적된 IP로부터 추가 상각비용 없이 수익 발생이 가능한 구조다. 이에, 동사의 2021년 연간 매출액 5,883억원(+13.0% YoY), 영업이익 694억원(+13.0 YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 부문별로 편성매출 2,594억원(+19.2% YoY), 판매매출 2,900억원(+21.6% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 판매매출 가운데 해외매출은 2,312억원(+17.3% YoY)으로 전체 판매 가운데 39.3%를 차지할 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 108,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 108,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가와 동사 기업가치는 2022년 지배주주순이익에 50배를 적용해 산출했다. 목표주가는 동종기업 대비 높은 동사의 성장률을 감안해 프리미엄을 부여했으며, 근거는 콘텐츠 산업을 선도하는 기업으로서 1)완성도 높은 콘텐츠 제작능력과 2)다수의 우수 IP 보유한 점, 3)2021년 글로벌 OTT 진출 본격화에 따른 외형성장 및 이익개선이 예상되는 점이다.

Stock Data

KOSDAQ (11/20)		870.18 pt
시가총액		22,586 억원
발행주식수		28,127 천주
52 주 최고가/최저가		92,500 / 69,100 원
90 일 일평균거래대금		165.67 억원
외국인 지분율		9.4%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		16,850 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-8.3%
	6 개월	-19.2%
	12 개월	-30.7%
주주구성	CJ ENM (외 5 인)	60.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,278	50.3	115.2	72.3	21.1	6.5	9.3
2019	468.7	28.7	33.1	26.4	942	-26.3	145.5	85.9	14.9	5.3	6.4
2020E	520.6	61.5	61.9	45.2	1,608	70.7	187.2	50.0	11.1	4.8	10.0
2021E	588.3	69.4	70.3	54.1	1,925	19.8	141.0	41.7	13.9	4.3	10.8
2022E	658.9	78.0	78.8	60.5	2,155	11.9	120.1	37.3	15.7	3.8	10.9

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020년 3분기 실적 & 4분기 전망

동사 3분기 실적은 매출액 1,063억원(-19.0% YoY), 영업이익 160억원(+46.8% YoY)을 기록하며 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 부문별로 3분기 편성매출 457억원(-24.9% YoY), 판매매출 509억원(-15.2% YoY)을 기록했다. 3분기 총 비용은 903억원으로 전년동기대비 24.9% 감소했다. 매출원가율은 전년동기대비 8.3%p 하락한 80% 수준이다. 매출 탑라인은 1)코로나 장기화에 따른 제작편수 감소(-4편, YoY)와 2)전년 대작(호텔 델루나, 아스달 연대기)기고 영향에 역성장 시현했으나, 제작비 효율화와 중국 OTT 판매, 판매 ASP 인상에 따른 라이브러리 가치 상승에 손익은 전년대비 큰 폭으로 개선하는 모습이다.

그림56 스튜디오드래곤 3분기 하이라이트

〈사이코지만 괜찮아〉 〈악의 꽃〉 〈비밀의 숲 2〉 〈청춘기록〉 〈트레인〉 〈미씽: 그들이 있었다〉 〈한 번 다녀왔습니다〉

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 스튜디오드래곤 4Q20 라인업

〈청춘기록〉
· 편성 : tvN
· 방영 : 9/7~10/27(16부)
· 극본 : 하명희, 연출 : 안길호
· 주연 : 박보검, 박소담

〈구미호뎐〉
· 편성 : tvN
· 방영 : 10/7~12/3(16부)
· 극본 : 한우리, 연출 : 강신효
· 주연 : 이동욱, 조보아

〈스타트업〉
· 편성 : tvN
· 방영 : 10/17~12/6(16부)
· 극본 : 박혜련, 연출 : 오충환
· 주연 : 남주혁, 배수지

〈낮과 밤〉
· 편성 : tvN
· 방영 : 11/30~1/19(16부)
· 극본 : 신유담, 연출: 김정현
· 주연 : 남궁민, 김설현

〈여신강림〉
· 편성 : tvN
· 방영 : 12/9~1/28(16부)
· 극본 : 이시은, 연출 : 김상협
· 주연 : 차은우, 문가영

〈철인왕후〉
· 편성 : tvN
· 방영 : 12/12~2/14(20부)
· 극본 : 박계옥, 최진영, 연출 : 윤성식
· 주연 : 신혜선, 김정현

〈경이로운 소문〉
· 편성: OCN
· 방영 : 11/28~1/28(16부)
· 극본: 여지나, 연출: 유선동
· 주연: 조병규, 김세정

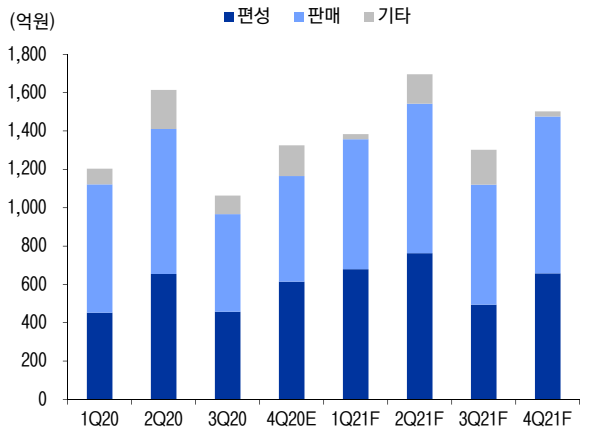
〈스위트 홈〉
· Netflix Original
· 방영 : 12월 중(10부)
· 극본: 홍소리, 김형민, 연출: 이응복
· 주연: 이진욱, 송강, 이시영

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

4분기 하이라이트는 구미호던(10/7), 스타트업(10/17), 여신강림(12/9), 스위트홈(12월 중) 등 다양한 장르 라인업을 갖추고 있으며, 제작비 프로세스를 강화하는 등 비용 절감을 지속할 것으로 보인다. 편성 작품 대부분이 캡티브향(CJ ENM, tvN, OCN)으로 드라마 제작비는 편성매출을 통해 충당 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 드라마 평균 제작 비용은 80~100억원 수준으로 통상적으로 16~20부작 드라마 가정시, 편당 제작 비용은 4~6억원 수준이다.

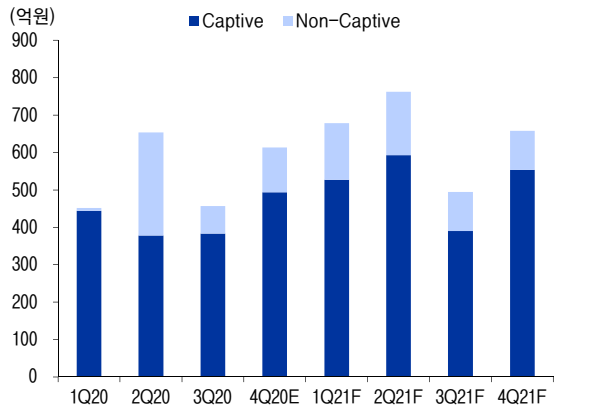
제작 비용은 크게 1)편성매출(방영권 판매, 50~70%)과 2)기타매출(협찬, MD 10~20%)을 통해 회수된다. 이외 해외 수출 및 글로벌향 OTT 판매, VOD 등 판매매출로 추가적인 수익(40%~+α)을 기대해 볼 만 하다. 4분기 라인업은 웹툰 베이스 기반 작품, 넷플릭스 향 오리지널 콘텐츠 제작 등의 다양한 작품들로 판매매출로 인한 마진 확보가 용이하다는 판단이다. 이에 동사 4분기 매출액 1,326억원(+32.1% YoY), 영업이익 170억원(흑전 YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 부문별로 편성매출 614억원(+34.3% YoY), 판매매출 552억원(+29.0% YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

그림58 스튜디오드래곤 부문별 매출액 추이



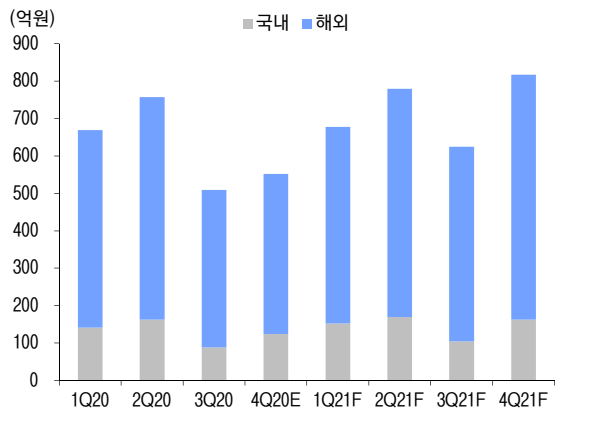
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 스튜디오드래곤 편성 매출



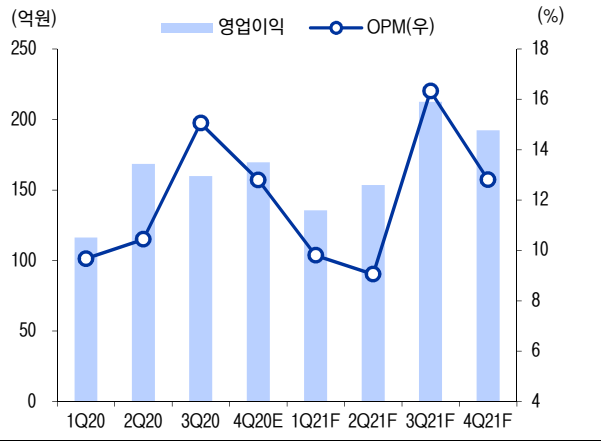
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 스튜디오드래곤 판매 매출



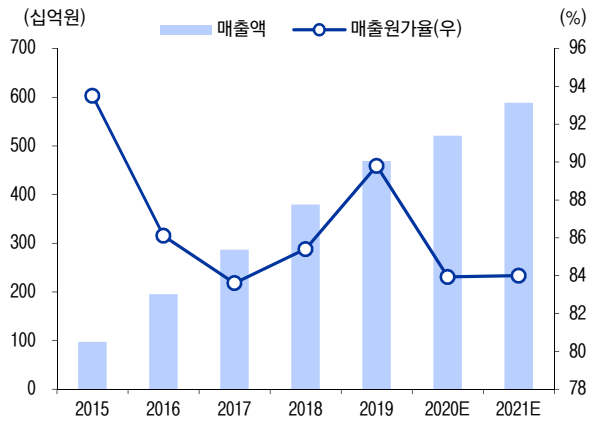
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 스튜디오드래곤 영업이익 추이



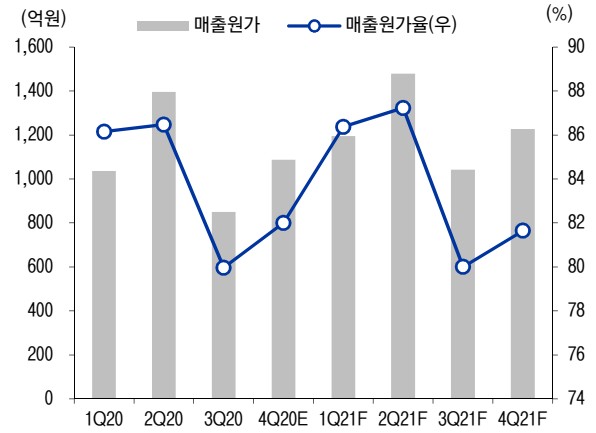
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 스튜디오드래곤 매출액 및 매출원가 추이



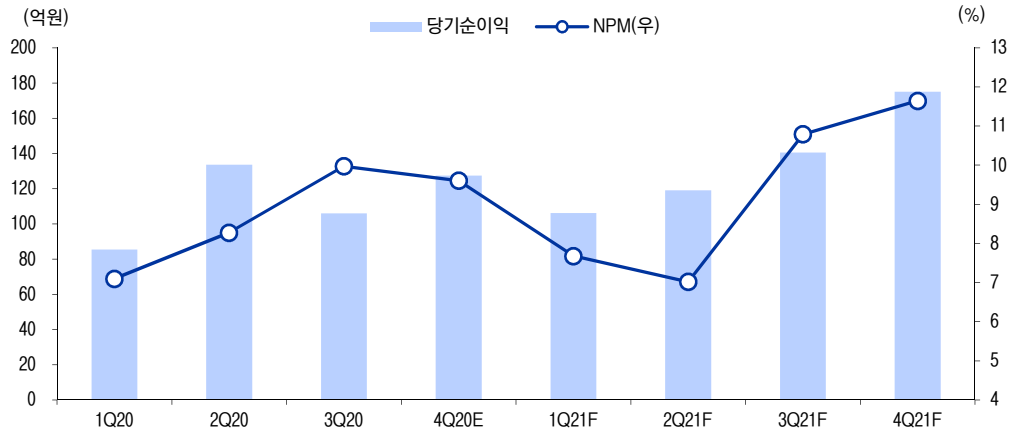
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 스튜디오드래곤 매출원가



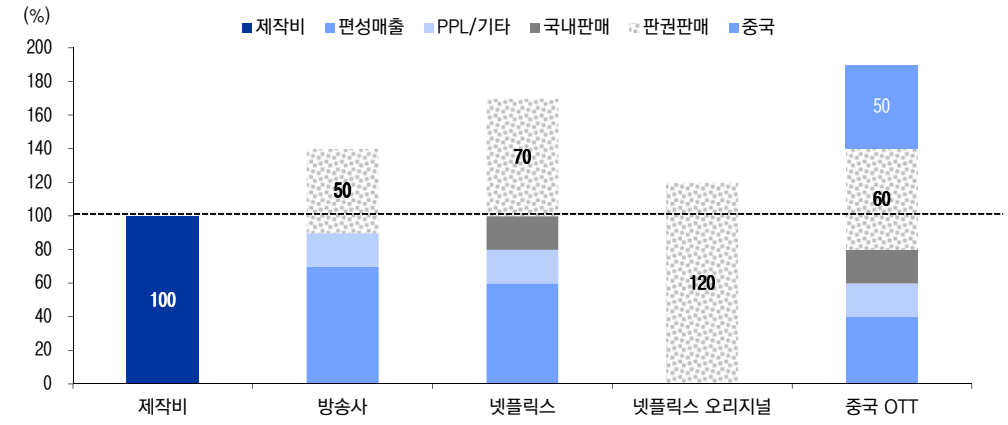
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 스튜디오드래곤 분기별 당기 순이익



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 드라마 제작비용 및 수익 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 – 매출액 5,883억원(+13% YoY), 영업이익 694억원(+13% YoY)

동사의 수익성을 결정하는 요인은 1)콘텐츠의 화제성과 흥행, 2)중국 등 글로벌 편성 가능성, 3)해외 OTT 등 다양한 플랫폼 유통여부다. 위의 요인들을 예측하기 쉽지 않지만, 동사의 다수 IP 축적, 흥행 콘텐츠들을 감안하여 2021년 Netflix향 매출 발생 및 중국향 OTT 판매 성장을 가정해 연간 실적을 추정하였다. 동사는 Netflix와 2020년부터 향후 3년간 드라마제작 및 방영권 판매 계약을 체결한 바 있다. 동 기간 동안 Netflix 한국 오리지널 시리즈를 총 ' 21편 ' 제작한다. 2020년은 코로나로 인해 제작편수가 전년대비 감소하였으나, 2021년 이연된 제작 편수 증가와 함께 넷플릭스향 판매가 본격적으로 나타날 것으로 예상한다.

이에 더해 제작비 상각 역시 개선, 정상화 될 것으로 보인다. 동사는 평균적으로 드라마 방영 판권을 18개월에 걸쳐 정액 상각하나, 4분기 방영 예정인 Netflix 오리지널 콘텐츠 '스위트홈' 의 경우 비용을 일괄 반영해 자산 상각이 제한적이다. 이외 구작 라이브러리에대한 고정비 레버리징 효과로 신규 콘텐츠 제작이 다소 감소하더라도, 축적된 IP로부터 추가 상각비용 없이 수익 발생이 가능한 구조다. 이에, 동사의 2021년 연간 매출액 5,883억원(+13.0% YoY), 영업이익 694억원(+13.0 YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 부문별로 편성매출 2,594억원(+19.2% YoY), 판매매출 2,900억원(+21.6% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 판매매출 가운데 해외매출은 2,312억원(+17.3% YoY)으로 전체 판매 가운데 39.3%를 차지할 것으로 예상한다.

표7 스튜디오드래곤 부문별 실적추정

(단위: 억원,%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	**1,118**	**1,282**	**1,312**	**974**	**1,203**	**1,614**	**1,063**	**1,326**	**4,687**	**5,206**	**5,883**
YoY (%)	*40.0*	*72.6*	*6.0*	*-4.2*	*7.6*	*25.9*	*-18.9*	*32.1*	*23.5*	*11.1*	*13.0*
QoQ (%)	*9.9*	*14.7*	*2.3*	*-25.7*	*23.5*	*34.2*	*-34.2*	*24.7*			
편성	441	581	608	457	452	654	457	614	2,087	2,177	2,594
판매	562	603	600	428	669	757	509	552	2,193	2,487	2,900
기타	115	98	104	89	82	203	97	160	406	542	388
매출원가	**968**	**1,128**	**1,159**	**952**	**1,036**	**1,396**	**850**	**1,087**	**4,208**	**4,370**	**4,942**
매출원가율 (%)	*86.6*	*88.0*	*88.3*	*97.8*	*86.2*	*86.5*	*80.0*	*82.0*	*89.8*	*83.9*	*84.0*
제작비	488	645	708	486	619	750	468	640	2,327	2,477	2,849
무형자산상각비	267	322	284	277	256	447	189	270	1,150	1,162	1,220
지급수수료	150	100	100	110	110	140	112	130	460	492	551
기타	63	61	67	79	51	59	81	47	271	239	322
영업이익	**110**	**108**	**109**	**-40**	**116**	**169**	**160**	**170**	**287**	**615**	**694**
OPM(%)	9.9	8.4	8.3	-4.1	9.7	10.4	15.1	12.8	6.1	11.8	6.9
YoY (%)	3.5	47.3	-49.2	-1011.9	5.5	56.3	46.7	흑전	-28.1	114.1	13.0
QoQ (%)	2403.1	-2.2	1.2	적전	흑전	44.9	-5.1	6.1			
당기순이익	**92**	**73**	**115**	**-16**	**85**	**134**	**106**	**127**	**264**	**452**	**541**
NPM(%)	8.2	5.7	8.8	-1.7	7.1	8.3	10.0	9.6	5.6	8.7	9.2

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

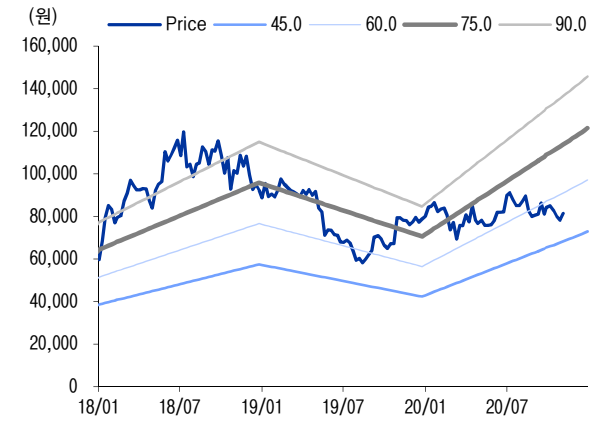
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 108,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가와 동사 기업가치는 2022년 지배주주순이익에 50배를 적용해 산출했다. 목표주가는 동종기업 대비 높은 동사의 성장률을 감안해 프리미엄을 부여했으며, 근거는 콘텐츠 산업을 선도하는 기업으로서 1)완성도 높은 콘텐츠 제작능력과 2)다수의 우수 IP 보유한 점, 3)2021년 글로벌 OTT 진출 본격화에 따른 외형성장 및 이익개선이 예상되는 점이다.

