

Sector
Update

양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

한주기

Analyst

jooki88.han@samsung.com
02 2020 7789

AT A GLANCE

스튜디오드래곤 (253450 KS, 116,300 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 140,000원 (20.4%)

제이콘텐트리 (036420 KS, 6,550 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 8,200원 (25.2%)

아프리카 TV (067160 KS, 35,500 원)

SELL

HOLD

BUY

목표주가: 45,000원 (26.8%)

Netflix (NFLX US, 381.43 달러)

iQiyi (IQ US, 26.910달러)

2018. 10. 4

미디어 (OVERWEIGHT)

스트리밍 시대의 서막

- 방송에서 스트리밍으로 구조적 재편이 가속화되는 단계. 승자와 패자의 운명이 극명하게 엇갈릴 전망으로, 승자인 뉴미디어에 베팅할 시점.
- 미국을 중심으로 한 글로벌 미디어 시장은 Netflix를 필두로 IT 공룡들까지 뛰어들면서 OTT 서비스가 빠르게 확산되고 있으며, 기존 방송 사업자는 M&A 등을 통해 대응 중.
- 중국은 이미 스트리밍이 방송 생태계를 압도하고 있음. iQiyi를 비롯한 주요 OTT 기업은 콘텐츠로 사업 영역을 확장하며 시장을 장악하는 과정.
- 국내는 플랫폼에서 아프리카TV 외에 마땅한 대안이 없음. 다만 콘텐츠 업체는 도약의 기회로 드라마 제작사(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리)와 엔터테인먼트 업체에 주목.

WHAT'S THE STORY

구조적 재편의 시작: 방송에서 스트리밍으로 서비스의 근간이 바뀔에 따라, 산업의 본질적인 부분까지 변화가 미치고 있다. 인터넷 기반의 단일 시장으로 통합되는 동시에, 과금 기반으로 전환되면서 규모가 팽창하고 있는 것이다. 또한 플랫폼과 콘텐츠를 모두 장악한 지배적 사업자가 출현 중이다. 스트리밍 시대는 아직 서막에 불과하며, 승자와 패자의 운명이 극명하게 엇갈릴 전망이다. 승자인 뉴미디어에 베팅할 시점이다.

미국, 미디어 빅뱅: 미국 미디어 시장에서 관찰되는 거대한 움직임은 뉴미디어의 진격과 기존 사업자의 고민으로 요약할 수 있다. 스트리밍 서비스가 새로운 경쟁의 축으로 대두됨에 따라, Netflix를 필두로 IT 공룡들까지 시장에 공격적으로 뛰어들면서 OTT 서비스가 빠르게 확산되고 있다. 반면 코드커팅으로 시장 위축이 가시화됨에 따라 Disney를 비롯한 기존 미디어 사업자는 M&A 등을 통한 대응 전략을 마련 중이다.

중국, 뉴미디어의 질주: 방송 생태계가 확고하게 자리를 잡은 선진 시장과 달리, 중국은 방송과 스트리밍 서비스가 짧은 격차를 두고 성장을 본격화하였다. 특히 저작권이 확립되지 않은 단계에서 OTT 서비스를 통해 콘텐츠가 제약 없이 유통됨에 따라, 스트리밍이 이미 방송 생태계를 압도하고 있다. iQiyi를 비롯한 주요 OTT 기업은 플랫폼에서 콘텐츠로 사업 영역을 확장하며 전체 미디어 시장을 장악하는 과정에 있다.

한국, 플랫폼 부재 vs 콘텐츠 도약: 국내는 방송 중심의 산업 환경이 표면적으로 유지되고 있으나, 소비 패턴은 이미 스트리밍으로 이동하고 있다. 현재로서는 플랫폼에서 아프리카TV 외에 마땅한 대안이 없으나, 통신사는 로컬 OTT 영역에서 잠재력이 있다. 반면 콘텐츠 기업은 글로벌 플랫폼을 통한 도약의 기회를 맞이한 상황으로, 드라마 제작사(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리)와 엔터테인먼트 업체에 주목한다.



이 리포트를 읽어야 하는 이유?

현실을 직시할 시점이다. 실시간 방송은 생명력이 다했다. 스트리밍 방식은 접근성, 편의성 등 모든 면에서 방송을 압도한다. 그럼에도 많은 사업자와 투자자는 분명한 사실을 애써 외면하고 있다. 그러나 미국, 중국을 비롯한 해외 시장은 격변하고 있으며, 이를 통해 한국 시장에서 곧이어 드러날 현실을 엿볼 수 있다.

삼성 vs 마켓

스트리밍은 실시간 방송의 보완재가 아니라 대체재이다. 하지만 현재 미디어 기업의 주가에는 스트리밍 서비스가 미칠 파괴력이 과소평가되어 있다. 시장 예상보다 방송 생태계에 속한 기업의 도태 속도는 더욱 빠를 것이며, 스트리밍 기업의 성장은 보다 가파를 것이다.

- **방송 생태계, 사상누각(沙上樓閣):** 코드커팅이 나타나는 해외 시장과 달리 국내는 IPTV가 여전히 성장하고 있다. 그러나 케이블 가입자 이탈에 따른 것으로, 코드커팅은 한국 역시 예외가 아니다. 방송광고 시장은 타성으로 유지되고 있을 뿐이다. 현재 3.1조원의 시장 규모에는 시청자가 실시간 방송을 떠나고 있는 실제 현실이 반영되어 있지 않다.
- **한국 콘텐츠, 도약의 기회:** Netflix, YouTube와 같은 뉴미디어 플랫폼은 콘텐츠 경쟁력 강화와 가입자·과금 확대의 선순환을 통해 가파른 성장을 이어갈 것이며, 현재는 아직 그 초입에 불과하다. 다만 이를 위해서는 완성도 높은 콘텐츠가 필요하며, 아시아 시장에서 높은 경쟁력을 갖춘 국내 드라마 제작사와 엔터테인먼트 업체는 이러한 측면을 만족시켜줄 것이다.

섹터 내 투자전략

방송 생태계에 속한 전통 미디어보다는 뉴미디어 기업에 집중할 필요가 있다. 국내 콘텐츠에서는 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, 와이지엔터테인먼트를, 플랫폼에서는 아프리카TV를 선호한다.

- **스튜디오드래곤:** 국내 정상의 드라마 제작사이다. 높은 콘텐츠 완성도에 기반해 Netflix를 통한 판매 확대와 더불어, 중국 OTT 플랫폼에 대한 판매 재개 역시 모멘텀 요인이다.
- **제이콘텐트리:** JTBC 채널의 경쟁력에 기반해 선두 업체를 빠르게 추격하고 있는 국내 top 2 드라마 제작사이다. 제작 편수 확대가 예상되는 반면, 시가총액 측면에서는 스튜디오드래곤에 크게 못미치기 때문에 중장기 관점에서 격차를 좁혀나갈 예정이다.
- **와이지엔터테인먼트:** 주요 아티스트의 공백으로 경쟁사에 비해 시가총액이 뒤쳐져 있다. 그러나 내년 하반기 빅뱅의 활동 재개가 예정되어 있으며, 다른 아티스트 라인업 역시 전체 팬층을 대상으로 영향력이 높다.
- **아프리카TV:** 상반기 월드컵, 아시안게임을 비롯한 이벤트가 지나가면서 주가의 모멘텀은 다소 약해진 상황이다. 그러나 아이템 매출 확대를 통한 성장성은 여전한 가운데, valuation 매력은 높아졌다는 판단이다.

투자의견 및 목표주가

기업	투자의견	P/E (배)		목표주가 (원)	Upside (%)
		2018E	2019E		
스튜디오드래곤	BUY	81.8	48.9	140,000	20.4
제이콘텐트리	BUY	37.2	35.1	8,200	25.1
와이지엔터테인먼트*	Not Rated	106.4	40.3	n/a	n/a
아프리카TV	BUY	20.1	15.9	45,000	26.8

참고: * 컨센서스 기준

자료: Fnguide, 삼성증권 추정

Contents

1. 방송에서 스트리밍으로	p3
2. 미국의 미디어 빅뱅	p11
3. 중국, 뉴미디어의 질주	p20
4. 한국, 콘텐츠에서 기회를	p28
5. 기업 분석	p42

미디어 산업의 본질적 변화

I. 방송에서 스트리밍으로

미디어가 스트리밍 형태로 진화함에 따라 산업의 구조적 재편이 진행 중이다. 결론적으로는 소수의 지배적인 사업자 위주로 과금 모델에 기반해 미디어 시장을 팽창시키며 큰 성장을 누릴 것이다. 과거 방송 시장과 다른 승자독식 구조로서 산업 변화에 적응하지 못한 기업은 도태가 불가피하다.

Summary

산업의 구조적 재편: 미디어 산업은 전파를 통한 방송을 거쳐 인터넷 기반의 스트리밍 형태로 진화하고 있다. 스트리밍 서비스는 시간과 공간의 제약을 넘는 미디어 소비 환경을 제공함으로써 기존 방송 서비스를 압도하고 있다. 이에 따라 산업의 본질적인 부분까지 영향이 나타나고 있는데, 주요한 변화는 다음과 같다.

- **글로벌 미디어 플랫폼의 등장:** 방송 미디어 시장은 국가별로 파편화된 형태를 유지해왔다. 그러나 스트리밍 환경에서는 인터넷의 속성 상 글로벌 규모의 서비스 출현이 필연적이다. YouTube는 이미 개인 미디어 시장을 개척하면서 독보적인 입지를 구축하였다. Netflix로 대표되는 글로벌 OTT 사업자 역시 강력한 콘텐츠를 기반으로 전세계 시장에 침투하면서 기존 파편화된 시장을 자신의 플랫폼으로 통합하고 있다.
- **광고에서 과금 기반으로:** 기존 미디어 시장은 사실 광고 산업의 부산물에 가깝다. 하지만 스트리밍 서비스는 콘텐츠에 대해 직접 과금을 하기 때문에, 콘텐츠에 대한 투자가 서비스 경쟁력 제고를 통해 보다 높은 과금으로 이어지는 선순환이 나타난다. 과금이 일반화된 북미 미디어 시장에서 관찰할 수 있듯이, 이러한 선순환은 시장의 급속한 팽창으로 이어질 가능성이 높다.
- **콘텐츠-플랫폼의 수직 통합:** 미디어 산업에서 수직 통합은 강력한 시너지를 발생시킨다. 미국 정부는 시장실패를 막기 위해 이를 규제해왔으나, 스트리밍 시장에서는 콘텐츠와 플랫폼의 결합이 다시 나타나고 있다. OTT 플랫폼은 자체 콘텐츠 확보를 통한 가입자 유입에 집중하고 있으며, 가입자 기반이 큰 플랫폼일수록 양적·질적 측면에서 우월한 콘텐츠를 제공하기 때문에 후발 사업자와의 격차가 벌어질 수 밖에 없다.

승자와 패자의 엇갈릴 운명: 스트리밍 시대는 아직 서막에 불과하다. 현재는 서비스 보급기에 해당하며, 향후에도 가격 인상을 통한 성장기가 이어질 것이다. 다만 기존 방송과 달리 소수의 사업자가 전체 시장을 장악하는 승자독식 구조의 가능성이 높다. 시장을 적극적으로 개척한 주도적 사업자만이 살아남을 것이며, 변화에 적응하지 못한 사업자는 도태가 불가피하다.

1. 미디어 산업의 구조적 재편 (transformation)

필름, 전파를 거쳐
스트리밍으로 진화

미디어 산업은 인터넷 기반의 스트리밍으로 수렴하고 있다. 1930년대 미디어는 필름 형태의 영화에서 전파 형태인 방송으로 진화하였다. 이에 따라 상영관에서만 접할 수 있던 영상 미디어가 집안으로 침투하면서 공간의 제약을 극복하였다. 그리고 다시 양방향성을 갖춘 스트리밍 서비스가 등장하면서, 미디어는 또 한번의 진화 과정을 겪고 있다. 원하는 콘텐츠를 아무 때나 재생함으로써 실시간 방송이 가졌던 시간의 제약이 사라졌으며, 스마트 기기를 통해 집안에서 손안으로 영역을 확장하면서 공간의 제약을 다시 한번 뛰어넘은 것이다. 스트리밍 방식은 접근성, 편의성 등 모든 면에서 방송을 압도하기 때문에 대체가 불가피하며, 이처럼 서비스의 근간이 바뀌에 따라 산업의 본질적인 부분까지 영향이 나타나고 있다.

(1) 글로벌 미디어 플랫폼의 등장

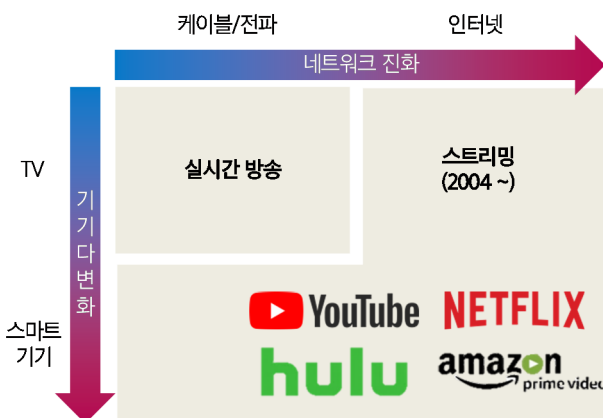
YouTube에 이어서
Netflix 글로벌 시장에 등장

스트리밍 서비스로 인해 지금까지 존재하지 않았던 전세제인을 대상으로 하는 미디어 플랫폼이 등장하고 있다. 인터넷의 속성 상 글로벌 규모의 서비스 출현은 필연적이다. Google, Facebook, Uber, Airbnb 등 미국에서 시작된 수많은 인터넷 서비스는 이미 글로벌 시장으로 영역을 확장하고 있다. 미디어 역시 다르지 않다. 2005년 등장한 YouTube는 동영상 공유라는 전혀 새로운 형태의 개인 미디어 시장을 개척하면서 글로벌 플랫폼으로 독보적인 입지를 구축하였다. 2009년 출시된 Netflix의 스트리밍 서비스 역시 영화·드라마와 같은 보다 고도화된 콘텐츠를 제공하는 플랫폼으로서, 미국 시장을 넘어 2016년부터 본격적인 해외 진출을 통해 또 하나의 글로벌 미디어 플랫폼으로 성장하고 있다.

파편화된 시장에서
단일 시장으로

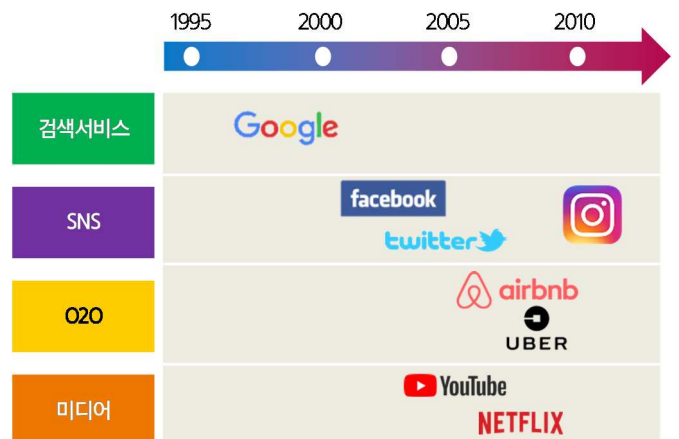
특히 Netflix는 글로벌 미디어 시장 재편을 통해 지배적인 사업자로 부상하고 있다. 지금까지 미디어 산업은 국가별로 파편화된 형태를 유지해왔다. 방송 서비스의 사회적·공익적 측면과 함께 공공자원인 주파수를 사용하는 관계로 국가 차원에서 산업을 관리해왔기 때문이다. 향후에도 보도와 같은 민감한 영역은 국가 별로 독자적인 형태를 유지할 가능성이 높지만, 엔터테인먼트 목적의 미디어 영역은 인터넷을 통해 서서히 글로벌 시장에 편입되고 있다. Netflix로 대표되는 글로벌 OTT 사업자는 강력한 콘텐츠를 기반으로 전세계 시장에 침투하면서, 기존 파편화된 시장을 자신의 플랫폼으로 통합하는 과정에 있다.

그림 1. 미디어, 스트리밍으로 진화



자료: 삼성증권

그림 2. 인터넷에서 글로벌 플랫폼 출현은 필연적



자료: 삼성증권

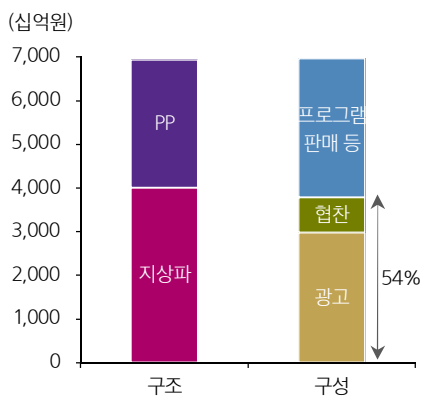
(2) 광고 기반에서 과금 기반으로

방송 시장은 주로
광고 산업에 기반

방송 시장은 사실 광고 산업의 부산물에 가깝다. 국내 방송 콘텐츠 시장은 7조원 규모인데, 이중 절반 이상을 차지하는 3.8조원이 광고를 통해 발생한다. 프로그램 사용료, VoD 판매와 같은 과금 기반 매출 비중은 최근 빠르게 성장하였지만 여전히 30% 수준이다. 해외 시장도 상황은 크게 다르지 않다. 일본 역시 지상파 사업자 매출의 44%가 광고 수익이며, 협찬을 포함하면 그 이상이다. 다시 말하면 TV에서 방송되는 뉴스·드라마·예능 등의 콘텐츠는 대부분 프로그램 앞뒤 또는 중간에 붙는 광고를 시청하는 대가로 제공된다는 의미이다. 이에 따라 국가별 미디어 시장은 대부분 광고 시장의 규모를 결정하는 인구 수와 GDP 규모에 비례하여 형성되어 있다.

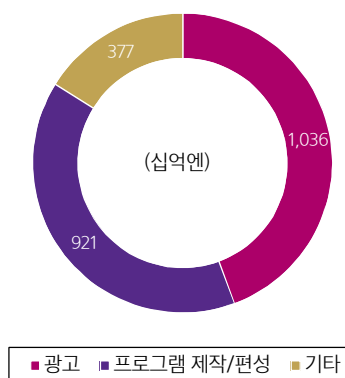
다시 말하면 전세계 시청자 대부분은 광고를 보는 대가로 방송 콘텐츠를 거의 공짜로 소비하고 있으며, 동시에 광고 시청에 한계가 있기 때문에 시장이 일정 규모 이상 성장할 수 없음을 의미한다. 그러나 Netflix와 같은 OTT 서비스는 유료 형태로 이용자가 콘텐츠에 대해 직접 지불을 하기 때문에, 가격 인상을 통해 광고 기반 미디어 시장을 뛰어넘는 규모로 시장 팽창이 가능하다. 유료방송 서비스를 통해 과금 구조가 형성된 미국 미디어 시장에서 이를 확인할 수 있다.

그림 3. 국내 방송시장 매출 구조



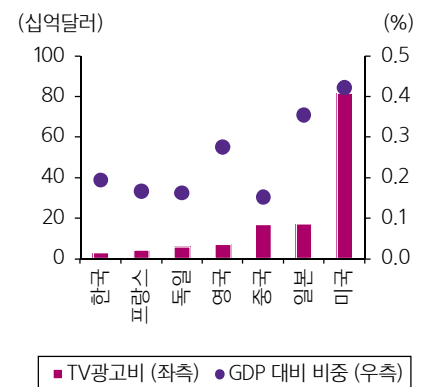
참고: 2016년 기준
자료: 방송통신위원회, 삼성증권

그림 4. 일본 지상파 역시 광고 위주



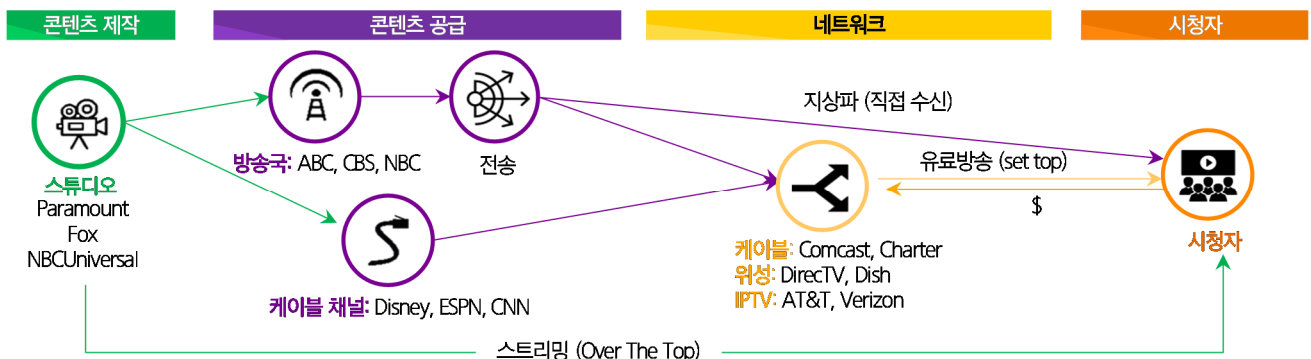
참고: 2017년 기준
자료: Dentsu

그림 5. 국가별 TV광고 시장 규모



참고: 2017년 기준
자료: 방송통신위원회, Warc, Dentsu, IMF, 삼성증권

그림 6. 미국 미디어 시장 구성

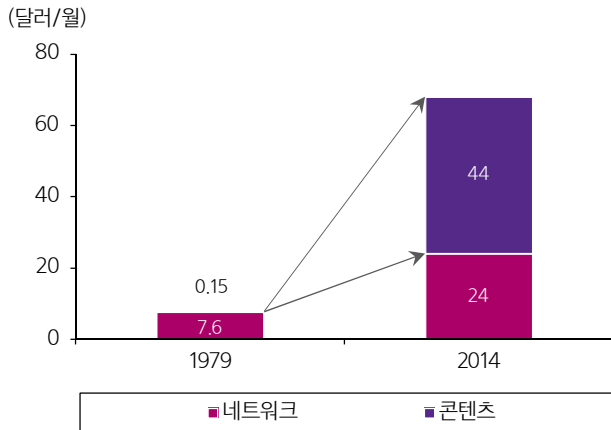


자료: RCN, 삼성증권

미국 시장은
과금 기반으로 형성

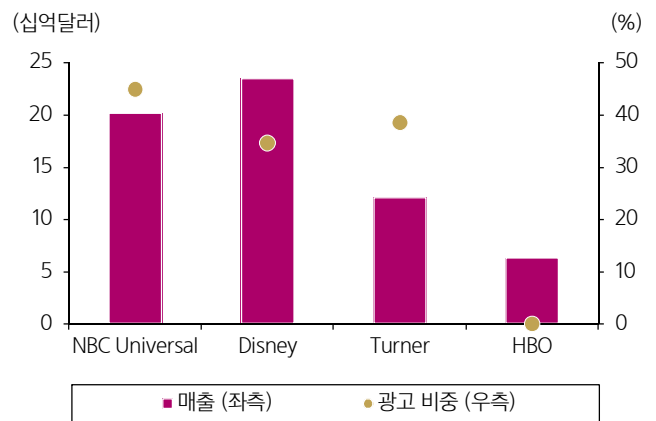
미국은 소비자 과금에 기반한 특수한 구조의 미디어 시장을 가지고 있다. 이는 유료방송 보급률이 높아진 상황에서 콘텐츠 사업자들이 케이블 사업자(SO)에게 끊임없이 프로그램 사용료 인상을 요구한 결과이다. 소비자에게 지속적으로 부담이 전가됨에 따라 미국의 유료방송 서비스 가격은 평균 50달러 이상으로 전세계에서 유례없이 높은 가격에 형성되어 있다. 즉 미국 미디어 시장은 거대한 TV 광고 시장에 소비자에 대한 과금 시장이 이어 더해지면서, 인구와 GDP를 감안하더라도 다른 국가에 비해 월등히 큰 규모를 이루고 있다.

그림 7. 가구당 케이블 요금 구성 변화



자료: MCTV

그림 8. 방송 매출 내 광고 비중

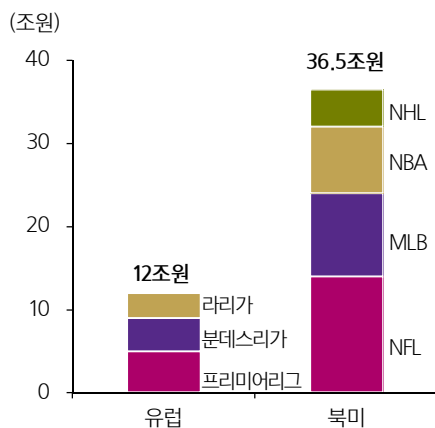


참고: Disney는 Media Network 부문만 포함 자료: 각 사, 삼성증권

과금 시장은
강력한 선순환 효과 유발

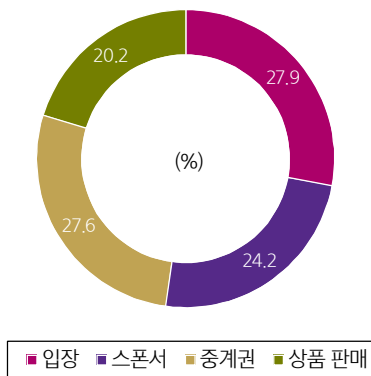
과금과 광고 기반 미디어 시장의 규모 차이는 스포츠 산업에서 극명히 드러난다. 프리미어 리그를 비롯한 유럽 축구 리그가 전세계에서 가장 많은 팬을 가지고 있음에도 불구하고, 막상 시장 규모는 미국 스포츠 리그에 비하면 1/3 수준에 불과하다. 이는 유럽 축구 리그의 중계권료가 대부분 광고 수익에 기반해 책정되는 반면, 미국 미디어 시장은 소비자에 대한 직접 과금이 가능하기 때문에 광고 수익을 넘어서는 수준으로 성장하였기 때문이다. 미국 ESPN 채널의 가격은 월 6달러에 달하는 것으로 파악되는데, 이는 소비자가 지불한 비용이 높은 연봉을 통해 재능이 뛰어난 선수와 감독을 불러들이고, 향상된 경기력이 보다 높은 과금을 이끌어내는 선순환이 반복된 결과이다.

그림 9. 주요 스포츠 리그 규모



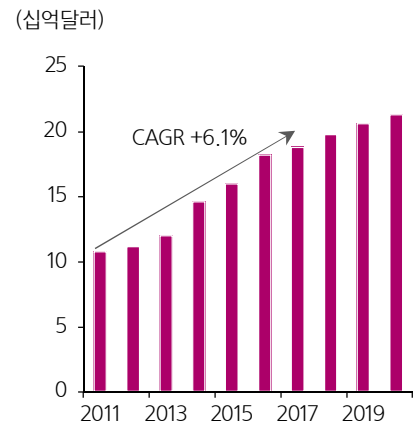
참고: 2016/17 시즌 기준 자료: Forbes, Deloitte

그림 10. NFL 매출 구성



참고: 2017년 기준 자료: PwC

그림 11. 북미 연간 스포츠 중계료 추이

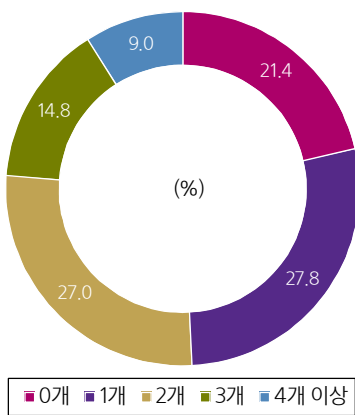


자료: PwC

글로벌 미디어 시장의 팽창

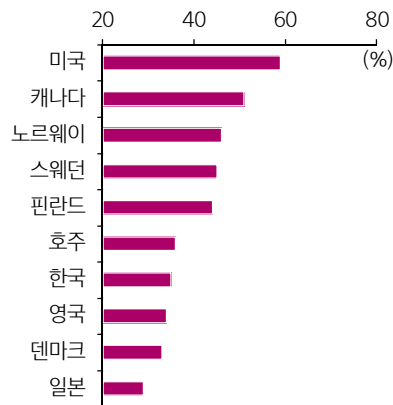
미국에 국한되었던 과금 기반의 미디어 시장이 글로벌로 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 앞서 북미 스포츠 시장에서 살펴보았듯이, 선순환 구조를 통한 시장 확대가 글로벌 규모로 나타날 수 있음을 의미하기 때문이다. 미국 시청자는 케이블·IPTV·위성을 비롯한 유료방송 서비스에 이미 많은 돈을 지불하고 있지만, 추가로 Netflix와 같은 스트리밍 서비스를 이용하는 비중이 59%를 넘어서고 있다. 미국에 이어 유럽, 아시아와 같은 해외 시장에서도 스트리밍 서비스 이용률은 지속 상승하고 있으며, 이는 전세계적으로 미디어 산업이 광고의 굴레를 벗어나 과금 기반으로의 전환을 통해 팽창하고 있음을 의미한다. Netflix는 이미 가격을 지속적으로 인상하고 있는데, 이는 가입자 기반의 확대와 함께 선순환 구조를 더욱 강화시키는 과정이다.

그림 12. 북미, 다수의 OTT 서비스 이용



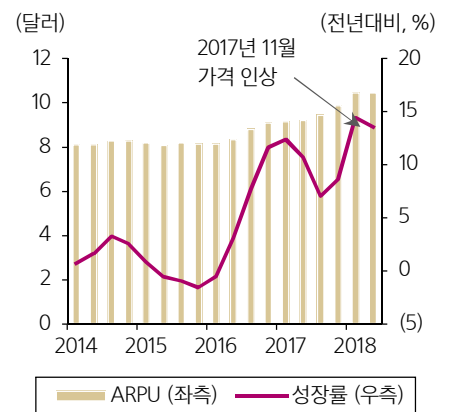
자료: Limelight Networks

그림 13. 스트리밍 서비스 이용 비율



자료: Strategy Analytics

그림 14. Netflix, 지속적인 가격 인상 중



자료: Netflix, 삼성증권



(3) 콘텐츠 - 플랫폼의 수직 통합

1930년대 미국,
상영관-영화제작 수직 통합

미디어 산업에서 수직 통합은 강력한 시너지를 발생시킨다. 이를 확인하기 위해서 1930~40년대 미국 영화 시장을 살펴볼 필요가 있다. 1927년 <재즈 싱어>를 시작으로 유성영화 시대가 본격화되기 시작했는데, 당시는 제작 장비가 굉장한 고가였기 때문에 소수의 스튜디오 중심으로 영화 제작이 이루어졌다. 이후 영화 산업의 폭발적인 성장과 함께 스튜디오 간 인수합병으로 더욱 대형화된 영화사들은 극장 체인을 인수하면서 수직 통합을 이루게 된다. 제작부터 상영까지 가치사슬(value chain) 전체를 통제하게 된 영화사들은 감독, 배우, 작가와의 장기 계약으로 완성도 높은 콘텐츠를 확보함과 동시에 상영관 시설에 대한 투자로 관객의 스튜디오 브랜드 자체에 대한 충성도를 상승시켰다. 이처럼 콘텐츠와 플랫폼의 수직적 결합으로 진입장벽이 높아짐에 따라, 대형 스튜디오 시스템에 기반한 미국 영화 산업은 황금기를 누릴 수 있었다.

하지만 미국 공정거래위원회(FTC)가 독과점 이슈를 제기하면서 스튜디오 시스템은 해체 단계를 맞이한다. 미국 정부는 영화 스튜디오가 상영관 소유와 배우, 제작인력과의 장기 계약을 통해 영화의 흥행 수익과 인적 자원을 독점한다는 점을 문제 삼았다. 이후 1949년 미국 대법원은 7개 스튜디오의 상영관에 대한 전체 지분 매각을 선고하였고, 1957년까지 제작사와 상영관 사이의 모든 결합이 사라지게 되었다. 이후 미국 영화 산업은 현재의 형태를 갖추게 되었는데, 경쟁 심화로 더 이상 상영관 확보가 용이하지 않고, 배우·감독의 몸값이 높아지면서 제작사의 입지는 축소되었다. 또한 콘텐츠 완성도를 통한 브랜드 구축보다는 개별 작품의 흥행에 중점을 두면서 질적 측면까지 쇠퇴하였다는 평가도 일부 존재한다.