표8 스튜디오드래곤 Valuation

(단위: 원, 억원, 배, 천주)	2021E	2022F	2023F
매출	**5,883**	**6,589**	**7,182**
편성	2,594	3,001	3,388
Captive	2,065	2,531	2,976
Non-Captive	529	471	412
판매	2,900	3,180	3,264
국내	588	677	678
해외	2,312	2,504	2,586
기타	388	407	531
영업이익	**694**	**780**	**842**
세전이익	**702**	**788**	**850**
지배주주귀속 순이익	**541**	**605**	**654**
적정시가총액	27,143	30,372	32,838
주식수(천주)	28,127	28,127	28,127
적정주가(원)	**96,502**	**107,982**	**116,750**
적정PER(배)	50.2	50.2	50.2
EPS(원)	1,922	2,151	2,326

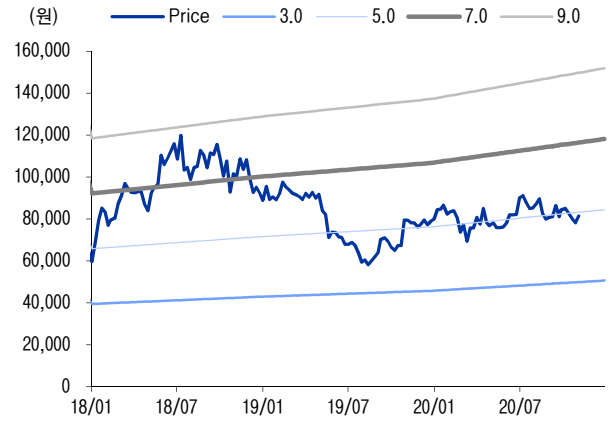
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 스튜디오드래곤 PER 밴드



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 스튜디오드래곤 PBR 밴드



자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 스튜디오드래곤 2020 년 라인업

연도	채널	편성	타이틀	방송일	편수	극본
2020	Captive	tvN	사랑의 불시착	19.12.14~20.02.16	16부	박지은
2020			블랙독	19.12.16~20.2.4	16부	박주연
2020			머니게임	1.15~3.5	16부	이영미
2020			방법	2.10~3.17	12부	연상호
2020			하이바이, 마마!	2.22~4.19	16부	권혜주
2020			메모리스트	3.11~4.30	16부	안도하, 황하나
2020			반의 반	3.23~4.28	12부	이숙연
2020			화양연화	4.25~6.14	16부	전희영
2020			외출	5.4~5.5	2부	류보리
2020			오 마이 베이비	5.13~7.2	16부	노선재
2020			(아는 건 별로 없지만) 가족입니다	6.1~7.21	16부	김은정
2020			사이코지만 괜찮아	6.20~8.9	16부	조용
2020			악의 꽃	7.29~9.23	16부	유정희
2020			비밀의 숲 2	8.15~10.4	16부	이수연
2020			청춘기록	9.7~10.27	16부	하명희
2020			구미호뎐 (on air)	10.7~on air	16부	한우리
2020			스타트업 (on air)	10.17~on air	16부	박혜련
2020			낮과 밤	11/30~ on air	16부	신유담
2020			여신강림	12/9~ on air	16부	이시온
2020			철인왕후	12/12~ on air	20부	박계옥
2020		OCN	본 대로 말하라	2.1~3.22	16부	고영재, 한기현
2020			루갈	3.28~5.17	16부	도현
2020			트레인	7.11~8.16	12부	박가연
2020			미씽: 그들이 있었다	8.29~10.11	12부	반기리, 정소영
2020	OTT	Netflix	나 홀로 그대	2.7	12부	류용재
2020			스위트 홈	12월 중	10부	홍소리
2020	Non-Captive		더 킹: 영원의 군주 (SBS)	4.17~6.12	16부	김은숙
2020			한 번 다녀왔습니다 (KBS)	3.28~9.13	50부	양희승

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	329.9	460.3	575.2
현금 및 현금성자산	153.0	59.8	163.1	278.3	364.5
매출채권 및 기타채권	69.0	83.7	90.0	102.0	127.5
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	24.5	100.9	76.8	79.9	83.1
비유동자산	265.2	337.1	314.4	249.5	214.4
관계기업투자등	0.4	7.3	19.7	20.5	21.3
유형자산	1.0	1.2	1.7	0.5	0.3
무형자산	198.5	233.1	169.8	100.3	59.2
자산총계	**512.4**	**581.6**	**644.4**	**709.7**	**789.5**
유동부채	108.2	145.1	163.2	174.5	193.7
매입채무 및 기타재무	55.3	64.4	51.8	58.7	73.4
단기금융부채	0.0	2.0	4.1	4.1	4.1
기타유동부채	52.9	78.7	107.2	111.6	116.1
비유동부채	2.9	8.2	7.8	7.8	7.8
장기금융부채	2.1	7.9	7.3	7.3	7.3
기타비유동부채	0.7	0.2	0.5	0.5	0.5
부채총계	**111.1**	**153.3**	**171.0**	**182.2**	**201.5**
지배주주지분	401.3	428.3	473.4	527.5	588.0
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	67.6	93.5	138.7	192.8	253.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**401.3**	**428.3**	**473.4**	**527.5**	**588.0**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**379.6**	**468.7**	**520.6**	**588.3**	**658.9**
매출원가	324.0	420.8	437.0	494.2	553.3
매출총이익	**55.6**	**47.9**	**83.7**	**94.1**	**105.7**
판매비 및 관리비	15.7	19.2	22.2	24.7	27.7
영업이익	**39.9**	**28.7**	**61.5**	**69.4**	**78.0**
(EBITDA)	115.2	145.5	187.2	141.0	120.1
금융손익	6.0	5.7	6.0	4.2	4.4
이자비용	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	-1.4	-5.6	-3.3	-3.6
세전계속사업이익	**45.6**	**33.1**	**61.9**	**70.3**	**78.8**
계속사업법인세비용	9.8	6.6	16.7	16.2	18.2
계속사업이익	35.8	26.4	45.2	54.1	60.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**35.8**	**26.4**	**45.2**	**54.1**	**60.5**
지배주주	35.8	26.4	45.2	54.1	60.5
총포괄이익	**35.0**	**26.3**	**45.2**	**54.1**	**60.5**
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	16.1	16.0	16.0
영업이익률 (%)	10.5	6.1	11.8	11.8	11.8
EBITDA 마진률 (%)	30.3	31.1	36.0	24.0	18.2
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	8.7	9.2	9.2
ROA (%)	7.4	4.8	7.4	8.0	8.1
ROE (%)	9.3	6.4	10.0	10.8	10.9
ROIC (%)	14.6	8.2	15.1	21.7	29.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-24.9**	**-12.2**	**93.4**	**122.8**	**94.1**
당기순이익(손실)	35.8	26.4	45.2	54.1	60.5
비현금수익비용가감	84.2	123.6	133.0	71.6	42.1
유형자산감가상각비	0.3	1.8	4.3	2.1	1.0
무형자산상각비	75.0	115.0	121.4	69.5	41.1
기타현금수익비용	-0.6	0.8	7.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-135.2	-142.9	-77.7	-2.9	-8.5
매출채권 감소(증가)	-27.2	-21.8	-11.1	-12.0	-25.5
재고자산 감소(증가)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	25.9	8.6	-12.8	6.9	14.7
기타자산, 부채변동	-134.3	-130.2	-53.8	2.2	2.3
투자활동 현금	**136.4**	**-81.0**	**10.2**	**-7.6**	**-8.0**
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.5	-3.9	-0.8	-0.9
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-4.7	-18.8	20.9	-1.8	-1.9
기타투자활동	141.4	-61.3	-6.8	-5.0	-5.2
재무활동 현금	**-9.7**	**0.0**	**-0.9**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	-10.0	0.0	-0.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가	**101.7**	**-93.2**	**103.3**	**115.2**	**86.1**
기초현금	51.3	153.0	59.8	163.1	278.3
기말현금	153.0	59.8	163.1	278.3	364.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	72.3	85.9	50.0	41.7	37.3
P/B	6.5	5.3	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	21.1	14.9	11.1	13.9	15.7
P/CF	21.6	15.1	12.7	17.9	22.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	32.4	23.5	11.1	13.0	12.0
영업이익	21.0	-28.1	114.1	13.0	12.3
세전이익	50.8	-27.6	87.1	13.7	12.0
당기순이익	50.3	-26.3	70.9	19.8	11.9
EPS	50.3	-26.3	70.7	19.8	11.9
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	36.1	34.5	34.3
유동비율	228.4	168.4	202.2	263.8	297.0
순차입금/자기자본(x)	-39.1	-24.6	-37.2	-55.4	-64.5
영업이익/금융비용(x)	343.0	58.1	115.3	142.5	160.1
총차입금 (십억원)	2	10	11	11	11
순차입금 (십억원)	-157	-106	-176	-292	-379
주당지표(원)					
EPS	1,278	942	1,608	1,925	2,155
BPS	14,305	15,242	16,850	18,775	20,929
CFPS	4,280	5,346	6,341	4,474	3,653
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: IFRS 연결 기준
자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

2020. 11. 23 | 미디어

누가 뭐래도 미디어 강자

Analyst **안진아**
02. 3779 8687
aja1215@ebestsec.co.kr

Buy (initiation)

목표주가 185,000 원
현재주가 135,500 원

미디어 중심 이익 정상화 예상

동사 3분기 연결 기준 매출액 7,986억원(-12.0% YoY), 영업이익 710억원(+17.9% YoY)으로 컨센서스 상회하는 호실적을 기록했다. 부문별로 미디어, 커머스 디지털 매출 부문은 고성장 지속 반면, TV광고 및 B.O. 시장 침체 지속으로 매출 역성장 시현했다. 사업별로 [미디어] 4분기 매출액 4,658억원(+4.6% YoY), 영업이익률은 8.2%로 전기 대비 0.3%p 상승할 것으로 예상한다. 스타트업, 여신강림 등 1)드라마 콘텐츠 경쟁력 제고, 2)오리지널 콘텐츠 확대, 3)tving 큐레이션 고도화 등을 통해 디지털 콘텐츠를 강화할 것으로 예상되는 가운데 회당 제작비 축소와 교차편성 확대 등을 통해 콘텐츠 제작 효율화를 도모할 것으로 보인다. [영화] 2021년 매출액 1,584억원(+33.5% YoY)을 기록할 것으로 예상한다. 흥행 IP 기반의 콘텐츠 개발을 지속, 미국과 터키 등 지역별 상황에 맞는 배급 전략을 추진하며 리스크 관리에 집중할 것으로 예상한다. [음악] 2021년 매출액 2,430억원(+36.8% YoY)으로 코로나 지속되는 가운데 오프라인 콘서트 대신 음반/음원(아이즈원, JO1) 매출이 실적을 견인할 것으로 예상한다. [커머스] 2021년 매출액 15,181억원(+1.3% YoY)으로 럭셔리 중심 양극화된 소비 트렌드로 인한 매출 성장률 둔화를 가정했다.

투자의견 Buy, 목표주가 185,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 185,000원으로 커버리지를 개시한다. 기업가치 및 목표주가 산정은 2020년 예상 지배주주순이익(1,542원)과 2021년 예상 순이익(2,325억원)에 Target PER 19배 멀티플 적용 후 각각 25%, 75% 가중치를 두어 산출하였다. 2020년 P/E 20배 대비 약 10% 할인한 보수적 멀티플을 적용하였다. 2021년에도 코로나 장기화 여파로 언택트 소비 트렌드 지속될 것으로 예상되는 가운데, 미디어 부문을 제외한 영화, 음악 등의 사업 부문 회복이 더뎌질 것으로 보이기 때문이다. 커머스 부문도 양극화 소비 패턴으로 인해 매출 성장률은 다소 둔화 될 것으로 가정했다. 미디어 이외 사업 부문 실적 회복 속도를 고려해 멀티플 할인을 적용하였다.

.

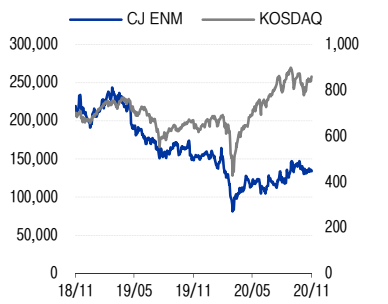
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (11/20)		870.18 pt
시가총액		29,714 억원
발행주식수		21,929 천주
52 주 최고가/최저가		164,500 / 81,500 원
90 일 일평균거래대금		221.44 억원
외국인 지분율		20.6%
배당수익률(20.12E)		1.0%
BPS(20.12E)		143,638 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-8.4%
	6 개월	-11.2%
	12 개월	-45.0%
주주구성	CJ (외 6 인)	42.7%
	자사주 (외 1 인)	10.5%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,360.4	182.1	163.9	184.2	14,713	-32.2	708.4	13.7	8.2	1.6	8.6
2019	3,789.7	269.4	189.6	58.6	5,310	-63.9	1,028.3	30.1	3.9	1.2	3.7
2020E	3,418.5	277.3	237.5	176.3	7,856	48.0	948.4	17.2	3.9	0.9	5.1
2021E	3,862.9	328.4	334.0	257.2	11,845	50.8	1,139.8	11.4	3.2	0.9	7.2
2022E	4,326.4	363.4	372.8	286.3	13,123	10.8	1,178.1	10.3	3.1	0.8	7.4

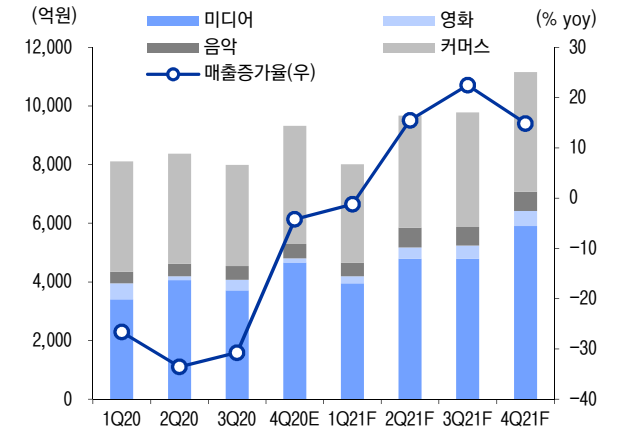
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020년 3분기 실적 & 2021년 전망

동사 3분기 연결 기준 매출액 7,986억원(-12.0% YoY), 영업이익 710억원(+17.9% YoY)으로 컨센서스 상회하는 호실적을 기록했다. 부문별로 미디어, 커머스 디지털 매출 부문은 고성장 지속 반면, TV광고 및 B.O. 시장 침체 지속으로 매출 역성장 시현했다.

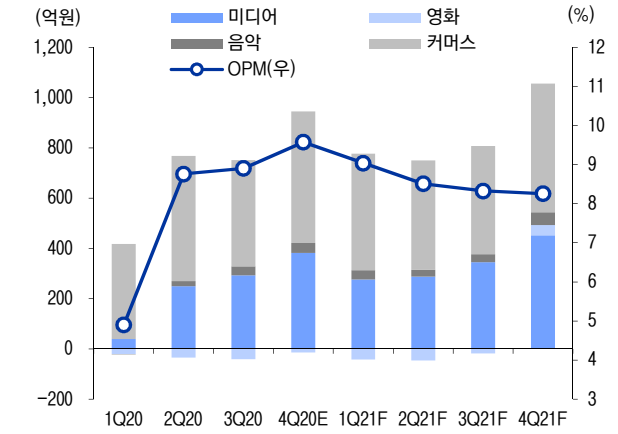
사업별로 [미디어]3분기 매출액 3,706억원(-13.2% YoY), 영업이익 293억원(+82.1% YoY)을 기록했다. 방송광고 시장 침체로 TV광고 매출액은 1,216억원(-17.0% YoY)으로 역성장 반면, 디지털 매출은 tving 유료가입자가 전년동기대비 34.6% 증가하며 디지털 매출(+34.4% YoY)부문은 고성장세를 유지했다. 한편, 드라마는 회당 제작비 축소와 교차편성 확대 등을 통해 콘텐츠 제작을 효율화, 영업이익률은 7.9%로 전년동기대비 4.1%p 개선되었다. 4분기 역시 스타트업, 여신강림 등 1)드라마 콘텐츠 경쟁력 제고, 2)오리지널 콘텐츠 확대, 3)tving 큐레이션 고도화 등을 통해 디지털 콘텐츠를 강화할 것으로 예상된다. 이에 4분기 매출액 4,658억원(+4.6% YoY), 영업이익률은 8.2%로 전기대비 0.3%p 상승할 것으로 예상한다.

그림68 CJ ENM 분기별 사업부 매출액 추정



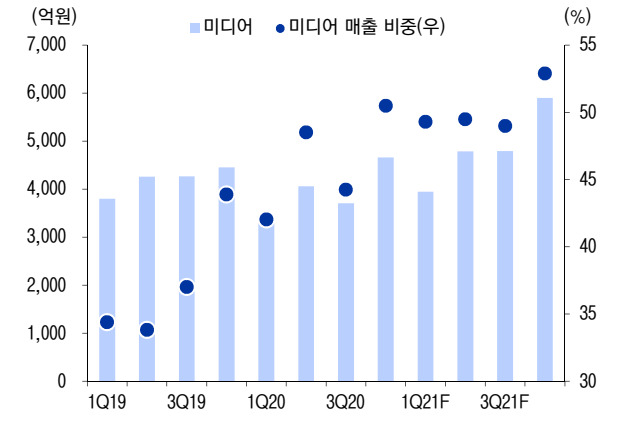
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 CJ ENM 분기별 영업이익



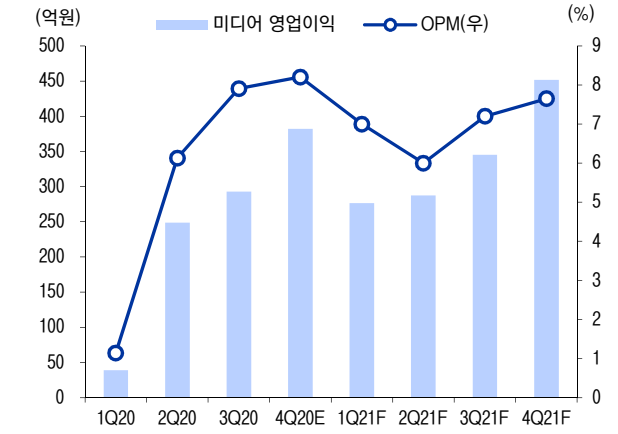
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 CJ ENM 미디어 부문 매출 비중은 50% 내외 수준



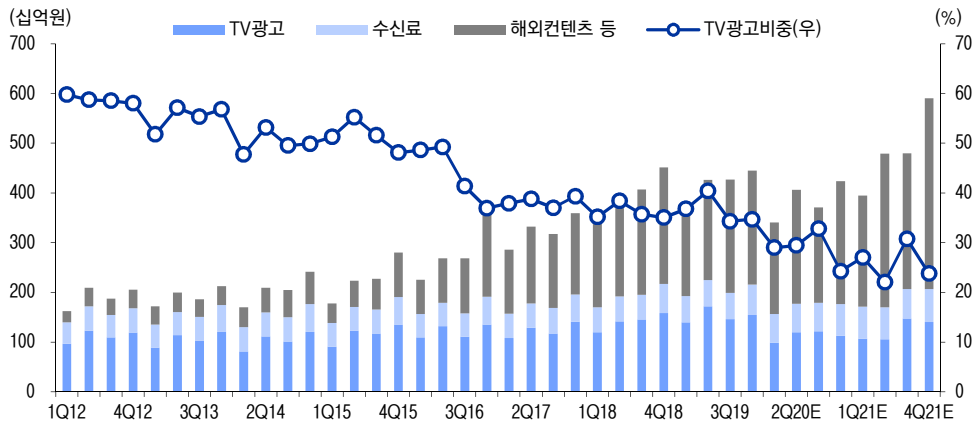
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 CJ ENM 미디어 부문 영업이익 및 OPM 추정