표 1. 1930년대 영화관: Roxy Theatre

Roxy Theatre	
	
위치	뉴욕
개관일	1927년 03월 11일
좌석수 (석)	5,920 - 6,214
특이사항	Roxy Symphony Orchestra 보유

자료: Cinema Treasures

표 2. 할리우드 황금기 영화

The Jazz Singer (1927)	Gone with the Wind (1939)	The Wizard of Oz (1939)	
			
제작사	워너브라더스	Selznick	MGM
배급사	워너브라더스	MGM, 워너브라더스	MGM
비고	세계 최초의 장편 유성 영화	아카데미 9개 부문 수상	세계기록유산 등재

자료: IMDB

표 3. 미국의 독점규제법

Sherman Antitrust Act	
도입	• 1890년 7월 2일
내용	<ul style="list-style-type: none"> • 거래를 제한하거나 독점을 위한 모든 계약이나 공모를 규제 • 법무부 반독점국 전속 관할 • 법령 해석을 법원에 위임하는 형식 • 합리의 원칙(rule of reason) 적용, 모든 거래 제한이나 독점이 위법한 것이 아니라 불합리한 거래 제한이나 독점화만을 위법으로 판단

자료: 삼성증권 정리

미국의 독점규제법과 영화 산업 - Paramount 사례

Federal Trade Commission v. Famous Players-Lasky Corporation (1930)

미 정부와 Paramount의 반독점 소송은 1921년 시작되었다. 1921년 8월 미국 연방거래위원회(FTC)는 영화사 Famous Players-Lasky(Paramount의 전신)에 영화를 일괄 판매(block booking) 방식으로 배급하여 원치 않는 작품까지 함께 판매하였다는 이유로 소를 제기하였다. 미 정부가 승소한 뒤 일괄 판매는 사라지는 듯 했으나, 1930년대 대공황 시대에 루즈벨트 정부는 영화 산업의 발전을 위해 노동조합 도입을 전제로 관련 법령을 무효화 하였다.

United States v. Paramount Pictures (1948)

대공황의 시기가 지난 뒤, 1938년 루즈벨트 정부는 Paramount, RKO, Paramount, Warner, 20th Century Fox 등 8개사를 영화 산업을 독점화하고 거래를 제한하려 했다는 혐의로 기소하였다. 영화관을 소유한 스튜디오가 수익성 있는 작품 상영을 독점했으며, 배우·스태프와 장기 계약을 맺어 뛰어난 인력을 독점하여 독립 제작사를 불공평하게 차별했다는 혐의였다. 세계2차대전 발발로 인해 소송이 지연되다가, 결국 1948년 대법원은 영화계의 반발에도 불구하고 대형 영화사에 영화관 지분을 처분하라 명령하였다. 이에 따라 스튜디오들은 1951년까지 영화관 지분을 처분해야만 했고, 일괄 판매 방식 역시 전면 금지되었다.

표 4. 영화 배급 방식

배급 방식

일괄 판매 (Block booking)	<ul style="list-style-type: none"> • 영화사가 독립 극장사업자에게 특정기간 동안 제작되는 모든 작품의 상영권을 일정 금액에 양도하는 배급 방식 • 흥행성 높은 A급 작품과 함께 B급 작품까지 동시에 판매 할 수 있어 스튜디오에게 영화관에 대한 우월적 지위 부여
자유 판매 (Free booking)	<ul style="list-style-type: none"> • 개별 영화의 상품성, 경쟁력을 기반으로 영화 배급 • 극장 확보와 수익성을 위해 양질의 영화를 만들어야 할 필요성

자료: 삼성증권 정리

2013년, Netflix의 위대한 도전

Netflix 오리지널 시리즈의 매력

1930년대 영화 산업을 자세히 다룬 이유는 최근 OTT 서비스가 당시와 동일한 전략을 되풀이하고 있기 때문이다. 특히 Netflix는 콘텐츠를 구입·제공하는 플랫폼으로서 서비스를 시작했지만, 지속적인 콘텐츠 가격 인상에 따라 비용 부담에 직면하고 있었다. 그러던 중 2013년 <House of Cards>를 시작으로 자체 콘텐츠 제작에 뛰어들게 된다. 소비자에 대한 노출을 최대한 높여야 수익을 극대화할 수 있는 콘텐츠 사업의 특성을 감안하면, 단일 플랫폼만을 위해 독자 콘텐츠를 제작하는 것은 대단히 위험한 전략이다. 그러나 오리지널 시리즈는 높은 완성도에 기반해 큰 호응을 이끌면서 가입자 유입을 가속화시켰으며, Netflix는 독자 콘텐츠에 대한 투자를 더욱 확대하고 있다. 즉 Netflix는 플랫폼에서 시작해 과거 할리우드 대형 스튜디오와 마찬가지로 콘텐츠와의 수직적 결합을 강화하고 있는 것이다.

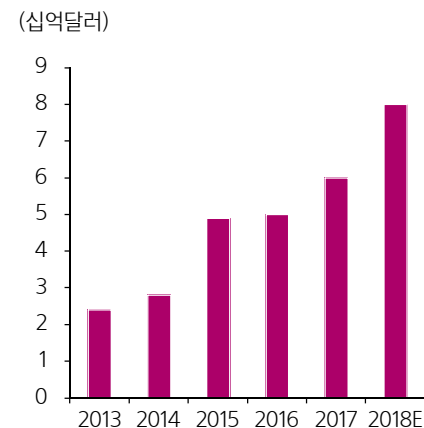
스트리밍 환경에서 콘텐츠와 플랫폼의 결합이 발생시키는 시너지는 훨씬 더 강력하다. 이는 한 장의 영화표로 하나의 영화를 보는 것과 달리, SVOD(subscription video-on-demand) 서비스에 가입하면 누적된 콘텐츠를 모두 시청할 수 있기 때문이다. 예를 들어 Netflix는 현재 1.2억명이 넘는 가입자로부터의 현금흐름으로 매년 수 조원 규모의 콘텐츠 비용을 집행하기 때문에, 누적된 콘텐츠 가치는 가파르게 쌓여가며, 이는 더 많은 신규 가입자 유입으로 이어진다. 소비자 입장에서 보면 같은 돈을 지불하더라도 가입자 기반이 넓은 서비스가 양적·질적 측면에서 우월한 콘텐츠를 제공하게 되며, 시간이 지날수록 후발 사업자와의 격차는 벌어지게 되는 것이다.

표 5. Netflix Original Series 제작비

제작	제목	회당 제작비 (백만달러)
Netflix	House of Cards	4.5
	Orange Is the New Black	4.0
	Sense 8	9.0
	Stranger Things	5.0
	Daredevil	4.0
HBO	Game of Thrones	8.0
ABC	Modern Family	3.5
	Once Upon a Time	4.5
Amazon	Transparent	3.5

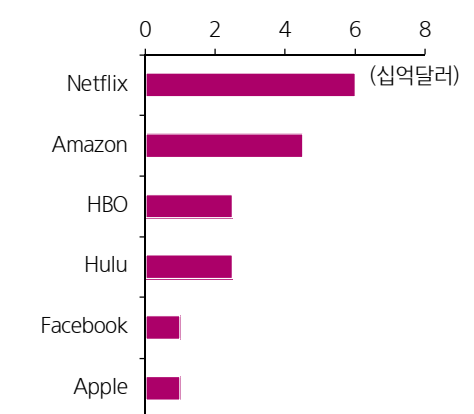
자료: 각 사, 삼성증권 정리

그림 15. Netflix: 연간 콘텐츠 비용



자료: Netflix, 언론 보도

그림 16. Netflix: 콘텐츠 비용 격차



참고: 2017년 기준
자료: 각 사, 언론 보도

스트리밍 시대는 여전히 서막에 불과

엇갈릴 승자와 패자의 운명

요약하면 스트리밍 기반 미디어 시장에서는 소수의 지배적인 사업자 위주로 과금 모델에 기반해 미디어 시장을 팽창시키며 큰 성장을 누릴 것이다. 현 시점은 여전히 스트리밍 시대의 서막에 불과하다. Netflix의 가파른 성장에 뒤이어 IT 공룡들과 로컬 사업자들도 시장에 뛰어들면서 서비스 보급이 본격화되는 단계이다. 보급기 이후에는 가격 인상을 통한 성장기가 이어질 것이다. 다만 가치 사슬(value chain) 상에 여러 업체가 공존하는 기존 방송 시장과 달리, 스트리밍은 소수의 사업자가 전체 시장을 장악하는 승자독식 구조의 가능성이 높다. 따라서 시장을 적극적으로 개척한 주도적 사업자만이 살아남을 것이며, 변화에 적응하지 못한 사업자는 도태가 불가피하다.

Contents

1. 방송에서 스트리밍으로	p3
2. 미국의 미디어 빅뱅	p11
3. 중국, 뉴미디어의 질주	p20
4. 한국, 콘텐츠에서 기회를	p28
5. 기업 분석	p42

IT 공룡 vs 기존 미디어

II. 미국의 미디어 빅뱅

미국 시장에서 관찰되는 거대한 움직임은 뉴미디어의 진격과 기존 사업자의 고민으로 요약할 수 있다. 스트리밍 서비스가 새로운 경쟁의 축으로 대두됨에 따라, Netflix를 필두로 IT 공룡들까지 시장에 공격적으로 뛰어들면서 OTT 서비스가 빠르게 확산되고 있다. 반면 코드커팅으로 시장 위축이 가시화됨에 따라 Disney를 비롯한 기존 미디어 사업자는 M&A 등을 통한 대응 전략을 마련 중이다.

Summary

IT 공룡들, 과금 미디어 시장으로: Netflix가 개척한 SVoD 사업모델이 미디어 스트리밍 시장을 선도하고 있다. Netflix는 콘텐츠 경쟁력 강화와 가입자 규모 확대의 선순환으로 과거 케이블에 기반해 미국 미디어 업체가 누렸던 수혜를 재현하고 있다. Netflix의 선례에 이어 Google, Amazon, Apple과 같은 미디어 공룡이 차례로 산업에 진입하고 있으며, 과금 기반으로 영상 미디어와 함께 음원과 커머스까지 제공하는 통합 서비스로 시장이 진화하고 있다.

- **Amazon, 커머스와 시너지:** Amazon Prime 멤버십은 월 13달러로 e-커머스 무료배송과 함께 영상·음악 스트리밍 서비스를 제공한다. 현재 멤버십 가입 규모는 1억명 수준으로 파악되며, 미디어 콘텐츠에 대한 투자 확대를 통해 가입자 유입을 가속화하고 있다. Amazon의 사업 모델은 커머스 플랫폼을 통해 추가 매출을 이끌어낼 수 있다는 강점을 가진다.
- **Apple, 음악을 타고 미디어로:** 애플뮤직 가입자는 Spotify에 이어 글로벌 2위 음원 스트리밍 플랫폼으로 올라섰다. 하지만 Apple은 음원을 넘어 미디어 플랫폼으로의 사업영역 확대를 계획하고 있다. 올해 콘텐츠 비용으로 10억달러의 예산을 책정하고 오리지널 시리즈를 제작 중이다. 구체적인 서비스 형태는 밝혀지지 않았으나, 애플뮤직에 연계된 영상 플랫폼 등장이 예상된다.

미디어 사업자의 대응 전략: 기존 미디어 생태계가 위협 받고 있다. 현재 미국 시장에서 OTT 이용률은 60%를 넘어선 상황으로, 코드커팅과 케이블 요금의 다운셀링이 가시화되고 있다. 코드커팅의 여파가 프로그램 사용료를 주주이익원으로 하는 콘텐츠 사업자까지 확대되면서, 미디어 사업자들은 각자 대응 전략을 강구하는 모습이다.

Disney, OTT 시장 직접 진출: 영업이익의 47%를 차지하는 방송·케이블 사업 실적이 둔화되고 있다. 이를 타개하기 위해 Disney는 OTT 플랫폼에 직접 진출하는 전략을 실행 중이다. 지난 4월 스포츠 전용 OTT 서비스인 ESPN+를 출시하였다. 내년에는 자체 영화·드라마 콘텐츠를 탑재한 OTT 플랫폼을 출시할 계획이다. 21세기 폭스의 영화·TV 사업 부문 인수는 해당 OTT 서비스의 콘텐츠 경쟁력을 강화하려는 전략으로 판단된다. Disney가 갖춘 월등한 콘텐츠 라이브러리를 감안하면, 출시할 자체 플랫폼의 완성도와 운용 전략에 주목할 필요가 있다.

IT 공룡 vs 미디어

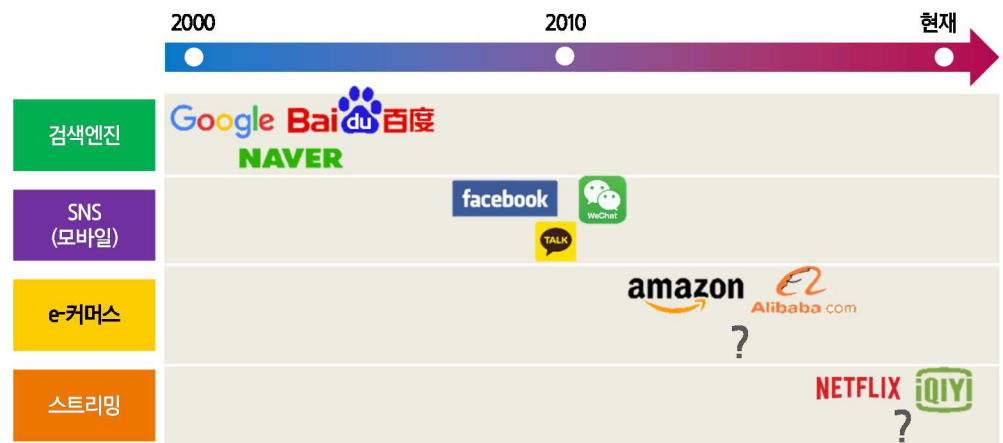
미국 시장에서는 최근 미디어 산업을 둘러싸고 심상치 않은 일들이 벌어지고 있다. Netflix의 가파른 성장에 뒤이어, Amazon, Apple과 같은 IT 공룡들까지 콘텐츠 제작 경쟁에 뛰어들고 있다. 다른 한편으로는 대규모 M&A를 통해 통신과 콘텐츠라는 새로운 조합이 생겨나는가 하면, 미디어 업체 간에도 합종연횡이 나타나고 있다. 이러한 일련의 거대한 움직임은 1) 스트리밍에 기반한 뉴미디어 시장의 확대와 2) 이에 맞서는 기존 미디어 사업자의 대응으로 요약된다.

(1) 뉴미디어의 진격

미디어 스트리밍으로
경쟁의 축 이동

인터넷 산업에서는 기술 진화에 따라 경쟁 패러다임의 변화가 관찰되는데, 현재는 미디어가 새로운 경쟁의 축으로 떠오르고 있다. 2000년대 인터넷 초창기 '검색엔진'을 두고 벌어진 치열한 경쟁은 Google의 승리로 마무리되었다. 이어진 2010년대 모바일 인터넷 보급기에 경쟁의 축은 'SNS'로 옮겨왔으며, 수많은 플랫폼 중에서 Facebook이 주도권을 가져갔다. 몇 해 전부터는 'e-커머스'를 거쳐, 네트워크 고도화에 따라 스트리밍 형태의 미디어 소비가 급격히 증가함에 따라 경쟁의 축이 '미디어 스트리밍'으로 이동하는 모습이다.

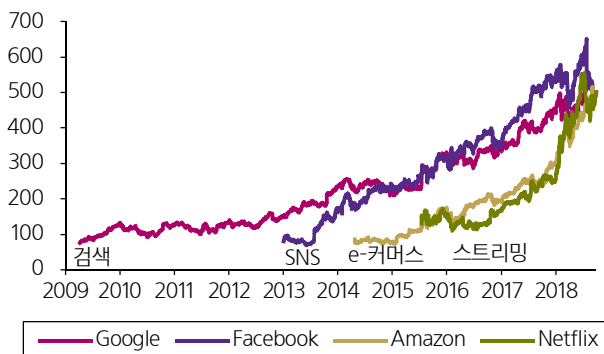
그림 17. 인터넷 산업, 경쟁의 축 변화



자료: 삼성증권

그림 18. 미국 FANG 주가 추이

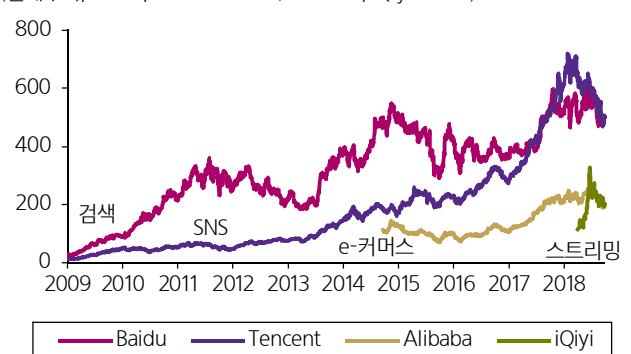
(현재주가 = 500)



자료: 삼성증권

그림 19. 중국 BAT (+ iQiyi) 주가 추이

(현재주가, Baidu, Tencent = 500 / Alibaba, iQiyi = 200)



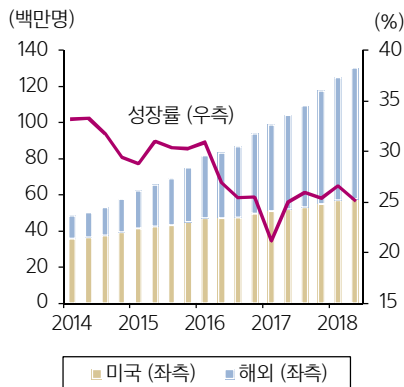
자료: 삼성증권

미디어 스트리밍 Boom

Netflix의 선례를 따라
IT 공룡들 입성

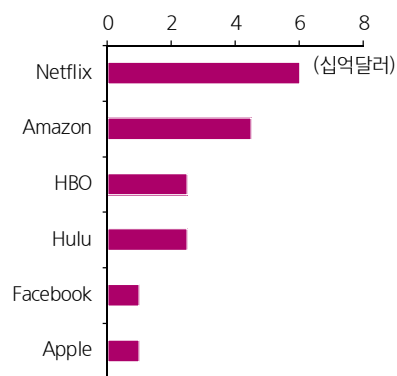
Netflix가 개척한 SVoD(Subscription Video-on-Demand) 형태의 OTT 사업모델이 미디어 스트리밍 시장을 선도하고 있다. SVoD는 유료 가입할 경우 콘텐츠를 무제한 이용할 수 있는 방식으로, Netflix의 경우 콘텐츠 경쟁력 강화가 가입자 규모 확대에 이어지면서 가파른 성장을 이어가고 있다. SVoD 방식의 적용과 함께 통합 서비스를 구축하는 움직임이 나타나고 있다. Amazon Prime은 커머스 및 미디어를 결합한 형태로 무료배송과 비디오·음원 스트리밍 서비스를 모두 제공하며, 자체 콘텐츠에 대한 지출을 매년 확대하고 있다. Google 역시 YouTube Red를 통해 음원 스트리밍과 통합된 형태로 광고에서 과금 기반 서비스로의 전환을 시도하고 있다. Apple 역시 Apple Music을 통해 음원 스트리밍 사업에 진출한 데 이어, 약 1조원의 콘텐츠 투자를 통해 내년 미디어 시장 진입을 예고한 상황으로 비디오와 음원이 결합된 형태의 서비스가 예상된다.

그림 20. Netflix, 가파른 가입자 성장세



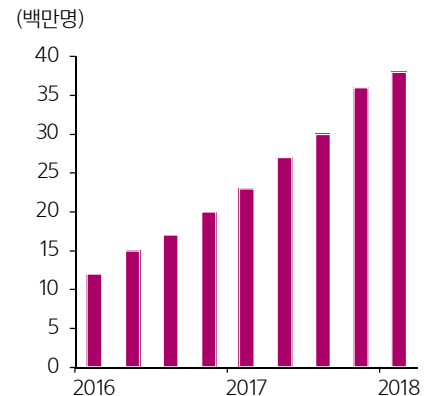
자료: Netflix

그림 21. IT 공룡의 콘텐츠 투자 확대



참고: 2017년 기준 자료: 각 사, 언론 보도

그림 22. Apple Music 가입자 추이



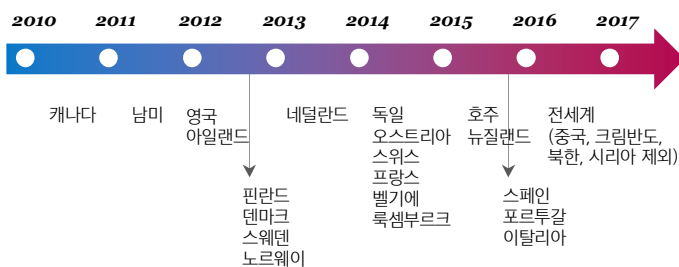
자료: Apple, 삼성증권

Netflix (NFLX US) - 뉴미디어 시장의 선구자

시장 확대를 통한
확실한 수혜 예상

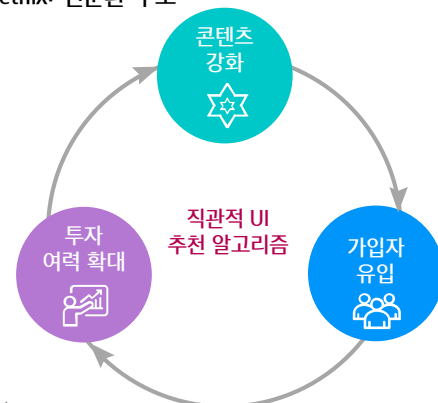
북미 시장에서 압도적인 점유율을 확보한 Netflix는 2011년부터 선제적인 글로벌 시장 진출을 통해 2분기 말 기준으로 전세계에서 1.3억명의 가입자를 확보하고 있다. 이에 기반해 올해 8조원 이상의 과감한 콘텐츠 투자를 계획하고 있으며, 제고된 콘텐츠 경쟁력이 가입자 유입 강화로 다시 이어지는 선순환 구조가 지속되고 있다. 이에 따라 후발 사업자와의 격차는 더욱 벌어질 가능성이 높다. 이미 글로벌 뉴미디어 시장에서 지배적인 입지를 구축한 상황으로 급속한 시장 팽창을 통한 수혜를 누릴 가능성이 높다고 판단된다.

그림 23. Netflix: 글로벌 진출



자료: Netflix

그림 24. Netflix: 선순환 구조



자료: 삼성증권

Amazon (AMZN US) - 커머스와 시너지가 강점

스트리밍 서비스로
멤버십 가입 유도

스트리밍 서비스를 멤버십 가입자를 확대하기 위한 목적으로 활용하고 있다. 멤버십 프로그램인 Amazon Prime은 연 119달러(또는 월 13달러)에 무료배송을 비롯해 스트리밍 서비스 등을 제공하는데, 멤버십 가입 시 지속적인 물품 구매를 통해 Amazon 생태계에 편입될 가능성이 높기 때문에 Amazon은 가입자 기반 확대에 집중하고 있다. 현재 Amazon Prime 가입자 규모는 1억명 수준으로 파악되며, 스트리밍 서비스를 위한 콘텐츠 비용을 연간 4.8조원까지 상승시켰음을 감안하면 가입자 유입 효과가 분명히 나타나고 있는 것으로 판단된다.

스트리밍 서비스뿐 아니라 커머스 플랫폼을 통해 추가적인 매출을 이끌어낼 수 있다는 측면에서 Amazon의 전략은 강점을 가진다. 이에 따라 Amazon Prime은 북미 시장에서 트래픽 기준으로 Netflix와 Hulu에 이어 3위 SVOD 플랫폼에 해당한다. 다만 커머스 서비스가 9개 국가에 국한되어, 글로벌 가입자 유치 측면에서는 Netflix에 비해 한계를 가지는 것이 사실이다.

표 6. Amazon Prime 서비스

분야	혜택
진출 국가	<ul style="list-style-type: none"> 미국, 캐나다, 일본, 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아, 인도, 멕시코
배송	<ul style="list-style-type: none"> 무료 배송 2일 내 배송 (약 8천개 도시에서는 당일 배송) 생필품 2시간 내 배송 서비스
쇼핑	<ul style="list-style-type: none"> Whole Foods (5% 할인 및 배달) Alexa 음성 쇼핑
콘텐츠	<ul style="list-style-type: none"> 프라임 비디오 (영화, 드라마 및 오리지널 시리즈) 프라임 뮤직 (Echo 기기에서 음악 재생) Twitch Prime (실시간 게임 스트리밍) Audible (오디오북 무료 제공) Kindle (E-book 무료 제공)

자료: Amazon, 삼성증권

표 7. Amazon Prime 주요 콘텐츠

Bosch (2014)	Transparent (2014)
	
	Golden Globe 수상 (2015)
Mozart in the Jungle (2014)	The Man in the High Castle (2015)
	
Golden Globe 수상 (2016) Emmy Award 수상 (2016, 2017)	Emmy Award 수상 (2016)

자료: Amazon, 삼성증권 정리

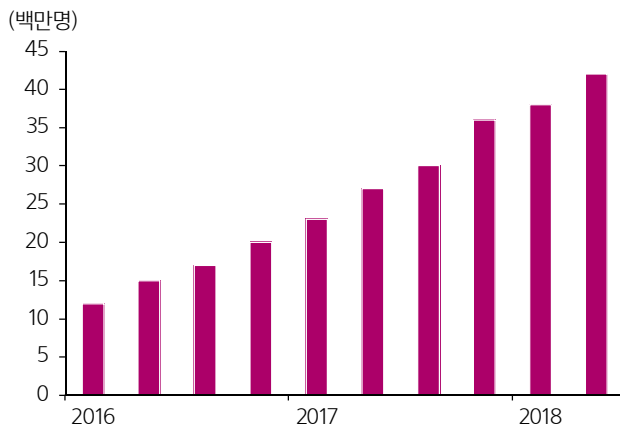
Apple (AAPL US) - 애플뮤직에 이어서 미디어로

음악 스트리밍에 이어
동영상 콘텐츠로 확장 중

2015년 6월 출시한 애플뮤직의 가입자는 올해 4월 4천만명을 돌파하면서, Spotify에 이어 글로벌 2위 음원 스트리밍 플랫폼으로 올라섰다. 또한 서비스 차별화의 목적으로 가수가 신곡 공개와 같은 팬과의 소통을 가능하게 하는 SNS 기능(Connect)을 제공하고 있으며, 'Planet of the Apps', '카풀 카라오케(Carpool Karaoke)' 등 음악 관련 콘텐츠를 추가하였다.

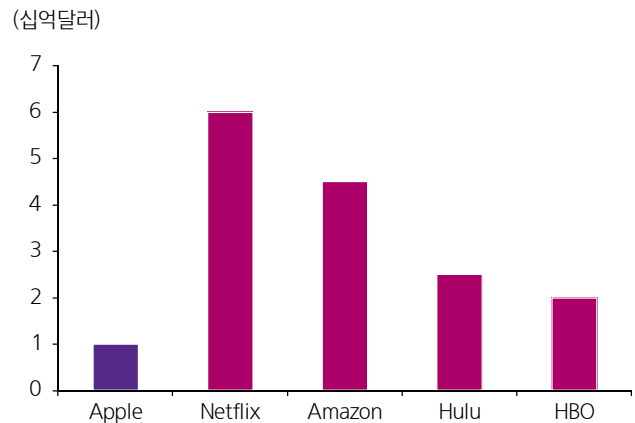
음악을 넘어서 작년 6월에는 2018년 콘텐츠 비용으로 10억달러의 예산을 책정하고 오리지널 시리즈를 제작하겠다는 계획을 발표하였다. 작년부터 유명 감독 및 배우와 'Amazing Stories', 'Central Park' 등 콘텐츠 제작 계약을 체결하고 이르면 2019년 초 제공을 목표로 하고 있으나, 구체적인 서비스 제공 형태는 밝혀지지 않았다. 다만 비디오 스트리밍 서비스 시장 진입이 상대적으로 낮은 편으로, 선두사업자인 Netflix 등과의 콘텐츠 비용 격차는 상당히 큰 편이다.

그림 25. Apple Music 분기별 유료가입자 추이



자료: Apple, 삼성증권

그림 26. 경쟁사 콘텐츠 비용과는 큰 격차



참고: 2017년 기준, Apple은 2018년 전망
자료: 각 사, 삼성증권

표 8. Apple 자체제작 오리지널 콘텐츠

작품	내용	진행 상황
Amazing Stories	• 1980년대 방송되던 TV 시리즈 리부트	스티븐 스필버그 감독과 계약 편당 제작비 약 500만 달러
Central Park	• 뮤지컬 코미디 애니메이션	제작 예정
Home	• 여행 다큐멘터리	제작 예정
See	• Francis Lawrence 감독(영화 '헝거 게임' 감독) 제작 예정	2018 여름 촬영 예정
Are You Sleeping?	• 동명 소설 원작의 범죄 드라마 시리즈	제작 예정
Damien Chazelle project	• Damien Chazelle 감독(영화 '라라랜드'의 감독) 제작 예정	제목 미정
Kristen Wiig project	• 소설 'You Think It, I'll Say It' 기반 코미디 시리즈	제목 미정
Little America	• 미국 이민자들의 삶을 조망하는 30분 분량의 시리즈	제작 예정
Swagger	• NBA 선수 Kevin Durant의 유년기 및 커리어를 주제로 하는 드라마 시리즈	제작 예정

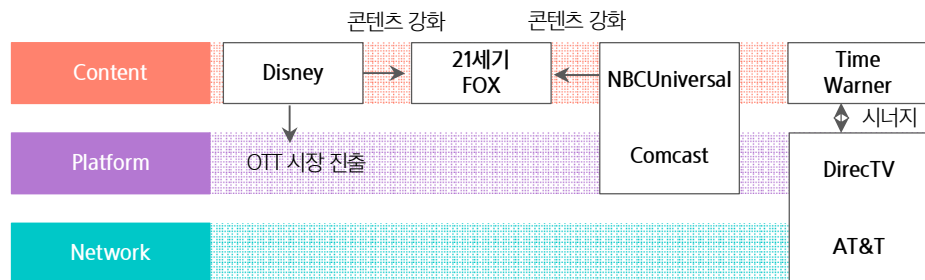
자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

(2) 미디어 사업자의 대응 전략

뉴미디어의 위협 가시화

스트리밍 서비스 확산은 기존 미디어 생태계를 직접적으로 위협하고 있다. 현재 미국 시장에서 OTT 이용률은 60%를 넘어선 상황으로, 코드커팅과 케이블 요금의 다운셀링이 가시화되고 있다. 시장 위축에 따라 케이블 사업자는 직접적인 영향권에 들어선 상황이며, 이들로부터 받는 프로그램 사용료를 주수익원으로 하는 콘텐츠 사업자까지 그 여파가 확대되고 있다. 이처럼 인터넷을 타고 뉴미디어가 침투하면서, 기존 미디어 사업자들은 각자 대응 전략을 강구하는 모습이다.