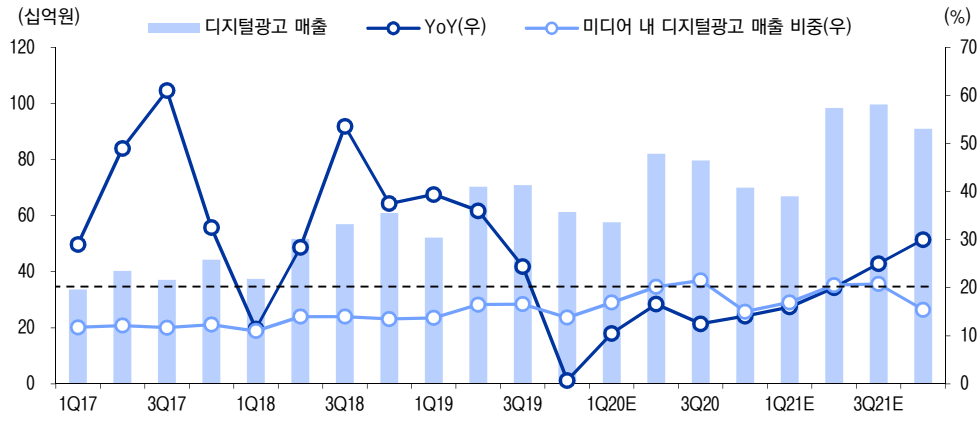
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 미디어 매출 가운데 TV 광고 비중 점차 축소



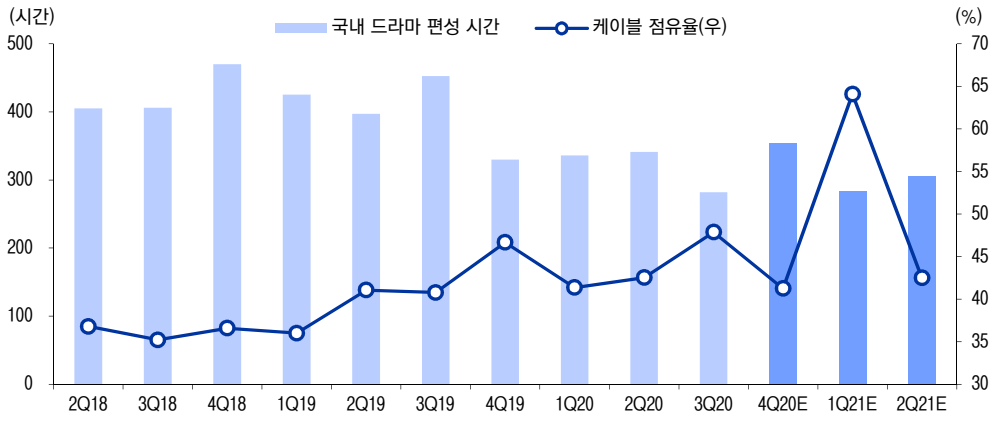
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 TV 광고 비중 축소 반면, 디지털 콘텐츠 확대를 통한 디지털광고 비중 점진적 확대



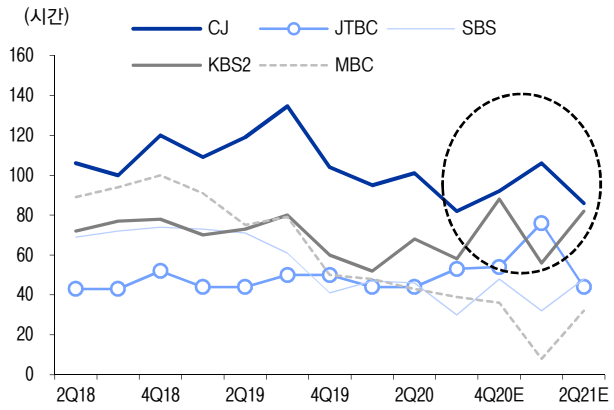
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 2021 년 상반기 국내 드라마 편성 가운데 케이블 점유율 절반 이상



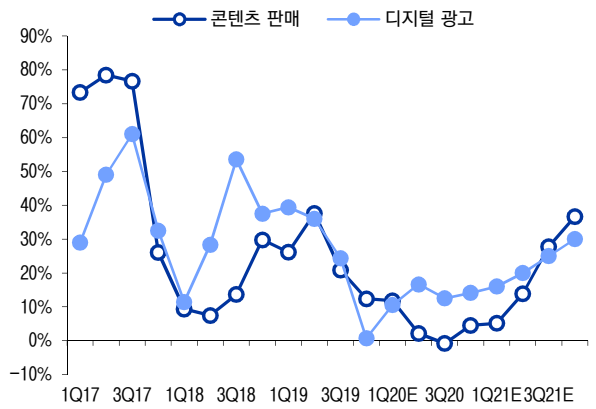
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 채널별 드라마 편성 시간 – CJ ENM(tvN, OCN) 채널



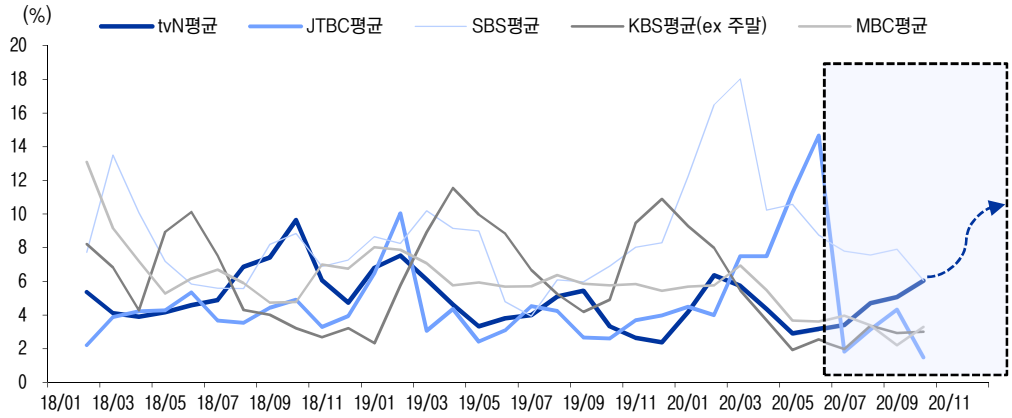
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 CJ ENM 콘텐츠 판매 & 디지털광고



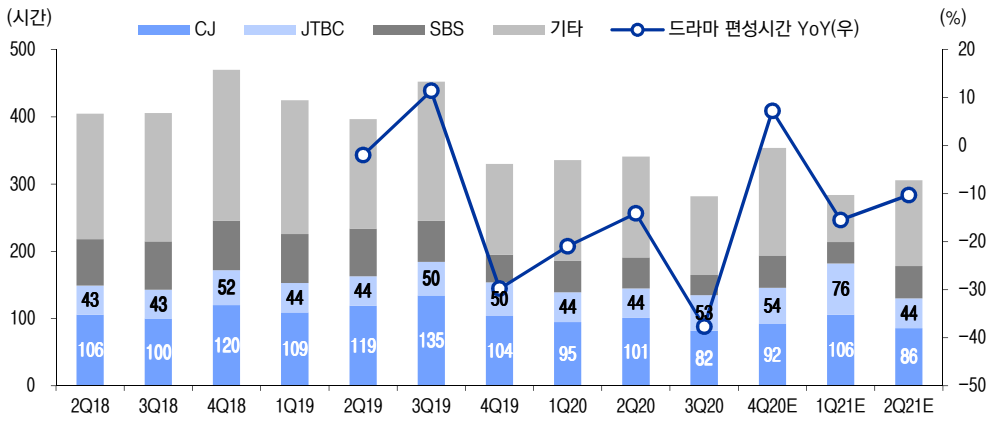
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 채널별 드라마 평균 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 채널별 드라마 편성 시간 추이



자료: 닐슨코리아, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 2020년 3분기 드라마 방영 리스트

시기	제목	채널	요일	회차	방영일	제작사	연출	작가	출연진
3Q20	**출사표**	KBS2	수목	16	2020-07-01	셀트리온 Ent.	황승기	문현경	나나, 박성훈, 안내상
	모범형사(사일런스)	JTBC	월화	16	2020-07-06	블러썸/ JTBC스튜디오	조남국	최진원	손현주, 이엘리야
	그놈이 그놈이다	KBS2	월화	16	2020-07-06	아이윌미디어	최윤석	이은영/ 정지은	황정음, 윤현민
	우리, 사랑했을까(비긴어게인)	JTBC	수목	16	2020-07-08	길픽쳐스, DH	김도형	이승진	손호준, 송지효
	미쓰리는 알고 있다	MBC	수목	4	2020-07-08	스튜디오HIM	이동현	서영희	조한선, 강성연
	우아한 친구들	JTBC	금토	17	2020-07-10	스튜디오앤뉴	송현욱	박효연	유준상, 송윤아
	트레인	OCN	토일	16	2020-07-11	Do Frame	류승진	박가연	윤시윤, 경수진
	십시일반	MBC	수목	8	2020-07-22	에브리원	진창규	최희경	오나라, 김혜준
	악의 꽃	tvN	수목	16	2020-07-29	w/ 몬스터유니온	김철규	유정희	이준기, 문채원
	SF8	MBC	금요	8	2020-08-14	DGK/수필름	김의석	노덕	문소리, 고경표
	비밀의 숲 2	tvN	토일	16	2020-08-15	STD/에이스팩토리	박현석	이수연	조승우, 배두나
	내가 가장 예뻤을 때	MBC	수목	16	2020-08-19	메이퀸픽쳐스	오경훈	조현경	임수향, 하석진
	앨리스	SBS	금토	16	2020-08-28	스튜디오S	백수찬	김규원/ 강철규	김희선, 주원
	미씽: 그들이 있었다	OCN	토일	12	2020-08-29	메이스엔터/지음	민연홍	반기리	고수, 안소희
	브람스를 좋아하세요	SBS	월화	16	2020-08-31	스튜디오S	조영민	류보리	박은빈, 김민재
	거짓말의 거짓말	채널A	금토	16	2020-09-04	래몽래인	김정권	김지은	연정훈, 이유리
	청춘기록	tvN	월화	16	2020-09-07	w/ 팬엔터	안길호	하명희	박보검, 박소담
	오! 삼광빌라	KBS2	토일	50	2020-09-19	몬스터유니온	홍석구	윤경아	이장우, 황신혜, 전인하
	에이틴 어게인	JTBC	월화	16	2020-09-21	JTBC스튜디오	하병훈	김도현/ 안은빈	김하늘, 윤상현
	좀비탐정	KBS2	월화	12	2020-09-21	래몽래인	심재현	백은진	최진혁, 박주현
	경우의 수	JTBC	금토	16	2020-09-25	콘텐츠지음/ JTBC스튜디오	최성범	조승희	신예은, 옹성우, 김동준
	보건교사 안은영	NFLX		6	2020-09-25	키이스트	이경미	정세랑	정유미, 남주혁

자료: CJ ENM, 스튜디오드래곤, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 2020년 4분기 드라마 방영 예정 리스트

시기	제목	채널	요일	회차	방영일	제작사	연출	작가	출연진
4Q20	**나의 위험한 아내**	MBN	수목	16	2020-10-05	키이스트	이형민	황다은	김정은, 최원영
	사생활	JTBC	수목	16	2020-10-07	w/ 도레미엔터	남건	유성열	고경표, 서현
	도도솔솔라라솔	KBS2	수목	16	2020-10-07	몬스터유니온	김민경	오지영	고아라, 이재욱
	구미호뎐	tvN	수목	16	2020-10-07	w/ 하우픽쳐스	강신효	한우리	이동욱, 조보아
	써치	OCN	토일	10	2020-10-17	w/반딧불	임대웅	구모	장동윤, 크리스탈
	스타트업	tvN	토일	16	2020-10-17	w/하이스토리	오충환	박혜련	배수지, 남주혁
	나를 사랑한 스파이	MBC	수목	16	2020-10-21	글앤그림미디어	이재진	이지민	에릭, 유인나
	카이로스	MBC	월화	16	2020-10-26	오에이치스토리	박승우	이수현	신성록, 이세영
	펜트하우스	SBS	월화	16	2020-10-26	초록뱀/스튜디오S	주동민	김순옥	신성록, 봉태규, 오만석, 유진, 이지아
	날아라 개천용	SBS	금토	16	2020-10-30	w/ NEW	곽정환	박상규	권상우, 배성우, 김주현
	산후조리원	tvN	월화9시	8	2020-11-02	tvN	박수원	김지수	엄지원, 박하선
	복수해라	TV조선	토일	16	2020-11-21	블러썸스토리	강민구	김효진	김사랑, 윤현민
	경이로운 소문	OCN	토일	16	2020-11-28	0	유선동	여지나	유준상, 김세정
	낮과 밤	tvN	월화	16	2020-11-30	김종학/에스바인픽쳐스	김정현	신유담	남궁민, 설현, 이청아
	바람피면 죽는다	KBS2	수목	16	2020-12-02	에이스토리	김형석	이성민	조여정, 고준
	암행어사	KBS2	수목	20	2020-12-07	아이윌미디어	김정민	박성훈, 강민선	김명수, 권나라
	허쉬	JTBC	금토	16	2020-12-11	키이스트	최규식	김정민	황정민, 윤아
	철인왕후	tvN	토일	20	2020-12-12	크레이브웍스, YG스튜디오플렉스	윤성식	박계옥/최아일	신혜선, 김정현
	여신강림	tvN	월화	16	2020-12-14	w/ 본팩토리		이시은	차은우, 문가영
	런 온	JTBC	수목	16	2020-12-16	메이스엔터/지음	이재훈	박민숙	임시완, 신세경
	도시남녀 사랑법	카카오TV		8	12월	글앤그림	박신우	정현정, 정다연	지창욱, 김지원
	오징어 게임	NFLX		8	4Q20	싸이런픽쳐스	황동혁	황동혁	이정재, 박해수
	스위트홈	tvN		10	4Q20	드래곤/스튜디오N	이응복	홍소리/김형민	이진욱, 송강
	무브투헤븐: 나는 유품정리사입니다	tvN		10	4Q20	페이지원필름/넘버쓰리픽쳐스	김성호	윤지련	이제훈, 탕준상

자료: CJ ENM, 스튜디오드래곤, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 2021 년 상반기 드라마 방영 예정 리스트

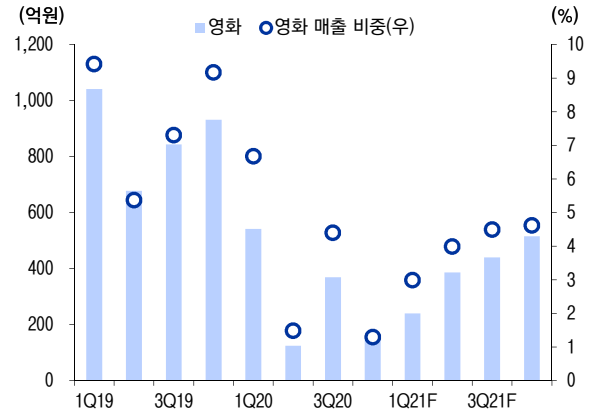
시기	제목	채널	요일	회차	방영일	제작사	연출	작가	출연진
1Q21	선배 그 립스틱 바르지 마요	JTBC	월화	16	2021-01-11	JTBC스튜디오	이동윤	채윤	장동윤, 원진아
	안녕, 나야	KBS2	수목	16	2021-01-27	비욘드제이	이현석	유송이	김영광, 최강희
	마우스	tvN	목9시	20	2021-01-27	하이그라운드, 스튜디오인빅투스	최준배	최란	이승기, 이희준, 박주현
	LUCA	tvN	월화	12	2021-01-25	w/ 테이크원컴퍼니	김홍선	천성일	김래원, 이다희
	시지프스: the myth	JTBC	수목	16	2021-02-03	JTBC스튜디오	진혁	이제인	조승우, 박신혜
	디어엠	KBS2	월화	12	2021-02-15	몬유, 플레이리스트	박진우, 서주완	이슬	박혜수, 정재현,
	라켓소년단	SBS	월화	16	2021-02-22	팬엔터테인먼트	조영광	정보훈	
	오! 주인님	MBC	수목	12	2021-03-03	넘버쓰리픽처스	현솔잎	조진국	이민기, 나나
	월간 집	JTBC	월화	16	2021-03-08	JTBC스튜디오	이창민	명수현	정소민, 김지석
	나빌레라(가제)	tvN	월화	12	2021-03-08	더그레이트쇼	한동화	이은미	송강, 박인환, 나문희
	다크홀	OCN	주말	6	2021-03-13	우상	김봉주	정이도	김옥빈, 이준혁
	즐거운 남의 집	KBS2	주말	50	2021-03-13	초록뱀미디어	이진서	문영남	김경남
	모범택시	SBS	금토	16	2021-03-19	그룹에이트, 스튜디오s	박준우	오상호	이제훈
	대박부동산	KBS2	수목	16	2021-03-24	몬스터유니온, 메이퀸	박진석	하수진, 이영화	장나라
	간 떨어지는 동거	tvN	수목	16	2021-03-29	스튜디오JTBC	백승룡	백선우/ 최보림	장기용, 이혜리
	폴리스 아카데미	KBS2	월화	16	2021-03-29	로고스필름	유영은	문민정	0
	설강화: Snowdrop	JTBC	수목	-	2021-03-31	드라마하우스	조현탁	유현미	정해인, 김혜윤
2Q21	언더커버	JTBC	금토	16	2021-04-02	스토리티비, JTBC스튜디오	송현욱	백철현/ 송자훈	지진희, 김현주
	미치지 않고서야	MBC	수목	16	2021-04-14	아이윌미디어	김근홍	정도윤	문소리
	멸망	tvN	주말	16	2021-04-17	스튜디오앤뉴	권영일	임메아리	박보영, 서인국
	링크: 먹고 사랑하라, 죽이게	tvN	월화	16	2021-04-19	씨제스엔터	노상훈	권기영	-
	아일랜드	OCN	주말	10	2021-04-24	스튜디오드래곤, 와이랩	배종	장윤미	현빈
	원더우먼	SBS	월화	16	2021-04-26	길픽처스	최영훈	김지선	-
	홍천기	SBS	금토	16	2021-05-14	스튜디오S	장태유	김영영	안효섭, 김유정
	연모	KBS2	수목	20	2021-05-19	몬스터유니온, 이야기사냥꾼	송현욱	한희정	-
	유미의 세포들	tvN	수목	0	2021-05-25	STD, 스튜디오N	-	-	이상엽, 송재정
	검은 태양	MBC	수목	16	2021-06-09	-	김성용	박석호	0
	악마판사	tvN	토일	16	2021-06-12	스튜디오앤뉴	최정규	문유석	지성, 박진영
	재벌집 막내아들	JTBC	수목	16	2021-06-29	래몽래인	정대윤	김태희	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

영화 부문 – 2021년 매출액 1,584억원(+33.5% YoY)

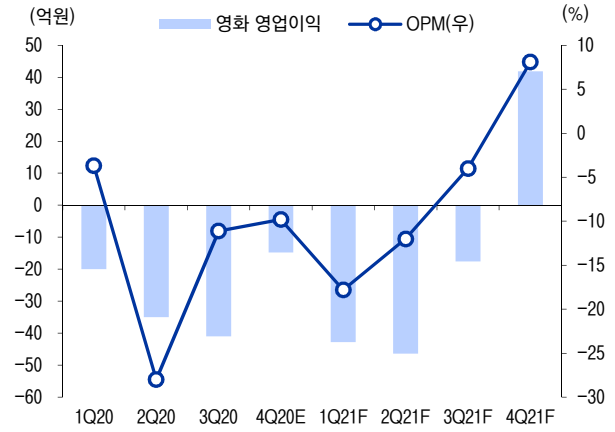
3분기 영화 부문 매출액은 369억원(-56.3% YoY), 영업손실 41억원(적전 YoY)을 기록했다. 코로나 장기화로 영화 및 오프라인 뮤지컬 공연 부진으로 관련 매출이 감소하며 적자 전환하였다. 영화 '다만 악에서 구하소서'가 흥행하며 관객수 436만명을 모집, 관련 매출 386억원을 기록했으나, 부가판권 매출 감소 등으로 영업손실을 면치 못하였다. 4분기 라인업은 국내 11월 '도굴(이제훈, 조우진, 신혜선)', 12월 '서복(공유, 박보검, 조우진)' 두 편이 개봉 예정에 있다. 해외지역은 흥행 IP 기반의 콘텐츠 개발을 지속, 미국과 터키 등 지역별 상황에 맞는 배급 전략을 추진하며 리스크 관리에 집중할 것으로 보인다. 다만, 코로나 재확산 조짐에 따라 영화 부문의 회복은 더뎌질 것으로 예상하며 4분기에도 적자를 면치 못할 것으로 예상한다. 이에 4분기 영화부문 매출액은 151억원(-83.8% YoY), 영업손실 15억원(적전 YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