그림 27. 미국 미디어 기업의 대응 전략



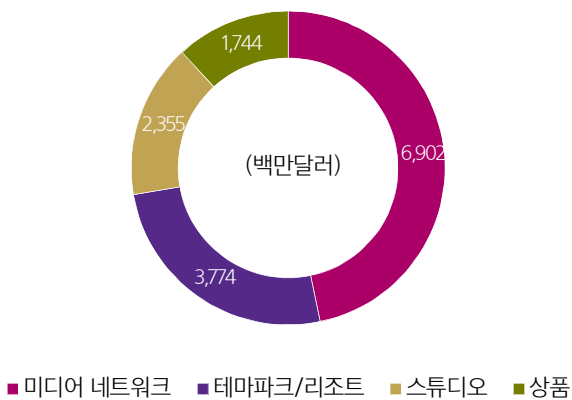
자료: 삼성증권

Walt Disney (DIS US) - 콘텐츠 경쟁력에 기반해 OTT 직접 진출

방송·케이블 실적 둔화

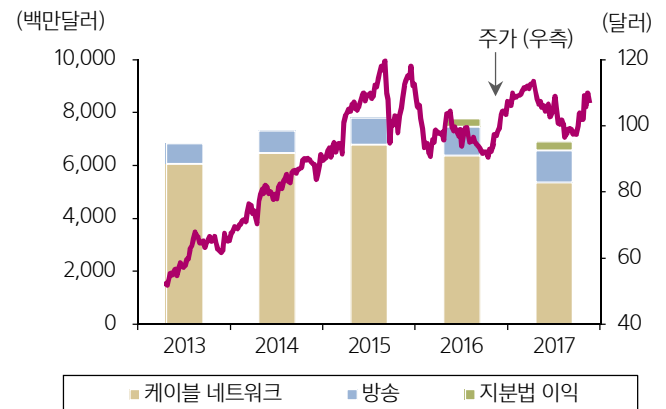
기존 미디어 시장에서 강력한 입지를 확보하고 있던 Disney는 뉴미디어 확대에 따라 어려움을 겪고 있다. 특히 전체 영업이익의 47%를 차지하는 방송·케이블 사업 실적이 둔화되고 있다. 이는 근본적으로 기존 방송 생태계를 통한 콘텐츠 시청이 줄어들고 있기 때문이다. 특히 가격이 비싼 ESPN 채널의 경우 구독 가입자 감소에 따른 직접적인 영향으로 매출이 정체되는 반면, 스포츠 리그의 중계권료가 지속 상승하면서 실적 둔화가 이어지고 있다. 이를 타개하기 위해 Disney는 스트리밍 환경에 적응하기 위한 전략을 실행 중이다.

그림 28. Disney 영업이익 구성



참고: 2017년 기준
자료: Disney

그림 29. 미디어 사업 부문 영업이익 추이



자료: Disney

Netflix에 견줄만한 콘텐츠 라이브러리 보유

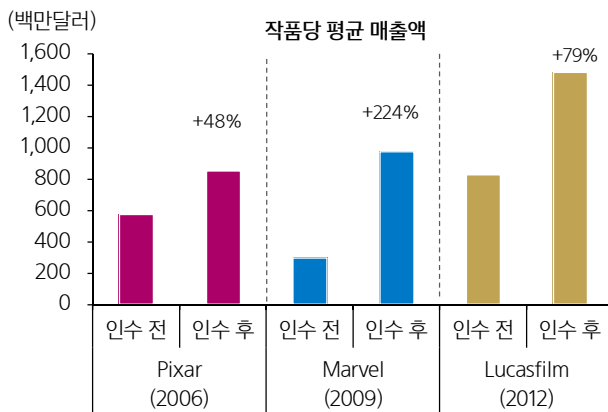
지난 4월 스포츠 전용 OTT 서비스인 ESPN+를 출시하였다. 케이블 가입자 감소에 따른 영향을 상쇄하기 위한 전략으로, 유의미한 가입자 규모 확보 여부와 글로벌 시장 진출 가능성과 시기가 관건이다. 내년에는 자체 영화·드라마 콘텐츠를 탑재한 OTT 플랫폼을 출시할 계획이다. 21세기 폭스의 영화·TV 사업 부문 인수는 해당 OTT 서비스의 콘텐츠 경쟁력을 강화하려는 전략으로 판단된다. 결국 향후 관건은 ESPN+와 자체 스트리밍 플랫폼을 통해 뉴미디어 생태계에 얼마나 빨리 적응할 수 있는가이다. 일부에서는 시장 진입이 이미 늦었다는 평가가 존재하나, Disney가 갖춘 월등한 콘텐츠 라이브러리를 감안하면 Netflix와 경쟁할 수 있는 몇 안 되는 사업자로 여전히 기회가 존재한다는 판단이다. 자체 플랫폼의 완성도와 운용 전략이 주목된다.

그림 30. Disney: 콘텐츠 라이브러리

Walt Disney	Pixar	Marvel	Lucas Film	21 st Century Fox

자료: Disney, 삼성증권 정리

그림 31. Disney 인수 후 Hit ratio 상승



자료: Disney, 삼성증권

표 9. Disney: 스트리밍 플랫폼 전략

	Hulu	ESPN+	Disney Play
개요	영화 및 TV 스트리밍 서비스	스포츠 OTT 플랫폼	디즈니 브랜드의 OTT 플랫폼
시기	2008년 03월 12일	2018년 04월 12일	2019년 예정
비용	\$7.99/월 \$11.99/월 (광고 제거)	\$4.99/월	미정
상세	미국, 일본에서만 제공	MLB, NHL, PGA 등 미국 내에서 제공	자체 영화·드라마

자료: Disney, 삼성증권 정리

Time Warner & AT&T (T US) - 통신과 미디어의 수직통합

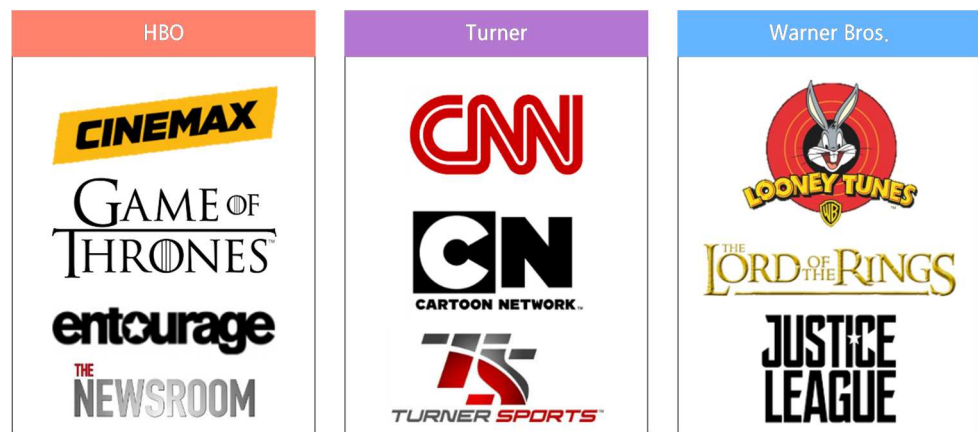
보수적인 전략 선택

지난 6월 미국 정부가 AT&T의 인수를 용인하면서, Time Warner는 AT&T의 자회사가 되었다. Time Warner 역시 HBO를 비롯해 높은 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 것은 사실이다. 그러나 Disney처럼 자체 플랫폼 출시를 통해 Netflix를 비롯한 OTT 사업자와 직접 경쟁하는 공격적인 전략보다는, 통신사와의 수직통합을 통해 뉴미디어 생태계에 적응하는 보수적인 전략을 선택한 모습이다.

무선 네트워크와 콘텐츠의
시너지 여부가 관건

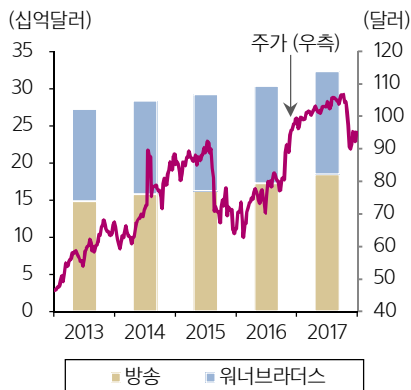
다만 콘텐츠와 네트워크 간의 결합은 다소 생소하다. 물론 AT&T는 이미 2015년 DirecTV 인수를 통해 미디어 산업 진출을 가속화하면서, 미국 내 1위 유료방송 플랫폼의 지위를 확보한바 있다. 또한 기존 유료방송 가입자를 대상으로 DirecTV Now, AT&T Watch 등의 OTT 서비스를 통해 뉴미디어로의 점진적인 전환을 유도하고 있다. 그러나 인수 효과를 입증하기 위해서는 무선 서비스와의 시너지가 필수적이다. 모바일을 통한 미디어 시청이 확대되는 가운데, 망중립성 규정 완화로 제로레이팅(Zero-rating)을 비롯해 네트워크 사업자가 활용할 수 있는 전략의 폭이 넓어진 상황이다. 과연 새로운 사업 모델을 선보일 수 있을지가 관건이다.

그림 32. Time Warner의 대표 채널/콘텐츠



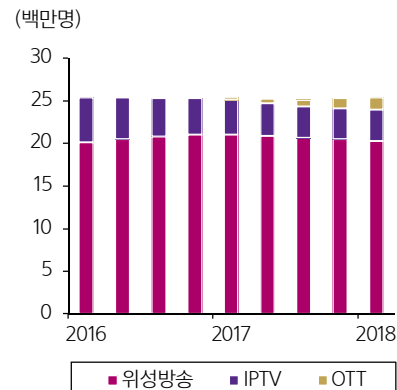
자료: 삼성증권

그림 33. Time Warner 영업이익 추이



자료: Time Warner, 삼성증권

그림 34. AT&T 미디어 가입자 추이



자료: AT&T

표 10. AT&T, OTT 서비스 detail

	DirecTV	DirecTV Now	U-verse TV
유형	디지털 위성	OTT	IPTV
요금	\$35-110/월	\$35-70/월	\$35-85/월
계약	2년 계약	월단위 계약	1년 계약
특징	<ul style="list-style-type: none"> NFL 시청 (\$45/월 이상) 5개 기기 동시 재생 	<ul style="list-style-type: none"> 프리미엄 채널(\$5/월) 추가 가능 3개 기기 동시 재생 	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷, 집전화와 패키지 제공 U-verse 앱 스트리밍

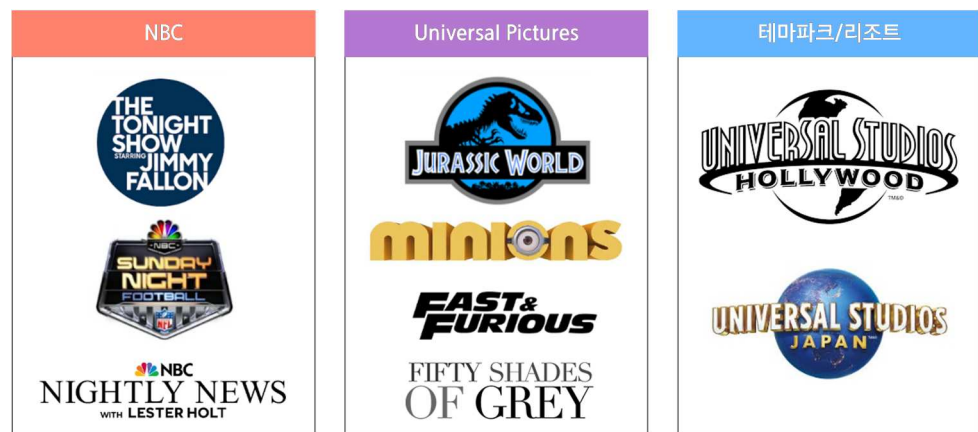
자료: AT&T, 삼성증권 정리

Comcast & NBCUniversal (CMCSA US) - 깊어지는 고민

Cannibalization 우려로
다소 미온적인 대응

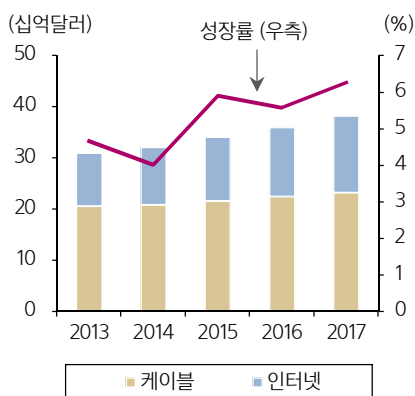
Comcast는 코트커팅이 현실화되는 동시에 초고속인터넷 역시 성장이 점차 둔화되고 있다. 콘텐츠 부문인 NBCUniversal은 아직 실적이 견고하나, 기존 미디어 생태계가 위축되는 상황에서 성장을 지속할 수 있을지 의문이다. 작년 Instant TV라는 스트리밍 서비스를 출시하였으나, 저가 케이블 서비스를 자사 인터넷 가입자에게 제공하는 다소 미온적인 대응으로 판단된다. 기존 케이블 가입자와의 cannibalization 우려로 Disney와 같은 공격적인 OTT 전략은 선택하지 못하는 것으로 판단된다. 현재 21세기 폭스 자산 인수에 더 높은 가격을 제시하면서 Disney와 인수 경쟁을 벌이고 있는데, 인수 비용을 넘어서는 경제적 효과를 창출하기 위해서는 전략 방향에 대한 고민이 더욱 필요할 것이다.

그림 35. NBCUniversal의 대표 콘텐츠



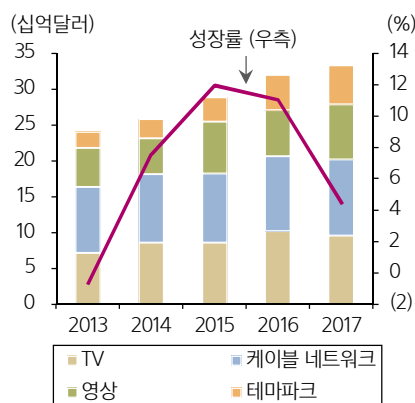
자료: 삼성증권

그림 36. Comcast 케이블/인터넷 실적 추이



자료: Comcast

그림 37. NBCUniversal 실적 추이



자료: Comcast

표 11. 21세기 FOX 인수 경쟁

일자	진행
2017년	CNBC, Disney의 Fox 인수설 보도
11월 6일	
11월 16일	Comcast, Verizon, Sony도 인수 고려
12월 11일	Comcast, 입찰 철회
12월 14일	Disney, Fox를 524억달러에 인수 결정
2018년	CNBC, Comcast가 Disney의 524억달러
2월 12일	이상 제시 가능성 보도
6월 13일	Comcast, 650억달러 현금 인수안 제시
6월 18일	Disney, 인수가를 713억달러로 상향
6월 27일	미 법무부, Disney의 Fox 인수 승인
7월 27일	합병 안건에 관한 주주총회

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

Contents

1. 방송에서 스트리밍으로	p3
2. 미국의 미디어 빅뱅	p11
3. 중국, 뉴미디어의 질주	p20
4. 한국, 콘텐츠에서 기회를	p28
5. 기업 분석	p42

스트리밍의 시장 장악

III. 중국, 뉴미디어의 질주

중국은 정부의 인터넷 통제에 따라 독립된 미디어 시장을 형성하고 있는데, OTT 확산과 미디어 시장의 팽창이 맞물리면서 스트리밍 성장이 가속화되고 있다. 방송에서 스트리밍으로 무게 중심이 이동하고 있는 것은 공통적이다. 다만 경제 성장과 미디어 생태계의 진화가 동시에 일어나면서 1) 스트리밍 서비스의 도입 속도가 더욱 가파르며, 2) 광고와 과금이라는 두 가지 성장동력이 존재한다. iQiyi, Tencent Video, Youku가 3파선 양상을 보이는 가운데, 상장사인 iQiyi는 독자 콘텐츠를 통한 유료가입자 확대라는 Netflix와 유사한 전략을 가진 사업자로 주목할 필요가 있다.

중국, 스트리밍 성장 가속화: Netflix를 비롯한 글로벌 사업자가 인터넷을 통해 전세계 스트리밍 시장에 침투하고 있지만, 중국의 경우 정부의 인터넷 통제로 진출이 제한됨에 따라 독립적인 시장을 형성하고 있다. 중국 역시 기본적으로는 글로벌 시장과 공통적인 변화가 나타나고 있다. 그러나 OTT 서비스의 가파른 확산과 미디어 시장 자체의 팽창이 맞물리면서, 스트리밍 서비스의 성장이 전세계 어느 곳보다 가속화되고 있다.

- **공통점, 스트리밍으로 무게 중심 이동:** 방송이 스트리밍으로 대체되고 있는 것은 공통점이다. 중국에는 1,300개가 넘는 방송채널과 2.5억명의 케이블 가입자가 38조원 수준의 TV 방송 시장을 형성하고 있다. 하지만 다양한 스트리밍 서비스가 등장하면서, 10~30대 위주로 이를 통한 미디어 시청 패턴이 확산되고 있다.
- **차이점 1) 보다 빠른 스트리밍 확산 속도:** 방송 생태계가 이미 확고하게 자리잡은 선진 시장과 달리, 중국은 방송과 스트리밍 서비스가 짧은 격차를 두고 성장이 본격화되었다. 특히 저작권이 확립되지 않은 관계로, 인터넷을 통해 콘텐츠가 제약 없이 유통되면서 스트리밍 보급률은 글로벌 시장을 앞서는 상황이다.
- **차이점 2) 광고와 과금, 두 가지 성장동력:** 글로벌 OTT 서비스는 대부분 과금 형태의 사업모델을 가지고 있다. 그러나 중국은 광고 시장이 여전히 빠르게 성장함에 따라, 스트리밍 사업자는 광고에 기반한 형태에서 최근 부분 유료화 모델로 전환하고 있다. 즉 광고와 과금이 동시에 성장동력으로 작용하고 있는 것이다.

iQiyi, 독자 콘텐츠를 통한 가입자 확대: 다수의 사업자가 진입하면서 혼탁한 시장 상황이 이어졌으나, 최근에는 각각 Baidu, Alibaba, Tencent의 자회사인 iQiyi, Youku, Tencent Video의 3파전으로 좁혀지는 양상이다. 이 중 상장사인 iQiyi는 독자 콘텐츠를 통한 유료가입자 확대라는 Netflix와 유사한 전략을 가진 사업자로, 아직은 초기 단계이지만 콘텐츠 강화와 이용자 확대 간의 선순환 구조로 들어서고 있어 주목할 필요가 있다.

1. 중국, 스트리밍 성장 가속화

정부의 인터넷 규제로
독자적인 시장 형성

Netflix를 비롯한 글로벌 사업자가 인터넷을 통해 전세계 스트리밍 시장에 침투하면서, 기존 방송 형태의 국가별로 파편화된 미디어 시장이 통합되고 있다. 그러나 중국의 경우, 정부의 인터넷 통제로 글로벌 인터넷 사업자의 진출이 제한됨에 따라 독립된 시장이 형성되어 있다. 중국 미디어 시장 역시 기본적으로는 방송에서 스트리밍으로 이동하는 글로벌 산업 트렌드와 공통적인 변화가 나타나고 있다. 다만 미디어를 포함하는 엔터테인먼트 산업은 경제 발전의 마지막 과실로서 중국에서는 비교적 최근에 본격적인 성장을 보이고 있으며, OTT 서비스로의 미디어 생태계 진화가 맞물려 일어남에 따라, 스트리밍 서비스의 성장이 전세계 어느 곳보다도 가속화되고 있다.

공통점 - 스트리밍 중심으로 무게 중심 이동

파편화된 구조의
기존 방송 시장

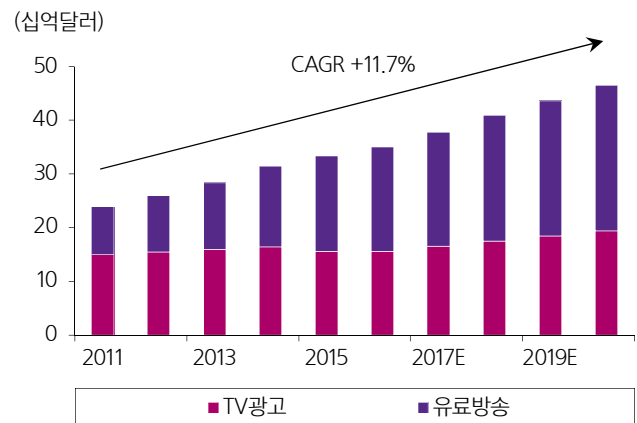
중국 TV 방송 시장은 정부에 의해 운영됨에 따라 다소 독특한 구조를 가지고 있다. 우선 방송 채널은 국영방송, 위성방송, 유선방송으로 구분된다. 국영방송인 CCTV(China Central Television)는 중국 중앙 정부의 방송국으로 총 43개의 채널(무료 30개, 유료 13개)을 가지고 있다. 31개가 존재하는 위성방송은 각 성(省)에서 운영되며, 국내로 치면 지상파 방송으로 위성을 통해 중국 전 지역으로 송출된다. 유선방송은 시(市), 현(縣)급으로 운영되는 비교적 작은 방송국으로 유선을 통해 시청이 가능하다. 이처럼 여러 단계에 거쳐 지역별·장르별로 채널이 분화되어 있어, 1,300여개가 넘는 방송 채널이 존재한다. 또한 케이블과 IPTV를 통한 유료방송 플랫폼이 발달되어 있다. 유료방송 가입자는 2.5억명으로 가구 대비 67% 수준의 보급률을 보이며, 월 3,000~5,000원 수준으로 비교적 요금이 저렴하다. 대략적인 시장 규모는 38조원 수준(TV 광고 시장 17조원, 유료방송 시장 21조원)으로 파악된다.

그림 38. 중국 방송 채널 - 국영/위성/유선으로 구분



자료: 삼성증권 정리

그림 39. 중국 TV 미디어 시장 - 38조원 규모



자료: PwC

표 12. 중국 대표 위성방송

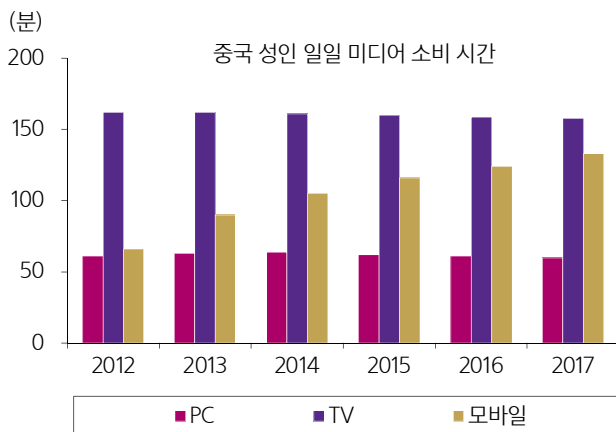
채널	개국	주요 작품	상세
후난위성	1970년 1월	<ul style="list-style-type: none"> 쾌락大本營(快乐大本营) 나는 가수다(我是歌手) 아빠 어디가(爸爸去哪儿) 	인기 게임 바라이어티 쇼 MBC '나는 가수다' 리메이크 MBC '아빠 어디가' 포맷 수입
저장위성	1960년 10월	<ul style="list-style-type: none"> 달려라 형제(奔跑吧兄弟) 환락송(欢乐颂) 	SBS '런닝맨' 리메이크 시청률 1위 (시즌 1-2) 드라마
장쑤위성	1997년 12월	<ul style="list-style-type: none"> 최강대뇌(最强大脑) 	뇌와 관련된 과학 예능
동방위성	1998년 10월	<ul style="list-style-type: none"> 화양예예(花样爷爷) 극한도전(极限挑战) 	중국판 '꽃보다 할배', CJ E&M과 제휴 MBC '무한도전' 포맷
안휘위성	1960년 9월	<ul style="list-style-type: none"> 초급선생(超级先生) 	TV 리얼리티 오디션

자료: 삼성증권 정리

모바일, 스트리밍으로
무게 중심 이동

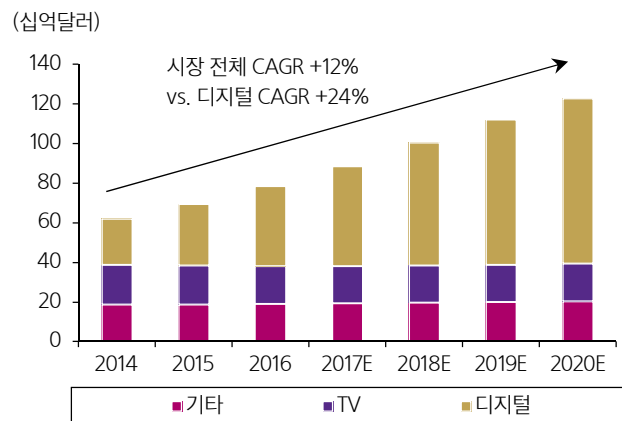
그러나 북미 지역과 마찬가지로 스트리밍 서비스가 등장하며 기존 방송 미디어 시장을 대체하고 있다. 특히 10~30대 위주의 비교적 젊은 층에서는 TV보다는 모바일 또는 PC로 인터넷 스트리밍 서비스를 통해 미디어를 시청하는 것이 일반화되고 있다. 네트워크 고도화와 함께 도시 지역 1인 가구 또는 기숙사 등에서 생활하는 비중이 높은 것도 하나의 원인으로 파악된다. 이에 따라 저렴한 가격에도 불구하고 코드커팅이 가시화되면서 유료방송 보급률이 감소하고 있으며, TV 광고 시장까지도 역성장을 보이고 있다. HBO 등 북미 방송 콘텐츠 사업자가 OTT 서비스 출시하는 것과 마찬가지로, 대표적 위성방송인 후난위성은 망고TV라는 스트리밍 서비스를 통해 시장 변화에 대응하고 있다.

그림 40. 모바일을 통한 미디어 소비가 TV에 근접



자료: eMarketer

그림 41. 중국 미디어 광고 시장 - 디지털이 성장 견인



자료: eMarketer

차이점 1) 보다 빠른 스트리밍 확산 속도

글로벌 OTT는
일부 콘텐츠를 유료로
제공하나

중국 시장에서 OTT 서비스는 글로벌 시장보다 가파른 속도로 기존 방송 시장을 대체하면서 확산되고 있다. 선진 시장의 경우 대부분 오래 기간에 걸쳐 방송 생태계가 확고하게 자리잡은 관계로, 방송 미디어의 영향력이 비교적 높게 유지되고 있다. 여전히 콘텐츠 대부분은 기존 방송사와 케이블을 비롯한 유료방송 플랫폼을 통해 유통되고 있으며, OTT 서비스는 콘텐츠 중 일부를 공급하거나 자체 콘텐츠 제작을 통해 새로운 시장을 창출하고 있다.

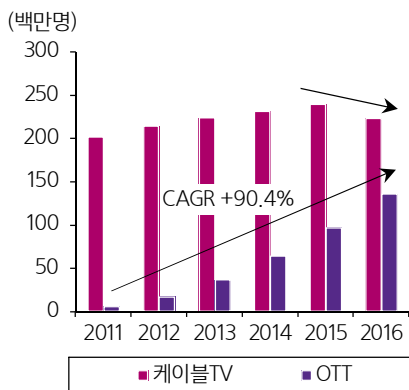
중국은 각종 콘텐츠를
무료로 시청 가능

그러나 중국은 방송과 스트리밍 서비스가 비교적 짧은 격차를 두고 성장이 본격화되었다. 특히 영상 콘텐츠에 대한 저작권의 개념과 사업 방식이 확립되지 않은 단계에서 수많은 인터넷 서비스를 통해 방송, 영화를 비롯한 각종 콘텐츠가 제약 없이 유통되어왔다. 이용자 입장에서는 스트리밍 서비스를 통해 대부분의 콘텐츠를 무료로 접근이 가능하기 때문에, 제한적인 콘텐츠를 제공하는 글로벌 OTT 서비스보다 더욱 빠른 속도로 확산되고 있는 것이다.

중국 OTT 이용률,
글로벌을 앞서는 상황

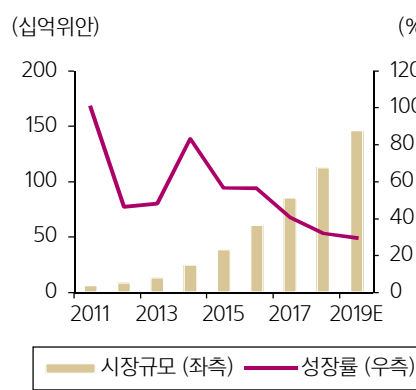
이에 따라 중국의 OTT 이용률은 글로벌 시장을 크게 앞서고 있으며, 이용자 기반은 Netflix까지도 압도하는 상황이다. 중국 인터넷 이용자 중 70% 이상이 스트리밍 서비스의 이용 경험이 있으며, 대부분 복수의 서비스를 동시에 이용하고 있는 것으로 파악된다. 또한 Netflix의 전세계 가입자가 1.2억명 수준이지만, 중국 주요 OTT 서비스의 월간 순이용자는 4억명을 넘어섰다.

그림 42. 중국, OTT가 케이블TV를 대체



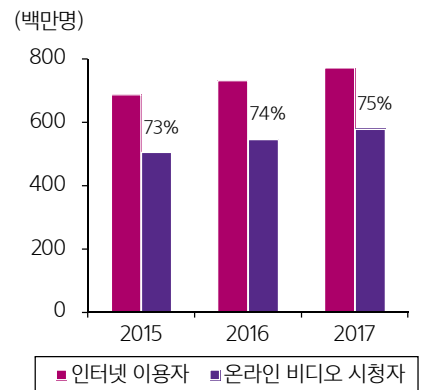
자료: 중국 통계청

그림 43. 스트리밍 시장 가파른 성장



자료: iResearch

그림 44. OTT 이용률 70% 상회



자료: iResearch

그림 45. iQiyi 모바일 앱 - 각종 영상 콘텐츠 제공



자료: iQiyi, 삼성증권

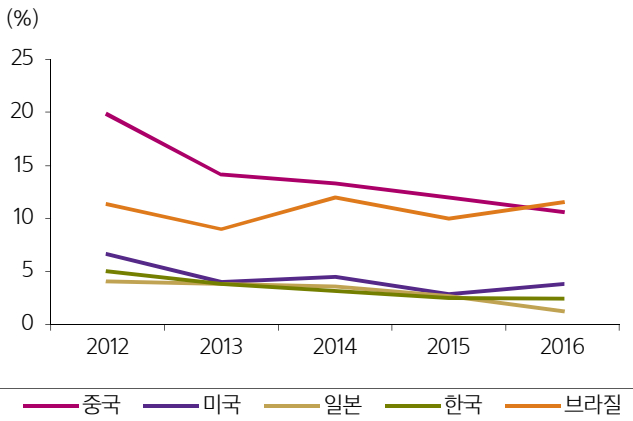
차이점 2) 광고와 과금, 두 가지 성장동력

글로벌 OTT 서비스는 대부분 과금 형태의 사업모델로 가입자 확대를 통한 성장 전략을 가진다. 그러나 중국 스트리밍 사업자는 이미 거대한 이용자 기반을 확보한 상태에서 광고 수익 확대와 유료 전환이라는 두 가지 성장동력을 확보하고 있다.

브랜드/스폰서를 비롯해
다양한 광고 상품 존재

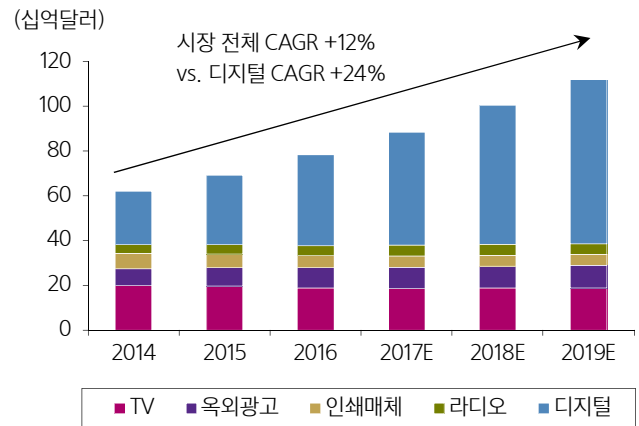
중국의 미디어 광고 시장은 88조원 규모로 미국에 이어 전세계 2위 규모이며, 연간 +11%의 높은 성장률을 누리고 있다. 특히 디지털 광고는 TV 광고를 빠르게 대체하면서 연간 +25%의 폭발적인 성장 단계이다. 특히 스트리밍 서비스는 이용자 기반과 트래픽 증가에 따라 프리롤과 중간 광고를 활용한 동영상 광고 뿐 아니라, 브랜드·스폰서 광고 등 다양한 광고 상품을 통해 가장 큰 수혜를 누리고 있다. 중국은 드라마와 예능 프로그램의 콘텐츠와 결합된 스폰서 형태의 광고가 활성화되어 있는데, 스트리밍 사업자 역시 콘텐츠 자체 제작을 확대해감에 따라 이를 통한 추가적인 수익이 발생하고 있다.