그림79 CJ ENM 영화 부문 매출액 추이



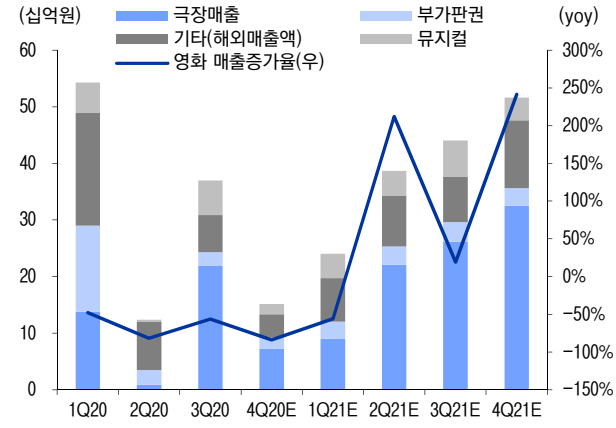
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 CJ ENM 영화 부문 영업이익 및 OPM 추정



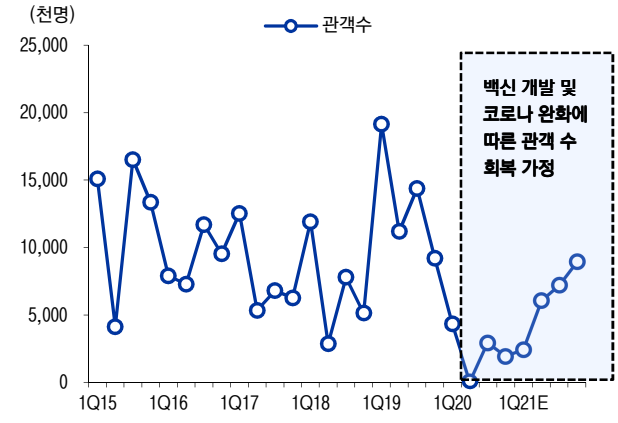
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 CJ ENM 영화사업부 부문별 매출액 추정



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 영화 관객수 추이

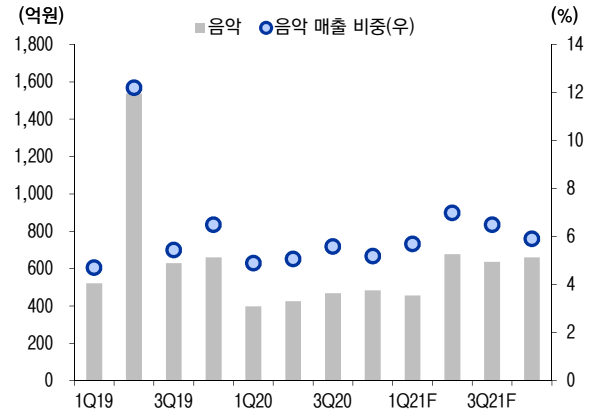


자료: CJ ENM, 쇼박스, 이베스트투자증권 리서치센터

음악 부문 – 2021년 매출액 2,430억원(+36.8% YoY)

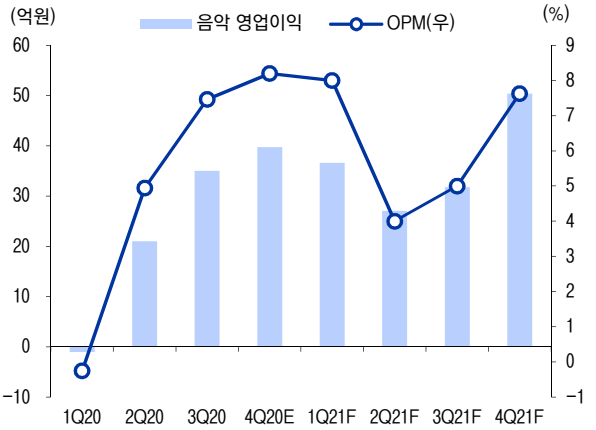
동사 3분기 음악 부문 실적은 매출액 469억원(+7.0% YoY), 영업이익 35억원(흑전 YoY)을 기록하였다. 3분기 음반 판매량은 JO1(40만장), 이하이 홀로 앨범 발매 등으로 코로나 이전 수준으로 회복했다. 9월 아이즈원 온라인 콘서트가 개최되긴 했지만, 오프라인 콘서트 매출을 온라인 콘서트로 대체하기엔 모집객수나 티켓 ASP가 제한된 상황이다. 4분기에도 코로나 지속되는 가운데 오프라인 콘서트 대신 음반/음원 매출이 실적을 견인할 것으로 보인다. 그룹 아이즈원 일본 첫 정규앨범(Twelve) 판매량이 4분기 음반 매출을 견인할 것으로 예상한다.

그림83 CJ ENM 음악 부문 매출액 추이



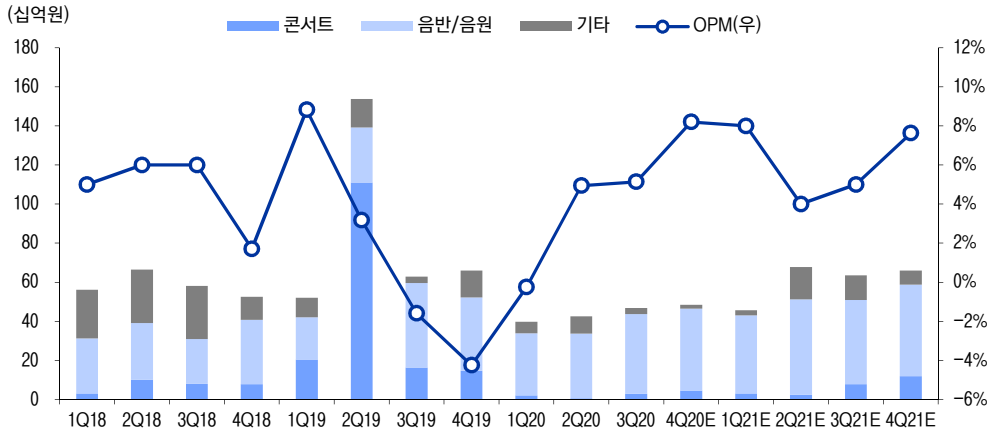
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 CJ ENM 음악 부문 영업이익 및 OPM 추정



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 CJ ENM 음악사업부 부문별 매출액 추정

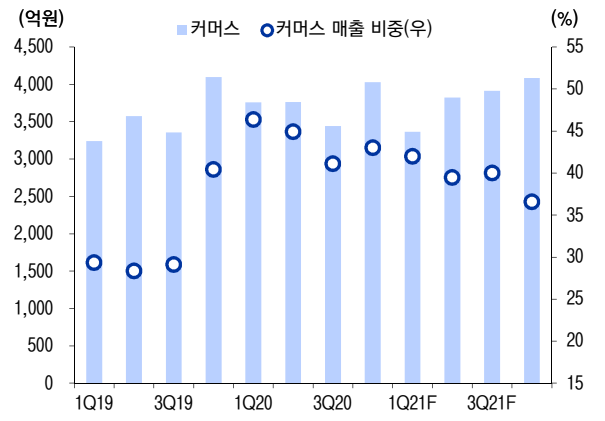


자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

커머스 부문 - 2021년 매출액 15,181억원(+1.3% YoY)

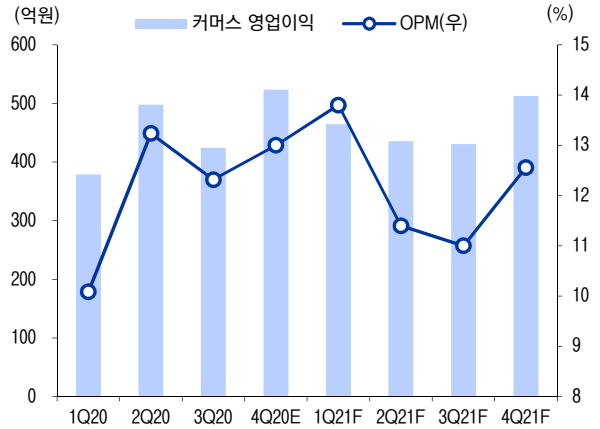
3분기 커머스 부문 매출액은 3,443억원(+2.5% YoY), 영업이익 424억원(+44.2% YoY)을 기록했다. 품목별로 식품, 리빙, 유아 등 코로나로 인한 언택트 관련 상품 매출이 증가하였다. 판매 채널별로 TV 매출은 436억원(-17.8% YoY)으로 전년동기대비 감소 반면, 디지털 채널 매출은 459억원으로 전년동기대비 24.7% 증가했다. 자체 브랜드의 고마진 상품 중심으로 취급고가 증가하며 수익성 제고에 기여하는 모습이다. 4분기는 코로나 장기화로 인한 리빙, 가전 등 고마진 상품 매출 지속 가운데, 계절적 성수기로 인한 F/W 패션, 스포츠 브랜드 관련 외형성장이 기대된다. 이에 4분기 커머스 부문 매출액은 4,026억원(-1.8% YoY), 영업이익 523억원(+25.2% YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

그림86 CJ ENM 커머스 부문 매출액 추이



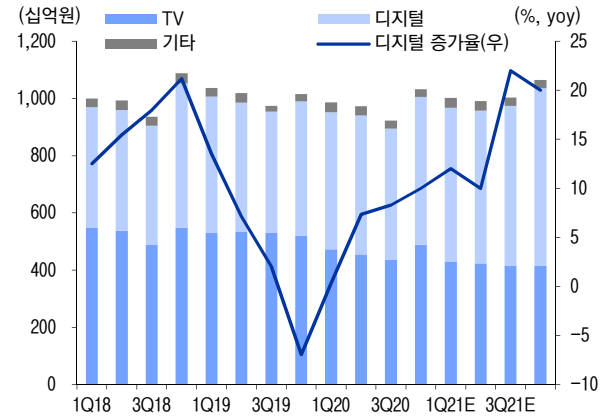
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 CJ ENM 커머스 부문 영업이익 및 OPM 추정



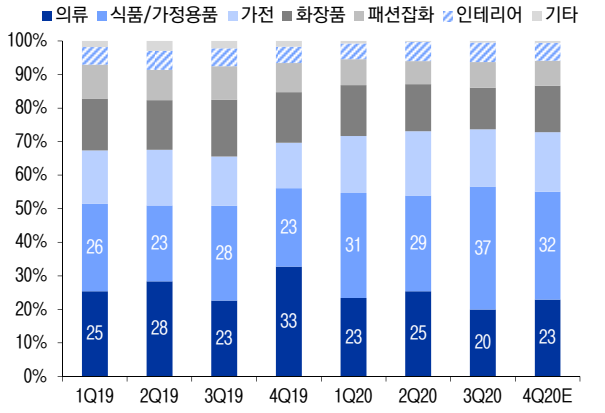
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 취급고별 GMV -TV 비중 축소 vs. 디지털 확대



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 CJ ENM 커머스 부문 Product Mix



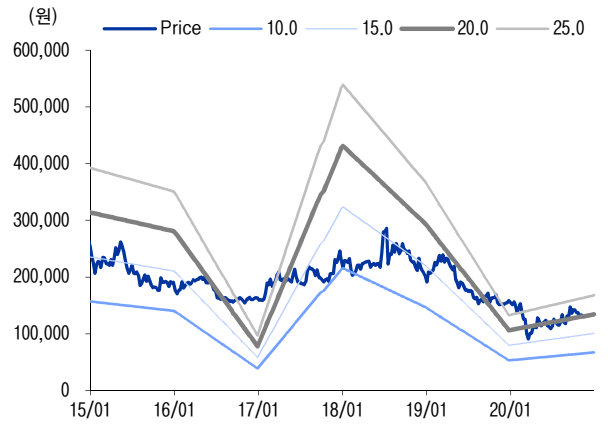
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 CJ ENM 실적 추정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020E	2021E
매출	**8,108**	**8,375**	**7,987**	**9,715**	**8,010**	**9,673**	**9,784**	**11,161**	**37,897**	**34,185**	**38,629**
YoY (%)	*-26.6*	*-33.6*	*-30.7*	*-4.2*	*-1.2*	*15.5*	*22.5*	*14.9*	*60.6*	*-9.8*	*13.0*
QoQ (%)	*-20.1*	*3.3*	*-4.6*	*21.6*	*-17.5*	*20.8*	*1.1*	*14.1*			
미디어	3,408	4,063	3,706	4,658	3,948	4,788	4,794	5,903	16,784	15,835	19,434
영화	542	125	369	151	240	387	440	516	3,493	1,187	1,584
음악	398	425	469	484	457	677	636	660	3,348	1,776	2,430
커머스	3,759	3,762	3,443	4,026	3,364	3,821	3,914	4,082	14,274	14,990	15,181
YoY (%)											
미디어	*-10.3*	*-4.7*	*-13.2*	*4.6*	*15.9*	*17.9*	*29.4*	*26.7*	*7.0*	*-5.7*	*22.7*
영화	*-47.9*	*-81.6*	*-56.2*	*-83.8*	*-55.7*	*209.5*	*19.3*	*243.0*	*63.8*	*-66.0*	*33.5*
음악	*-23.6*	*-72.4*	*-25.4*	*-26.6*	*14.9*	*59.3*	*35.6*	*36.3*	*43.4*	*-46.9*	*36.8*
커머스	*16.0*	*5.2*	*2.5*	*-1.8*	*-10.5*	*1.6*	*13.7*	*1.4*	*10.4*	*5.0*	*1.3*
영업이익	**397**	**734**	**711**	**930**	**724**	**823**	**815**	**922**	**2,694**	**2,773**	**3,284**
OPM(%)	**4.9**	**8.8**	**8.9**	**9.6**	**9.0**	**8.5**	**8.3**	**8.3**	**7.1**	**8.1**	**6.9**
YoY (%)	*-56.9*	*-24.2*	*11.0*	*468.0*	*82.3*	*12.2*	*14.6*	*-0.9*	*48.0*	*2.9*	*18.5*
QoQ (%)	*142.5*	*84.7*	*-3.1*	*30.8*	*-22.2*	*13.7*	*-1.0*	*13.1*			
미디어	39	249	293	382	276	287	345	451	709	963	1360
영화	-20	-35	-41	-15	-43	-46	-18	42	436	-111	-65
음악	-1	21	35	40	37	27	32	50	57	95	146
커머스	379	498	424	523	464	436	430	513	1492	1824	1843
순이익	**302**	**395**	**326**	**740**	**587**	**618**	**555**	**812**	**586**	**1,762**	**2,572**
NPM(%)	**3.7**	**4.7**	**4.1**	**7.6**	**7.3**	**6.4**	**5.7**	**7.3**	**1.5**	**5.2**	**6.7**

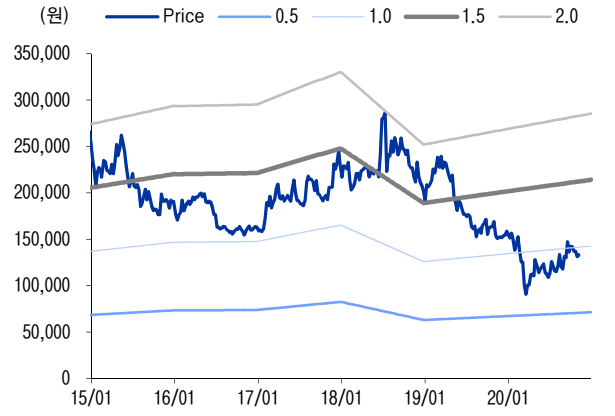
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 CJ ENM PER 밴드



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 CJ ENM PBR 밴드



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 185,000원으로 커버리지를 개시한다. 기업가치 및 목표주가 산정은 2020년 예상 순이익(1,542원)과 2021년 예상 지배주주순이익(2,325억원)에 Target PER 19배 멀티플 적용 후 각각 25%, 75% 가중치를 두어 산출하였다. 2020년 P/E 20배 대비 약 10% 할인한 보수적 멀티플을 적용하였다. 2021년에도 코로나 장기화 여파로 언택트 소비 트렌드 지속될 것으로 예상되는 가운데, 미디어 부문을 제외한 영화, 음악 등의 사업 부문 회복이 더뎌질 것으로 보이기 때문이다. 동사의 캐시카우 부문인 커머스 부문도 양극화 소비 패턴으로 인해 매출 성장률은 다소 둔화 될 것으로 가정했다. 미디어 이외 사업 부문 실적 회복 속도를 고려해 멀티플 할인을 적용하였다.