그림 46. 국가별 미디어 시장 성장률



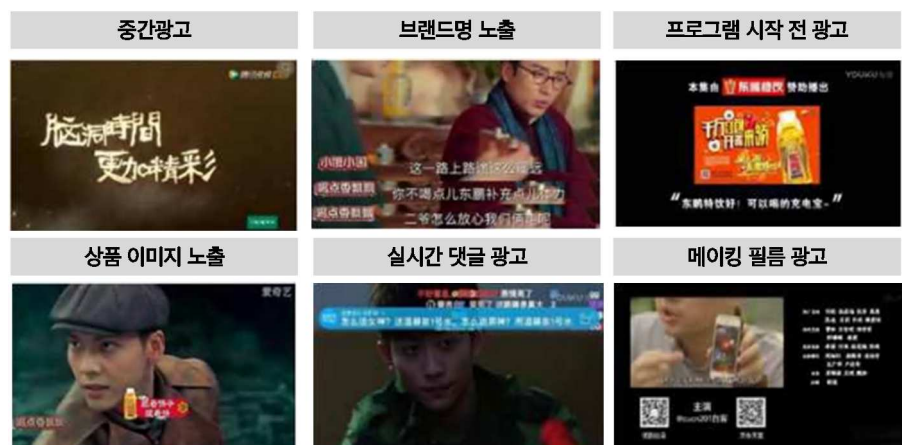
자료: eMarketer

그림 47. 중국 광고시장 구성



자료: eMarketer

그림 48. 스트리밍 플랫폼 內 스폰서 광고 예시

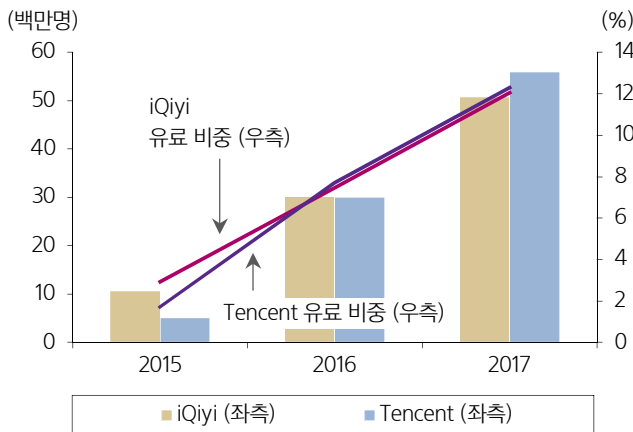


자료: 한국콘텐츠진흥원

유료 비중 10% 수준,
지속적 확대 가능

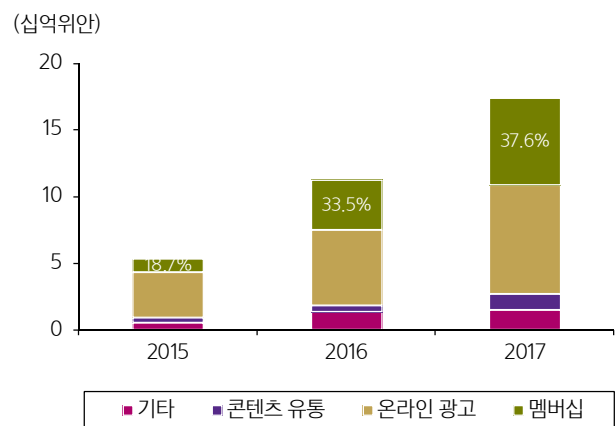
스트리밍 서비스의 유료 가입자 비중 역시 빠르게 상승하고 있다. 중국 OTT 서비스는 광고 매출에 기반해 무료로 제공되어 왔으나, 2014년부터 광고 없이 프리미엄 콘텐츠를 제공하는 유료 서비스가 도입되면서 가입자가 확대되고 있다. 주요 스트리밍 서비스의 유료 가입자 비중은 현재 10% 이상으로, iQiyi의 경우 전체 매출 중에서 기여도가 37.6%까지 확대된 상황이다. 자체 제작 콘텐츠의 공격적인 확대를 통해 유료 전환이 더욱 가속화될 가능성이 높으며, 구독료가 월 3,000원 수준으로 상대적으로 저렴하기 때문에 중장기적으로는 가격 측면에서도 상승 여력이 충분하다.

그림 49. 유료 가입자, 빠르게 확대 중



자료: 각 사, 언론보도

그림 50. iQiyi 매출 breakdown



자료: iQiyi

2. 중국의 Netflix는 누구인가?

뚜렷해지는 경쟁 구도

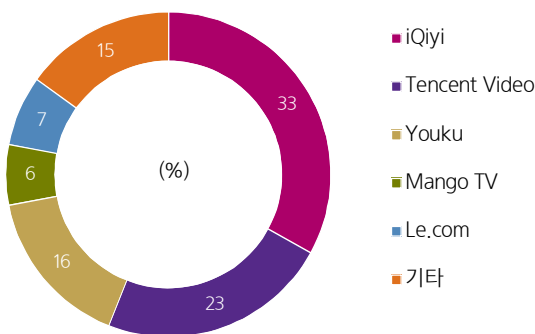
다수의 사업자가 진입하면서 혼탁한 시장 상황이 이어졌으나, 최근에는 각각 Baidu, Alibaba, Tencent의 자회사인 iQiyi, Youku, Tencent Video의 3파전으로 좁혀지는 양상이다. 이 중 지난 3월 상장한 iQiyi는 독자 콘텐츠를 통한 유료가입자 확대라는 Netflix와 유사한 전략을 가진 사업자로, 아직은 초기 단계이지만 콘텐츠 강화와 이용자 확대 간의 선순환 구조로 들어서고 있어 주목할 필요가 있다.

표 13. 중국 내 주요 동영상 스트리밍 사업자

사업자	Youku Tudou (优酷土豆)	iQiyi (爱奇艺)	Tencent Video (腾讯视频)	Le.com (乐视视频)	Mango TV (芒果TV)
					
설립일	Youku: 2006년 12월 Tudou: 2005년 4월	2010년 4월	2011년 4월	2004년 11월	2006년 5월
상세	<ul style="list-style-type: none"> 2012년 3월 Youku와 Tudou의 상호지분교환을 통한 합병 2015년 11월 알리바바에 인수 시장 1위 사업자였으나 차별화 실패로 경쟁사 점유율 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 2012년 바이두에 인수 모바일 이용자에서 강점 콘텐츠 자체제작 능력이 가장 뛰어난 것으로 평가됨 	<ul style="list-style-type: none"> Tencent의 스트리밍 플랫폼 WeChat의 9억명 이상의 사용자 기반 2018년 1분기 기준 유료가입자 수 1위 	<ul style="list-style-type: none"> 동영상 스트리밍 플랫폼이지만 콘텐츠 제작부터 단말기까지 생산(스마트TV, 스마트폰) 	<ul style="list-style-type: none"> 후난방송국 및 후난 위성방송의 콘텐츠 제공 영화, 음악, 만화 등 제공 및 오리지널 시리즈 제작 셋톱박스 Mango Hi Q로 허난위성방송 및 망고TV 시청 가능

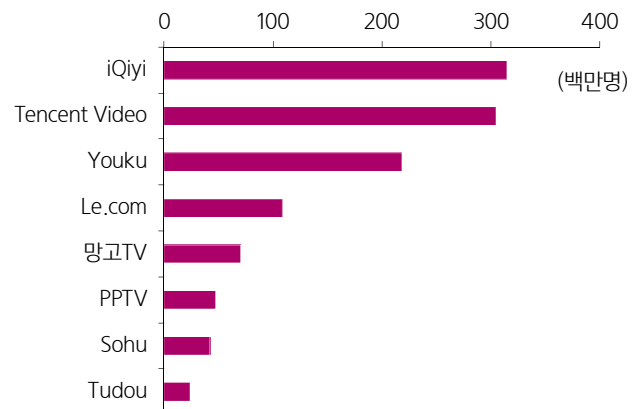
자료: 삼성증권 정리

그림 51. 동영상 스트리밍 시장점유율



참고: 2017년 12월 월간 이용시간 기준
자료: Questmobile, Jefferies

그림 52. 사업자별 월간 활성이용자수(MAU)



참고: 2017년 1분기 기준
자료: 중국산업연구원

iQiyi (爱奇艺 / IQ US) - 지난 3월 나스닥 상장

콘텐츠에 기반해
1위 사업자로

Qiyi라는 사명으로 2010년 4월 서비스를 시작하였다. 2012년 11월 Baidu가 지분 100%를 인수하면서 자회사로 편입되었다. 2014년부터 영화 부문을 설립하고 오리지널 콘텐츠 제작에 투자하기 시작했다. 또한 38억회의 조회수를 기록한 <별에서 온 그대>, 48억 조회수의 <태양의 후예> 등 한국 콘텐츠를 독점 제공하면서 가입자 기반을 확대하였다. 축적된 제작 경험을 기반으로 최근 <The Rap of China>, <스타의 탄생(明星的诞生)> 등 오디션 프로그램과 드라마 초교전(楚乔传, 조회수 126억회 이상 기록) 등의 흥행에 성공하였다.

2018년 3월에는 미국 Nasdaq에 상장하여 22.5억달러(2.4조원)의 자금을 조달하였다. 또한 지난 4월에는 JD.com과의 제휴를 통해 유료 멤버십을 공유하는, 즉 유료 가입자는 JD.com의 무료 배송·할인과 iQiyi의 프리미엄 동영상을 동시에 시청하도록 하는 전략을 발표하였다. 이는 Amazon의 멤버십 확대 전략과 동일한 방식이다.

Tencent Video (腾讯视频) - 모회사의 후광

iQiyi의 막강한 경쟁자

텐센트 산하의 동영상 스트리밍 플랫폼으로 2011년 4월 서비스를 시작하였다. 텐센트의 자본력과 자사 메신저 WeChat, QQ의 10억명 이상 가입자 기반에 연계할 수 있는 강점이 있다. 2018년 1분기 기준으로 유료가입자 6,259만명(+11.8% q-q)으로 높은 성장세를 유지하고 있다.

콘텐츠 확보를 위해 2018년 26개의 오리지널 시리즈를 제작할 계획이며, 해외 콘텐츠로 NBA 파트너십을 통한 경기 중계, HBO 콘텐츠 독점제공, FOX의 National Geographic 등 콘텐츠를 제공하고 있다. 한국 기업과도 협업하여 YG와 함께 예능 '더 콜라보레이션'을 제작했으며 빅뱅, 싸이의 콘서트를 실시간으로 방송하였다.

Youku Tudou (优酷土豆) - 전자 상거래와의 연계

스트리밍 Top 3 사업자

Alibaba의 동영상 스트리밍 플랫폼으로, Tudou는 2005년 4월 서비스를 시작했으며 Youku는 2006년 12월 서비스를 시작하였다. 양사는 2012년 3월 상호지분교환 방식을 통해 합병하였으나, Youku는 YouTube와 유사하게 유저 제작 콘텐츠 위주의 플랫폼으로, Tudou는 드라마·영화 콘텐츠를 제공하는 플랫폼으로 각각 독립되어 운영 중이다.

2015년 11월 Alibaba 그룹은 약 48억달러에 Youku Tudou를 인수하였다. 그룹 내 전자상거래 플랫폼을 연계하여 제품을 클릭하면 구매 페이지로 연결하는 등 수익 모델을 개발하고 있다. 중국에서 가장 먼저 설립된 동영상 스트리밍 플랫폼으로 Youku는 시장점유율 1위를 유지하였으나, iQiyi 등 후발주자와의 차별화 실패로 선두 사업자 지위를 빼앗긴 상황이다. 콘텐츠 확보를 위해 2018년 자체제작 시리즈 19개를 제작할 예정이며, Paramount의 영화 라이브러리, Marvel 영화, TV시리즈 등을 확보하였다.

Contents

1. 방송에서 스트리밍으로	p3
2. 미국의 미디어 빅뱅	p11
3. 중국, 뉴미디어의 질주	p20
4. 한국, 콘텐츠에서 기회를	p28
5. 기업 분석	p42

현실을 직시할 시점

IV. 한국, 콘텐츠에서 기회를

국내는 방송 중심의 산업 환경이 표면적으로 유지되고 있으나, 소비 패턴은 이미 스트리밍으로 이동하고 있다. 현재로서는 플랫폼에서 아프리카TV 외에 마땅한 대안이 없으나, 통신사는 로컬 OTT 영역에서 잠재력이 있다. 반면 콘텐츠 기업은 글로벌 플랫폼을 통한 도약의 기회는 맞이한 상황으로, 드라마 제작사(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리)와 엔터테인먼트 업체에 주목한다.

Summary

국내, 기존 미디어 도태는 불가피: 통신사 IPTV 의 꾸준한 가입자 성장은 대부분 케이블 가입자 이탈을 통한 것이다. 국내 역시 젊은 층을 중심으로 스트리밍 이용이 확대되고 있어, 중장기적으로 코드커팅은 불가피하다. 방송광고 시장 역시 2015 년 이후 하락 추세이다. 그러나 현재 2.9 조원의 시장 규모 역시 실제 미디어 소비 패턴이 반영되어 있지 않다. 향후 하락세는 더욱 가팔라질 가능성이 높다.

뉴미디어 플랫폼은 아직 기회가 제한적: 국내 플랫폼 사업자의 입지는 견고하지 않다. 온라인 동영상은 YouTube 가 절대적인 위상을 유지하고 있으며, OTT 플랫폼은 Netflix 에 비견할만한 서비스가 부재하다. 음원 서비스 역시 성숙기에 접어들면서 성장률이 둔화되고 있다. 개인방송 플랫폼에서만 아프리카 TV 가 여전히 견고한 입지를 가지고 있다. 따라서 국내 뉴미디어 플랫폼 중에서는 1) 아프리카 TV 의 지속적인 성장성과 2) 통신사의 OTT 플랫폼 구축 잠재력에서 투자 기회를 찾을 수 있다는 판단이다.

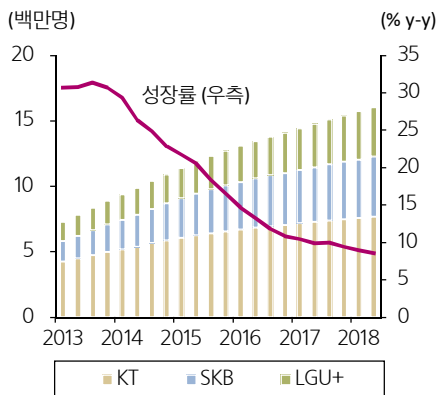
콘텐츠, 뉴미디어를 타고 해외로: 글로벌 플랫폼의 가파른 성장이 국내 콘텐츠 업체에게는 반가운 소식이다. 특히 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 드라마 제작사(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리)와 대형 엔터테인먼트 기업(에스엠, JYP, 와이지엔터테인먼트)은 이들을 통해 전세계 시장을 두드리고 있다. Netflix는 완성도 높은 드라마 콘텐츠를 요구하기 때문에 제작 규모 확대를 통한 성장이 전망된다. 또한 YouTube 역시 과금 모델로 전환되고 있어, 아티스트의 글로벌 팬층에 대한 영향력이 확대되고 있는 국내 엔터테인먼트 업체의 몫은 더욱 늘어날 것이다.

국내 미디어 시장의 착시 현상

유료방송에 대한 니즈 감소

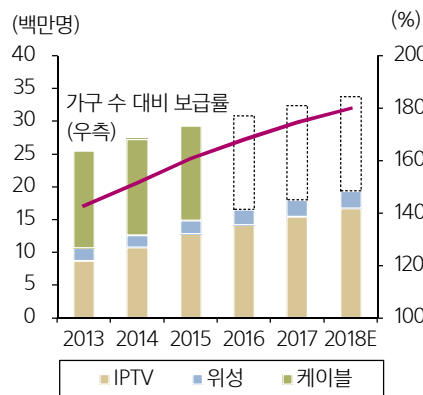
한국 시장은 아직 코드커팅이 없을까? 외국인 투자자 중 통신사 IPTV의 꾸준한 가입자 성장을 의아하게 여기는 경우가 있다. 스트리밍 확산으로 코드커팅이 나타나고 있는 해외 시장과 대비되기 때문이다. 케이블 사업자는 2016년부터 가입자 숫자를 공개하지 않는데, 당시 규모인 1,400만명이 유지되고 있다고 가정하면 전체 유료방송 가입자는 3,300만명에 육박한다. 이는 전체 가구 수 대비 180% 수준의 보급률을 의미하는데, 이는 세컨드 TV 또는 B2B 가입자까지 포함하더라도 도무지 말이 되지 않는다. IPTV는 대부분 케이블 가입자 이탈을 통해 성장하고 있다고 밖에 해석할 수 없다. 국내 역시 젊은 층을 중심으로 스트리밍 이용이 확대되면서 유료방송에 대한 실제 니즈는 축소되고 있기 때문에, 별다른 대안이 없다면 코드커팅은 불가피하다.

그림 53. IPTV, 꾸준한 성장세



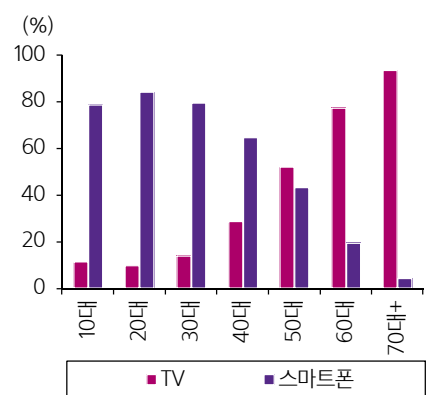
자료: 각 사, 삼성증권

그림 54. 유료방송 보급률 180% (?)



자료: 각 사, 케이블TV방송협회

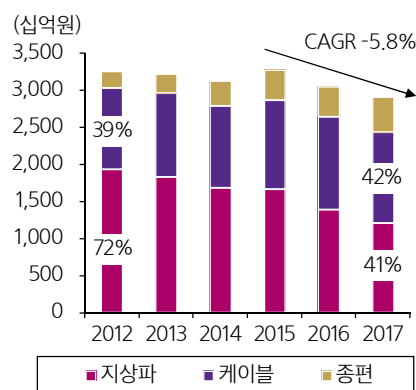
그림 55. 연령별 일상생활 필수 매체



자료: 방송통신위원회

TV 시청 감소에 따라 방송광고 시장 역시 2015년 이후 하락 추세이다. 특히 지상파와 사업자는 수익 감소에 직면한 상황이며, 일부 케이블과 종편 사업자는 점유율을 확대하는 모습이다. 그러나 현재 2.9조원의 시장 규모 역시 광고주의 타성으로 유지되고 있을 뿐, 실제 미디어 소비 패턴이 반영되어 있지 않다. 2.9조원은 CPM 20,000원 수준의 공격적인 가정을 하더라도 전국민이 매일 평균 8회 이상의 실시간 광고를 시청함을 의미한다. 그러나 15~19세의 평균 TV 시청시간이 55분에 불과하며, 이마저도 하락하고 있다. 광고주의 ROI에 대한 고민이 깊어지면서, 향후 하락세는 더욱 가팔라질 가능성이 높다.

그림 56. 전체 광고 시장



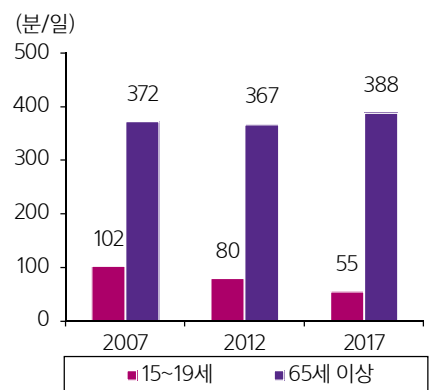
자료: 제일기획

표 14. CPM 분석

방송광고	
연간 시장규모 (십억원)	3,117 (↘)
시청자/이용가구 (백만)	전체 인구 50 (↘)
CPM (원)	20,000 (→)
일 평균 노출/이용 횟수 (회)	8.5

자료: 제일기획, 삼성증권

그림 57. 일 평균 TV 시청시간



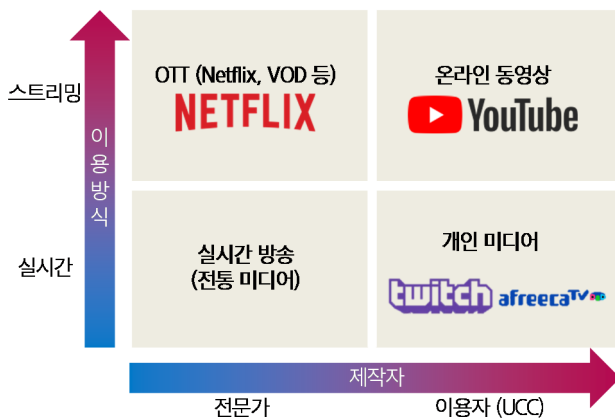
자료: AGB닐슨

한국 시장의 뉴미디어 플랫폼

뉴미디어 플랫폼의 구분

이미 다가온 뉴미디어 시대에서 국내 플랫폼 사업자의 입지는 사실 견고하지 않다. 뉴미디어 플랫폼은 크게 1) 온라인 동영상(YouTube), 2) 영화/드라마를 시청하는 OTT(Netflix), 3) 음원 서비스(Apple Music), 4) 개인방송(Twitch)으로 나뉘볼 수 있다. 현재 국내 기업은 온라인 동영상과 음원 서비스보다는, 로컬 OTT 플랫폼과 개인방송 영역에서 성장의 기회가 존재한다는 판단이다.

그림 58. 영상 플랫폼의 구분



자료: 삼성증권

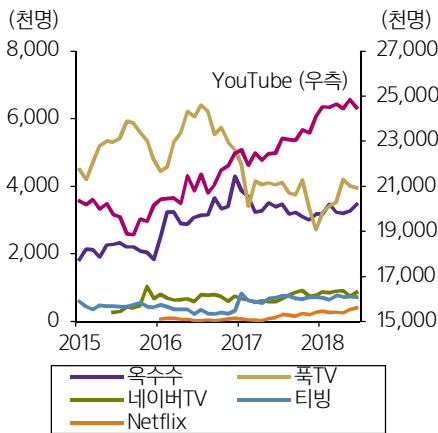
표 15. 뉴미디어 수익 모델

유형	플랫폼	콘텐츠
실시간 방송	• TV광고 판매	• 방영권 판매 + 협찬(PPL)
OTT	• SVOD (subscription) • PPV (pay per view)	• SVOD는 판권 판매 • PPV는 수익 배분
온라인 동영상	• 디스플레이 광고 판매 • 구독모델 도입 중	• 광고 수익 배분
개인 미디어	• 디스플레이 광고 판매 • 기부 수익 배분	• 시청자의 기부 • 광고 수익 배분

자료: 삼성증권

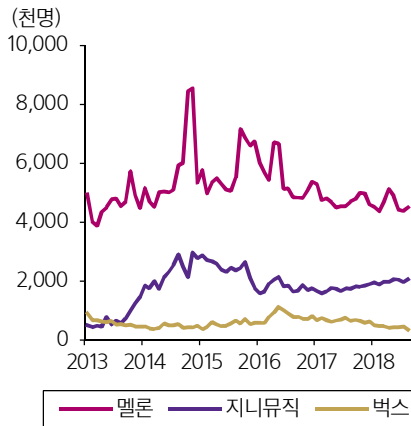
- 온라인 동영상:** YouTube의 위상은 절대적이다. Naver TV의 대항마적인 역할을 한 때 기대했지만, 결과는 기대에 다소 못 미치는 모습이다. YouTube의 독주 밖에는 예상되는 시나리오가 없다.
- 영화/드라마 OTT:** Netflix가 국내에서 30만명 수준의 가입자를 확보한 것으로 파악되나, 시장 전반을 지배할 주도적인 플랫폼으로 부상하지는 못할 예정이다. 아직 한국 시장은 자국 콘텐츠에 대한 선호도가 극도로 높은 반면, 작품 수보다 퀄리티를 중시하는 Netflix가 국내 소비자 눈높이 수준으로 국내 콘텐츠를 적극적으로 소싱할 가능성이 낮기 때문이다. 따라서 OTT 시장을 차지하기 위해 국내 미디어, 통신, 인터넷 기업이 모두 각자의 전략을 수립하고 있다. 아직 경쟁 전략의 윤곽이 뚜렷이 드러나지 않았기 때문에 속단하기는 이르나, 통신사는 IPTV와 모바일 플랫폼, 푸쉬 마케팅 능력을 갖추고 있다는 점에서 분명 유리한 입지를 가진다.
- 음원 서비스:** 카카오 <멜론> 중심의 국내 음원 시장은 보급률이나 콘텐츠 수급 방식 측면에서 글로벌 시장보다도 성숙한 상황이다. 다만 그러한 이유로 성장률이 둔화되고 있으며, 조그만 위협도 더 크게 느껴진다. 가장 큰 위협 요인은 YouTube Premium이다. 한 달 7,900원(미국 12달러)으로 YouTube 동영상을 광고 없이 시청하는 동시에 YouTube Music이라는 별도 앱을 통해 음원 서비스를 제공한다. 물론 국내 서비스에 비해 아직 한국 음원은 크게 부족하지만, 동영상과 음원 플랫폼 간의 유기적인 결합은 향후 주도적인 형태로 발전할 가능성이 크다. Apple도 유사한 전략을 가지고 있으며 카카오 역시 동영상 플랫폼을 계획하고 있지만, YouTube의 입지는 보다 크게 앞서 있다는 판단이다.
- 개인방송:** Twitch가 국내 시장에서 선전을 했지만, 아프리카TV는 여전히 견고한 입지를 지키고 있다. BJ와 시청자, BJ와 BJ 간의 유기적 결합을 감안하면, 진입장벽은 상당히 높다. 다만 마니아, 실시간 위주라는 한계로 인해 온라인 동영상 플랫폼과 같은 가파른 트래픽 유입이 관찰되지 않는 것은 아쉬운 부분이다.

그림 59. 모바일 영상 플랫폼: 월간 순이용자



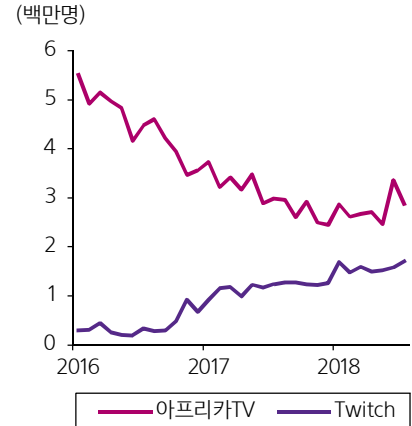
자료: KoreanClick

그림 60. 모바일 음원 서비스: 월간 순이용자



자료: KoreanClick

그림 61. 개인방송: 월간 순이용자



자료: KoreanClick

따라서 국내 뉴미디어 플랫폼 중에서는 1) 로컬 OTT 플랫폼의 부상 여부, 2) 아프리카TV의 지속적인 성장성에서 투자 기회를 찾을 수 있다는 판단이다.

통신사, OTT 플랫폼은 기회 요인

Netflix에 비해 무엇이 부족한가?

현재까지는 통신사의 모바일 IPTV에 그나마 가장 높은 트래픽이 유입되고 있다. 이는 고가 가입자에 대한 무료 제공, 데이터 차감 없는 이용(제로레이팅)과 같은 푸쉬 마케팅 능력과 네트워크 부문과의 시너지에 기인한다. 그러나 Netflix와 같은 주도적 플랫폼으로 부상하지 못하고 있는데, 이는 1) 실시간 방송과 VoD, 그리고 SVoD 간의 애매한 포지셔닝, 2) UX/UI, 콘텐츠 추천 알고리즘과 같은 본질적인 경쟁력이 아니라 콘텐츠 수급 등을 통해 당장 과금을 이끌어내겠다는 성급한 접근 방식에 기인한다.

Netflix, SVoD에 집중

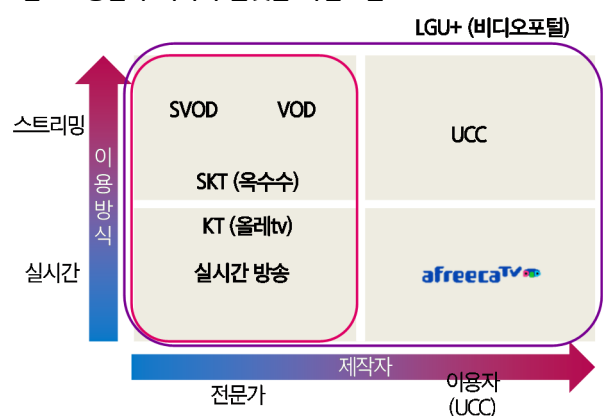
수년 전 Netflix가 이미 성공 방정식을 증명했음에도 불구하고, 아직 이를 따르는 사업자가 없다. 방정식을 요약하면 다음과 같다. 첫째, SVoD에 집중한다. 영화·드라마 콘텐츠를 시청하려는 이용자에게 실시간 방송을 내미는 것은 혼란을 가중할 뿐이다. VoD 역시 추가적으로 과금이 발생한다는 인상을 주기 때문에 부정적이다. 현재와 같이 실시간, VoD, SVoD를 종합선물세트 식으로 제공하는 방식은 앱이 각 용도별로 분화되고 있는 산업 흐름과도 맞지 않는다.

표 16. 통신 3사 모바일 IPTV 비교

회사	서비스	특징
SK텔레콤	옥수수	기본 월정액 3,000원/월 미디어(5만원) 이상 요금제 사용시 무료 SKB IPTV인터넷 사용시 1,100원 할인
KT	올레tv 모바일	기본 월정액 5,500원/월 LTE 54.8 이상 요금제 사용시 무료 올레tv 15이상 요금제 사용시 무료
LG유플러스	U+ 비디오포털	기본 월정액 3,300원/월 데이터 49 이상 요금제 사용시 무료

자료: 각 사, 삼성증권 정리

그림 62. 통신사 미디어 플랫폼 사업모델

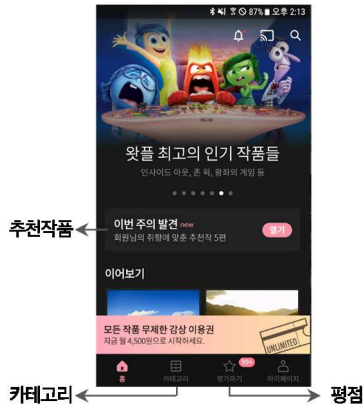


자료: 삼성증권

Netflix, 경험 개선에 초점

둘째, 이용자가 선호하는 콘텐츠를 지속적으로 학습·구매·제공하여 이용자 경험을 개선한다. 최신 드라마 콘텐츠 몇 개가 있다고 절대 플랫폼에 대한 선호도가 높아지지 않는다. 특정 콘텐츠를 보고 싶다면 실시간 방송이나 VoD, 또는 다운로드를 받으면 그만이다. 오히려 방대한 과거 콘텐츠 중 낮은 구매가격에도 불구하고 시청자에게 소구할 수 있는 콘텐츠를 발굴하고, 이를 효과적인 방식으로 노출시켜야 한다. 국내 플랫폼 중에서는 왓차(Watcha)가 유일하게 이 두 가지에 부합한 접근을 하고 있다. 다만 통신사와 같은 마케팅 능력이 부족하다.

그림 63. 왓차플레이 (Watcha Play) 모바일 앱



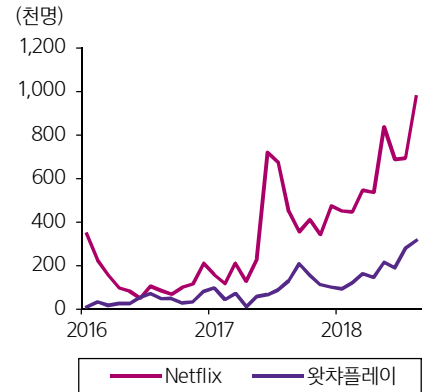
자료: Programs

표 17. 왓차플레이 서비스 개요

개요	
유형	N스크린 서비스
개발사	Programs
출시일	2016년 1월 31일
가격	월 4,900원
지원 기기	PC, 스마트폰, 태블릿, 크롬캐스트, TV
특징	영화 추천 서비스 왓차 연동

자료: Pew Research Center

그림 64. 순이용자 추이: Netflix vs 왓차플레이



자료: KoreanClick

Netflix, 마지막은
오리지널 콘텐츠

마지막으로 소구력 높은 콘텐츠, 이를 효과적으로 제공하는 UX/UI, 완성도 높은 콘텐츠를 구분하는 능력을 기반으로 트래픽이 충분히 쌓였다면, 오리지널 콘텐츠를 제작한다. 그리고 과금을 높이기 시작한다. Netflix는 2007년 OTT 플랫폼을 만들었고, 이러한 과정을 거쳐 2013년 <하우스 오브 카드>를 시작으로 오리지널 콘텐츠를 만들고 있다. 그런데 국내 플랫폼은 중간 단계 없이 Netflix의 현재 모습을 통해 오리지널 콘텐츠가 핵심이라고 판단하는 듯 한데, 이는 오산이다.

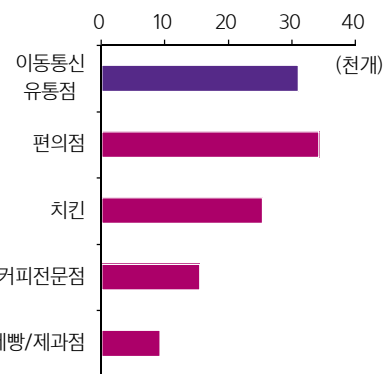
이러한 방식으로 접근한다면, 국내 통신사는 1) 편의점 숫자에 조금 못 미치는 방대한 대리점 유통망을 통한 강력한 푸시 마케팅 능력, 2) 기존 유무선(IPTV 포함) 서비스를 활용한 시너지, 3) 상대적으로 막대한 자금력을 가지고 있기 때문에 기회가 충분하다. 특히 SK텔레콤의 경우 e-커머스 플랫폼인 11번가를 가지고 있기 때문에, Amazon Prime과 동일한 전략까지도 취할 수 있다.

표 18. Netflix 연혁

연도	상세
1997	DVD 우편대여 서비스로 설립
2002	IPO, Nasdaq 상장
2007	스트리밍 서비스 시작
2010	해외 진출 시작 (캐나다)
2011	가격 인상 (\$4.99→\$7.99)
2013	첫 오리지널 시리즈 <House of Cards> 제공
2014	가격 인상 (\$7.99→\$8.99)
2016	전세계 진출 (중국, 북한 등 제외)
2016	가격 인상 (\$8.99→\$9.99)
2017	가입자 1억명 돌파
2017	가격 인상 (\$9.99→\$10.99)

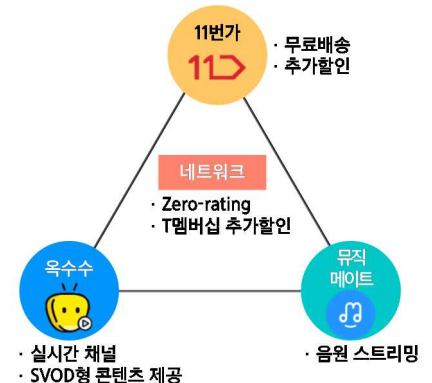
자료: Netflix, 삼성증권 정리

그림 65. 통신사 유통망 점포수 비교



참고: 2016년 말 기준자료: KAIT, 통계청

그림 66. SKT 사업 포트폴리오 (예시)



자료: SK텔레콤, 삼성증권

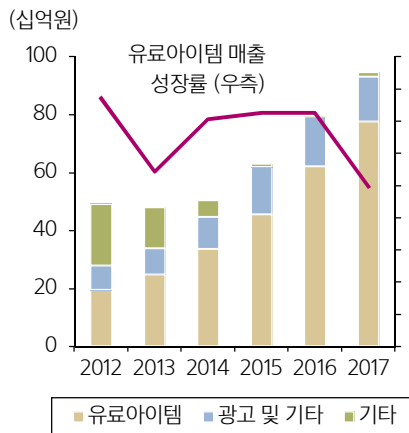
아프리카TV(067160) - 개인방송의 성장판은 열려있다

기부 모델을 통한
성장성 유효

개인방송 플랫폼은 1) PC게임에서 출발하여 여전히 이용자 기반이 마니아 위주로 머물러 있고, 2) 실시간 방송 중심으로 시간의 제약이 존재하기 때문에 YouTube와 같은 온라인 동영상에 비해 콘텐츠의 확산이 제한적이며, 3) 로컬 콘텐츠 위주로 언어의 장벽으로 인해 해외 진출 가능성이 낮다는 한계점이 존재한다.

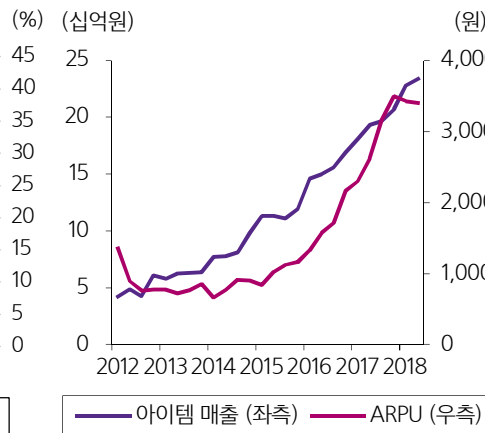
그러나 기부(별풍선) 사업모델만은 과금의 상승여력이 이론적으로 무한하다는 점에서 주목할만하다. 특히 1) VoD부터 시작해 콘텐츠에 대한 지불이 점차 익숙해지고 있는 사회 분위기, 2) 콘텐츠 제작자의 지속적인 역량 강화를 통한 콘텐츠 완성도 상승과 다각화, 3) 20~30대 주 이용 계층의 경제력 상승 등을 감안하면 지속적인 성장 가능성이 높다. 2012년 LTE 도입 이후 모바일을 통한 시청이 활성화되면서 매년 20~30% 수준의 아이템 매출 성장을 이어오고 있는데, 이는 현재 2019E P/E 15.9배 수준의 valuation을 감안하면 충분히 매력적인 수준이다.

그림 67. 연간 매출 구성



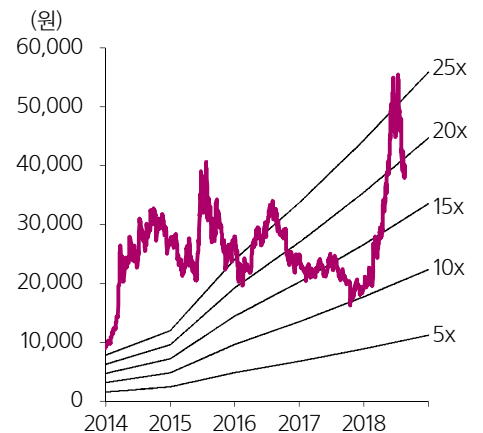
자료: 아프리카TV, 삼성증권

그림 68. 유료아이템: 매출 및 ARPU 추이



자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

그림 69. 12개월 FWD P/E band



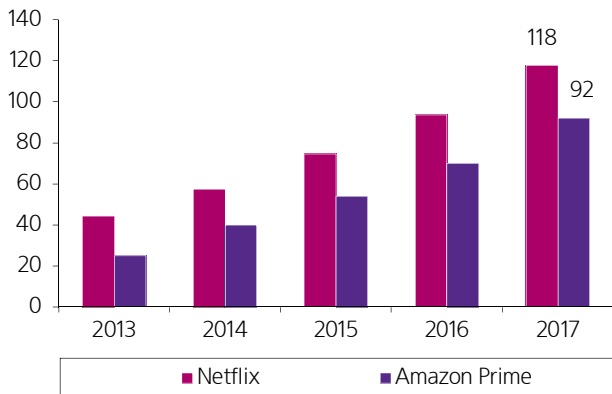
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내 콘텐츠, 뉴미디어를 타고 글로벌로

Netflix, YouTube, Apple Music과 같은 글로벌 미디어 플랫폼의 가파른 성장이 국내 플랫폼 입장에서는 달갑지 않으나, 국내 콘텐츠 업체에게는 무척 반가운 소식이다. 특히 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 드라마 제작사(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리)와 대형 엔터테인먼트 기업(에스엠, JYP, 와이지엔터테인먼트)은 글로벌 뉴미디어 플랫폼을 통해 전세계 시장을 두드리고 있다.

그림 70. Netflix·Amazon Prime 가입자

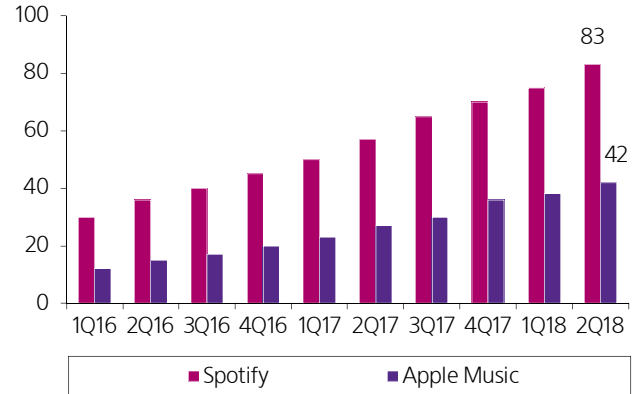
(백만명)



자료: 각 사, 삼성증권

그림 71. Apple Music·Spotify 가입자

(백만명)



자료: 각 사, 삼성증권

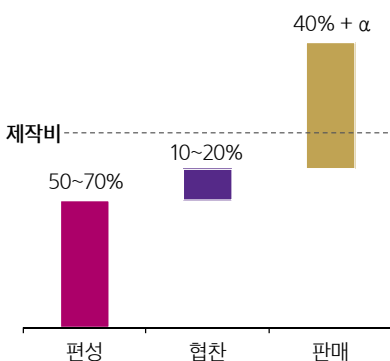
드라마 제작사, 거대한 시장을 마주하다

제작 규모 확대 전망

국내 드라마 제작비는 한 시간에 평균 3~5억원이다. 실시간 방송광고를 통해 60~70%가 충당되며, 협찬광고(PPL 등)와 판권(VoD 또는 해외판매)을 통해 수익을 창출하는 방식이다. 방송광고 단가(P)와 광고 편성횟수(Q)가 어느 정도 정해져 있기 때문에, 제작비 역시 특정 규모를 벗어나기 힘든 구조이다. 그러나 최근 Netflix 대상으로 판권을 판매하면서 판이 커지고 있다.

미국 드라마의 제작비는 한 시간에 최소 40억원에서 100억원 이상이다. Netflix가 원하는 값싼 콘텐츠를 박리다매하는 것이 아니라, 적절한 숫자의 압도적으로 완성도가 높은 콘텐츠를 통해 신규 가입자를 유입시키는 것이다. 봉준호 감독의 <옥자>에 500억원을 투자하고 이를 성공적이었다고 평가한 사례에서 볼 수 있듯이, 중요한 건 콘텐츠 가격이 아니라 완성도이다.

그림 72. 드라마 매출 구성



자료: 삼성증권

표 19. <옥자> vs 역대 국내 블록버스터

배급사	작품	제작비 (십억원)	손익분기점 (백만명)
Netflix	옥자 (2017)	58	
CJ ENM	설국열차 (2013)	43	8.5
롯데	신과 함께 (2017-18)	40	12.0
CJ ENM	군함도 (2017)	33	8.0
쇼박스	디워 (2007)	30	10.0

자료: 각 사, 삼성증권 정리

표 20. Netflix vs 국내 드라마 제작비

제작	제목	회당 제작비 (억원)
Netflix	House of Cards	50
	Sense 8	100
	Stranger Things	55
	Daredevil	45
KBS	태양의 후예	8
CJ ENM	도깨비	9
CJ ENM	미스터 션샤인	20

자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

〈미스터 션샤인〉은 시작에 불과

역대 국내 드라마 중 가장 높은 금액을 투입한 〈미스터 션샤인〉의 시간당 제작비는 약 20억원 수준으로 파악되고, Netflix는 이 중 일부를 부담하였다. 다시 강조하자면 연간 10조원 이상의 콘텐츠를 제작하는 Netflix가 요구하는 것은 가격이 아니라 완성도로 지불 용의는 충분하며, 그간의 거래 관행을 살펴보면 제작사의 충분한 수익성을 보장해준다. 따라서 한 시간에 3~5억원을 써왔던 국내 제작사는 점점 기획력을 쌓아가며 제작 규모를 확대할 것이고, 이는 빠른 성장으로 이어질 것이다.

Netflix 뒤를 잇는 IT 공룡들

아직은 Netflix에 대해서만 콘텐츠 판매가 이뤄지고 있지만, 플랫폼 간의 경쟁이 심화되고 있다. Amazon Prime은 연간 5조원 이상을 콘텐츠에 투자하고 있으며, Disney는 내년 독자 OTT 플랫폼 출시를 예고하였다. 또한 중국 OTT 시장에서도 iQiyi, Tencent Video, Youku가 놀라운 성장 속도와 함께 주도적인 플랫폼으로 부상하며 콘텐츠에 대한 투자를 서두르고 있다. 이들 플랫폼이 향후 Netflix와 콘텐츠 구입 경쟁을 하는 상황이 벌어진다면, 국내 드라마 제작사의 협상력과 성장 기회는 더욱 높아질 것이다.

표 21. Amazon Prime 서비스 개요

분야	혜택
진출 국가	• 미국, 캐나다, 일본, 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아, 인도, 멕시코
배송	• 무료 배송 • 당일 또는 2일 내 배송 • 생필품 2시간 내 배송
쇼핑	• Whole Foods (5% 할인 및 배달) • Alexa 음성 쇼핑
콘텐츠	• 영화, 드라마, 음악 • Twitch Prime (개인방송) • Audible (오디오북) • Kindle (E-book)

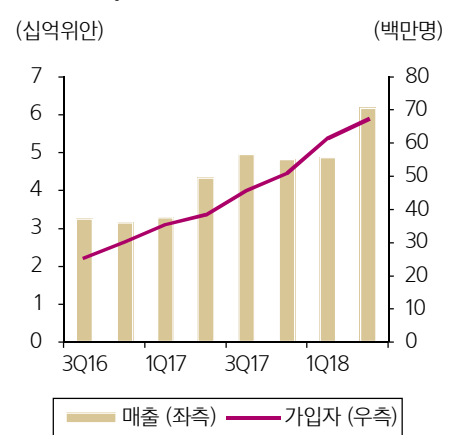
자료: Amazon, 삼성증권

표 22. 디즈니 뉴미디어 전략

	Hulu	ESPN+	Disney Play
개요	영화 및 TV 스트리밍	스포츠 OTT 플랫폼	디즈니 브랜드 OTT 플랫폼
시기	2008년 3월	2018년 4월	2019년 예정
비용	\$7.99/월 \$11.99/월 (광고 제거)	\$4.99/월	미정
상세	미국, 일본에서 제공	MLB, NHL, PGA 등 미국 내에서 제공	자체 영화·드라마

자료: Disney, 언론 보도

그림 73. iQiyi 매출 & 가입자 성장

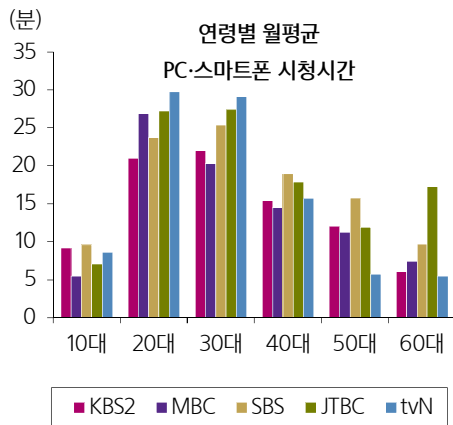


자료: iQiyi

실시간 채널의 입지 약화는 리스크 요인

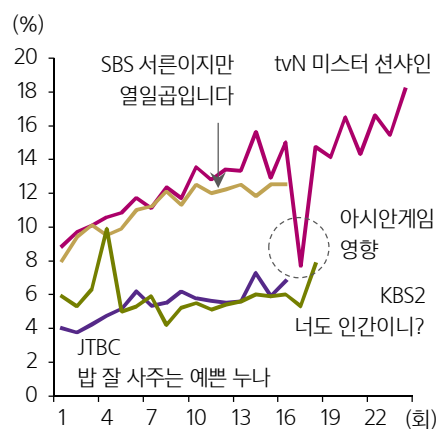
다만 중장기 관점에서 한 가지 리스크는 실시간 채널의 존재감 약화이다. 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 콘텐츠 경쟁력은 방송 채널의 인지도와, 이에 기반한 드라마 편성 능력에 기반한다. 만약 채널의 인지도와 시청률이 하락한다면, 이는 TV광고 매출 하락에 따른 제작비 충당 비중이 낮아짐을 의미하며, 결국 드라마 편성 숫자가 줄어들다면 본원적 경쟁력 약화가 불가피하다. 이 경우 글로벌 플랫폼의 콘텐츠 하청업체가 될 가능성도 크다. 주도적인 국내 OTT 플랫폼이 등장한다면 방송 채널의 유통기한은 더욱 줄어들 수 밖에 없다. OTT 플랫폼을 스스로 구축하거나 또는 지분을 확보하는 전략이 필요하다.

그림 74. 연령대별 채널 선호도



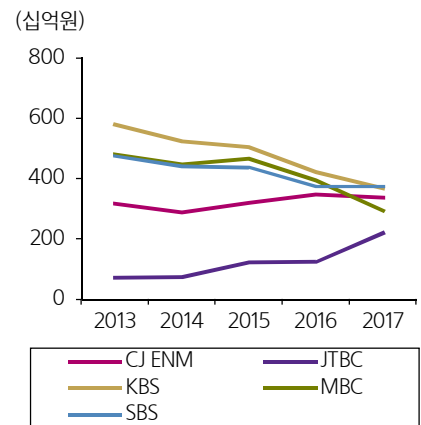
자료: 방송통신위원회

그림 75. 2018년 주요 드라마 시청률



자료: AGB닐슨

그림 76. 방송사업자별 광고 매출 추이



자료: 방송통신위원회

드라마 제작사의 높은 진입장벽

콘텐츠 완성도를 위해서는 중장기 투자가 필요

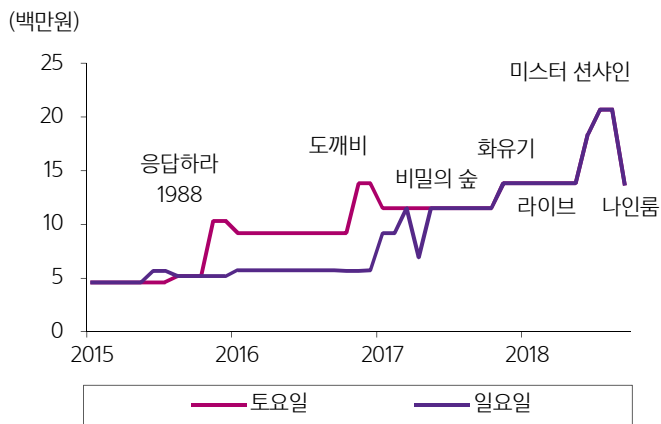
국내 드라마 콘텐츠는 산업 내 높은 경쟁 강도가 외주제작이 활성화된 2000년대 초반부터 짧지 않은 기간 동안 지속되면서 글로벌 시장에서 충분히 어필할 수 있을 정도의 완성도를 갖췄다고 판단한다. 이는 <태양의 후예>, <도깨비>와 같은 콘텐츠의 글로벌 흥행에서 충분히 입증되는 부분이다. 그리고 다양한 중소 제작사가 존재함에도 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리에 집중하는 이유는 방송채널에 기반해 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 선두 업체로서, 후발사업자의 추격이 구조적으로 쉽지 않기 때문에 수혜를 독차지할 가능성이 높기 때문이다.

스튜디오드래곤(253450) - 높은 valuation을 정당화시키는 성장성

여전히 모멘텀 존재

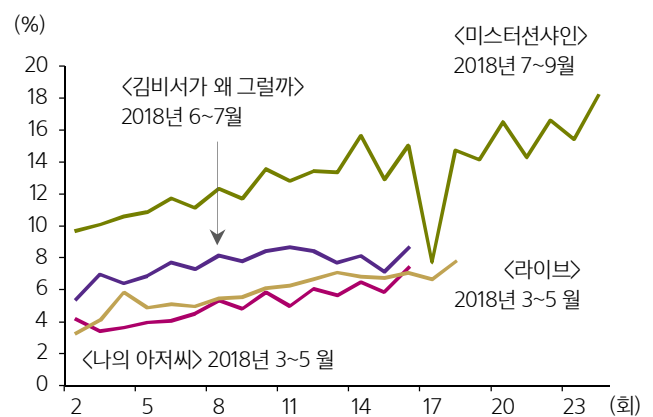
질적, 양적 측면에서 모두 국내 최고의 드라마 제작사이다. 특히 올해는 콘텐츠 대부분이 성공적인 흥행 성적을 이어가면서, 콘텐츠의 높은 완성도를 입증하고 있다. 2019E P/E 48.9배 수준의 결코 낮지 않는 valuation에도 불구하고, 여전히 주가에 반영되지 않은 upside 요인은 1) 내년 상반기 방영이 예상되는 넷플릭스 오리지널 시리즈의 제작 규모 수준(<미스터 션샤인>의 회당 20억 수준 이상일 경우 모멘텀 요인), 2) 중국 OTT 사업자에 대한 콘텐츠 판매 재개 등이다. 또한 당장 하반기에 <미스터 션샤인>, <남자친구>, <알함브라 궁전의 추억> 등 텐트폴 작품이 편성되어 있어, 실적 측면의 모멘텀도 존재한다.

그림 77. 광고 단가는 콘텐츠 흥행 성적을 반영



자료: CJ ENM, 삼성증권

그림 78. 최근 드라마 시청률



자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨

표 23. 텐트폴 작품 라인업

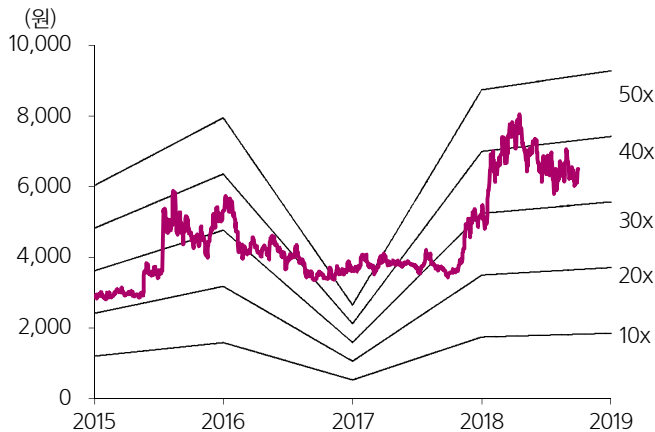
방영시기	작품	제작비 (십억원)	평균 시청률 (%)
2016년 11월	푸른 바다의 전설	22.0	17.6
2016년 12월	도깨비	15.0	12.8
2017년 12월	화유기	-	5.4
2018년 7월	미스터 션샤인	43.0	14.3
2018년 11월 예정	남자친구	-	-
2018년 11월 예정	알함브라 궁전의 추억	-	-
2019년 예정	아스달 연대기	-	-

자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨

제이콘텐트리 (036420) - 국내 Top 2 드라마 제작사

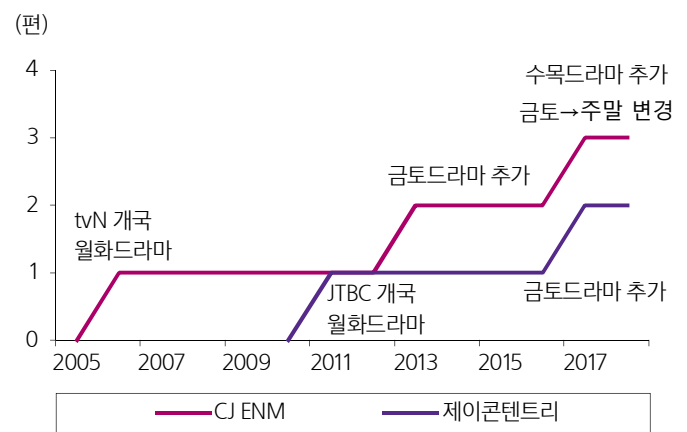
중앙그룹의 방송·영화사업 지주회사로 국내 2위의 드라마 제작사이자 국내 3위 영화관 사업자이다. 스튜디오드래곤과 유사하게 captive 채널 JTBC를 기반으로 콘텐츠 제작 경쟁력을 확보하였다. 현재 valuation은 메가박스를 제외했을 때 방송부문 2019E P/E 16.5배 수준으로 스튜디오드래곤에 비해 저평가된 상황이다. 1) JTBC의 채널 경쟁력, 2) 콘텐츠 제작 역량, 3) 글로벌 사업자를 통한 성장 여력을 고려하면 중장기적으로 스튜디오드래곤과 격차를 줄여나갈 전망이다.

그림 79. 12개월 FWD P/E band



자료: 삼성증권 추정

그림 80. CJ ENM vs 제이콘텐트리 드라마 slot 비교



자료: 각 사, 삼성증권

표 24. 방송 부문 가치 비교

(십억원)	제이콘텐트리	스튜디오드래곤
시가총액	938	3,238
주식수 (천주)	144,069	28,037
주가 (원)	6,510	115,500
메가박스 (지분율 77%)	426	
2018E 순이익	27	
P/E (배)	20	
방송부문 가치	512	3,238
드라마 slot (개)	13	26

자료: 각 사, 삼성증권 추정

엔터테인먼트, 수익모델의 극적인 전환을 앞두고

K-pop 아티스트의
영향력 확대

최근 방탄소년단(BTS)을 통해 더욱 부각되고 있는 것처럼, K-pop 아티스트의 전세계 팬층에 대한 영향력이 확대되고 있다. 그리고 그 배경에는 YouTube, Apple Music, Spotify와 같은 글로벌 플랫폼이 있다. 뉴미디어에 기반해 영향력은 더욱 커지고 있으며, 뮤직비디오의 조회수 등을 통해 성과가 정량적으로 드러나고 있다. 이러한 가운데, 국내외에서 YouTube에 대한 협상력을 높이기 위한 움직임이 나타나고 있으며, YouTube Premium와 같은 과금 모델이 확대되고 있어 콘텐츠 제공자에게 돌아가는 몫이 커질 개연성은 충분하다. 또한 글로벌 시장에서 음원 서비스는 여전히 보급 단계이며, 플랫폼 사업자 간의 높은 경쟁 수준까지 감안하면 상승여력이 더욱 높다.

YouTube를 통한
수익모델 전환

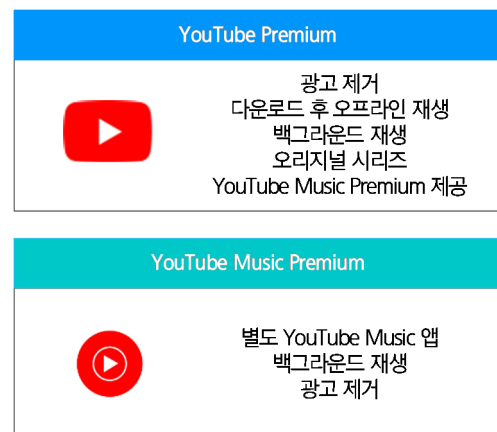
이처럼 뉴미디어를 통한 새로운 형태의 수익이 확대되고 있기 때문에, 엔터테인먼트 사업자는 뉴미디어 콘텐츠 업체로 변신하고 있다. 과거 콘서트, 음반 판매와 같은 오프라인을 통해 수익을 창출했다면, 이제부터는 디지털 영상, 음원을 통해 온라인 중심 수익모델로의 극적인 전환이 다가오고 있다. 아직 국내/일본 시장에 머물러 있는 중소 사업자보다는 브랜드 경쟁력을 중심으로 글로벌 영향력을 확대하고 있는 에스엠, 와이즈엔터테인먼트, JYP와 같은 대형사에 주목한다.

표 25. YouTube: 주요 뮤직비디오 조회수

가수	뮤직비디오	조회수 (백만)	업로드
방탄소년단	DNA	497	2017년 9월
	MIC Drop	339	2017년 11월
	Fake Love	318	2018년 5월
트와이스	TT	400	2016년 10월
	Likey	301	2017년 10월
	Heart Shaker	220	2017년 12월
블랙핑크	붐바야	373	2016년 8월
	마지막처럼	397	2017년 6월
	뚜두뚜두	361	2018년 6월
Luis Fonsi	Despacito	5,520	2017년 1월
Ed Sheeran	Shape of You	3,810	2017년 1월

자료: YouTube, 삼성증권

그림 81. YouTube Premium



자료: YouTube

그림 82. 방탄소년단: 국가별 YouTube 조회수

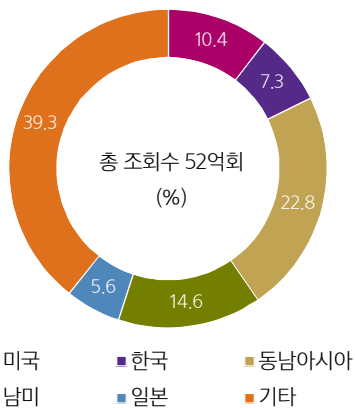
참고: 최근 28일간 조회 기준
자료: YouTube

그림 83. 트와이스: 국가별 YouTube 조회수

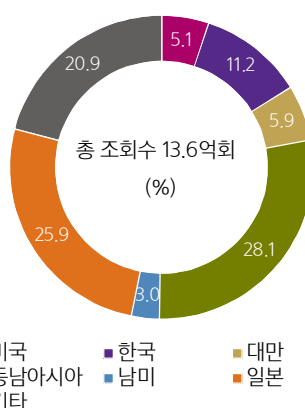
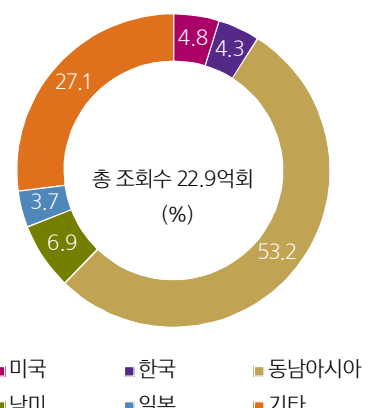
참고: 최근 28일간 조회 기준
자료: YouTube

그림 84. 블랙핑크: 국가별 YouTube 조회수

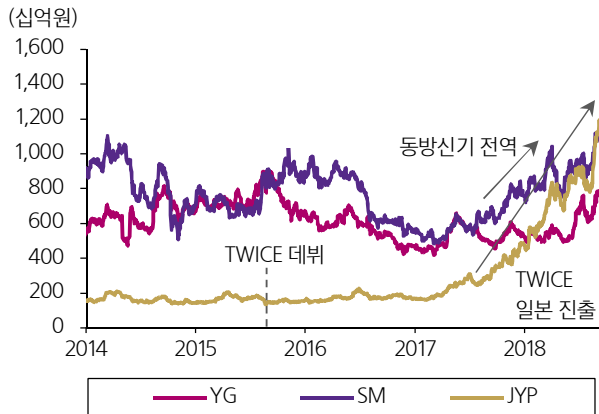
참고: 최근 28일간 조회 기준
자료: YouTube

와이지엔터테인먼트 (122870) - 글로벌향 온라인 콘텐츠 기업으로

빅뱅 활동 재개
+ 라인업 경쟁력

주요 엔터테인먼트 3사 중에서 현재 시가총액이 가장 낮다. 빅뱅의 군입대에 따른 수익 공백 탓이다. 빅뱅은 내년 하반기 활동을 재개할 계획으로, 에스엠의 동방신기 활동 재개를 통한 시가총액 회복 사례에서 볼 수 있듯이 기다릴 수만 있다면 valuation 매력도가 가장 높다. 또한 현재 YouTube를 통한 글로벌 시장에서의 이용자 트래픽 증가가 엔터테인먼트 업종의 가장 큰 모멘텀 요인인 가운데, 와이지는 음악적 측면 등에서 가장 다양한 전 세계 팬층에 어필할 수 있는 아티스트 라인업을 확보하고 있으며, 이는 블랙핑크, 빅뱅의 YouTube 구독자 수를 통해서도 확인되는 부분이다. 향후 빅뱅의 활동 재개와 더불어 YouTube, Spotify, 애플뮤직 등 뉴미디어 플랫폼을 통한 수익 중심으로 사업모델이 진화하면서 성장세가 가팔라질 전망이다.