표14 CJ ENM Valuation

	2019	2020E	2021E	2022F	2023F
매출	**37,897**	**34,185**	**38,629**	**43,265**	**47,158**
미디어	16,784	15,835	19,434	21,919	24,016
영화	3,493	1,187	1,584	2,630	3,841
음악	3,348	1,776	2,430	3,111	3,644
커머스	14,274	14,990	15,181	15,604	15,657
영업이익	**2,694**	**2,773**	**3,284**	**3,634**	**4,040**
세전이익	**1,896**	**2,375**	**3,340**	**3,729**	**4,104**
지배주주귀속 순이익	**1,042**	**1,542**	**2,325**	**2,577**	**2,850**
적정시가총액	19,807	29,292	44,168	48,968	54,153
주식수(천주)	21,929	21,929	21,929	21,929	21,929
적정주가(원)	**90,323**	**133,576**	**201,413**	**223,301**	**246,945**
적정PER(배)	**19.0**	**19.0**	**19.0**	**19.0**	**19.0**
목표주가(원)	**108,000**		2020년 가중치 25%, 2021년 가중치 75%		
EPS(원)	4,754	7,030	10,601	11,753	12,997

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,806.6	1,676.1	2,013.7	2,193.6	2,342.1
현금 및 현금성자산	453.4	269.8	241.0	240.2	253.0
매출채권 및 기타채권	940.1	879.0	903.5	1,037.9	1,130.8
재고자산	94.2	120.5	100.3	115.2	125.6
기타유동자산	318.9	406.8	769.0	800.2	832.7
비유동자산	4,948.4	3,758.8	4,019.9	4,148.8	4,312.4
관계기업투자등	1,373.9	1,465.9	1,652.5	1,719.6	1,789.5
유형자산	1,398.2	947.7	1,008.8	1,092.5	1,192.5
무형자산	1,826.9	1,037.9	1,034.2	999.1	979.1
자산총계	**6,754.9**	**5,434.9**	**6,033.6**	**6,342.4**	**6,654.5**
유동부채	2,021.8	1,660.6	1,783.4	1,875.9	1,946.2
매입채무 및 기타재무	536.3	557.2	500.8	575.3	626.8
단기금융부채	893.7	452.5	838.3	838.3	838.3
기타유동부채	591.8	650.8	444.3	462.4	481.1
비유동부채	1,307.5	622.4	834.7	845.9	857.5
장기금융부채	1,039.1	379.6	556.7	556.7	556.7
기타비유동부채	268.4	242.8	278.1	289.2	300.8
부채총계	**3,329.3**	**2,283.0**	**2,618.1**	**2,721.8**	**2,803.7**
지배주주지분	2,763.2	2,946.5	3,149.9	3,354.9	3,585.1
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,245.0	2,329.6	2,419.2	2,419.2	2,419.2
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,259.3	1,464.3	1,694.5
비지배주주지분(연결)	662.4	205.4	265.6	265.6	265.6
자본총계	**3,425.6**	**3,151.9**	**3,415.5**	**3,620.6**	**3,850.8**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,360.4**	**3,789.7**	**3,418.5**	**3,862.9**	**4,326.4**
매출원가	1,233.8	2,327.6	1,928.0	2,105.3	2,332.0
매출총이익	**1,126.5**	**1,462.1**	**1,490.5**	**1,757.6**	**1,994.5**
판매비 및 관리비	944.5	1,192.7	1,213.2	1,429.2	1,631.1
영업이익	**182.1**	**269.4**	**277.3**	**328.4**	**363.4**
(EBITDA)	708.4	1,028.3	948.4	1,139.8	1,178.1
금융손익	-9.1	-9.1	-12.4	-0.4	1.0
이자비용	14.8	29.6	16.9	19.1	10.3
관계기업등 투자손익	37.3	21.6	71.0	79.0	79.0
기타영업외손익	-46.4	-92.3	-98.4	-73.0	-70.6
세전계속사업이익	**163.9**	**189.6**	**237.5**	**334.0**	**372.8**
계속사업법인세비용	21.0	85.3	61.2	76.8	86.5
계속사업이익	142.9	104.3	176.3	257.2	286.3
중단사업이익	41.3	-45.6	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**184.2**	**58.6**	**176.3**	**257.2**	**286.3**
지배주주	162.6	104.2	154.2	232.6	257.7
총포괄이익	**28.7**	**81.8**	**176.3**	**257.2**	**286.3**
매출총이익률 (%)	47.7	38.6	43.6	45.5	46.1
영업이익률 (%)	7.7	7.1	8.1	8.5	8.4
EBITDA 마진률 (%)	30.0	27.1	27.7	29.5	27.2
당기순이익률 (%)	7.8	1.5	5.2	6.7	6.6
ROA (%)	3.4	1.7	2.7	3.8	4.0
ROE (%)	8.6	3.7	5.1	7.2	7.4
ROIC (%)	6.1	5.3	8.9	10.0	10.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**489.7**	**691.4**	**602.1**	**906.7**	**958.8**
당기순이익(손실)	184.2	58.6	176.3	257.2	286.3
비현금수익비용가감	611.0	1,037.1	536.9	719.0	718.6
유형자산감가상각비	180.2	216.6	128.1	204.0	222.3
무형자산상각비	346.2	542.2	543.0	607.4	592.4
기타현금수익비용	-43.8	-135.8	-134.2	-92.5	-96.1
영업활동 자산부채변동	-245.8	-309.7	9.8	-69.5	-46.1
매출채권 감소(증가)	-99.8	-130.3	-7.7	-134.5	-92.9
재고자산 감소(증가)	-9.0	-40.9	15.1	-14.9	-10.3
매입채무 증가(감소)	-7.3	101.9	27.6	74.5	51.5
기타자산, 부채변동	-129.7	-240.4	-25.1	5.4	5.6
투자활동 현금	**-122.5**	**-281.7**	**-1,169.8**	**-880.0**	**-918.6**
유형자산처분(취득)	-225.8	-277.9	-169.9	-287.8	-322.3
무형자산 감소(증가)	-296.5	-594.6	-580.9	-572.3	-572.3
투자자산 감소(증가)	253.5	-18.2	-384.4	-6.7	-10.2
기타투자활동	146.2	609.0	-34.7	-13.2	-13.7
재무활동 현금	**-27.7**	**-595.4**	**535.5**	**-27.5**	**-27.5**
차입금의 증가(감소)	181.5	-680.3	392.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-20.8	-26.2	-27.5	-27.5	-27.5
배당금의 지급	20.8	26.2	27.5	27.5	27.5
기타재무활동	-188.5	111.1	170.2	0.0	0.0
현금의 증가	**339.1**	**-183.4**	**-28.8**	**-0.8**	**12.8**
기초현금	114.3	453.4	269.8	241.0	240.2
기말현금	453.4	270.0	241.0	240.2	253.0

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	13.7	30.1	17.2	11.4	10.3
P/B	1.6	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	3.9	3.9	3.2	3.1
P/CF	3.4	3.2	4.2	3.0	3.0
배당수익률 (%)	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	4.4	60.6	-9.8	13.0	12.0
영업이익	-18.9	48.0	2.9	18.4	10.7
세전이익	-11.1	15.7	25.3	40.6	11.6
당기순이익	28.4	-68.2	200.8	45.9	11.3
EPS	-32.2	-63.9	48.0	50.8	10.8
안정성 (%)					
부채비율	97.2	72.4	76.7	75.2	72.8
유동비율	89.4	100.9	112.9	116.9	120.3
순차입금/자기자본(x)	40.7	14.6	20.4	18.7	16.8
영업이익/금융비용(x)	12.3	9.1	16.4	17.2	35.3
총차입금 (십억원)	1,933	832	1,395	1,395	1,395
순차입금 (십억원)	1,393	461	696	678	646
주당지표(원)					
EPS	14,713	5,310	7,856	11,845	13,123
BPS	126,022	134,364	143,638	152,990	163,486
CFPS	59,568	49,968	32,525	44,514	45,826
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

이노션 (214320)

2020. 11. 23 | 광고

반등의 서막

Analyst 안진아
02. 3779 8687
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiation)

목표주가 76,000 원
현재주가 59,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

3Q20 실적 – 2분기 저점 통과, 컨센서스 상회하는 호실적

동사 3분기 매출총이익 1,433억원(+14.4% yoy), 영업이익 270억원(-5.1% yoy)으로 제일기획과 마찬가지로 2분기 저점 통과 이후 3분기 기점으로 반등, 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록하였다. 국내 매출총이익은 코로나 영향에 따른 BTL 부진을 투싼, 싼타페, 카니발 등 신차 효과가 일정부문 상쇄하며, 전년동기대비 2.2% 감소한 284억원을 기록했다. 계열사뿐만 아니라, 3분기 신규 비계열 광고주 영입이 증가하며 비계열 포트폴리오도 확대 추세에 있다. 해외 매출총이익은 코로나 불구, 웰콤 인수효과에 따라 전년동기대비 14.4% 증가한 1,149억원을 달성하며, 견조한 실적을 기록하였다. 중국 제외한 해외 전지역이 웰콤 연결효과로 성장하는 모습이며, 총 매출총이익 가운데 해외 비중은 전년 75%에서 2020년 3분기 누계 기준으로 81%까지 확대되었다.

4Q20~1H21 – 현기차 신차 사이클 도래

하반기 1)현기차 신차(GV70, G70, 싼타페, 투싼, 카니발 등)출시 예정 가운데 신차 사이클이 2)4분기 광고 성수기 시즌과 맞물리며, 계열사 광고의 중장기 매출 모멘텀이 유효하다는 판단이다. 2분기 이후 올라오는 비계열사 광고 회복세까지 감안 시, 하반기 합산 매출총이익은 2,957억원 (+6.4%, yoy), 영업이익 679억원(+0.0%, yoy)으로 코로나 불구 영업이익은 전년동기와 유사한 수준 기록할 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 76,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 76,000원으로 기존을 유지한다. 하반기 동사 실적 정상화가 빠르게 이루어질 것으로 예상되는 가운데, 코로나 장기화에도 불구 1)계열사 및 비계열사 매출총이익 성장세 유지, 2)비용절감 지속, 3)추가 M&A 가능성 고려 시, 현 주가 수준은 P/E 14배 수준으로 저평가된 수준으로 판단된다. 목표주가와 동사 기업가치는 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화가 기대되는 2022년 지배주주순이익에 코로나 이전 과거 2개년(2018~2019년) 평균 P/E 17배를 적용해 산출했다. 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화를 가정한 2022년 실적 전망 근거는 1)현기차 신차 모멘텀, 2)해외지 물량 회복, 3)북미, 중국 지역 잠재 성장성에 기인한다.

Stock Data

KOSPI (11/20)		2,553.5 pt
시가총액		11,820 억원
발행주식수		20,000 천주
52 주 최고가/최저가		75,000 / 43,250 원
90 일 일평균거래대금		43.58 억원
외국인 지분율		29.3%
배당수익률(20.12E)		2.5%
BPS(20.12E)		39,820 원
KOSPI 대비	1 개월	-5.8%
	6 개월	-23.7%
	12 개월	-29.4%
주주구성	정성이	28.7%
	NHPEA IV Highlight	18.0%
	국민연금공단	13.5%

Stock Price

Financial Data

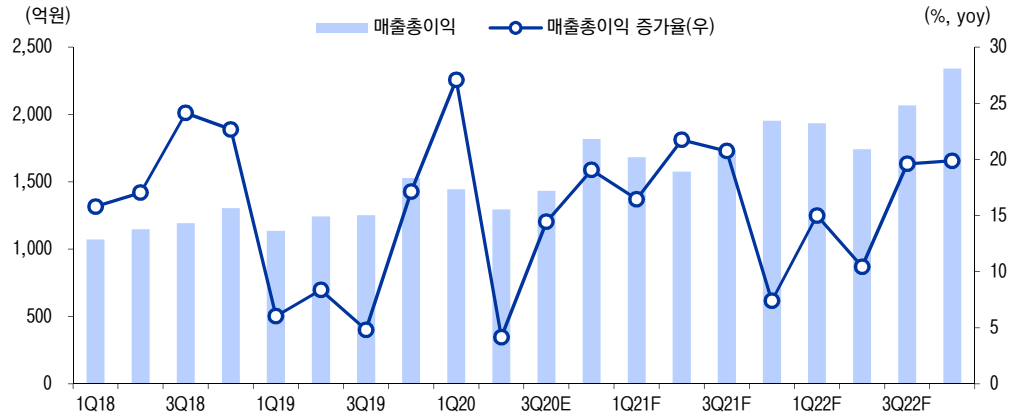
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,239.2	118.2	128.7	92.4	3,842	25.0	125.5	16.5	4.7	1.7	11.0
2019	1,274.3	121.9	128.1	94.6	3,681	-4.2	145.2	19.3	6.9	1.9	9.9
2020E	1,207.4	110.0	117.7	84.8	3,394	-7.8	141.3	17.4	4.8	1.5	8.7
2021E	1,388.5	131.2	136.7	99.7	4,086	20.4	149.6	14.5	4.1	1.4	9.9
2022E	1,555.1	142.2	149.2	108.9	4,467	9.3	157.0	13.2	3.5	1.3	10.2

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020년 하반기 – 반등의 서막

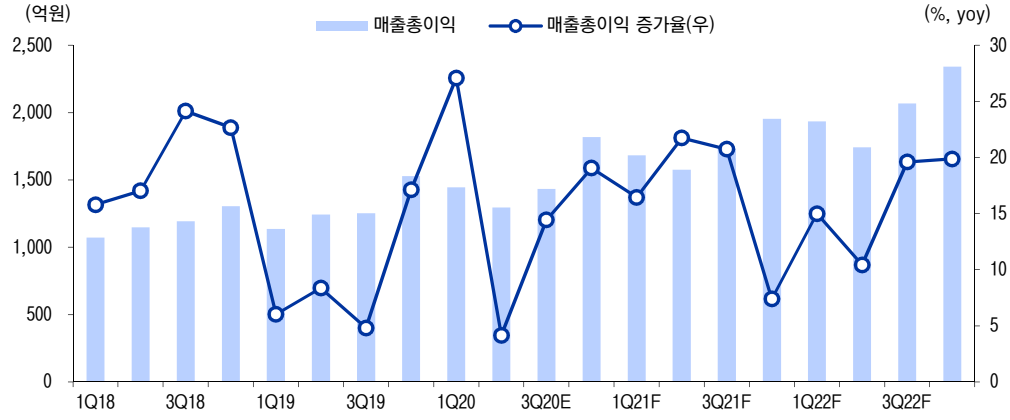
동사 3분기 매출총이익 1,433억원(+14.4% yoy), 영업이익 270억원(-5.1% yoy)으로 제일기획과 마찬가지로 2분기 저점 통과 이후 3분기 기점으로 반등, 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록하였다. 국내 매출총이익은 코로나 영향에 따른 BTL 부진을 투싼, 싼타페, 카니발 등 신차 효과가 일정부문 상쇄하며, 전년동기대비 2.2% 감소한 284억원을 기록했다. 계열사뿐만 아니라, 3분기 신규 비계열 광고주 영입이 증가하며 비계열 포트폴리오도 확대 추세에 있다. 금번 신규 광고주로 신세계인터내셔널 JAJU, 커리어 플랫폼 wanted, 타다와 보령제약, 팔도 등을 신규 고객으로 영입하며 국내 가운데 비계열 비중은 40%를 차지하고 있다. 해외의 경우, Lakeside Bank(미국), App 회사인 DISCORD(미국), QUICK STEP(브라질) 등을 영입하여, 전사 가운데 비계열 비중은 29%로 2019년 대비 2020년 3분기 누계 기준 8%p 증가했다.

그림92 이노션 분기별 매출총이익 추이



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 이노션 분기별 영업이익 추이

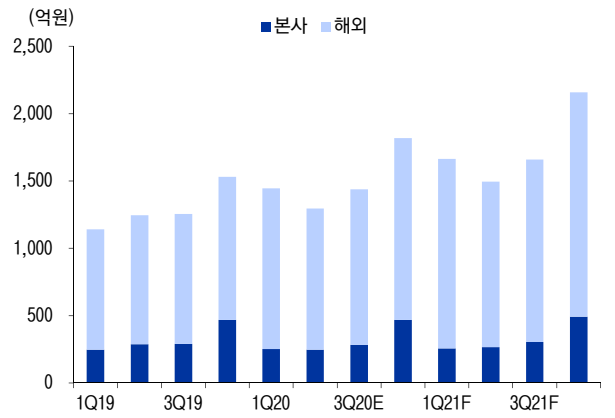


자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

해외 매출총이익은 코로나 불구, 웰콤 인수효과에 따라 전년동기대비 14.4% 증가한 1,149억원을 달성하며, 견조한 실적을 기록하였다. 지역별로 미주 지역은 웰콤 인수효과에 전년동기대비 10% 성장한 777억원(웰콤 195억원), 유럽 역시 웰콤 연결효과에 힘입어 전년동기대비 30.2% 증가한 184억원(웰콤 101억원)을 기록하였으며, 신흥시장도 웰콤 연결효과로 전년동기대비 91.7% 급증한 181억원(웰콤 267억원)을 기록하였다. 중국 제외한 해외 전지역이 웰콤 연결효과로 성장하는 모습이며, 총 매출총이익 가운데 해외 비중은 전년 75%에서 2020년 3분기 누계 기준으로 81%까지 확대되었다.

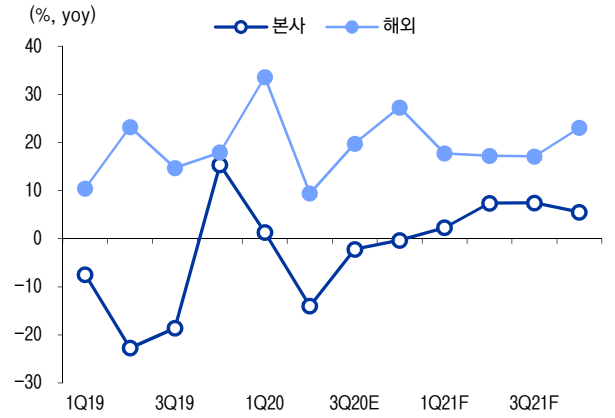
한편, 판관비는 전년동기대비 +23.4% 증가한 750억원으로 인건비(+27.2% yoy)와 경상비(+11.4% yoy) 모두 증가했다. 웰콤 인수에 따른 인력 확충과 기반 비용 증대에 기인한다. 다만, 코로나 장기화가 지속되는 상황에서 웰콤 인수 관련 제반 비용이 점차 안정화, 정상궤도에 진입할 수 있도록 동사는 비용 절감을 지속해서 도모하고 있다.

그림94 이노션 분기별 국내/해외 매출총이익 추이



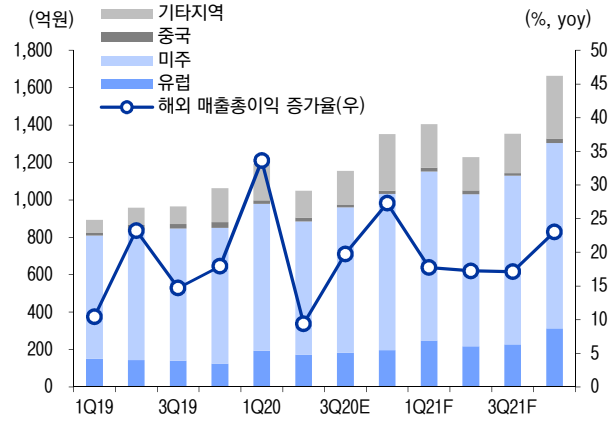
자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 이노션 분기별 국내/해외 매출총이익 증가율



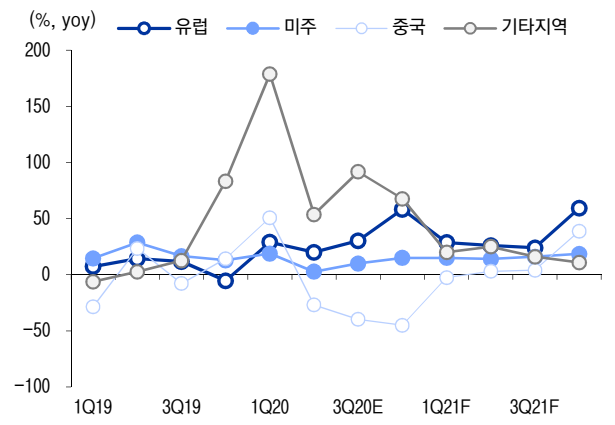
자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 이노션 해외 지역별 매출총이익



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 이노션 해외 지역별 매출총이익 증가율



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 국내 비계열 광고주 영입 현황 - 비계열 비중 40%

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

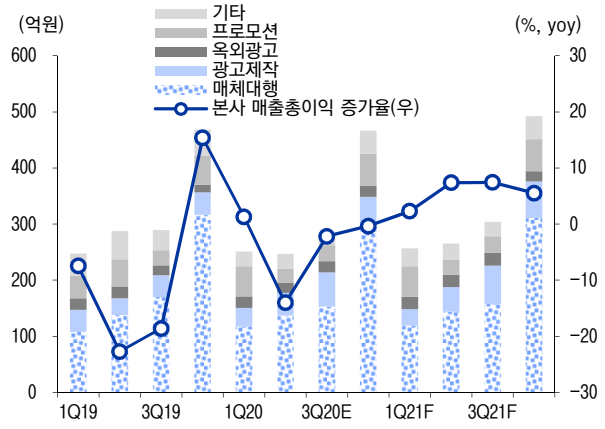
그림99 해외 비계열 광고주 영입 현황 – 비계열 비중 26%

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

4분기 & 2021년 실적 전망

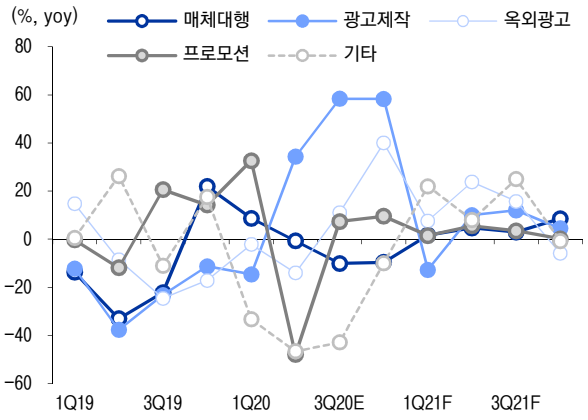
경기에 민감한 광고시장 특성상, 코로나 19 영향이 장기화되며 산업 전반이 침체되어 있는 상황이다. 그럼에도 불구하고, 동사의 안정적인 캐시카우인 주요 광고주의 하반기 1)현기차 신차(GV70, G70, 싼타페, 투싼, 카니발 등)출시 예정 가운데 신차 사이클이 2)4분기 광고 성수기 시즌과 맞물리며, 계열사 광고의 중장기 매출 모멘텀이 유효하다는 판단이다. 2분기 저점 이후 올라오는 비계열사 광고 회복세까지 감안 시, 4분기 매출총이익은 1,819억원 (+19.1%, yoy), 영업이익 398억원(+0.0%, yoy)으로 코로나 불구 영업이익은 전년동기와 유사한 수준 기록하며, 역성장 탈피할 수 있을것으로 추정한다. 국내 매출총이익은 467억원(-0.3% yoy)으로 전분기 대비 64.7% 개선될 것으로 추정한다. 한편, 해외 매출총이익은 1,353억원(+27.3%, yoy)으로 1)Wellcom 인수에 따른 비계열 광고주 유입 증가, 2)계열사 광고 물량이 유기적으로 동반 성장하며 3분기 반등, 4분기로 갈수록 전년동기대비 매출총이익 성장률은 확대 될 것으로 예상한다.