그림 85. 엔터 3사 시가총액 추이



자료: 삼성증권

표 26. 기획사별 주요 라인업

YG		SM		JYP	
가수	구독자 (명)	가수	구독자 (명)	가수	구독자 (명)
블랙핑크	12,077,384	동방신기	15,937,554	트와이스	9,779,354
빅뱅	10,119,934	슈퍼주니어		GOT7	
아이콘	3,495,452	EXO		Stray Kids	
워너	2,167,010	레드벨벳		2PM	

참고: YouTube 구독자 YG는 가수별, SM·JYP는 기획사 전체

자료: 각 사, 삼성증권 정리

표 27. Global peer valuation

기업	시가총액 (십억원)	P/E (x)			P/B (x)			EV/EBITDA (x)			ROE (%)			주가 변동 (%)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	1m	3m	6m
통신사																
SK텔레콤	21,963	7.3	7.0	7.2	1.1	1.0	0.9	3.9	5.8	5.5	15.4	16.1	13.5	6.0	18.8	14.8
KT	7,703	15.5	10.7	10.6	0.6	0.6	0.6	1.5	2.7	2.6	4.1	5.9	5.7	2.1	9.7	7.3
LG유플러스	7,422	11.2	13.3	12.4	1.2	1.2	1.1	2.4	3.9	3.6	10.9	9.9	9.7	11.5	26.9	36.5
AT&T	275,480	16.8	9.6	9.3	1.7	1.3	1.3	5.3	7.5	6.8	22.3	13.8	14.8	6.2	3.7	(4.1)
Verizon	251,472	13.5	11.7	11.5	5.0	4.1	3.4	4.9	7.1	6.7	91.7	38.8	33.6	0.1	7.3	14.6
T-Mobile	66,060	25.4	21.5	17.5	2.4	2.4	2.1	4.9	7.1	6.4	22.2	12.8	12.2	5.6	17.9	17.0
종합 미디어																
CJ ENM	5,547	10.6	17.1	15.6	1.4	2.4	2.1	3.0	10.2	8.8	13.5	15.8	15.8	1.9	(3.4)	10.0
SBS	390	30.4	16.9	13.4	0.8	0.7	0.6	9.0	6.3	5.2	2.7	4.1	4.9	16.0	8.1	(18.7)
Huayi Brothers	2,425	29.1	17.6	14.8	2.5	1.4	1.3	56.3	15.3	13.0	8.9	7.4	8.4	(3.3)	(15.9)	(43.1)
Disney	195,699	17.3	16.8	15.7	3.6	3.8	3.3	9.3	11.1	10.7	21.2	24.9	21.7	5.0	13.1	18.3
유료방송																
스카이라이프	672	11.2	11.1	10.4	1.1	1.1	1.0	3.7	2.9	2.4	10.2	10.0	9.7	4.9	1.4	12.0
현대HCN	469	10.0	10.7	10.3	0.7	0.7	0.6	4.8	1.2	0.9	6.7	6.3	6.2	1.6	0.6	(7.0)
CJ헬로	757	19.0	25.5	19.0	0.6	0.7	0.7	1.8	4.3	4.1	3.0	2.9	3.7	16.6	(3.7)	16.2
Comcast	182,934	19.4	14.1	12.8	2.7	2.3	2.1	6.8	7.6	7.2	37.1	16.3	17.0	(3.5)	7.9	6.7
Dish	18,932	20.6	13.0	15.6	3.2	2.0	1.7	9.3	11.5	12.8	36.3	18.9	14.3	2.4	9.0	(5.9)
Charter	94,200	97.8	71.4	45.1	2.1	2.0	2.0	5.9	10.2	9.8	25.0	3.2	4.8	5.3	9.1	6.7
콘텐츠 제작																
스튜디오드래곤	3,087	61.7	56.8	37.0	4.9	7.4	6.2	19.7	24.7	17.2	9.5	13.4	17.2	2.2	(2.7)	11.7
제이콘텐트리	902	95.8	30.8	24.8	3.9	3.5	3.1	10.4	12.3	9.7	5.3	12.9	13.7	(3.8)	(6.5)	(19.0)
SM C&C	249	n/a	44.7	22.4	2.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(16.5)	n/a	n/a	1.7	4.5	(26.7)
IHQ	285	141.1	29.7	20.7	1.6	1.2	1.1	5.8	4.6	3.5	1.1	4.1	5.6	(7.8)	(7.8)	(32.4)
영화																
CJ CGV	1,086	65.7	49.7	19.9	5.1	3.3	2.9	6.1	9.3	8.3	(0.4)	7.3	15.2	(2.3)	(23.1)	(29.0)
AMC	2,819	65.9	760.0	73.2	0.9	1.1	1.1	3.0	8.2	7.8	(23.6)	0.3	2.0	11.8	34.4	39.7
Cinemark	5,067	14.1	19.2	17.1	2.9	3.0	2.7	6.4	8.0	7.5	19.9	17.1	16.7	3.9	7.7	1.0
Wanda Film	9,911	40.3	26.3	21.3	5.2	4.2	3.5	25.4	15.0	12.2	13.7	16.8	17.7	0.0	(0.4)	(0.4)
NEW	193	160.5	105.9	23.1	2.0	1.5	1.4	6.9	18.8	13.1	(6.0)	1.4	6.2	(6.4)	(3.3)	(24.1)
쇼박스	282	21.3	37.5	24.9	2.4	2.0	1.9	4.9	3.6	2.3	12.0	5.3	7.7	4.2	11.1	(28.3)
Zhejiang Huace	2,768	14.9	21.7	16.9	2.6	2.2	2.0	24.4	17.1	13.5	9.6	10.6	12.3	0.6	(10.5)	(19.0)
엔터테인먼트																
SM	1,143	173.5	31.3	24.9	2.2	2.8	2.5	22.7	13.9	11.5	1.3	9.6	10.9	4.5	20.7	4.8
YG	812	29.0	70.5	30.2	1.5	2.5	2.3	14.8	33.0	20.3	5.7	3.4	7.5	4.8	17.2	37.8
JYP	1,293	26.9	49.5	33.2	5.2	11.0	8.0	19.5	29.2	22.4	21.4	26.8	30.7	16.3	39.8	53.7
Avex	718	585.1	16.2	16.5	1.4	1.4	1.4	7.4	n/a	n/a	0.2	8.8	8.5	7.7	9.8	7.4
Amuse	571	21.2	30.8	15.2	1.8	n/a	n/a	6.9	n/a	n/a	8.8	n/a	n/a	(3.8)	10.0	2.0
개인방송																
아프리카TV	400	13.5	18.5	14.4	2.9	4.4	3.4	9.4	11.9	8.8	23.2	27.0	27.6	(7.9)	(23.9)	21.7
YY	5,159	18.2	9.8	8.2	4.2	2.1	1.7	14.9	7.0	4.1	30.8	19.9	22.6	(4.6)	(26.1)	(28.7)
Momo	9,559	15.7	17.1	13.3	4.7	7.2	4.9	12.9	12.8	8.5	38.2	37.6	35.0	(9.7)	(5.2)	12.1
Huya	4,816	n/a	100.0	41.9	36.6	6.7	6.2	n/a	131.9	31.6	(39.9)	(47.6)	15.0	(24.6)	(32.2)	n/a
OTT																
Netflix	183,665	143.8	120.1	76.7	23.2	31.5	22.5	91.0	82.6	57.7	17.9	26.3	29.8	2.6	(3.4)	33.0
iQiyi	21,235	n/a	n/a	n/a	n/a	27.1	n/a	31.8	17.1	12.2	(74.6)	(23.2)	(9.5)	(8.4)	(19.7)	65.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

2018. 10. 1

Company Update



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

최준성

Research Associate

junsung.choi@samsung.com
02 2020 7837

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 140,000원 (21.2%)

현재주가 115,500원

시가총액 3.2조원
 Shares (float) 28,037,240주 (23.9%)
 52주 최저/최고 57,800원/119,800원
 60일-평균거래대금 214.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스튜디오드래곤 (%)	5.5	22.9	n/a
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	2.4	27.2	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	140,000	0.0%
2018E EPS	1,412	1,491	-5.3%
2019E EPS	2,364	2,398	-1.4%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	134,308
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

스튜디오드래곤 (253450)

높아지는 콘텐츠 완성도

- 3분기 콘텐츠 흥행 호조. 주요 드라마 라인업 5개 모두 시청률 5% 이상을 기록.
- <미스터 션샤인> 해외판권 매출과 흥행 드라마 라인업의 국내 VoD 판매 증가로 3분기 영업이익 193억원 예상.
- 두 개의 텐트폴 작품이 예정된 4분기 역시 견고한 실적이 전망됨. 또한 Netflix 오리지널 시리즈 공급 계약이 가시화된 가운데, 중국의 콘텐츠 구입 재개 여부 역시 upside 요인.

WHAT'S THE STORY

3분기 흥행 호조: 방영된 주요 드라마 라인업 5개 모두 최고 시청률 5% 이상을 기록하면서, 2분기에 이어 3분기도 높은 완성도에 기반한 흥행 호조를 이어갔다. 특히 <미스터 션샤인>의 경우 18.1%의 시청률로 작년 최고 흥행작이었던 <도깨비>의 20.5%에 못지 않은 성적을 남겼다. <김비서가 왜 그럴까?> 역시 젊은 시청자를 대상으로 어필하며, 높은 VoD 판매 순위가 이어졌다.

견고한 실적 예상: 동사 실적의 주요 변동 요인은 1) 해외 판권판매와 2) 국내 VoD 매출이다. 3분기는 <미스터 션샤인>의 Netflix에 대한 판권 매출이 인식되며, 주요 라인업의 전반적인 흥행으로 VoD 판매 역시 증가하였다. 다만 제작비가 증가하면서 영업이익은 193억원으로 시장 컨센서스(240억원)를 하회할 전망이다. 4분기에는 두 개의 텐트폴 드라마 <남자친구>와 <알함브라 궁전의 추억> 편성이 예정되어 있어, 견고한 실적이 전망된다.

Netflix 오리지널과 중국 판매: 최근 Netflix 오리지널 시리즈로 웹툰 원작의 <좋아하면 울리는> 제작이 확정되었다. 8부작으로 알려져 있으며, Netflix가 서비스를 제공하지 않는 중국에 대한 판권을 직접 확보한 점은 특히 긍정적이다. 또한 1편 이상의 오리지널 시리즈 제작이 추가적으로 논의되고 있다. 중국에 대한 콘텐츠 판매 재개 여부 역시 중요한 모멘텀 요인이다. 사전 제작되는 <알함브라 궁전의 추억> 계약 여부를 지켜볼 필요가 있다.

수익성보다 성장성에 집중할 때: 올해는 드라마 라인업 투자 확대를 통해 콘텐츠 경쟁력에 초점을 맞추고 있다. 흥행 호조로 top line 성장이 부각되고 있으나, 제작비 역시 증가하면서 수익성은 다소 정체된 모습이다. 그러나 현재는 Netflix를 비롯해 해외 OTT 플랫폼을 통한 성장 기회가 열리는 시점으로, 콘텐츠 경쟁력 강화가 당장의 수익성보다 중요하다. 따라서 이익 자체보다는 제작 규모 확대를 통한 콘텐츠 완성도 상승 여부에 집중할 필요가 있다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(2018년 10월 1일 기발간된 자료입니다)

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	287	399	556	730
순이익 (십억원)	24	40	66	86
EPS (adj) (원)	1,050	1,412	2,364	3,062
EPS (adj) growth (%)	84.5	34.4	67.5	29.5
EBITDA margin (%)	25.9	28.9	32.3	32.6
ROE (%)	9.5	10.2	15.0	16.6
P/E (adj) (배)	110.0	81.8	48.9	37.7
P/B (배)	8.8	7.9	6.8	5.8
EV/EBITDA (배)	41.1	26.2	16.4	12.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0






자료: 삼성증권 추정

표 1. 하반기 작품 라인업

분기	라인업	시청률 (%)	방영기간	채널
2분기	김비서가 왜 그럴까	7.4	6월 6일 - 7월 26일	tvN
	라이프 온 마스	4.0	6월 9일 - 8월 5일	OCN
3분기	미스터 션샤인	13.0	7월 7일 - 9월 30일	tvN
	아는 와이프	6.8	8월 1일 - 9월 20일	tvN
	보이스 2	4.9	8월 11일 - 9월 16일	OCN
	백일의 낭군님	6.0	9월 10일 - 10월 30일	tvN
	손: The Guest	2.7	9월 12일 - 11월 1일	OCN
	플레이어	4.7	9월 29일 - 11월 11일	OCN
4분기	하늘에서 내리는 일억개의 별	-	10월 3일 -	tvN
	나인룸	-	10월 6일 -	tvN
	계룡선녀전	-	11월 5일 -	tvN
	남자친구	-	11월 예정	tvN
	알함브라 궁전의 추억	-	11월 예정	tvN

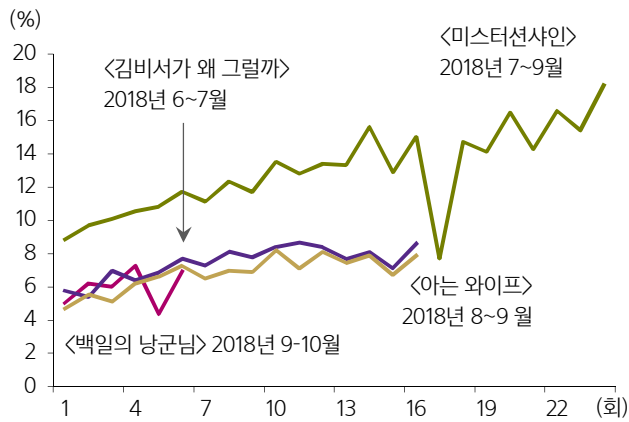
자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

표 2. 3분기 주요 작품

작품	김비서가 왜 그럴까	라이프 온 마스	미스터 션샤인	아는 와이프	보이스 2
					
방영 시기	2018년 6월	2018년 6월	2018년 7월	2018년 8월	2018년 8월
작가	백선우, 최보림	이대일	김은숙	양희승	마진원
제작	본팩토리	프로덕션에이치	화앤담픽처스	초록밤미디어	콘텐츠K
주연	박서준, 박민영	정경호, 박성웅, 고아성	이병헌, 김태리	지성, 한지민	이하나, 이진욱, 권율
시청률	평균 7.5%, 최고 8.7%	평균 4.0%, 최고 5.9%	평균 13.0%, 최고 18.1%	평균 6.8%, 최고 8.2%	평균 4.9%, 최고 7.1%

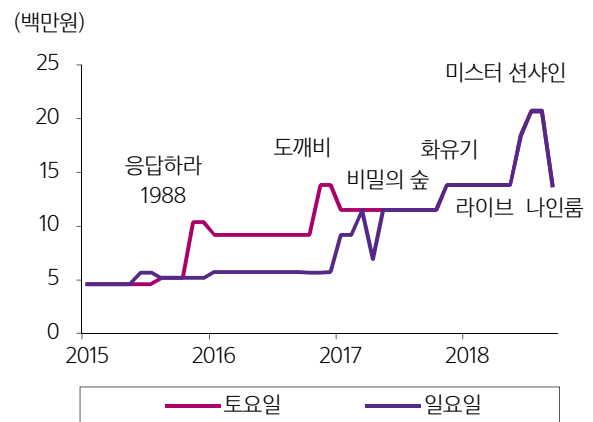
자료: 스튜디오드래곤, AGB닐슨, 삼성증권

그림 1. 3분기 주요 작품 시청률



자료: AGB닐슨, 스튜디오드래곤

그림 2. tvN 광고 단가 추이



자료: CJ ENM

표 3. 케이블 드라마 VOD 판매 순위

순위	9월 2주차	9월 1주차	8월 4주차	8월 3주차	8월 2주차
1	tvN 미스터 선샤인	tvN 미스터 선샤인	tvN 미스터 선샤인	tvN 미스터 선샤인	tvN 미스터 선샤인
2	KBS2 같이 살래요	KBS2 같이 살래요	JTBC 내 아이디는 강남미인	JTBC 내 아이디는 강남미인	JTBC 내 아이디는 강남미인
3	OCN 보이스2	JTBC 내 아이디는 강남미인	OCN 보이스2	KBS2 같이 살래요	KBS2 같이 살래요
4	JTBC 내아이디는 강남미인	OCN 보이스2	KBS2 같이 살래요	OCN 보이스2	tvN 아는 와이프
5	tvN 아는 와이프	tvN 아는 와이프	SBS 울인	tvN 아는 와이프	OCN 라이프 온 마스
6	OCN 손 the guest	JTBC 라이프	tvN 아는 와이프	JTBC 라이프	JTBC 라이프
7	JTBC 라이프	SBS 친애하는 판사님께	KBS2 TV소설 파도야 파도야	KBS2 TV소설 파도야 파도야	tvN 김비서가 왜 그럴까

자료: 홈초이스

표 4. 목표주가 산정

(십억원)	현재주가	목표주가	2016	2017	2018E	2019E	비고
주가 (원)	115,500	140,000					
시가총액	3,238	3,925					
순이익	162	196	13	24	40	67	시가총액/A
매출	1,079	1,308	196	287	378	499	순이익/B
편당 매출	27	33	10.3	12.9	15.1	17.1	매출/C
편당 제작비	19	23	7.8	9.5	10.8	11.7	편당 매출*D
회당 제작비	1.2	1.4	0.48	0.59	0.67	0.73	편당 제작비/E
주요 가정							
Target P/E (배)	20	20	255.1	135.8	80.0	48.2	A
순이익률 (%)	15.0	15.0	6.5	8.3	10.7	13.5	B
제작편수 (편)	40	40	19	22	25	29	C
제작비 비중 (%)	70.0	70.0	75.4	73.1	71.3	68.4	D
편당 에피소드 (회)	16	16	16	16	16	16	E

자료: 삼성증권 추정

표 5. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	287	399	556	75	62	77	72	80	74	127	118	132	143	131	149
편성	131	179	224	26	24	42	39	41	34	51	53	55	56	51	61
판매	112	178	280	36	26	23	26	32	29	64	53	64	74	67	74
기타	44	42	52	13	12	12	7	7	11	12	12	12	13	13	14
매출원가	240	330	448	59	50	67	64	66	64	102	99	104	115	104	124
제작비	210	291	390	49	42	60	58	59	56	89	87	90	100	90	109
판매수수료	17	27	42	5	4	3	4	5	4	10	8	10	11	10	11
기타	13	13	16	4	3	4	2	2	3	4	4	4	4	4	4
매출총이익	47	69	108	17	12	11	7	14	11	25	20	28	28	27	25
판관비	14	17	20	3	3	4	4	3	3	6	5	4	4	7	6
영업이익	33	52	88	14	9	7	3	11	7	19	15	24	24	20	20
세전계속사업이익	30	56	89	13	9	6	2	10	11	20	15	25	24	20	20
당기순이익	24	42	67	13	3	6	2	7	9	15	11	18	18	15	15
수정 EPS (원)	851	1,490	2,379												
주요지표 (%)															
영업이익률	11.5	13.1	15.9	18.5	14.3	8.6	4.8	13.4	9.9	15.2	12.7	18.5	16.8	15.2	13.2
세전계속사업이익률	10.6	13.9	16.0	17.6	14.5	8.2	2.3	12.3	14.9	15.4	12.8	18.6	16.9	15.4	13.3
순이익률	8.3	10.5	12.0	17.8	4.5	7.3	2.8	8.6	12.0	11.5	9.6	14.0	12.7	11.5	10.0

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154	287	399	556	730
매출원가	133	240	330	448	597
매출총이익	22	47	69	108	133
(매출총이익률, %)	14.0	16.4	17.3	19.5	18.2
판매 및 일반관리비	5	14	17	20	25
영업이익	17	33	52	88	109
(영업이익률, %)	10.8	11.5	13.1	15.9	14.9
영업외손익	(6)	(3)	0	0	7
금융수익	1	1	4	5	7
금융비용	2	3	0	(1)	(1)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(5)	(0)	(4)	(5)	(0)
세전이익	10	30	53	88	116
법인세	2	6	13	22	30
(법인세율, %)	22.4	21.2	24.8	25.0	25.9
계속사업이익	8	24	40	66	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	8	24	40	66	86
(순이익률, %)	5.3	8.3	9.9	11.9	11.8
지배주주순이익	8	24	40	66	86
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	39	74	115	180	238
(EBITDA 이익률, %)	25.1	25.9	28.9	32.3	32.6
EPS (지배주주)	569	1,050	1,412	2,364	3,062
EPS (연결기준)	569	1,050	1,412	2,364	3,062
수정 EPS (원)*	569	1,050	1,412	2,364	3,062

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(12)	(7)	126	192	252
당기순이익	8	24	40	66	86
현금유출입이없는 비용 및 수익	27	46	73	109	152
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	22	41	63	92	130
기타	5	5	9	17	23
영업활동 자산부채 변동	(46)	(73)	27	39	44
투자활동에서의 현금흐름	(70)	(141)	(101)	(122)	(160)
유형자산 증감	(1)	(0)	0	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(142)	(9)	(9)	(10)
기타	(66)	1	(92)	(112)	(150)
재무활동에서의 현금흐름	93	188	(17)	1	1
차입금의 증가(감소)	28	(18)	(16)	0	0
자본금의 증가(감소)	126	208	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	(60)	(2)	(0)	1	1
현금증감	12	40	8	71	93
기초현금	0	12	51	60	131
기말현금	12	51	60	131	223
Gross cash flow	35	70	112	175	238
Free cash flow	(14)	(7)	39	75	95

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스튜디오드래곤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81	290	310	394	499
현금 및 현금등가물	12	51	60	131	223
매출채권	37	55	58	61	64
재고자산	0	1	1	1	1
기타	33	182	191	201	211
비유동자산	161	170	204	231	260
투자자산	2	4	5	7	10
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	124	128	152	177	204
기타	33	37	46	46	46
자산총계	242	459	514	625	760
유동부채	84	91	106	150	199
매입채무	6	6	8	12	15
단기차입금	8	0	(7)	(7)	(7)
기타 유동부채	71	85	104	145	190
비유동부채	21	0	0	1	1
사채 및 장기차입금	20	0	0	0	0
기타 비유동부채	2	0	0	1	1
부채총계	106	91	106	151	200
지배주주지분	136	368	408	474	560
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	115	320	320	320	320
이익잉여금	8	32	72	138	224
기타	2	3	3	3	3
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	368	408	474	560
순부채	16	(182)	(214)	(292)	(393)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	85.7	39.3	39.2	31.2
영업이익	n/a	98.3	58.6	68.5	23.2
순이익	n/a	192.9	66.0	67.5	29.5
수정 EPS**	n/a	84.5	34.4	67.5	29.5
주당지표					
EPS (지배주주)	569	1,050	1,412	2,364	3,062
EPS (연결기준)	569	1,050	1,412	2,364	3,062
수정 EPS**	569	1,050	1,412	2,364	3,062
BPS	6,176	13,141	14,553	16,917	19,978
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	202.9	110.0	81.8	48.9	37.7
P/B***	18.7	8.8	7.9	6.8	5.8
EV/EBITDA	83.9	41.1	26.2	16.4	12.0
비율					
ROE (%)	6.0	9.5	10.2	15.0	16.6
ROA (%)	3.4	6.8	8.1	11.6	12.4
ROIC (%)	8.5	15.6	21.3	36.6	48.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용 (%)	12.1	(49.4)	(52.5)	(61.7)	(70.1)
이자보상배율 (배)	19.5	19.0	328.2	(148.5)	(183.0)

Company Initiation



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

최준성

Research Associate
junsung.choi@samsung.com
02 2020 7837

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	8,200원	(26%)
현재주가	6,510원	
시가총액	9,378.9억원	
Shares (float)	144,068,982주 (65.6%)	
52주 최저/최고	3,514원/8,054원	
60일-평균거래대금	122.3억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
제이콘텐트리 (%)	-6.7	-13.2	85.3
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-9.5	-10.2	46.0

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	8
Target price	8,925
Recommendation	4.1

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2018. 10. 1

제이콘텐트리 (036420)

국내 Top 2 드라마 제작사

- 중앙그룹의 방송/영화 지주회사로, 드라마 제작 및 콘텐츠 유통 사업자 JTBC콘텐츠허브와 국내 3위 멀티플렉스 사업자 메가박스를 자회사로 보유.
- 글로벌 뉴미디어 플랫폼의 확산에 따른 방송 부문의 수혜 전망. 추가적으로 드라마 제작 규모 확대를 통한 중장기적 상승여력 존재.
- BUY 투자이견과 목표주가 8,200원(2019E P/E 방송 부문 40배, 멀티플렉스 20배 적용)으로 커버리지 개시.

WHAT'S THE STORY

방송 콘텐츠 제작 역량 강화: 동사는 Captive 채널(JTBC)의 안정적인 편성을 바탕으로 뛰어난 드라마 제작 경쟁력을 확보하였다. 유상증자로 확보한 자금을 이용하여 드라마 제작 역량을 더욱 강화할 계획이다. 제작 규모를 올해 7편에서 향후 13편 이상까지 확대하고 연간 2편의 텐트폴 작품(회당 10억원 이상)을 제작할 전망으로, 글로벌 OTT 플랫폼을 통한 관련 판매 확대 및 수익성 개선이 예상된다.

멀티플렉스 수익성 개선: CGV, 롯데시네마에 이어 국내 3위 멀티플렉스 사업자로 영화관, 영화 투자배급 사업을 영위하고 있다. 사업 전략을 신규 사이트 출점보다는 수익성 확보 위주로 선회하면서 올해 4월 티켓 가격 인상 효과와 함께 실적 개선에 기여할 전망이다.

투자이견 BUY, 목표주가 8,200원: 제이콘텐트리의 현재 valuation은 메가박스 가치를 제외했을 시 방송 부문 2019E P/E 16.5배로 스튜디오드래곤의 48.9배에 대비 1/3 수준에서 거래되고 있다. 1) JTBC의 인지도 상승, 2) 콘텐츠 제작 경쟁력, 3) 글로벌 OTT 사업자를 통한 성장 여력을 고려하면 저평가된 valuation이다. 투자이견 BUY, 목표주가 8,200원(2019E P/E 방송 부문 40배, 멀티플렉스 20배 적용)을 제시한다.

- **Upside 모멘텀:** 텐트폴 작품의 기대 이상의 흥행, Netflix를 통한 텐트폴 작품 공급 확대, 중국 OTT 사업자에 대한 콘텐츠 판매 본격화 등
- **Downside 리스크:** 영화 관람객 수 역성장, OTT향 콘텐츠 판매 지연, 국내 OTT 스트리밍 본격화 등에 따른 실시간 방송의 수요 급감 등

(2018년 10월 1일 기발간된 자료입니다)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	420	513	607	687
순이익 (십억원)	11	41	49	55
EPS (adj) (원)	53	175	186	211
EPS (adj) growth (%)	(66.5)	228.8	6.1	13.5
EBITDA margin (%)	14.1	17.2	15.5	13.9
ROE (%)	5.3	13.2	13.8	13.6
P/E (adj) (배)	122.3	37.2	35.1	30.9
P/B (배)	4.9	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA (배)	20.1	13.2	11.8	11.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

1. 기업 개요 및 연혁

신문·매거진에서
드라마·영화로 사업 전환

1987년 9월 설립된 한길무역은 2000년 3월 코스닥 시장에 상장되었다가, 2001년 한국일보에 인수되어 일간스포츠로 사명을 변경하는 과정에서 미디어 기업으로 탈바꿈되었다. 이후 2005년 중앙일보로 인수되면서, 동사는 현재 중앙홀딩스의 자회사로 2015년 지주회사 체제로 전환하였다. 지주사인 제이콘텐트리는 자체적으로 IP 투자 사업을 보유하고 있으며, 자회사 JTBC콘텐츠허브는 드라마 제작 및 콘텐츠 유통, 2011년 씨너스와 합병한 메가박스는 멀티플렉스 사업을 영위하고 있다. 2016년 12월 매거진 부문을 JTBC플러스로 영업 양도한 이후, 2017년부터 드라마 및 영화 사업에 주력하고 있다.

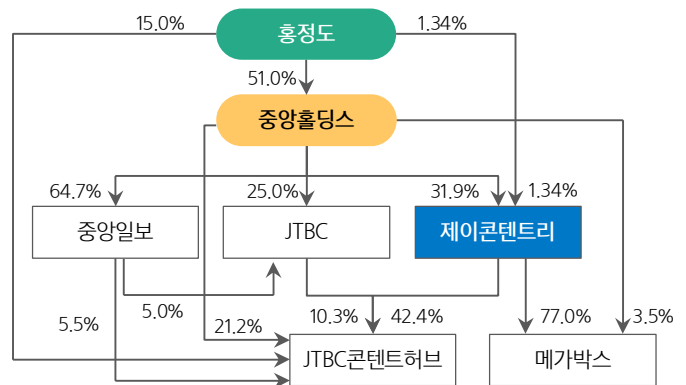
한편 동사는 지난 7월 유상증자를 발표하여, 전체 1,560억원을 추가 조달(9월 28일 3천만주 상장, 주식 희석율 -20.8%)하였다. 확보한 자금은 드라마 제작규모 확대, 영화 투자, 차입금 상환 등에 활용할 계획이다.

표 1. 주요 연혁

일자	연혁
1987년 9월	한길무역 설립
2000년 3월	코스닥 시장 상장
2001년 6월	일간스포츠로 사명 변경
2008년 3월	아이에스플러스코프로 사명 변경
2009년 4월	일간스포츠 물적분할 후 아이에스일간스포츠 설립
2011년 5월	중앙엠앤비 흡수합병
2011년 3월	극장 자회사 씨너스, 메가박스와 합병
2011년 6월	제이콘텐트리로 사명변경
2015년 5월	메가박스 지분 100% 확보
2015년 12월	제이콘텐트리 지주회사 전환
2016년 12월	매거진 부문 제이티비씨플러스로 영업양도

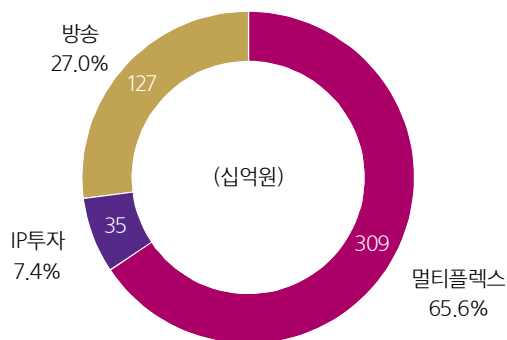
자료: 제이콘텐트리, 삼성증권 정리

그림 1. 지분구조



자료: 제이콘텐트리, 삼성증권

그림 2. 매출 구성



참고: 2017년 기준, 내부거래 조정 전
자료: 제이콘텐트리

표 2. 유상증자 결정

항목	내용
증자 방식	주주배정 후 실권주 일반공모
1주당 신주배정주식수 (주)	0.2665071154
조달 금액 (십억원)	156.0
발행가 (원)	5,200
발행주식수 (주)	30,000,000
발행총액 (십억원)	156.0
권리락 실시일	7월 18일
구주주 청약	9월 6일 - 9월 7일
일반주주 청약	9월 11일 - 9월 12일
추가상장일	9월 28일

자료: 제이콘텐트리

2. 사업 모델 분석

제이콘텐트리는 주로 자회사 JTBC콘텐츠 허브를 통해 1) 드라마 제작과 2) 콘텐츠 유통 사업을, 그리고 자회사 메가박스를 통해 3) 멀티플렉스 사업을 영위하고 있다. 또한 본사(지주회사)에서는 영화와 드라마 콘텐츠에 대한 4) IP투자를 통해 수익을 공유한다.

JTBC콘텐츠허브(지분 42.4%) - 방송 콘텐츠 제작·유통

(1) 드라마 제작

향후 연간 13편 목표
수익성은 3~5%

2008년 SBS <바람의 화원>을 첫 작품으로 <밀회>, <힘쎈여자 도봉순>, <품위있는 그녀> 등 다수의 흥행 작품을 제작하였다. 제작 편수는 2017년 5편에서 올해 7편으로 확대될 계획이며, 작년 12월부터 JTBC에 월화 드라마 slot이 추가되면서 수요는 연간 13편까지 수요가 늘어난 상황이다. 이번 유상증자의 주요 목적은 이를 채우기 위한 작품 제작역량 확대에 파악된다.

2011년 JTBC 개국 이후 지속적인 투자를 통해 콘텐츠 경쟁력이 상승하고 있으며, 특히 올해 상반기에는 <밥 잘 사주는 예쁜 누나>, <미스티>, <라이프>, <내 아이디는 강남미인> 등 다수 작품 흥행을 통해 VOD 및 해외 판권 매출에 기여하면서 높은 완성도를 입증하고 있다.

드라마 제작 마진은 3~5% 정도로 다른 드라마 제작사와 유사하다. 현재 회당 평균 제작비는 5억원 수준으로, 텐트폴 작품의 경우 회사 측은 회당 10억 수준까지 예상하고 있다. Netflix를 비롯한 해외 플랫폼의 국내 진출에 따라 텐트폴 작품에 대한 수요가 증가하고 있는 상황으로, 유상증자를 통해 조달한 자금 역시 일부 활용될 예정이다.

표 3. 드라마하우스 실적

(십억원)	2015	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출	18	19	37	4	5	4	6	2	16	7	12	5	16
영업이익	(1)	1	2	0	0	0	0	0	4	1	(2)	(1)	3
순이익	(2)	1	(4)	0	0	(0)	0	(0)	2	1	(7)	(1)	3
영업이익률 (%)	(5.7)	5.3	4.2	8.6	3.2	4.7	5.1	0.9	21.9	8.0	(20.4)	(9.8)	21.7
순이익률 (%)	(10.9)	4.2	(10.0)	8.5	5.7	(0.7)	3.6	(2.9)	14.4	12.8	(55.5)	(10.0)	18.5

자료: 제이콘텐트리

그림 3. 드라마하우스 주요 작품

드라마	채널	평균 시청률 (%)	방영 기간
바람의 화원	SBS	12.9	2008년 9월 - 12월
공부의 신	KBS2	21.6	2010년 1월 - 2월
밀회	JTBC	3.7	2014년 3월 - 5월
힘쎈여자 도봉순	JTBC	7.6	2017년 2월 - 4월
맨투맨	JTBC	3.2	2017년 4월 - 6월
품위있는 그녀	JTBC	6.6	2017년 6월 - 8월
미스티	JTBC	6.3	2018년 2월 - 3월
밥 잘 사주는 예쁜 누나	JTBC	5.5	2018년 3월 - 5월
미스 함무라비	JTBC	4.4	2018년 5월 - 7월
라이프	JTBC	4.5	2018년 7월 - 9월
내 아이디는 강남미인	JTBC	4.1	2018년 7월 - 9월

자료: 제이콘텐트리, 삼성증권

(2) 콘텐츠 유통

JTBC 프로그램 유통 &
수수료 20% 수취

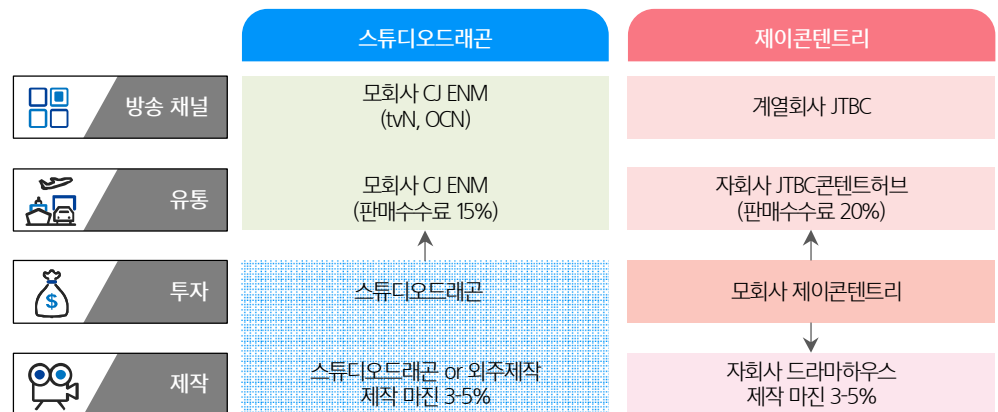
계열사 JTBC가 제작하는 예능, 시사, 보도 프로그램의 VoD, 해외 판권 판매 등 국내·글로벌 유통을 담당한다. 자체 및 외부 제작 프로그램 유통을 통해 판매 수익의 20%를 수수료로 수취하는 구조이다. SBS 프로그램을 판매하는 SBS콘텐츠허브와 동일한 사업 모델이며, CJ ENM 역시 스튜디오드래곤 드라마 판매를 통해 15%를 수수료로 받는다. JTBC와 CJ ENM의 수수료율이 다른 것은 한국음악저작권협회 등에 대한 저작권료 지불 주체의 차이에 기인하며, 실질적으로 큰 차이가 없다.

표 4. 유통사업 실적

(십억원)	2015	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출	50	64	90	15	15	14	20	14	25	22	29	25	35
영업이익	5	7	8	2	1	2	2	1	3	2	2	1	1
순이익	5	6	8	2	2	1	1	1	3	2	3	1	3
영업이익률 (%)	10.3	11.5	9.3	15.6	9.4	10.9	10.4	7.2	13.2	7.7	8.0	5.7	4.0
순이익률 (%)	10.2	9.0	8.7	15.4	12.2	7.8	3.0	4.7	11.7	7.9	8.8	6.0	9.6

자료: 제이콘텐트리

그림 4. 드라마콘텐츠 수익배분구조



자료: 각 사, 삼성증권

메가박스(지분율 77%) - 국내 3위 영화관 사업자

(3) 멀티플렉스

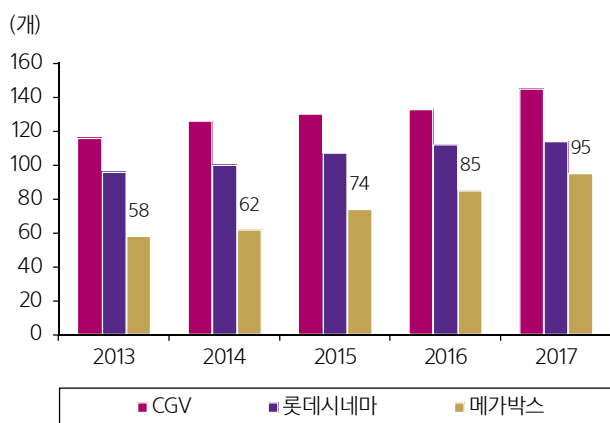
영화 상영관 + 배급

1999년 11월 설립되어 2000년 5월 코엑스에 메가박스를 처음 개관하였다. 이후 2015년 동사가 주요 지분을 인수하면서 자회사로 편입되었다. 2018년 2분기 국내 관객기준 점유율 20.1%(메가박스 직영 11.4%)로 CGV, 롯데시네마에 이은 3위 영화관 사업자이며, 현재 100개 상영관을 운영하고 있다.

티켓·매점 수익, 스크린 광고 판매를 통한 전형적인 상영관 모델과 함께, 자회사를 통해 영화 투자배급 사업 역시 영위하고 있다. 투자배급은 올해 현재까지 5편으로 확대 추세이다. 멀티플렉스는 작년까지는 점포 빠르게 확장(+10개, +11.8%)하는 추세였으나, 상영관 시장이 점차 포화 상태에 다다르면서 경쟁사와 마찬가지로 출점을 줄이고 수익성을 강화하는 전략으로 전환하였다.

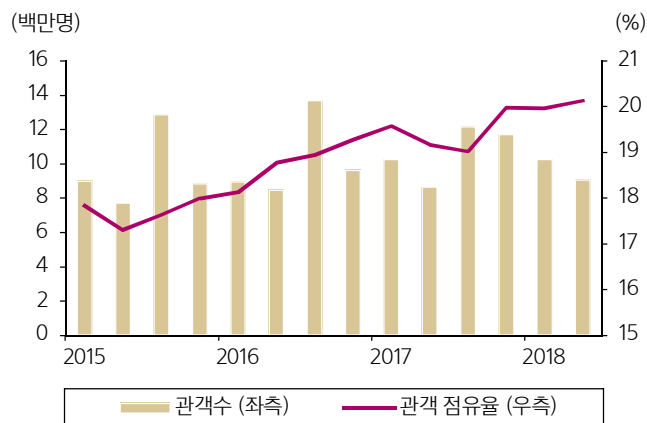
작년 9월 사모펀드(포레스트 파트너스) 대상으로 400억원 규모의 교환사채를 발행하였으며, 계약조건에 2021년 4월 30일 이전 메가박스 상장이 포함된 것으로 알려져 있다. 따라서 기업가치 제고를 위한 동기 부여가 높은 상황이다.

그림 5. 멀티플렉스 극장 수



자료: 영화진흥위원회

그림 6. 메가박스 관객 점유율



자료: 메가박스, 영화진흥위원회

표 5. 메가박스 배급 작품

	개봉일	관객수	손익분기점
명당	2018년 9월 19일	1,673,894	2,900,000
너의 결혼식*	2018년 8월 22일	2,815,073	1,500,000
변산	2018년 7월 4일	490,033	2,000,000
덕구	2018년 4월 5일	313,436	300,000
리틀 포레스트	2018년 2월 28일	1,504,412	800,000
기억의 밤	2017년 11월 29일	1,387,599	1,200,000
부라더	2017년 11월 2일	1,492,903	1,000,000
범죄도시	2017년 10월 3일	6,879,841	2,200,000

참고: * 9월 26일 기준

자료: 영화진흥위원회, 삼성증권

제이콘텐트리(본사)


(4) IP투자

판권판매를 통한
레버리지 향유

드라마, 영화와 같은 콘텐츠의 제작비에 투자하여 지적재산권(IP)을 확보하고, 판권판매 등을 통해 수익을 공유하는 방식이다. 현재 드라마 투자가 주를 이루며, 영화에 대한 투자 규모는 크지 않다. 향후 웹소설, 웹툰 등과 다른 다양한 IP에 투자할 계획이다.

특히 드라마를 제작할 경우, 제이콘텐트리가 제작비를 투자하고, 자회사인 JTBC콘텐츠허브가 제작을 통해 일정 마진을 보장 받는다. 따라서 해외 OTT 사업자에 대한 판권판매로 레버리지 효과가 발생할 경우, 이는 대부분 제이콘텐트리가 향유하게 된다. 작년 2분기 <맨투맨>을 Netflix에 회당 35만 달러에 판매(회당 약 4억원, 총 64억원)하면서, 수익성 강화가 나타났다.

표 6. 대표 보유 IP

드라마	힘센여자 도봉순	맨투맨	품위있는 그녀	밥 잘 사주는 예쁜 누나	라이프
					
평균 시청률 (%)	7.6	3.2	6.6	5.5	4.5
영화	박열	기억의 밤	변산	너의 결혼식	명당
					
관객수 (명)	2,359,273	1,387,779	490,033	2,815,073	1,673,894
손익분기점 (명)	1,500,000	1,200,000	2,000,000	1,500,000	2,900,000

참고: 9월 26일 기준

자료: 제이콘텐트리, 삼성증권 정리

3. 투자 포인트

한국 드라마 콘텐츠가 글로벌 OTT 플랫폼을 통해 성장 기회를 앞두고 있는 상황에서, 가시성 높은 투자 대안은 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 뿐이다. 특히 제이콘텐트리는 1) 중앙그룹의 중장기적 관점에 기반한 전폭적인 지원에 힘입어 높은 콘텐츠 경쟁력을 확보하였으며, 2) JTBC의 인지도 상승에 따른 드라마 제작 편수 확대에 비하면 상대적으로 낮은 valuation에 거래되고 있어 투자 매력도가 높다는 판단이다.

(1) Top 2 제작사로서, 높은 콘텐츠 경쟁력 확보

핵심은 제작인력

콘텐츠 완성도를 위해서는 PD·작가를 비롯한 우수한 인력이 핵심이며, 이들의 영입·육성을 위해서는 역량을 충분히 펼칠 수 있는 환경이 필수적이다. 동사는 중장기 전략과 채널 인지도에 기반해 이를 갖춘 국내 두 기업 중 하나이며, 이는 짧은 시간에 모방할 수 없는 경쟁력이다.

중장기 투자로 인적 자원 확보

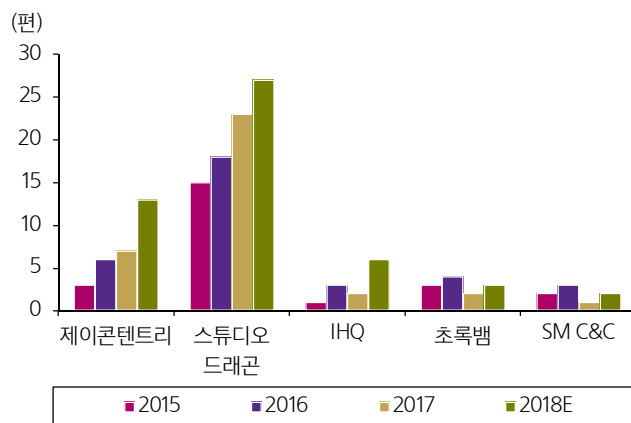
JTBC를 비롯한 4개의 종합편성채널이 개국하였던 2011년을 돌아보면, 4개 채널 모두 드라마를 편성하였고, 채널 인지도 부족에 따른 TV광고 판매 부진으로 손실에 직면하자 JTBC를 제외한 나머지 사업자는 모두 스튜디오 중심의 보도·예능으로 단기적인 수익성에 집중하였다. 그러나 JTBC는 중앙그룹의 중장기적 관점에 기반한 콘텐츠 완성도 중심의 사업 전략에 따라 첫 이익을 낸 2017년까지 수년간 손실을 감수하면서도 매년 드라마 편성을 이어갔다. 제이콘텐트리는 이처럼 안정적인 드라마 제작환경 제공과 더불어, 젊은 층을 공략하기 위한 새로운 기획력에 높은 투자를 하면서 높은 인적 자원을 확보하게 된 것이다.

표 7. 종합편성채널 실적 및 드라마 편성 횟수

(십억원)	채널	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출	MBN	62.8	78.3	89.8	107.6	125.8	134.9
	JTBC	64.2	89.1	130.9	197.2	199.4	311.1
	tv조선	51.3	71.6	88.5	113.6	131.9	141.8
	채널A	48.0	67.2	92.4	113.6	130.1	139.4
영업이익	MBN	(41.9)	(32.2)	(16.5)	(6.7)	8.3	13.3
	JTBC	(139.7)	(155.3)	(86.1)	(56.4)	(53.4)	9.9
	tv조선	(54.3)	(23.3)	(12.2)	4.5	7.7	(0.3)
	채널A	(73.8)	(36.5)	(13.8)	(0.9)	(1.7)	(8.0)
제작 드라마 (편)	MBN	2	0	0	0	0	0
	JTBC	3	3	4	4	7	7
	tv조선	5	0	4	2	0	0
	채널A	7	0	0	0	0	0

자료: 방송통신위원회, 각 사

그림 7. 드라마 제작 편수

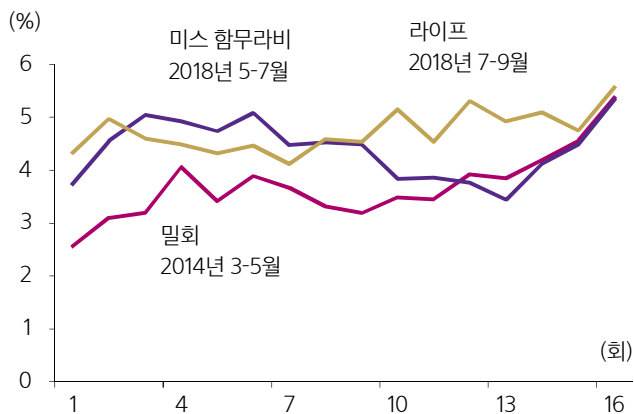


자료: 각 사, 삼성증권

높은 콘텐츠 완성도

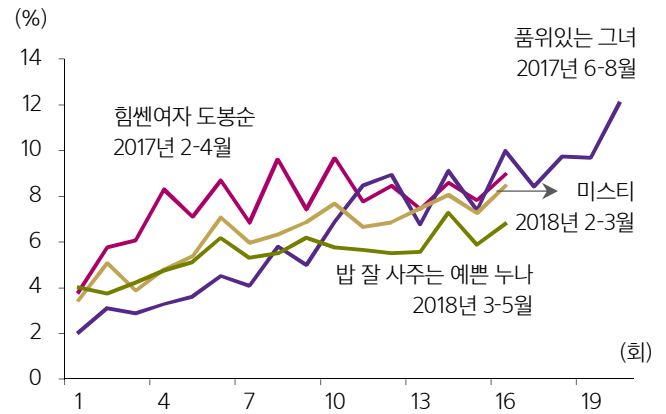
드라마 콘텐츠에 대한 오랜 투자는 작년부터 서서히 빛을 발하고 있다. 작년 <품위있는 그녀>는 최대 시청률 12%로 지상파 못지 않은 흥행을 보였고, 올해 역시 콘텐츠 대부분이 안정적인 인기를 누리고 있다. 또한 Netflix에 대해서도 작년 <맨투맨>에 이어 올해 <밥 잘 사주는 예쁜 누나>, <라이프>에 판매하였고, 중국 OTT에 대한 판권판매로 진행 중인 것으로 파악된다. 향후 JTBC의 드라마 slot 확대로 제작 편수가 늘어날 예상이며, 제작비 역시 현재 시간당 4~7억원 수준이나, 2019년부터 시간당 10~12억원 규모의 텐트폴 작품을 연간 2편씩 제작할 계획으로 가파른 수익 성장이 예상된다.

그림 8. 월화드라마 시청률



자료: AGB닐슨

그림 9. 금토드라마 시청률



자료: AGB닐슨

표 8. Netflix 판매 드라마

작품	방영	판매가
맨투맨	2017년 4월 - 6월	64억원
2017년 작품 (품위있는 그녀 제외)	2017년	120억원
밥 잘 사주는 예쁜 누나	2018년 3월 - 5월	50억원 (추정)
라이프	2018년 7월 - 9월	n/a

자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

표 9. 유상증자 자금 사용목적

(십억원)	2018	2019	2020	합계
드라마	-	32.0	19.2	51.2
영화	3.0	10.0	9.5	22.5
IP확보	1.0	16.3	10.0	27.3
유통	-	5.0	10.0	15.0
차입금	3.0	37.0	-	40.0
합계	7.0	100.3	48.7	156.0

자료: 제이콘텐트리

(2) 성장여력 감안 시 상대적으로 낮은 valuation

스튜디오드래곤 시총의 1/3

아직은 1위 사업자인 스튜디오드래곤에 대비해서 매출 규모나 수익성이 크게 못 미치는 것은 사실이나, 두 회사는 대략 3~5년 격차를 두고 유사한 방향으로 사업을 전개하고 있다. 특히 제작 편수 측면에서 동사는 스튜디오드래곤 절반 수준까지의 상승여력과 cash cow인 메가박스를 보유하고 있음에도 불구하고, 시가총액은 1/3에 못 미치기 때문에 중장기 관점에서 upside가 충분하다는 판단이다.

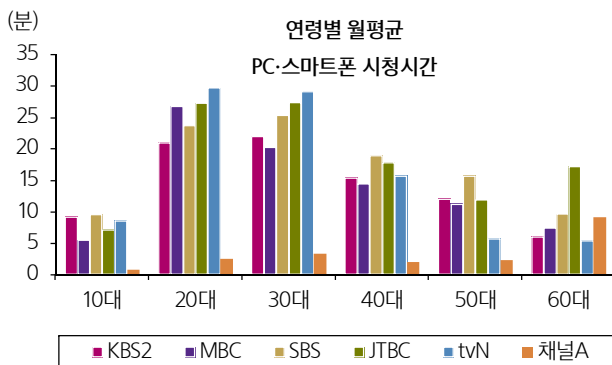
드라마 제작 편수는 절반

JTBC는 2006년 개국한 CJ ENM의 tvN보다 5년 늦게 출발하였지만, 트렌드를 앞선 새로운 콘텐츠로 젊은 층을 사로잡아 기존 지상파 중심의 시장을 재편하는 유사한 전략을 통해 빠르게 뒤를 쫓고 있다. 현재 CJ ENM은 1주에 4개(tvN 3개, OCN 1개)의 드라마 slot으로 연간 약 26편의 드라마를 필요로 하며, 스튜디오드래곤이 대부분을 공급하고 있다. 한편 JTBC는 최근 2개로 slot을 확대하여 연간 13편을 필요로 하기 때문에, 제이콘텐트리가 제작역량을 강화해야 하는 상황인 것이다. 특히 콘텐츠 완성도와 흥행 수준 측면에서는 더욱 빠른 추격 속도를 보이고 있는 점은 인상적이다.

메가박스를 감안하면 더 낮은 valuation

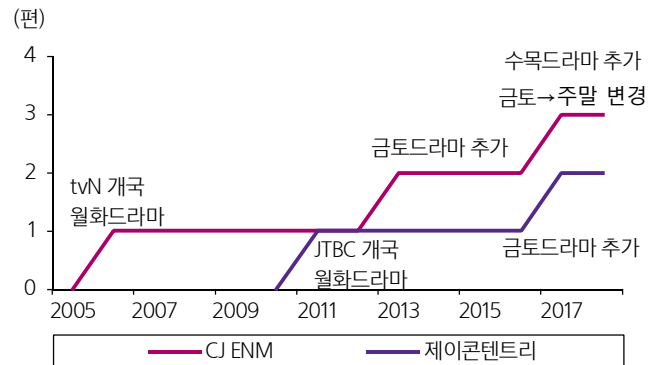
현재 동사의 시가총액에서 메가박스의 지분가치가 4,264억원으로 약 45.5%를 차지하는 것으로 판단되며, 이에 따라 콘텐츠 유통과 드라마 제작 사업부문의 가치는 5,115억원으로 산출된다. 이는 스튜디오드래곤의 시가총액 3.2조원에 비해 15.8% 수준으로 크게 낮다. 향후 드라마 부문의 가파른 수익성 개선과 함께 격차를 좁혀나갈 가능성이 높다.

그림 10. 연령대별 채널 선호도



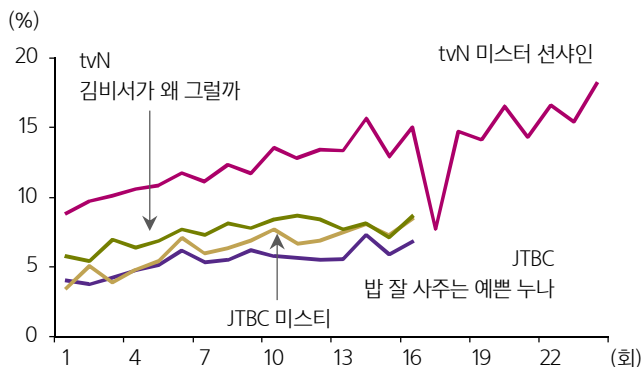
자료: 방송통신위원회

그림 11. CJ ENM vs JTBC 드라마 slot 비교



자료: 각 사, 삼성증권

그림 12. 2018년 주요 콘텐츠 시청률



자료: AGB닐슨

표 10. 방송부문 가치 비교

(십억원)	제이콘텐트리	스튜디오드래곤
시가총액	938	3,238
주식수 (천주)	144,069	28,037
주가 (원)	6,510	115,500
메가박스 (지분율 77%)	426	
2018E 순이익	27	
P/E (배)	20	
방송부문 가치	512	3,238
드라마 slot (개)	13	26

자료: 각 사, 삼성증권

4. 3Q18 전망 & Valuation

3분기 영업이익은 198억원으로 전년동기대비 +90.7% 성장할 예정이다. 멀티플렉스 부문은 지난 4월 티켓 가격 인상 및 3분기 포함된 추석 연휴로 인해 고성장(+61.5% y-y)이 전망된다. 방송 부문 역시 <미스티>, <라이프> 등 해외 OTT 사업자에 대한 드라마 관권판매 수익이 인식되면서 고성장(+221%)할 예정이다.

글로벌 OTT 사업자를 통한 한국 드라마의 해외 진출 가시성이 높아진 가운데, 동사의 1) 짧은 시간에 모방하기 어려운 콘텐츠 경쟁력과 2) 성장 여력을 감안하면 상대적으로 매력적인 valuation 수준에 기반해 BUY 투자 의견을 제시한다.

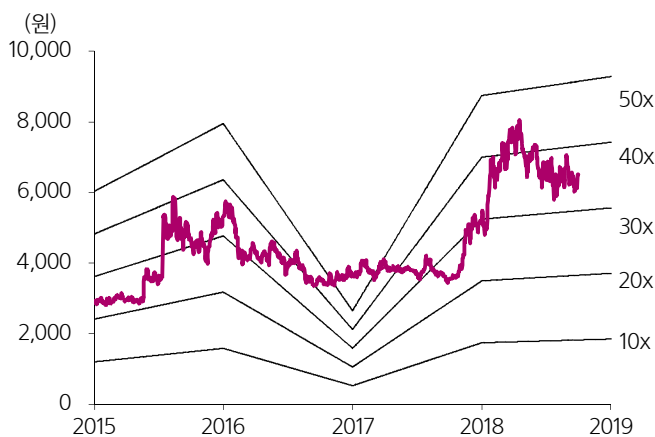
12개월 목표주가로는 8,200원을 제시하는데, 이는 방송 부분과 멀티플렉스 부분에 각각 2019E P/E 20배와 40배를 적용하여 산출하였다.

표 11. 목표주가 산출

(십억원)	순이익	목표 P/E (배)	지분율 (%)	가치	비고
2019E 적정가치				1,174	A+B
멀티플렉스				426	A
	27	20	77.0%	426	
방송				748	B=a+b
콘텐츠 제작·유통	21	40	42.4%	367	a
IP투자	10	40	100.0%	381	b
주식수 (천주)				144,069	
목표주가				8,200	
현재주가				6,510	
Upside (%)				26.0	

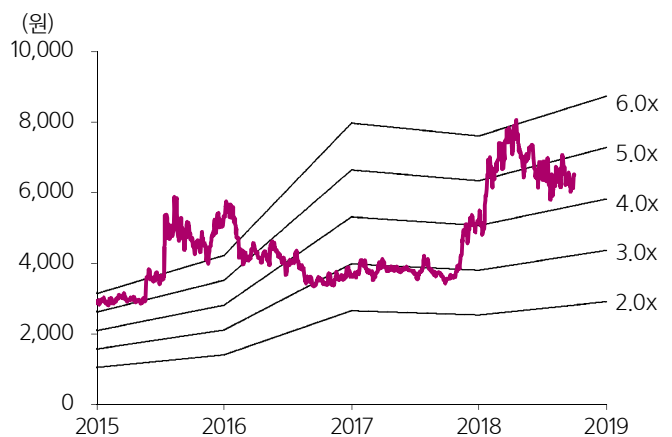
자료: 삼성증권 추정

그림 13. 12개월 FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

그림 14. 12개월 FWD P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

감안해야 할 모멘텀 및 리스크 요인은 다음과 같다.