그림100 이노션 국내 사업부문 매출총이익 추이



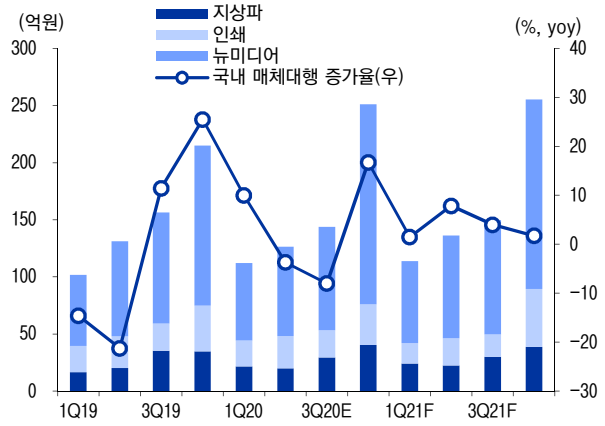
자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 이노션 분기별 국내 매출총이익 증가율



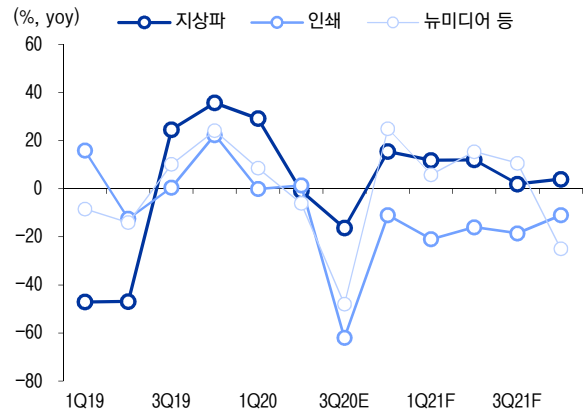
자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 이노션 국내 매체대행 매출총이익



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 이노션 분기별 국내 매체대행별 매출총이익 증가율



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 제네시스 GV80이 미국을 시작으로 본격적인 해외 마케팅을 시작한다. GV80을 시작으로 전기차까지 더해져 제네시스 브랜드 풀라인업(9개 차종) 완성이 예상된다. 미국 제네시스 닷컴 통해 현재 사전 예약중이며, 미국 법인에서 런칭 광고를 진행하고 있다. 미국을 시장으로 제네시스 유럽, 중국 시장 진출 예정에 있어 글로벌 향 광고 매출 증대가 본격적으로 기대되는 시점이다.

동사의 중장기 전략은 2022년 대형 클라이언트 영입 등 웰콤 인수 효과 나타 날 수 있도록 주주가치를 제고하는 것으로, 디지털 광고 시장 선점을 위한 M&A를 추진 중에 있다. 디지털 역량 강화를 위해 다양한 회사 인수를 검토 중에 있으며, 국내의 경우 일정부분 진행 과정에 있는 것으로 파악된다. 동사의 3분기 말 기준 현금및현금성 자산 보유액은 6,700억원 수준이다. 주요 광고주의 잇따른 신차 발매 성공으로 안정적인 캐시카우를 확보, 이를 바탕으로 한 디지털 광고 시장 확대 전략이 유효하다는 판단이다.

표15 현대차 주요 신차 판매 스케쥴

지역	구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q20	2H20
한국	현대	아반떼 FMC	싼타페 F/L	투싼 FMC	코나 F/L			
	친환경	아반떼 FMC HEV, 포터 EV		싼타페 HEV, 투싼 HEV		아이오닉5		아이오닉6
	제네시스	GV80 가솔린, G80			GV70, G70 F/L		전용 EV(JW), G90	G80 EV
미국	현대			아반떼 FMC	싼타페 F/L	투싼 FMC	코나 F/L	픽업트럭
	친환경	쏘나타HEV				아반떼 HEV, 싼타페 HEV		아이오닉5
	제네시스	G90			G80, GV80		GV70, G70 F/L	
중국	승용		밍투, 미스트라					
	RV		쏘나타 FMC		ix35 F/L, 쿠스토, 펠리세이드			
	친환경							
유럽					i30 F/L, 투싼 HEV/PHEV	아이오닉5		투싼 FMC
인도		크레타 FMC	베르나 F/L		i20 FMC			
러시아		크레타 FMC						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 기아차 주요 신차 판매 스케쥴

지역	구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q20	2H20
한국	승용			스팅어 F/L		K7 FMC	K3 F/L	
	RV	쏘렌토 FMC			카니발 FMC	스포티지 FMC	니로 FMC	
	친환경	쏘렌토 FMC HEV, 봉고3 EV				K7 HEV, 스포티지 HEV		CV, 니로 FMC EV
미국	승용				K5			
	RV	셀토스		쏘렌토 FMC		카니발 FMC		스포티지 FMC
	친환경			쏘렌토 FMC HEV		쏘렌토 HEV		
유럽		Ceed PHEV			스포티지 HEV/PHEV			CV
중국	승용							
	RV					카니발 FMC		
	친환경							
인도					소넷, 카니발 CKD			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 이노션 부문별 실적 추정 Table

	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020E	2021E
매출총이익	**1,445**	**1,295**	**1,433**	**1,819**	**1,683**	**1,577**	**1,730**	**1,953**	**5,160**	**5,992**	**6,943**
YoY (%)	*27.1*	*4.2*	*14.4*	*19.1*	*16.5*	*21.7*	*20.7*	*7.4*	*9.4*	*16.1*	*15.9*
QoQ (%)	*-5.4*	*-10.3*	*10.6*	*26.9*	*-7.5*	*-6.3*	*9.7*	*12.9*			
본사	252	248	284	467	257	266	305	493	1,295	1,250	1,321
매체대행	118	138	154	287	120	144	158	311	736	696	733
광고제작	33	40	61	62	29	44	69	65	147	197	207
옥외광고	20	18	20	20	22	22	23	18	74	78	85
프로모션	54	25	29	57	54	27	30	57	168	165	168
기타	26	27	21	41	32	29	26	41	171	115	127
해외	1,194	1,049	1,156	1,353	1,406	1,230	1,354	1,664	3,879	4,751	5,654
유럽	193	172	184	197	249	217	228	313	559	746	1,007
미주	785	713	777	836	903	813	901	992	2,787	3,111	3,609
중국	20	20	14	17	20	21	15	23	95	72	79
기타지역	195	143	181	303	234	179	210	336	438	822	959
YoY (%)											
본사	*1.3*	*-14.0*	*-2.2*	*-0.3*	*2.3*	*7.4*	*7.4*	*5.5*	*-7.7*	*-3.5*	*5.7*
매체대행	*-14.6*	*34.3*	*58.4*	*58.3*	*-12.8*	*10.0*	*12.0*	*4.5*	*-9.5*	*-5.4*	*5.4*
광고제작	*-2.2*	*-14.1*	*11.0*	*40.0*	*7.6*	*23.8*	*15.7*	*-5.9*	*-21.5*	*34.1*	*5.0*
옥외광고	*32.6*	*-48.0*	*7.4*	*9.5*	*1.5*	*5.5*	*3.5*	*0.2*	*-9.8*	*5.6*	*10.0*
프로모션	*-33.4*	*-46.6*	*-42.9*	*-10.0*	*22.0*	*8.0*	*25.0*	*-0.8*	*2.7*	*-1.9*	*2.0*
기타	*33.6*	*9.4*	*19.8*	*27.3*	*17.8*	*17.3*	*17.1*	*23.1*	*8.2*	*-33.0*	*11.1*
해외	*29.0*	*20.1*	*30.2*	*58.2*	*28.8*	*26.0*	*24.0*	*59.3*	*16.5*	*22.5*	*19.0*
유럽	*18.9*	*2.7*	*10.0*	*15.0*	*15.0*	*14.0*	*16.0*	*18.6*	*6.9*	*33.5*	*35.0*
미주	*50.9*	*-26.8*	*-39.8*	*-45.0*	*-2.5*	*3.0*	*4.0*	*38.7*	*17.8*	*11.6*	*16.0*
중국	*178.8*	*53.7*	*91.7*	*67.7*	*20.0*	*25.0*	*16.0*	*10.9*	*2.0*	*-24.9*	*10.0*
기타지역	*-82.6*	*-59.3*	*132.6*	*-73.2*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*26.1*	*87.7*	*16.6*
영업이익	**272**	**160**	**270**	**398**	**302**	**264**	**375**	**372**	**1,219**	**1,100**	**1,312**
OPM(%)	**18.8**	**12.3**	**18.8**	**21.9**	**17.9**	**16.7**	**21.7**	**19.0**	**23.6**	**18.4**	**18.9**
YoY (%)	*9.5*	*-44.4*	*-5.1*	*0.0*	*-39.3*	*423.5*	*43.7*	*-61.2*	*3.1*	*-9.7*	*19.3*
QoQ (%)	*-31.8*	*-41.2*	*69.0*	*47.5*	*-13.6*	*32.1*	*-4.6*	*-64.4*			
당기순이익	**227**	**134**	**207**	**280**	**251**	**184**	**206**	**355**	**946**	**847**	**997**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

이노션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 76,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 실적 정상화가 빠르게 이루어질 것으로 예상되는 가운데, 코로나 장기화에도 불구 1)계열사 및 비계열사 매출총이익 성장세 유지, 2)비용절감 지속, 3)추가 M&A 가능성 고려 시, 현 주가 수준은 P/E 14배 수준으로 저평가된 수준으로 판단된다.

목표주가와 동사 기업가치는 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화가 기대되는 2022년 지배주주순이익에 코로나 이전 과거 2개년(2018~2019SUS) 평균 P/E 17배를 적용해 산출했다. 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화를 가정한 2022년 실적 전망 근거는 1현기차 신차 모멘텀, 2)해외지 물량 회복, 3)북미, 중국 지역 잠재 성장성에 기인한다.

표18 이노션 Valuation

	2019	2020E	2021E	2022F	2023F
매출총이익	**5,160**	**5,992**	**6,943**	**8,087**	**9,238**
본사	1,295	1,250	1,321	1,392	1,475
매체대행	736	696	733	772	823
광고제작	147	197	207	219	228
옥외광고	74	78	85	94	102
프로모션	168	165	168	170	175
기타	171	115	127	138	147
해외	3,879	4,751	5,654	6,671	7,739
유럽	559	746	1,007	1,339	1,741
미주	2,787	3,111	3,609	4,150	4,732
중국	95	72	79	83	87
기타지역	438	822	959	1,099	1,180
영업이익	**1,219**	**1,100**	**1,312**	**1,422**	**1,652**
세전이익	**1,281**	**1,177**	**1,367**	**1,492**	**1,715**
지배주주귀속 순이익	**736**	**678**	**817**	**893**	**1,009**
적정시가총액	12,516	11,524	13,893	15,186	17,146
주식수(천주)	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
적정주가(원)	**625,822**	**57,618**	**69,464**	**75,930**	**85,730**
적정PER(배)	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS(원)	3,681	3,389	4,086	4,466	5,043

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이노션 (214320)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,575.7	1,571.3	1,733.9	1,948.3	2,114.1
현금 및 현금성자산	357.0	389.2	478.8	538.8	598.4
매출채권 및 기타채권	816.6	889.9	1,001.1	1,145.1	1,240.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	402.2	292.1	254.0	264.3	275.1
비유동자산	165.2	504.2	498.5	495.5	497.4
관계기업투자등	15.0	15.1	11.4	11.9	12.4
유형자산	25.9	31.8	23.1	15.9	13.3
무형자산	111.5	323.8	327.1	325.2	323.4
자산총계	**1,740.9**	**2,075.5**	**2,232.4**	**2,443.7**	**2,611.5**
유동부채	934.0	1,063.0	1,202.7	1,360.0	1,465.9
매입채무 및 기타재무	838.7	930.7	1,063.9	1,217.0	1,318.6
단기금융부채	0.0	18.9	35.8	35.8	35.8
기타유동부채	95.4	113.4	102.9	107.1	111.5
비유동부채	65.1	231.5	224.0	226.4	228.9
장기금융부채	20.7	173.1	165.3	165.3	165.3
기타비유동부채	44.4	58.4	58.7	61.1	63.5
부채총계	**999.1**	**1,294.5**	**1,426.7**	**1,586.4**	**1,694.7**
지배주주지분	727.5	763.7	796.4	848.1	907.5
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.8	132.8	132.4	132.4	132.4
이익잉여금	614.9	655.1	693.0	744.7	804.0
비지배주주지분(연결)	14.4	17.3	9.3	9.3	9.3
자본총계	**741.8**	**781.0**	**805.7**	**857.4**	**916.7**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,239.2**	**1,274.3**	**1,207.4**	**1,388.5**	**1,555.1**
매출원가	767.3	758.3	608.3	694.3	746.5
매출총이익	**471.9**	**516.0**	**599.2**	**694.3**	**808.7**
판매비 및 관리비	353.7	394.1	489.2	563.1	666.4
영업이익	**118.2**	**121.9**	**110.0**	**131.2**	**142.2**
(EBITDA)	125.5	145.2	141.3	149.6	157.0
금융손익	11.2	11.0	1.3	-3.7	-4.8
이자비용	0.1	1.8	9.6	19.1	20.6
관계기업등 투자손익	-0.2	1.4	3.5	10.3	8.5
기타영업외손익	-0.4	-6.1	3.0	-1.1	3.3
세전계속사업이익	**128.7**	**128.1**	**117.7**	**136.7**	**149.2**
계속사업법인세비용	36.3	33.5	32.9	37.0	40.3
계속사업이익	92.4	94.6	84.8	99.7	108.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**92.4**	**94.6**	**84.8**	**99.7**	**108.9**
지배주주	76.8	73.6	67.9	81.7	89.3
총포괄이익	**92.2**	**106.9**	**84.8**	**99.7**	**108.9**
매출총이익률 (%)	38.1	40.5	49.6	50.0	52.0
영업이익률 (%)	9.5	9.6	9.1	9.4	9.1
EBITDA 마진률 (%)	10.1	11.4	11.7	10.8	10.1
당기순이익률 (%)	7.5	7.4	7.0	7.2	7.0
ROA (%)	4.6	3.9	3.2	3.5	3.5
ROE (%)	11.0	9.9	8.7	9.9	10.2
ROIC (%)	n/a	44.6	24.4	33.4	38.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1.6**	**140.9**	**144.3**	**104.0**	**107.1**
당기순이익(손실)	92.4	94.6	84.8	99.7	108.9
비현금수익비용가감	41.0	58.7	64.3	-7.5	-10.8
유형자산감가상각비	5.4	21.0	26.9	16.1	12.5
무형자산상각비	1.9	2.3	4.4	2.3	2.3
기타현금수익비용	-0.4	-1.1	33.0	-25.9	-25.6
영업활동 자산부채변동	-113.1	11.2	-0.5	11.9	9.0
매출채권 감소(증가)	-312.0	-1.0	-364.3	-144.0	-95.5
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	220.0	15.4	369.9	153.1	101.5
기타자산, 부채변동	-21.1	-3.1	-6.1	2.9	3.0
투자활동 현금	**58.0**	**-51.3**	**-14.8**	**-14.0**	**-17.6**
유형자산처분(취득)	2.5	-7.9	-6.2	-8.8	-9.9
무형자산 감소(증가)	-0.3	-1.7	-0.4	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	53.8	130.1	12.6	0.9	-1.4
기타투자활동	2.0	-171.8	-20.8	-5.6	-5.8
재무활동 현금	**-34.0**	**-66.3**	**-45.2**	**-30.0**	**-30.0**
차입금의 증가(감소)	0.0	-19.6	-12.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-34.0	-46.7	-30.0	-30.0	-30.0
배당금의 지급	34.0	46.7	30.0	30.0	30.0
기타재무활동	0.0	0.0	-3.0	0.0	0.0
현금의 증가	**26.8**	**32.3**	**89.5**	**60.0**	**59.6**
기초현금	330.2	357.0	389.2	478.8	538.8
기말현금	357.0	389.2	478.8	538.8	598.4

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	16.5	19.3	17.4	14.5	13.2
P/B	1.7	1.9	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.7	6.9	4.8	4.1	3.5
P/CF	9.5	9.3	7.9	12.8	12.0
배당수익률 (%)	2.4	2.1	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
매출액	8.8	2.8	-5.2	15.0	12.0
영업이익	22.2	3.1	-9.7	19.3	8.4
세전이익	23.2	-0.5	-8.1	16.2	9.2
당기순이익	22.1	2.4	-10.3	17.5	9.3
EPS	25.0	-4.2	-7.8	20.4	9.3
안정성 (%)					
부채비율	134.7	165.8	177.1	185.0	184.9
유동비율	168.7	147.8	144.2	143.3	144.2
순차입금/자기자본(x)	-91.5	-52.6	-61.9	-66.3	-69.5
영업이익/금융비용(x)	1,605.6	68.0	11.5	6.9	6.9
총차입금 (십억원)	21	192	201	201	201
순차입금 (십억원)	-679	-411	-499	-568	-637
주당지표(원)					
EPS	3,842	3,681	3,394	4,086	4,467
BPS	36,374	38,184	39,820	42,406	45,373
CFPS	6,667	7,664	7,458	4,607	4,907
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500

제일기획 (030000)

2020. 11. 23 | 광고

이익 개선 사이클 진입

Analyst 안진아
02. 3779 8687
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiation)

목표주가 28,500 원
현재주가 21,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

하반기 이익 개선 사이클 진입

전사 3분기 영업총이익 2,785억원(-2.0% yoy), 영업이익 595억원(+12.9% yoy)기록했다. 전년동기대비 연결기준 영업총이익은 2% 역성장하였으나, 역성장 폭은 직전분기(-14.6%)대비 감소하는 모습이다. 디지털 중심으로 회복세 보이며 실적 방어에 성공했다. 1)디지털 주요 자회사인 펑타이 등 순성장 전환, 2)디지털매체, 플랫폼, 이커머스 영역 확대, 3)디지털 마케팅 증가하며, 디지털 비중은 2019년 39%에서 2020년 3분기 말 기준 43%로 4%p 증가했다. 국내, 북미 중심으로 외형실적 방어, 판관비 효율화(인건비, 경비 등)를 통해 수익성을 개선했다. 내실경영 노력으로 세전이익은 전년동기대비 7% 증가한 574억원, 당기순이익은 19% 증가한 422억원을 달성했다.

2021년, 해외 지역 회복과 디지털 광고 비중이 관건

4분기 및 2021년 영업총이익 회복 요건은 상반기 부진했던 1)비계열사 회복 여부와 2)디지털광고 성장 가능성이다. 디지털 기반 통합 솔루션을 통해 비용 절감을 도모, 선제적 이익 방어가 가능하다는 사실을 이미 3분기 호실적을 통해 확인한 바 있다. 관건은 해외 지역 회복이다. 주요 지역인 1)중국 지역 매출 성장세와 세컨티어 가운데 유일한 선진국인 2)북미 지역 매출 턴어라운드에 따른 매출 성장 기대감은 여전히 유효하다는 판단이다.

투자의견 Buy, 목표주가 28,500원으로 커버리지 개시

제일기획에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 28,500원으로 커버리지를 개시한다. 국내 및 해외 실적 개선 사이클 진입이 기대되는 시점이다. 현 주가는 PER 16배 수준으로 모멘텀 대비 저평가되어 있다는 판단이다. 목표주가는 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화가 기대되는 2022년 지배주주순이익에 코로나 이전 과거 2개년(2018~2019년) 평균 P/E 17배를 적용해 산출했다. 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화를 가정한 2022년 실적 전망 근거는 1)국내외 디지털 광고 매출 성장, 2)코로나로 인한 유럽지역 비계열 물량 회복, 3)북미, 중국 지역 잠재 성장성에 기인한다.

Stock Data

KOSPI (11/20)		2,553.5 pt
시가총액		24,561 억원
발행주식수		115,041 천주
52 주 최고가/최저가		25,200 / 11,900 원
90 일 일평균거래대금		90.89 억원
외국인 지분율		31.8%
배당수익률(20.12E)		3.8%
BPS(20.12E)		8,773 원
KOSPI 대비	1 개월	-10.1%
	6 개월	-6.0%
	12 개월	-32.5%
주주구성	삼성전자 (외 6 인)	28.6%
	자사주 (외 1 인)	12.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	11.7%

Stock Price

Financial Data

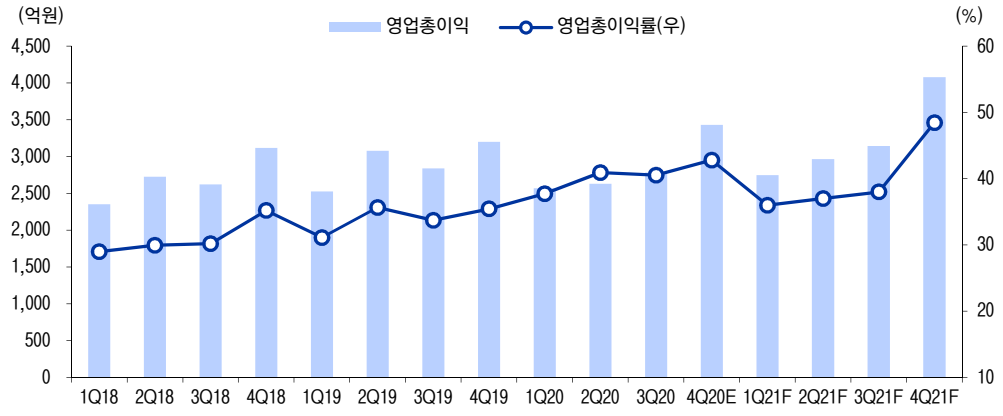
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	3,477.9	181.1	190.5	131.9	1,281	2.0	218.6	17.6	9.9	2.9	15.0
2019	3,421.7	205.8	209.8	139.5	1,363	6.4	237.7	17.6	10.2	2.9	15.1
2020E	2,813.2	209.1	206.2	145.8	1,419	4.1	240.8	15.0	9.2	2.4	14.7
2021E	3,235.2	239.4	248.5	170.5	1,663	17.2	271.7	12.8	7.9	2.2	16.0
2022E	3,623.4	268.7	275.7	192.1	1,871	12.5	301.4	11.4	7.0	2.0	16.5

자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

광고 시장, 2020년 3분기 기점으로 반등

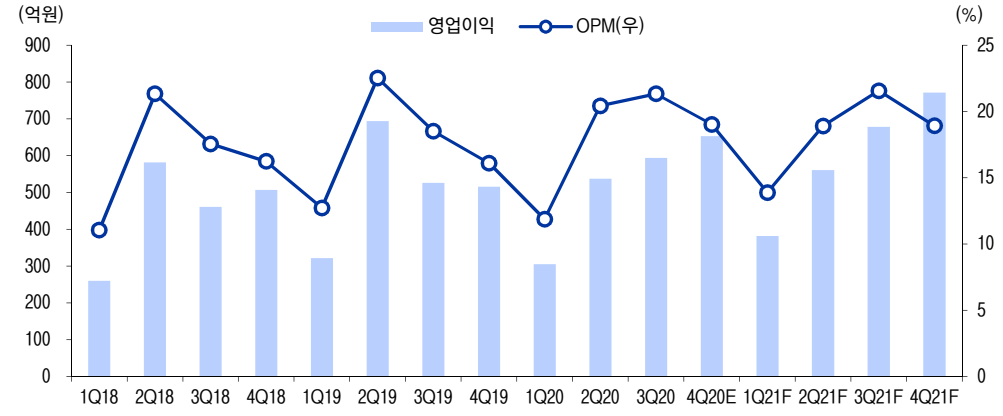
전사 3분기 영업총이익 2,785억원(-2.0% yoy), 영업이익 595억원(+12.9% yoy)기록했다. 전년동기대비 연결기준 영업총이익은 2% 역성장하였으나, 역성장 폭은 직전분기(-14.6%)대비 감소하는 모습이다. 코로나 19 글로벌 확산 영향으로 대내외 불확실성이 어느때보다 컸으나, 디지털 중심으로 회복세 보이며 실적 방어에 성공하는 모습이다. 1)디지털 주요 자회사인 평타이 등 순성장 전환, 2)디지털매체, 플랫폼, 이커머스 영역 확대, 3)디지털 중심으로 마케팅 증가하며, 디지털 비중은 2019년 39%에서 2020년 3분기 말 기준 43%로 4%p 증가했다. 국내, 북미 중심으로 외형실적 방어, 판관비 효율화(인건비, 경비 등)를 통해 수익성을 개선했다. 내실경영 노력으로 세전이익은 전년동기대비 7% 증가한 574억원, 당기순이익은 19% 증가한 422억원을 달성했다.

그림104 제일기획 분기별 영업총이익 추이



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 제일기획 분기별 영업이익 추이

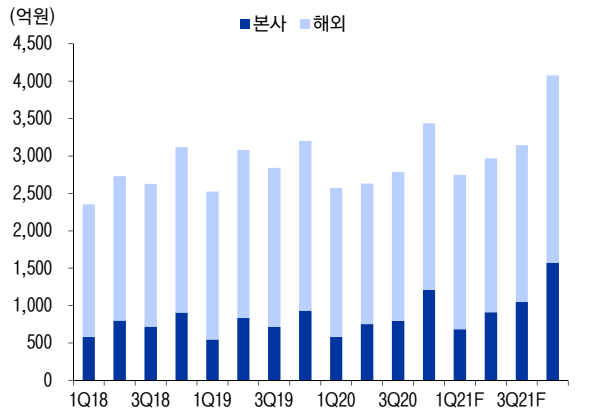


자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 본사는 코로나 영향권에서 서서히 벗어나는 중이다. 7월 말 기점으로 본사 매출 탑라인 회복세가 나타나고 있는 가운데, 1)하반기 삼성전자 신제품 출시 예정, 2)신제품 중심 광고 매체 집행 증가, 3)비계열사 광고 회복세로 3분기 본사 영업총이익은 795억원(+11.3% yoy)을 기록했다.

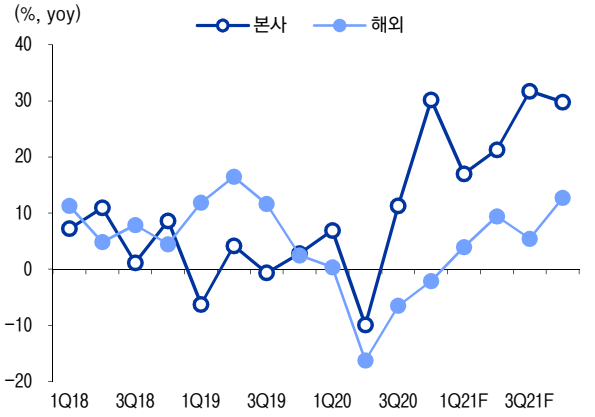
반면, 해외사업 부문 영업총이익은 1,990억원(-6.5% yoy)을 기록하며 전년말대비 해외 비중은 5%p 감소했다. 대면 마케팅 위주의 오프라인 행사와 BTL 물량 행사가 코로나로 인해 잇따라 취소되며, 계열 및 비계열 모두 둔화 되며 역성장을 기록했다. 지역별로 디지털 마케팅 중심으로 북미(+30.1% yoy)와 동남아(+5.0% yoy) 지역은 실적 방어했으나, 이외 지역은 역성장을 보였다. 북미 영업총이익은 계열과 비계열 모두 순성장하며 전년동기대비 30% 증가한 185억원을 기록했다. 동남아 지역은 디지털 대행 영역이 플랫폼, 신규 광고주 등 중심으로 증가하며 3분기 영업총이익 144억원을 달성했다. 반면, 유럽(-9.8% yoy)은 닷컴 등 주요 광고주의 디지털 플랫폼 부문은 전년 수준으로 방어했으나, BTL 물량이 감소하며 전년동기대비 약 10% 역성장했다. 중국(-2.1% yoy)은 2분기 개선된 소비심리가 일부 반영, 주요 광고주의 이커머스, 비계열 광고주 물량이 증가하며 전분기대비 역성장 폭을 축소하는 모습이다.

그림106 분기별 본사 및 해외자회사 영업총이익



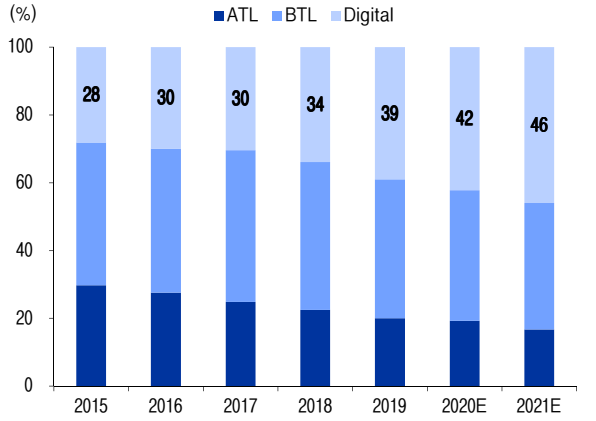
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 본사 및 해외자회사 영업총이익 증가율



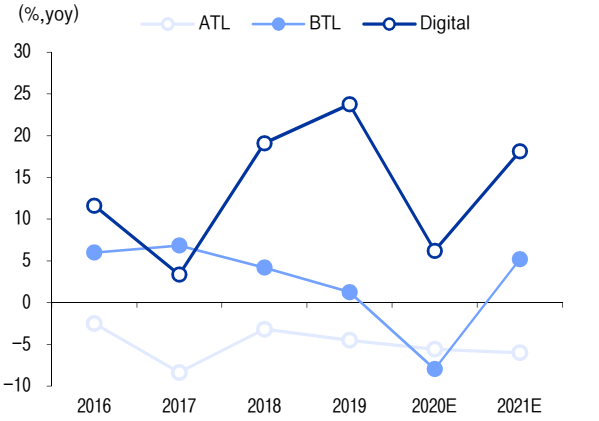
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 제일기획 서비스별 영업총이익 비중



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 디지털 사업 비중 확대 vs. ATL 비중 축소

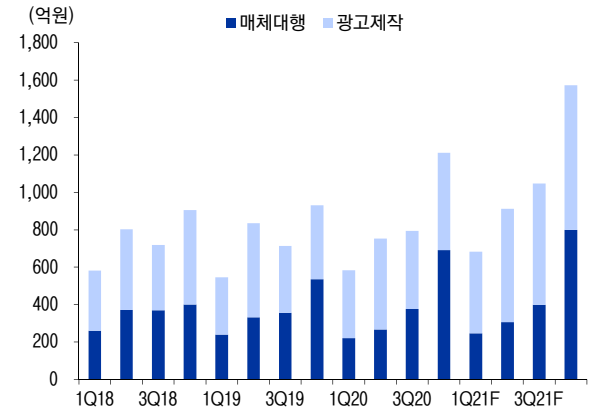


자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 4분기 & 2021년 전망 – 국내

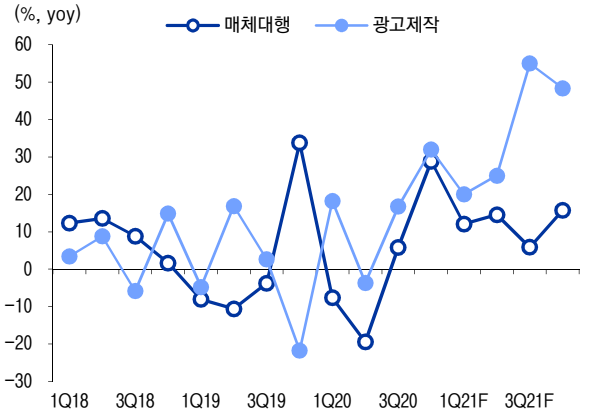
경기 변동에 민감한 광고업 특성 상, 코로나 영향이 직접적으로 가시화 되었던 2분기 저점으로 하반기 점진적 회복이 기대되는 시점이다. 동사의 전략 포인트는 '디지털 및 플랫폼 서비스'확장으로 디지털 전환 가속을 통해 클라이언트 마케팅을 대응해 왔다. 비용 측면에서도 대외 불확실성에 따른 비용 통제 도모로 코로나 불구, 선제적 이익 방어가 가능함을 3분기 호실적을 통해 확인시켜 준 바 있다. 4분기에도 코로나 장기화로 불확실성 지속되는 가운데 디지털 경제, 언텍트 트렌드는 지속될 것으로 예상한다. 동사는 최근 급변하는 환경 뉴노멀 경쟁력 갖추기 위해 biz connected로 진화 중에 있다. 디지털 기반 통합 솔루션을 통해 비용 절감을 도모하고 있다. 4분기는 광고 성수기 시즌과 맞물려 본사 영업총이익은 1,212억원(+30.2% yoy)을 기록할 것으로 예상한다. 3분기 매체대행 물량이 증가에 이어 4분기에도 집행 매체물량이 이어져 4분기 매체대행 영업총이익은 691억원(+28.9% yoy)을 달성할 것으로 추정한다.

그림110 분기별 본사 부문별 영업총이익



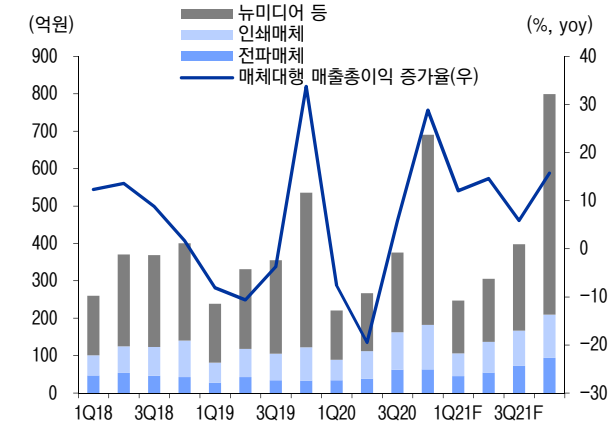
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 본사 매체대행 및 광고제작 증가율



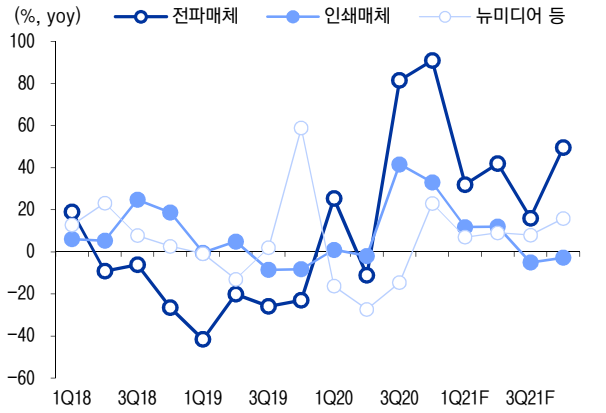
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 분기별 본사 부문별 영업총이익



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 뉴미디어 매체 중심으로 광고 집행 증가 예상



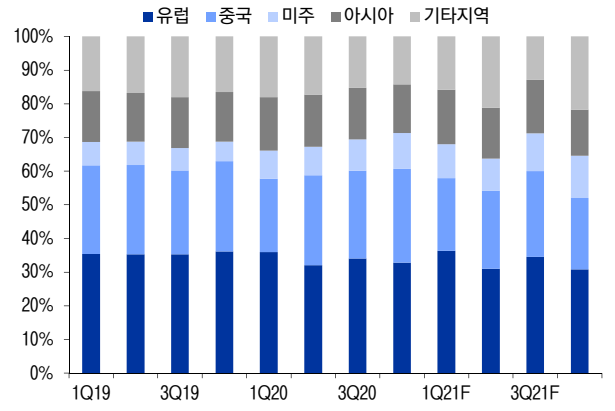
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 4분기 & 2021년 전망 – 해외

해외 연결자회사 4분기 영업총이익은 2,222억원(-2.1% yoy)으로 전년동기대비 역성장 지속할 것으로 예상하나, 3분기 기점으로 영업총이익 역성장 감소폭은 축소될 것으로 보인다. 4분기 및 2021년 해외 영업총이익 회복 요건은 상반기 부진했던 1)비계열사 회복 여부와 2)디지털광고 성장 가능성이다. 두 가지 측면에서 본다면 비계열사 회복세가 더딘 유럽과 디지털 광고 비중이 상대적으로 낮은 서남지역은 역성장 불가피하다는 판단이다. 반면, 주요 지역인 1)중국 지역 매출 성장세와 세컨티어 가운데 유일한 선진국인 2)북미 지역 매출 턴어라운드에 따른 매출 성장 기대감은 여전히 유효하다는 판단이다. 지역별로 유럽과 서남 지역을 제외한 중국, 북미 중심으로 4분기 신규 광고에 따른 매출 모멘텀 확대가 기대되는 시점이다.

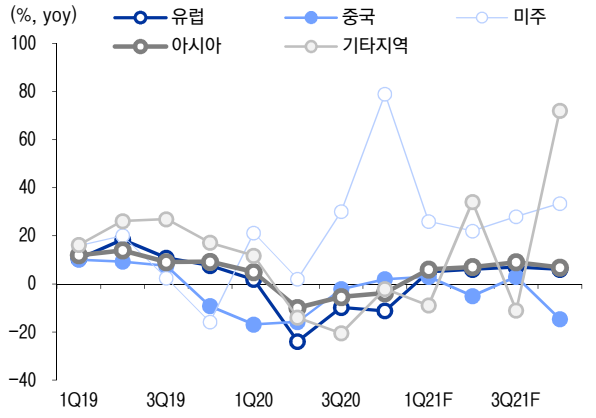
[중국] 코로나 영향에 3분기 영업총이익은 전년동기대비 2.1% 역성장했으나, 코로나 영향권에서 여타 지역 대비 비교적 빠르게 벗어나며 이커머스 매체 중심으로 회복세 시현하는 중이다. 리테일 매체가 역성장을 지속하고 있으나, 3분기 기점으로 1)코로나 완화되며 마케팅 재개에 돌입했으며, 2)중국 법인의 비계열 광고주 영입 등에 4분기 중국 영업총이익은 전년동기대비 2.0% 증가한 620억원으로 추정한다. 언텍트 마케팅 강화 분위기에 따라 이커머스 분야에서 대행 영역이 지속적으로 확대중이다. 디지털 미디어 사업도 지난 5월 인수한 회사와 함께 협력, 주요 광고주 마케팅 활동이 위축된 상황이나 2022년 북경 동계 올림픽 예정으로 분위기 반전, 신규 프로젝트 늘어날 것으로 기대되 4분기 순성장 가능해보인다.

그림114 해외자회사 지역별 영업총이익 비중



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 해외자회사 지역별 영업총이익 증가율

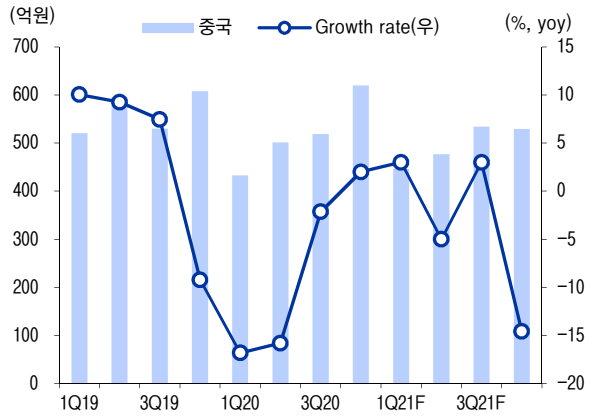


자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

[북미] 세컨티어 가운데 유일한 선진시장으로 잠재 성장성이 가장 높은 지역이다. 2019년 말 달라스 거점 설립 이후 북미 무선사업부 대상으로 통합캠페인 물량을 수주했다. 1)기저효과 낮은 가운데 2) 디지털 영역 사업확대, 3)비계열 광고 턴어라운드 예상에 4분기 영업총이익은 236억원(+79.0%, yoy)으로 견조한 실적을 기록할 것으로 추정한다.

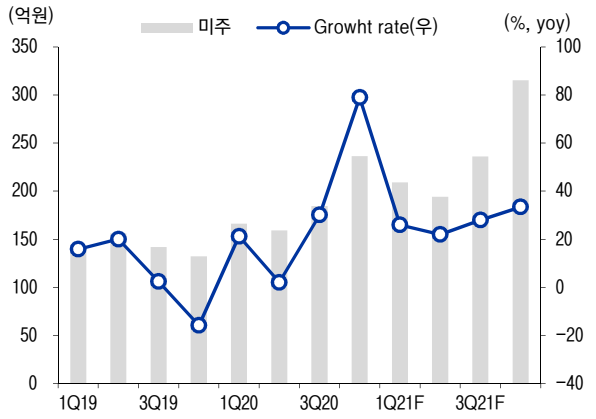
[유럽] 비계열 물량 회복이 4분기 및 2021년 매출 모멘텀 요인이다. 그러나, 코로나 재확산이 심화되는 가운데, 1)전년도 기고효과와 2)삼성전자 오프라인 물량 감소하며 아이리스 비계열 물량(80%) 회복이 지연되고 있는 상황으로 4분기 영업총이익은 729억원(-11.2%, yoy)으로 역성장 불가피 할 것으로 판단된다. 코로나 재확산 영향으로 닷컴, 미디어, 디지털 콘텐츠 등 다양한 디지털 통합 모색중이며, 비계열 광고주 적극 개발중에 있다.

그림116 중국 지역 분기별 영업총이익



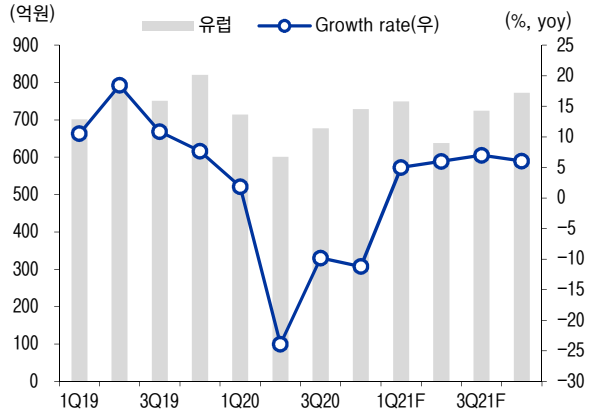
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 미주 지역 분기별 영업총이익



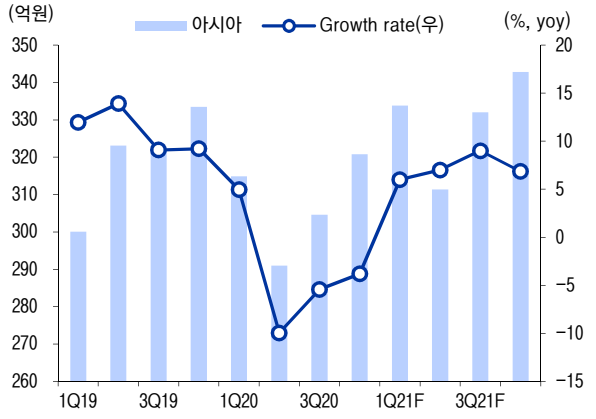
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 유럽 지역 분기별 영업총이익



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 아시아 지역 분기별 영업총이익



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 제일기획 부문별 실적 추정 Table

(단위: 억원,%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020E	2021E
영업총이익	**2,571**	**2,631**	**2,785**	**3,434**	**2,749**	**2,968**	**3,145**	**4,078**	**11,649**	**11,421**	**12,941**
YoY (%)	*1.8*	*-14.6*	*-2.0*	*7.3*	*6.9*	*12.8*	*12.9*	*18.8*	7.6	-2.0	13.3
QoQ (%)	*-19.7*	*2.3*	*5.9*	*23.3*	*-19.9*	*8.0*	*6.0*	*29.7*			
본사	584	753	795	1,212	683	913	1,047	1,573	3,027	3,344	4,217
매체대행	221	267	376	691	247	306	398	800	1,462	1,555	1,680
광고제작	363	486	419	521	436	607	649	774	1,565	1,789	2,536
해외	1,987	1,878	1,990	2,222	2,066	2,055	2,098	2,505	8,622	8,078	8,724
유럽	714	602	677	729	750	638	724	773	3,063	2,722	2,885
중국	433	502	519	620	446	477	535	530	2,255	2,074	1,987
미주	166	159	185	236	209	194	236	315	567	746	955
아시아	315	291	305	321	334	311	332	343	1,279	1,231	1,320
기타	359	324	305	316	327	435	271	544	1,458	1,304	1,577
YoY (%)											
본사	*6.9*	*-9.9*	*11.3*	*30.2*	*17.0*	*21.3*	*31.7*	*29.8*	*0.6*	*10.5*	*26.1*
매체대행	*-7.6*	*-19.5*	*5.8*	*28.9*	*12.1*	*14.6*	*5.9*	*15.8*	*4.4*	*6.3*	*8.1*
광고제작	*18.2*	*-3.7*	*16.7*	*32.0*	*20.0*	*25.0*	*55.0*	*48.4*	*-27.4*	*43.7*	*34.5*
해외	*0.4*	*-16.3*	*-6.5*	*-2.1*	*4.0*	*9.4*	*5.4*	*12.7*	*-3.8*	*20.1*	*2.0*
유럽	*1.9*	*-23.9*	*-9.8*	*-11.2*	*5.0*	*6.0*	*7.0*	*6.1*	*13.7*	*-2.5*	*5.0*
중국	*-16.8*	*-15.8*	*-2.1*	*2.0*	*3.0*	*-5.0*	*3.0*	*-14.6*	*-2.7*	*14.3*	*41.8*
미주	*21.2*	*2.0*	*30.1*	*79.0*	*26.0*	*22.0*	*28.0*	*33.4*	*10.3*	*-6.3*	*8.0*
아시아	*5.0*	*-9.9*	*-5.4*	*-3.8*	*6.0*	*7.0*	*9.0*	*6.9*	*11.7*	*-11.2*	*6.0*
기타	*11.7*	*-14.0*	*-20.5*	*-2.1*	*-9.0*	*34.1*	*-11.1*	*72.1*	*3.4*	*-8.0*	*-4.2*
영업이익	**305**	**538**	**594**	**654**	**382**	**562**	**679**	**772**	**2,058**	**2,091**	**2,394**
OPM(%)	**11.9**	**20.4**	**21.3**	**19.0**	**13.9**	**18.9**	**21.6**	**18.9**	**17.7**	**18.3**	**18.5**
YoY (%)	*-5.1*	*-22.5*	*12.9*	*26.8*	*25.1*	*4.4*	*14.2*	*18.1*	*13.6*	*1.6*	*14.5*
QoQ (%)	*-40.8*	*76.2*	*10.5*	*10.0*	*-41.6*	*47.1*	*20.9*	*13.7*			

자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

제일기획에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 28,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가와 동사 기업가치는 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화가 기대되는 2022년 지배주주순이익에 코로나 이전 과거 2개년(2018~2019SUS) 평균 P/E 17배를 적용해 산출했다. 코로나 영향권에서 벗어나 이익 정상화를 가정한 2022년 실적 전망 근거는 1) 국내외 디지털 광고 매출 성장, 2)코로나로 인한 유럽지역 비계열 물량 회복, 3)북미, 중국 지역 잠재 성장성에 기인한다.

표20 제일기획 Valuation

	2019	2020E	2021E	2022F	2023F
영업총이익	**11,649**	**11,421**	**12,941**	**14,602**	**16,002**
본사	3,027	3,344	4,217	4,744	5,060
매체대행	1,462	1,555	1,751	1,942	2,170
광고제작	1,565	1,789	2,466	2,802	2,890
해외	8,622	8,078	8,724	9,858	10,942
유럽	3,063	2,722	2,885	3,159	3,538
중국	2,255	2,074	1,987	2,106	2,254
미주	567	746	955	1,232	1,602
아시아	1,279	1,231	1,320	1,426	1,554
기타	1,458	1,304	1,577	1,935	1,995
영업이익	**2,058**	**2,091**	**2,394**	**2,687**	**2,953**
세전이익	**2,098**	**2,062**	**2,485**	**2,757**	**3,050**
지배주주귀속 순이익	**1,381**	**1,437**	**1,683**	**1,895**	**2,081**
적정시가총액	23,469	24,435	28,617	32,216	35,381
주식수(천주)	115,041	115,041	115,041	115,041	115,041
적정주가(원)	**204,008**	**21,240**	**24,876**	**28,004**	**30,755**
적정PER(배)	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS(원)	1,200	1,249	1,463	1,647	1,809

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제일기획 (030000)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,801.6	1,769.9	1,826.8	1,956.8	2,146.6
현금 및 현금성자산	367.8	408.1	308.8	366.3	395.1
매출채권 및 기타채권	1,184.9	1,104.6	1,230.8	1,291.1	1,435.5
재고자산	39.8	30.7	59.5	62.5	69.4
기타유동자산	209.1	226.4	227.6	236.9	246.5
비유동자산	370.5	482.9	472.4	477.8	485.8
관계기업투자등	18.7	19.5	42.2	43.9	45.7
유형자산	97.1	93.5	89.5	94.9	101.7
무형자산	158.5	161.9	165.4	156.6	148.6
자산총계	**2,172.1**	**2,252.8**	**2,299.2**	**2,434.6**	**2,632.4**
유동부채	1,165.7	1,098.2	1,086.8	1,133.7	1,221.7
매입채무 및 기타재무	609.5	593.1	592.2	621.3	690.7
단기금융부채	14.4	53.6	55.8	55.8	55.8
기타유동부채	541.9	451.5	438.8	456.6	475.1
비유동부채	113.5	197.7	194.7	197.9	201.3
장기금융부채	3.2	115.6	109.3	109.3	109.3
기타비유동부채	110.3	82.1	85.4	88.6	92.0
부채총계	**1,279.3**	**1,296.0**	**1,281.6**	**1,331.6**	**1,423.0**
지배주주지분	882.6	946.6	1,009.3	1,094.7	1,201.1
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
이익잉여금	1,142.9	1,195.8	1,256.4	1,341.7	1,448.2
비지배주주지분(연결)	10.2	10.2	8.3	8.3	8.3
자본총계	**892.8**	**956.8**	**1,017.6**	**1,103.0**	**1,209.4**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**3,477.9**	**3,421.7**	**2,813.2**	**3,235.2**	**3,623.4**
매출원가	2,395.1	2,256.7	1,671.1	1,941.1	2,163.2
매출총이익	**1,082.8**	**1,164.9**	**1,142.1**	**1,294.1**	**1,460.2**
판매비 및 관리비	901.7	959.1	932.9	1,054.7	1,191.4
영업이익	**181.1**	**205.8**	**209.1**	**239.4**	**268.7**
(EBITDA)	218.6	237.7	240.8	271.7	301.4
금융손익	8.9	3.2	-4.0	-3.7	-4.8
이자비용	0.8	5.6	11.0	19.1	20.6
관계기업등 투자손익	-0.3	0.1	2.1	13.9	8.5
기타영업외손익	0.7	0.8	-1.1	-1.0	3.3
세전계속사업이익	**190.5**	**209.8**	**206.2**	**248.5**	**275.7**
계속사업법인세비용	58.6	70.4	60.3	78.0	83.6
계속사업이익	131.9	139.5	145.8	170.5	192.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**131.9**	**139.5**	**145.8**	**170.5**	**192.1**
지배주주	129.7	138.1	143.8	168.4	189.5
총포괄이익	**126.8**	**148.4**	**145.8**	**170.5**	**192.1**
매출총이익률 (%)	31.1	34.0	40.6	40.0	40.3
영업이익률 (%)	5.2	6.0	7.4	7.4	7.4
EBITDA 마진률 (%)	6.3	6.9	8.6	8.4	8.3
당기순이익률 (%)	3.8	4.1	5.2	5.3	5.3
ROA (%)	5.9	6.2	6.3	7.1	7.5
ROE (%)	15.0	15.1	14.7	16.0	16.5
ROIC (%)	27.2	26.2	22.2	22.2	23.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**190.9**	**201.8**	**-1.9**	**168.6**	**148.4**
당기순이익(손실)	131.9	139.5	145.8	170.5	192.1
비현금수익비용가감	106.0	162.2	88.1	19.5	24.9
유형자산감가상각비	19.3	16.5	16.4	16.8	18.0
무형자산상각비	18.2	15.3	15.3	15.5	14.7
기타현금수익비용	2.2	-2.0	56.4	-12.8	-7.8
영업활동 자산부채변동	5.0	-38.8	-212.9	-21.5	-68.6
매출채권 감소(증가)	89.3	78.4	-124.1	-60.3	-144.4
재고자산 감소(증가)	-39.9	9.0	-28.6	-2.9	-7.0
매입채무 증가(감소)	-123.4	-42.6	-3.4	29.0	69.5
기타자산, 부채변동	78.9	-83.7	-56.7	12.8	13.3
투자활동 현금	**-57.1**	**-25.8**	**4.8**	**-28.0**	**-36.6**
유형자산처분(취득)	-19.3	-23.1	-19.4	-22.2	-24.8
무형자산 감소(증가)	-5.4	-2.6	-4.0	-6.7	-6.7
투자자산 감소(증가)	-17.4	0.1	37.0	8.0	2.3
기타투자활동	-15.0	-0.2	-8.8	-7.1	-7.4
재무활동 현금	**-93.8**	**-135.7**	**-101.9**	**-83.0**	**-83.0**
차입금의 증가(감소)	0.6	-37.5	-17.9	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-78.1	-78.5	-83.0	-83.0	-83.0
배당금의 지급	78.1	78.5	83.0	83.0	83.0
기타재무활동	-16.2	-19.8	-0.9	0.0	0.0
현금의 증가	**39.9**	**40.3**	**-99.3**	**57.5**	**28.8**
기초현금	327.9	367.8	408.1	308.8	366.3
기말현금	367.8	408.1	308.8	366.3	395.1

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	17.6	17.6	15.0	12.8	11.4
P/B	2.9	2.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.9	10.2	9.2	7.9	7.0
P/CF	10.9	9.2	10.5	12.9	11.3
배당수익률 (%)	3.4	3.4	3.8	3.8	3.8
성장성 (%)					
매출액	3.0	-1.6	-17.8	15.0	12.0
영업이익	15.7	13.6	1.6	14.5	12.3
세전이익	15.2	10.2	-1.7	20.6	10.9
당기순이익	2.7	5.8	4.6	16.9	12.7
EPS	2.0	6.4	4.1	17.2	12.5
안정성 (%)					
부채비율	143.3	135.4	125.9	120.7	117.7
유동비율	154.5	161.2	168.1	172.6	175.7
순차입금/자기자본(x)	-48.4	-34.7	-24.3	-28.0	-28.3
영업이익/금융비용(x)	230.8	36.5	19.1	12.6	13.1
총차입금 (십억원)	18	169	165	165	165
순차입금 (십억원)	-432	-332	-247	-309	-342
주당지표(원)					
EPS	1,281	1,363	1,419	1,663	1,871
BPS	7,672	8,229	8,773	9,515	10,441
CFPS	2,068	2,622	2,034	1,652	1,886
DPS	770	820	820	820	820

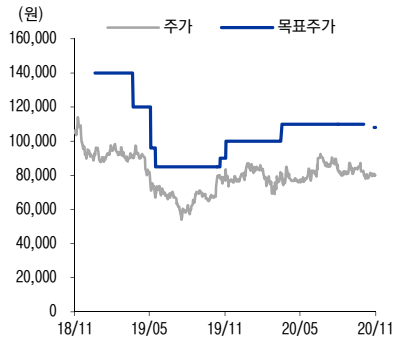
주: IFRS 연결 기준
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

디앤씨미디어 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
2020.11.23	신규	안진아									
2020.11.23	Buy	46,000									

스튜디오드래곤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

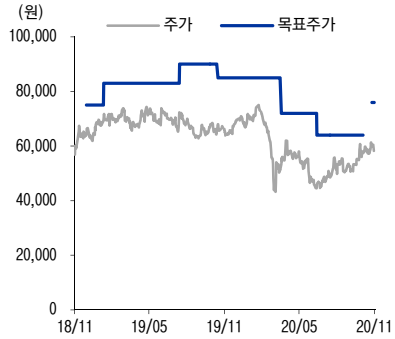
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.01.08	Buy	140,000	-29.8		-34.0						
2019.04.10	Buy	120,000	-18.9		-26.2						
2019.05.23	Buy	96,000	-21.7		-24.5						
2019.06.04	Buy	85,000	-5.8		-21.1						
2019.11.08	Buy	90,000	-7.3		-12.9						
2019.11.22	Buy	100,000	-13.0		-20.7						
2020.04.06	Buy	110,000	-15.9		-25.0						
2020.10.22		커버리지제외									
2020.11.23	신규	안진아									
2020.11.23	Buy	108,000									

CJ ENM 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
2018.11.21	Buy	330,000	-29.1		-36.0						
2019.02.11	Buy	300,000	-18.7		-26.6						
2019.05.29	Buy	260,000	-26.3		-35.3						
2019.11.08	Buy	220,000	-27.5		-30.2						
2020.01.13	Buy	200,000	-17.8		-29.4						
2020.03.13	Buy	150,000	-1.9		-19.2						
2020.10.22		커버리지제외									
2020.11.23	신규	안진아									
2020.11.23	Buy	185,000									

이노션 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
2018.12.18	Buy	75,000	-7.2		-11.4						
2019.01.29	Buy	83,000	-10.5		-15.6						
2019.08.02	Buy	90,000	-19.9		-25.9						
2019.11.04	Buy	85,000	-11.8		-22.9						
2020.04.06	Buy	72,000	-13.9		-25.3						
2020.07.02	Buy	64,000	-4.2		-17.1						
2020.10.22		커버리지제외									
2020.11.23	신규	안진아									
2020.11.23	Buy	76,000									

제일기획 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
2019.02.01	Buy	30,000	-0.5		-13.1						
2019.07.23	Buy	35,000	-19.9		-28.7						
2020.01.10	Buy	32,000	-25.2		-33.1						
2020.03.10	Buy	28,000	-32.3		-40.6						
2020.06.25	Buy	24,000	-15.8		-26.4						
2020.07.31	Buy	26,000	-12.9		-22.9						
2020.10.22		커버리지제외									
2020.11.23	신규	안진아									
2020.11.23	Buy	28,500									

Compliance Notice

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

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	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)