- **Upside 모멘텀:** 텐트폴 작품의 기대 이상의 흥행, Netflix를 통한 텐트폴 작품 공급 확대, 중국 OTT 사업자에 대한 콘텐츠 판매 본격화 등
- **Downside 리스크:** 영화 관람객 수 역성장, OTT향 콘텐츠 판매 지연, 국내 OTT 스트리밍 본격화 등에 따른 실시간 방송의 수요 급감 등

표 12. 글로벌 peer valuation

기업명	시가총액 (십억원)	PER (배)			PBR (배)			ROE (배)			EV/EBITDA (배)			Performance (%)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	1M	3M	6M
제이콘텐트리		122.3	37.2	35.1	4.9	5.1	4.5	5.3	13.2	13.8	20.1	13.2	11.8	0.0	(14.9)	74.6
극장		34.5	32.0	21.0	4.8	4.0	3.7	15.9	15.5	17.7	13.1	11.8	10.3	(1.0)	1.7	1.7
CJ CGV	1,100	66.6	49.9	20.1	5.1	3.4	3.0	(0.4)	7.3	15.2	6.1	9.3	8.4	(4.8)	(22.6)	(21.9)
Cinemark	5,210	14.1	19.8	17.7	2.9	3.1	2.8	19.9	17.1	16.7	6.4	8.2	7.7	4.6	13.4	6.5
Cineplex	1,883	35.2	24.9	22.7	3.3	2.4	3.2	9.7	10.4	15.0	10.1	10.5	9.8	7.6	19.6	11.5
Kinopolis	1,858	30.9	54.9	23.9	8.6	7.6	6.9	30.1	27.6	30.4	14.6	13.8	12.2	(6.8)	(4.0)	(1.9)
Marcus Corporation	1,297	18.7	23.5	21.1	1.7	2.4	2.2	15.6	10.9	10.4	5.9	10.3	9.8	5.5	27.1	36.8
Wanda Film Holding	9,833	40.3	26.3	21.3	5.2	4.2	3.5	13.7	16.8	17.7	25.4	15.0	12.2	0.0	(0.4)	(0.4)
Hengdian	1,720	35.7	24.7	20.1	6.5	4.8	4.1	22.6	18.3	18.8	23.0	15.7	11.9	(13.2)	(21.4)	(18.5)
제작사		101.4	44.8	27.4	2.9	4.5	3.9	(2.0)	7.3	11.4	12.7	15.4	11.0	(0.3)	(0.8)	(7.4)
스튜디오드래곤	3,252	61.7	59.3	38.7	4.9	7.8	6.5	9.5	13.4	17.3	19.7	26.2	18.3	5.9	3.6	23.4
SM C&C	246	n/a	44.7	22.4	2.2	n/a	n/a	(16.5)	4.4	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.4)	(2.2)	(19.1)
IHQ	291	141.1	30.3	21.1	1.6	1.2	1.2	1.1	4.1	5.6	5.8	4.7	3.7	(6.6)	(3.9)	(26.4)
배급사		59.8	47.8	20.3	2.4	1.8	1.6	6.1	6.3	8.8	23.3	13.6	10.4	1.7	(4.7)	(24.6)
NEW	210	173.9	114.7	25.1	2.0	1.6	1.5	(6.0)	1.4	6.2	7.6	20.1	14.0	6.3	(2.2)	(16.2)
쇼박스	282	21.3	37.5	24.9	2.4	2.0	1.9	12.0	5.3	7.7	4.9	3.6	2.3	8.3	2.2	(20.6)
Huayi	2,384	29.1	17.5	14.7	2.5	1.4	1.3	8.9	7.9	9.0	56.3	13.9	11.8	(8.0)	(12.0)	(43.0)
Huace	2,720	14.9	21.5	16.8	2.6	2.2	2.0	9.6	10.6	12.3	24.4	16.9	13.4	0.4	(6.8)	(18.8)

자료: 삼성증권, Bloomberg

표 13. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	420	513	607	87	97	116	121	110	111	153	139	128	155	155	169
멀티플렉스	309	311	317	68	75	84	81	70	65	96	79	72	66	99	80
IP투자	35	62	84	4	13	9	9	17	14	20	10	19	30	14	21
방송	127	183	238	17	41	28	41	30	50	44	58	45	67	50	75
매출원가	200	256	296	40	43	55	61	59	55	69	73	64	73	71	87
매출총이익	221	257	311	47	53	61	60	51	56	85	66	64	82	84	81
판관비	187	208	246	41	44	51	51	47	48	65	48	54	68	64	60
영업이익	33	50	65	5	9	11	9	4	8	20	18	10	14	20	21
세전이익	24	54	65	5	9	8	2	8	9	21	16	10	13	19	23
순이익	11	41	49	4	6	2	(1)	7	7	16	12	7	10	14	17
EBITDA	59	88	94	9	5	11	34	13	19	30	27	18	22	27	28
조정 EPS (원)	90	320	338												
주요지표 (%)															
영업이익률	7.9	9.7	10.6	6.0	9.2	9.2	7.1	3.6	7.4	12.9	12.7	7.5	9.1	12.7	12.5
세전계속사업이익률	5.8	10.5	10.7	5.9	9.1	7.0	1.9	7.2	8.4	13.7	11.4	7.6	8.2	12.4	13.8
순이익률	2.6	8.0	8.0	4.4	6.5	1.5	(0.8)	6.0	5.9	10.3	8.6	5.7	6.1	9.3	10.3
EBITDA마진	14.1	17.2	15.5	10.8	4.8	9.2	28.5	11.5	17.1	19.3	19.3	14.0	14.0	17.3	16.4

자료: 제이콘텐트리, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	335	420	513	607	687
매출원가	153	200	256	296	340
매출총이익	183	221	257	311	347
(매출총이익률, %)	54.5	52.5	50.2	51.3	50.5
판매 및 일반관리비	154	187	208	246	273
영업이익	29	33	50	65	74
(영업이익률, %)	8.6	7.9	9.7	10.6	10.7
영업외손익	3	(9)	4	0	(0)
금융수익	8	4	6	5	6
금융비용	9	9	8	8	7
지분법손익	7	(0)	0	0	0
기타	(3)	(4)	6	3	0
세전이익	32	24	54	65	74
법인세	9	13	13	16	18
(법인세율, %)	29.0	55.4	24.5	25.0	25.0
계속사업이익	26	11	41	49	55
중단사업이익	(3)	0	0	0	0
순이익	22	11	41	49	55
(순이익률, %)	6.7	2.6	8.0	8.0	8.0
지배주주순이익	19	6	22	27	30
비지배주주순이익	3	4	19	22	25
EBITDA	43	59	88	94	96
(EBITDA 이익률, %)	12.8	14.1	17.2	15.5	13.9
EPS (지배주주)	159	53	175	186	211
EPS (연결기준)	185	90	320	338	383
수정 EPS (원)*	159	53	175	186	211

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	18	(4)	86	93	86
당기순이익	22	11	41	49	55
현금유출입이없는 비용 및 수익	16	51	55	50	43
유형자산 감가상각비	13	16	17	15	13
무형자산 상각비	1	10	21	15	9
기타	2	25	17	20	21
영업활동 자산부채 변동	(5)	(42)	7	11	7
투자활동에서의 현금흐름	(66)	(75)	(27)	(24)	(13)
유형자산 증감	(91)	(33)	(13)	0	0
장단기금융자산의 증감	10	(44)	(17)	(28)	(18)
기타	15	2	3	5	5
재무활동에서의 현금흐름	70	73	1	(46)	(45)
차입금의 증가(감소)	40	(44)	2	(39)	(40)
자본금의 증가(감소)	(0)	65	(0)	0	0
배당금	0	0	(1)	0	0
기타	30	52	0	(7)	(5)
현금증감	23	(6)	46	22	27
기초현금	33	55	49	95	117
기말현금	55	49	95	117	144
Gross cash flow	39	62	96	99	98
Free cash flow	(73)	(36)	73	93	86

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 제이콘텐트리, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	136	208	277	338	390
현금 및 현금등가물	55	49	95	117	144
매출채권	31	62	71	86	95
재고자산	23	24	27	33	37
기타	26	74	84	103	114
비유동자산	414	454	451	441	432
투자자산	67	81	93	113	126
유형자산	213	193	189	174	161
무형자산	76	84	75	60	51
기타	57	95	94	94	94
자산총계	550	662	728	780	821
유동부채	330	289	310	307	289
매입채무	10	16	18	22	25
단기차입금	193	60	140	100	60
기타 유동부채	126	212	152	184	204
비유동부채	96	138	143	149	153
사채 및 장기차입금	59	94	96	96	96
기타 비유동부채	36	43	46	53	56
부채총계	425	426	453	456	442
지배주주지분	84	158	181	207	238
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	(51)	14	14	14	14
이익잉여금	69	75	98	125	155
기타	9	12	12	12	12
비지배주주지분	41	77	95	116	141
자본총계	125	236	275	324	379
순부채	242	174	125	56	(15)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	9.6	25.4	22.0	18.3	13.1
영업이익	(12.0)	15.2	49.1	29.8	14.4
순이익	14.1	(51.4)	274.9	19.2	13.5
수정 EPS**	31.8	(66.5)	228.8	6.1	13.5
주당지표					
EPS (지배주주)	159	53	175	186	211
EPS (연결기준)	185	90	320	338	383
수정 EPS**	159	53	175	186	211
BPS	704	1,328	1,268	1,455	1,668
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	40.9	122.3	37.2	35.1	30.9
P/B***	9.3	4.9	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	28.4	20.1	13.2	11.8	11.1
비율					
ROE (%)	26.3	5.3	13.2	13.8	13.6
ROA (%)	4.5	1.8	5.9	6.5	6.9
ROIC (%)	8.2	5.0	14.0	19.7	24.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용 (%)	193.6	73.8	45.6	17.4	(4.0)
이자보상배율 (배)	3.1	3.8	7.7	9.6	14.5

Company Initiation



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com

02 2020 7813

최준성

Research Associate

junsung.choi@samsung.com

02 2020 7837

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 45,000원 (26.8%)

현재주가 35,500원

시가총액 4,080.6억원

Shares (float) 11,494,767주 (68.5%)

52주 최저/최고 16,250원/55,500원

60일-평균거래대금 165.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
아프리카 TV (%)	-5.8	23.5	74.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-5.8	31.7	39.5

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	62,714
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2018. 10. 4

아프리카TV (067160)

Valuation 매력도 부각

- BUY 투자 의견과 목표주가 45,000원(2019E P/E 20배)으로 커버리지를 재개.
- ARPU 상승을 통한 아이템 매출의 성장성은 여전히 견고하며, 트래픽 역시 하반기 LoL을 비롯한 스포츠 리그 중계로 회복세 예상.
- 주가는 올해 6월 고점 대비 -34.9% 하락하였지만 이익 개선세가 지속되면서 valuation 매력(2019E P/E 15.9배) 부각.

WHAT'S THE STORY

목표주가 45,000원으로 커버리지 재개: 1) 아이템 매출에 기반한 견고한 성장성과 2) 트래픽 회복에 따른 투자심리 회복 가능성을 감안하여, BUY 투자 의견과 12개월 목표주가(과거 3년 평균 P/E 20배 적용) 45,000원으로 커버리지를 재개한다.

- **아이템 매출의 여전한 성장성:** 개인방송 플랫폼은 아직 마니아 위주로 시청자층이 제한되어 있고, 실시간 위주로 콘텐츠 확산 측면에서 한계를 가진다. 그러나 1) 콘텐츠에 대한 지불이 점차 익숙해지고 있는 사회 분위기, 2) 1인 미디어 제작자의 지속적인 콘텐츠 완성도 상승과 장르 다각화, 3) 20~30대 주 이용 계층의 경제력 상승 등을 고려하면 ARPU 상승을 통한 지속적인 아이템 매출 성장세가 예상된다.

- **하반기 게임 리그는 트래픽 증가 요인:** 과거 개인방송 플랫폼 중 독보적인 위치를 차지하고 있었으나, 2016년 이후 일부 BJ 이탈 및 Twitch 이용자의 급성장으로 동사의 트래픽은 다소 줄어들었다. 그러나 작년 하반기 이후 Twitch 트래픽이 일정하게 유지되면서, 동사 역시 안정적인 수준을 이어가고 있다. 또한 게임방송 위주의 경쟁 플랫폼에 비해 콘텐츠 카테고리가 다양하며, 하반기 프리미어리그, LoL 월드 챔피언십(월드컵) 등은 트래픽 증가 요인이다.

주가 변동성에도 불구하고 여전한 이익 개선세: 동사의 주가는 상반기 월드컵, 아시안게임 등 스포츠 이벤트에 따른 트래픽 증가로 기대감이 높아지면서 연초 대비 +189% 상승하였다가, 모멘텀이 다소 약화되며 고점 대비 -34.9% 하락하였다. 그러나 올해 상반기 영업이익이 +35.2% y-y 성장하면서 이익 개선세가 지속되었다. 또한 3분기 영업이익 65억원(+32.6% y-y)으로 시장 컨센서스(67억원)에 부합할 예상으로, 연간 20~30% 이상의 성장세 대비 valuation 매력도가 부각되는 시점이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	95	119	144	169
순이익 (십억원)	15	20	26	31
EPS (adj) (원)	1,348	1,773	2,235	2,729
EPS (adj) growth (%)	40.1	31.6	26.0	22.1
EBITDA margin (%)	22.4	24.1	25.9	26.5
ROE (%)	23.2	26.0	26.7	26.2
P/E (adj) (배)	26.3	20.0	15.9	13.0
P/B (배)	5.4	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA (배)	17.7	12.8	9.5	7.4
Dividend yield (%)	1.1	1.2	1.4	1.7

자료: 삼성증권 추정

그림 15. 아프리카TV 주가 추이



자료: 삼성증권

그림 16. 월간 순이용자(UV) 회복세

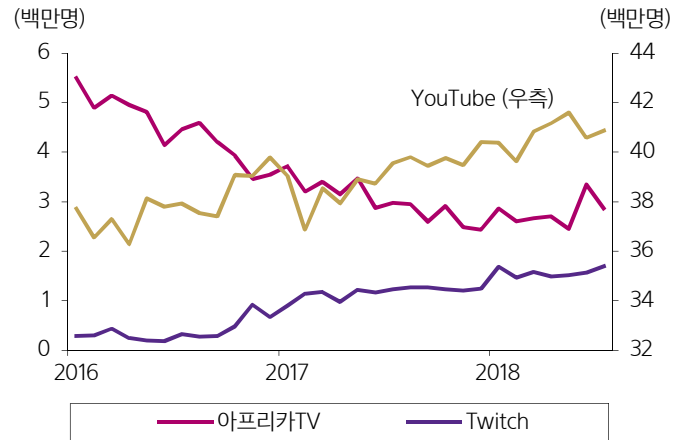
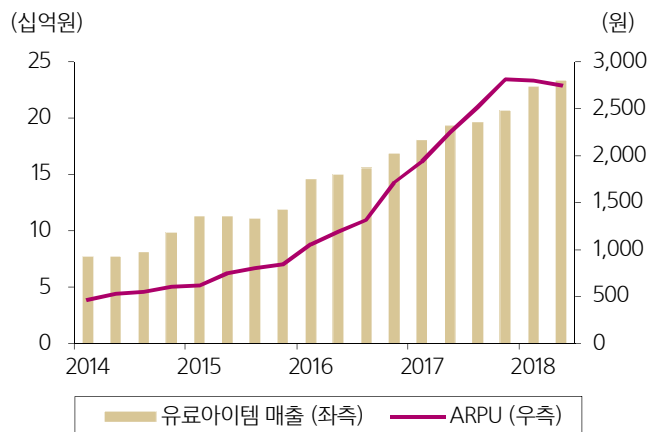
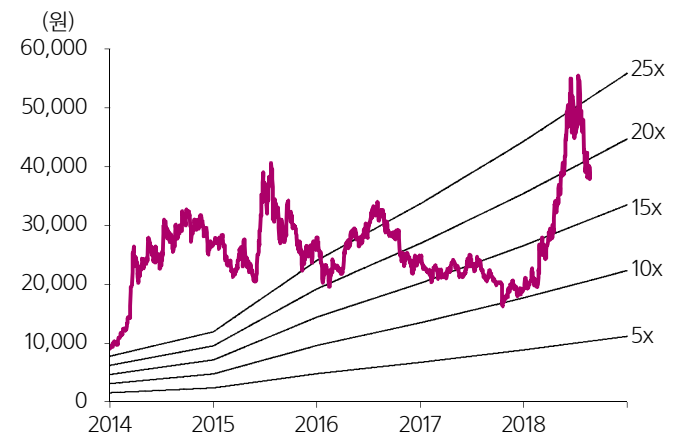
참고: PC, 모바일 앱, 모바일 웹 UV 합산
자료: KoreanClick

그림 17. 유료아이템 ARPU 상승세



자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

그림 18. 12개월 FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 14. Global peer valuation

기업	시가총액 (십억원)	P/E (x)			P/B (x)			EV/EBITDA (x)			ROE (%)			주가 변동 (%)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	1m	3m	6m
아프리카TV	412	26.6	20.2	16.0	5.5	4.5	3.6	17.9	12.9	9.6	23.2	26.0	26.7	(12.1)	(23.3)	24.1
Peer 평균		17.0	43.8	22.0	16.6	5.7	4.6	13.9	49.7	15.5	9.7	3.3	24.2			
YY	5,261	18.2	10.1	8.4	4.2	2.1	1.7	14.9	7.3	4.3	30.8	19.9	22.6	(3.9)	(25.4)	(28.8)
Momo	9,941	15.7	17.8	13.8	4.7	7.5	5.1	12.9	13.5	9.0	38.2	37.6	35.0	(7.9)	0.7	17.2
Huya	5,334	n/a	103.6	43.8	40.9	7.5	6.9	n/a	128.2	33.2	(39.9)	(47.6)	15.0	(18.0)	(28.3)	n/a

자료: Bloomberg, 삼성증권

표 15. 실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
영업수익	95	119	144	21	23	25	26	28	29	31	32	34	35	37	38
뉴미디어플랫폼	93	115	138	21	22	24	25	27	28	30	30	33	33	36	36
유료아이템	78	95	113	18	19	20	21	23	23	24	25	27	28	28	29
광고 및 기타	15	20	25	3	3	5	4	4	4	6	5	5	6	7	7
기타	2	5	6	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2	2	2
영업비용	76	94	111	17	18	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
인건비	25	29	33	6	6	6	7	7	7	7	7	8	8	8	9
유무형 감가상각비	3	4	4	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
회선사용료	7	8	10	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3
지급임차료	2	3	3	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
행사비	5	2	1	1	1	2	1	2	0	0	0	0	0	0	0
지급수수료	21	27	31	4	5	6	6	6	6	7	7	7	8	8	8
과금수수료	8	10	12	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3
기타	6	12	16	1	1	1	2	1	3	4	4	3	4	5	4
영업이익	18	25	33	5	4	5	4	6	6	6	7	8	8	9	9
세전이익	18	24	32	5	4	5	4	7	5	6	6	7	8	9	8
순이익	15	20	26	4	3	4	4	6	5	5	5	6	6	7	7
수정 EPS (원)	1,348	1,773	2,235												
주요지표 (%)															
영업이익률	19.4	21.1	23.2	22.0	19.0	19.7	17.2	21.6	21.2	21.0	20.7	23.2	22.1	23.6	23.7
세전계속사업이익률	19.1	20.4	22.2	21.6	18.9	19.6	16.7	25.2	19.0	19.9	18.0	21.0	22.7	23.1	22.1
순이익률	15.5	16.8	17.7	16.8	14.8	15.4	15.1	20.6	15.9	16.3	14.7	16.7	18.1	18.4	17.6

자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	80	95	119	144	169
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	80	95	119	144	169
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	64	76	94	111	128
영업이익	16	18	25	33	41
(영업이익률, %)	20.1	19.4	21.1	23.2	24.2
영업외손익	(3)	(0)	(1)	(1)	(2)
금융수익	0	0	1	1	2
금융비용	2	0	0	0	0
지분법손익	0	(0)	(0)	0	0
기타	(2)	(0)	(2)	(3)	(4)
세전이익	13	18	24	32	39
법인세	3	3	4	7	8
(법인세율, %)	21.7	18.9	17.8	20.3	20.3
계속사업이익	10	15	20	26	31
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	10	15	20	26	31
(순이익률, %)	12.6	15.5	16.8	17.7	18.5
지배주주순이익	10	15	20	26	31
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	19	21	29	37	45
(EBITDA 이익률, %)	23.5	22.4	24.1	25.9	26.5
EPS (지배주주)	962	1,348	1,773	2,235	2,729
EPS (연결기준)	944	1,340	1,761	2,224	2,715
수정 EPS (원)*	962	1,348	1,773	2,235	2,729

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	21	21	26	35	36
당기순이익	10	15	20	26	31
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	8	8	9	10
유형자산 감가상각비	2	3	3	3	3
무형자산 상각비	1	0	0	0	1
기타	8	5	4	5	6
영업활동 자산부채 변동	2	2	(2)	(1)	0
투자활동에서의 현금흐름	(19)	(11)	(14)	(13)	(9)
유형자산 증감	(2)	(4)	(7)	(5)	(3)
장단기금융자산의 증감	(13)	(1)	(5)	(6)	(6)
기타	(4)	(6)	(2)	(2)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	(3)	(3)	(4)	(5)	(5)
차입금의 증가(감소)	(2)	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	5	4	0	0	0
배당금	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)
기타	(4)	(4)	(0)	0	0
현금증감	(1)	6	5	11	21
기초현금	17	17	23	28	39
기말현금	17	23	28	39	59
Gross cash flow	21	23	28	35	41
Free cash flow	19	17	18	30	33

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 아프리카TV, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	50	63	77	98	129
현금 및 현금등가물	17	23	28	39	60
매출채권	4	3	4	5	5
재고자산	0	0	0	0	0
기타	30	37	46	55	64
비유동자산	33	40	49	56	59
투자자산	14	14	17	20	24
유형자산	12	14	18	19	18
무형자산	3	2	3	5	6
기타	5	10	11	11	11
자산총계	83	103	126	154	187
유동부채	26	33	40	46	54
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	26	33	40	46	54
비유동부채	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	26	33	40	46	54
지배주주지분	57	70	86	107	133
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	38	41	41	41	41
이익잉여금	17	28	46	67	93
기타	(3)	(6)	(7)	(7)	(7)
비지배주주지분	0	0	1	0	0
자본총계	57	70	86	107	133
순부채	(26)	(33)	(40)	(54)	(77)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	27.0	18.4	26.3	20.8	17.2
영업이익	109.8	14.4	37.5	32.7	22.3
순이익	142.4	45.9	36.8	27.5	22.1
수정 EPS**	101.2	40.1	31.6	26.0	22.1
주당지표					
EPS (지배주주)	962	1,348	1,773	2,235	2,729
EPS (연결기준)	944	1,340	1,761	2,224	2,715
수정 EPS**	962	1,348	1,773	2,235	2,729
BPS	5,498	6,549	7,934	9,890	12,290
DPS (보통주)	290	380	420	500	600
Valuations (배)					
P/E***	36.9	26.3	20.0	15.9	13.0
P/B***	6.5	5.4	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA	20.4	17.7	12.8	9.5	7.4
비율					
ROE (%)	19.6	23.2	26.0	26.7	26.2
ROA (%)	13.3	15.7	17.4	18.2	18.3
ROIC (%)	70.2	81.3	83.9	90.6	104.7
배당성향 (%)	29.5	27.5	22.5	21.0	20.7
배당수익률 (보통주, %)	0.8	1.1	1.2	1.4	1.7
순부채비용 (%)	(45.2)	(47.5)	(46.6)	(50.3)	(57.9)
이자보상배율 (배)	573.8	n/a	7,726.4	n/a	n/a

한주기

Analyst

jooki88.han@samsung.com

02 2020 7789

AT A GLANCE

현재주가	381.43 USD
시가총액	166.1 십억 달러
Shares (float)	424.4백만주 (91.93%)
52 주 최저/최고	176.6 / 423.2 달러
90 일-평균거래대금	11.0 십억 달러

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Netflix (%)	3.7	29.1	110.3
Nasdaq 대비 (%)pts	4.6	12.2	87.0

Netflix (NFLX US)

뉴미디어 시대의 절대 강자

- 투자 관점에서 주목할 부분은 1) 가입자 성장 여력, 2) ARPU 인상, 3) 콘텐츠 경쟁력.
- 지속적인 가입자 확대와 가격 인상으로 외형 성장이 이어지는 가운데, 콘텐츠 비용 상승이 안정화되면서 가파른 이익 개선 가능하다는 판단.
- 투자 지표로서 P/S가 가장 유의미함. 이는 결국 가입자 성장세에 연동되는데, 오리지널 시리즈의 높은 인기를 감안하면 가입자 유입은 더욱 강화될 가능성이 높음.

WHAT'S THE STORY

Top-line 성장과 콘텐츠 비용이 관건: 투자 관점에서 주목할 부분은 1) 가입자 성장 여력과 2) ARPU 인상의 지속 가능성, 그리고 3) 콘텐츠 경쟁력 확보를 위한 비용 수준이다. 가입자 확대와 가격 인상을 통해 끌어올릴 수 있는 매출 수준과 이를 유지시킬 수 있는 적정 콘텐츠 비용이 기업가치를 결정할 것이기 때문이다.

- **여전히 높은 가입자 성장 여력:** 성숙단계에 진입한 미국과 달리, 해외 시장에서 스트리밍 서비스는 보급기에 불과하여 성장 여력이 충분하다. 박스오피스를 통해 추정해본 해외 미디어 시장(중국 제외) 규모는 미국의 2배 이상으로, 현재 추세라면 2021년경 전체 가입자는 2.5억명(CAGR +20%)에 도달한다.
- **지속적인 가격 인상:** Netflix의 요금은 월 10.99달러로 영화 한편을 관람하는 금액에 불과하지만, 다양한 기기로 콘텐츠를 무제한 시청할 수 있어 제공하는 가치는 이미 그 이상이다. 콘텐츠 누적에 따라 소비자가 느끼는 가치는 더욱 증가하기 때문에, 별다른 가격 저항 없이 연 +5% 이상의 지속적인 가격 인상이 가능하다고 판단된다.
- **핵심 경쟁력은 콘텐츠:** <House of Cards> 이후로도 오리지널 시리즈가 높은 흥행 성적을 보이면서 양적·질적 측면에서 모두 성공을 거두고 있다. 전체 콘텐츠 비용은 확대되고 있지만, 가입자당 콘텐츠 비용이 일정 수준에서 유지되는 반면 가입자당 매출은 증가하고 있어 영업 레버리지 효과가 강하게 나타날 시점이 다가오고 있다.

투자 지표 P/S는 가입자 순증에 연동: 현재는 가입자 확대 단계로, 투자 지표로는 P/S가 가장 유의미하다. 다만 P/S는 가입자 성장세에 연동되기 때문에, 결국 가장 중요한 지표는 가입자 순증이라고 할 수 있다. 현재 1년 forward P/S 8.9배에 거래되고 있으며, 오리지널 시리즈의 높은 인기를 감안하면 가입자 유입은 더욱 강화될 가능성이 높다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017	2018E	2019E
매출액 (백만달러)	8,831	11,693	15,842	19,713
순이익 (백만달러)	187	559	1,212	1,952
EPS (adj) (달러)	0.4	1.3	2.8	4.5
EPS (adj) growth (%)	52.2	199.4	116.9	61.0
EBITDA margin (%)	26.4	29.2	19.5	25.0
ROE (%)	7.0	15.6	24.9	28.4
P/E (adj) (배)	888.4	296.7	136.8	85.0
P/B (배)	61.9	46.3	34.1	24.1
EV/EBITDA (배)	70.4	48.3	53.1	33.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

1. 기업 개요 및 연혁

CEO Reed Hastings의 예술적 경영이 낳은 게임체인저

DVD 대여업에서
스트리밍 플랫폼으로

1997년 CEO Reed Hastings는 “우편을 이용한 DVD 대여”라는 아이디어로 Netflix를 창업하였다. 높은 미디어 수요에도 불구하고 넓은 국토면적으로 인해 오프라인 매장에 접근성이 떨어지는 미국 시장의 지리적 특성을 활용한 사업모델이었다. 예상은 적중했고, 사업은 빠른 성장을 보였다.

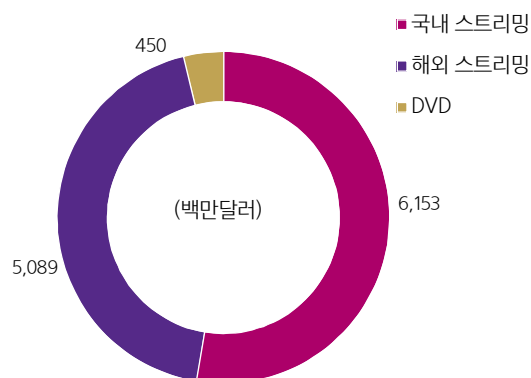
하지만 케이블 서비스의 디지털 전환에 따라 VoD 스트리밍이 DVD를 대체하면서 사업은 위기에 봉착했다. 이러한 위기 속에서 Netflix는 미디어 콘텐츠를 효율적이고 편리하게 제공한다는 비전에 기반하여 인터넷 기반의 스트리밍 플랫폼으로 사업 방향을 전환한다. 기존 월 50달러 이상의 케이블 서비스 대비 매우 저렴한 가격에 스트리밍 기반으로 영화, 드라마를 무제한 시청할 수 있는 Netflix 서비스는 특히 젊은 층에서 큰 인기를 끌었고, 2018년 2분기말 기준 미국 내 5,600만명의 가입자로 가구 보급률 44%에 이르고 있다.

표 16. Netflix(NFLX US) 기업 개요

기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> OTT플랫폼 운영 및 콘텐츠 제작 2017년 4월 전세계 가입자 1억명 돌파
설립	<ul style="list-style-type: none"> 1997, 창립자: Reed Hastings (현 CEO)
주요 전략/ 최근 이슈	<ul style="list-style-type: none"> 우편 DVD 대여업체로 시작, 세계 최대 OTT 플랫폼 중 하나로 성장 전세계 190개국 진출. 활발한 로컬 콘텐츠 제작/보급으로 지속 확장 추구 다만, 과도한 부채비율(450%)은 우려 요인
시가총액	USD151.8b
주요 주주	Capital Group (11.4%), Vanguard Group (6.8%)
주가변동	+3.7% (1m) / +29.1% (3m) / +110.3% (6m)

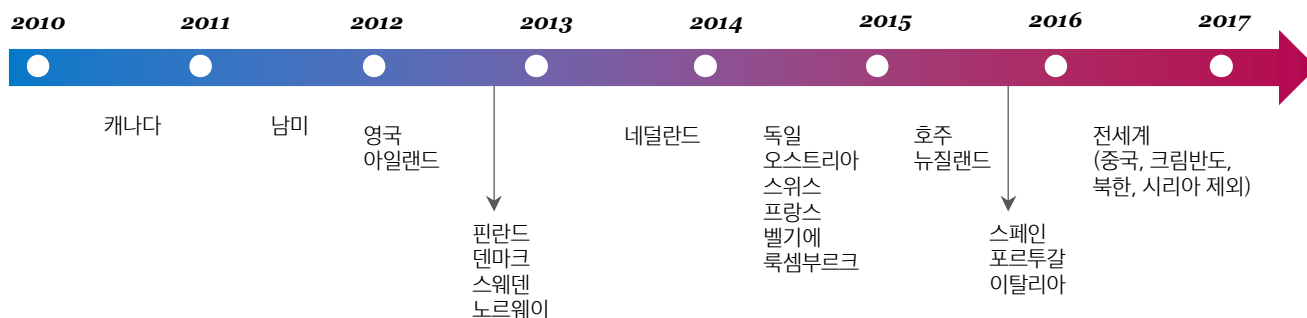
자료: 삼성증권

그림 19. 매출 구성 - 복미를 넘어 글로벌 스트리밍 사업자로



참고: 2017년 기준
자료: Netflix

그림 20. 글로벌 시장 진출 현황



자료: Netflix

OTT 서비스의
등장 배경과 형태

2. 사업모델 분석

Over-the-top (OTT) 서비스는 기존 통신·방송 사업자 이외에 제3의 사업자가 기존 셋탑박스를 우회하여 인터넷을 통해 미디어 콘텐츠를 다운로드 또는 스트리밍하는 서비스를 의미한다. OTT 서비스의 등장 배경에는 기술 발전과 소비자의 수요 변화가 맞물린 측면이 있다. TV 시청자들은 방영 시간대에 맞추어 프로그램을 시청하는 것과 TV 스크린에서만 콘텐츠를 소비할 수 있는 점에 불편함을 느꼈다. 마침 네트워크 기술의 발전에 따라 동영상 콘텐츠 전송 시 발생하는 트래픽을 효율적으로 관리하여 끊임 없이 전달할 수 있게 됨에 따라 기술적인 제약이 해결되었다. 이에 따라 주문형 비디오 서비스(Video-on-Demand, VoD)에 대한 수요가 증가하게 된다. 또한 초기의 OTT 서비스가 주로 TV를 거쳐 제공되었다면, 현재는 모바일 기기의 발전과 함께 PC, 스마트폰, 태블릿PC 등 인터넷이 연결되는 다양한 스마트 기기를 통해 제공되고 있다.

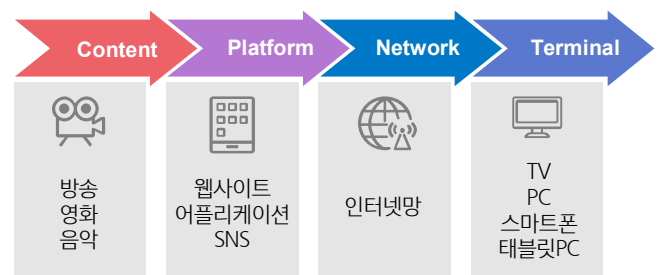
Netflix, Amazon Prime Video, Hulu 등 대표적인 OTT 플랫폼은 이용자에게 직접 월정액을 부과하는 형태(Subscription VoD, SVoD)로서 이용 건별로 과금하는 pay per view 방식과 구별된다. Netflix와 같이 구독료를 지불하면 모든 서비스가 광고 없이 무제한으로 제공되는 방식이 소비자에게 가장 어필하면서 보편적인 형태로 자리잡고 있다.

표 17. 온라인 비디오 사업자 사업모델

사업자	멤버십	대여료	전자판매	광고
Netflix	○			
Amazon	○	○	○	
Hulu	○			○
iTunes		○	○	○
YouTube	○	○		○

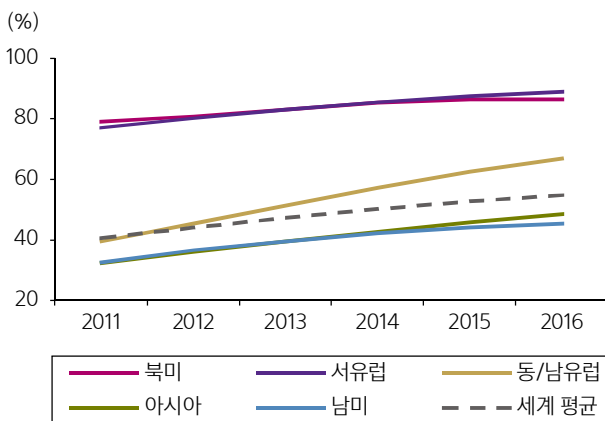
자료: 정보통신정책연구원, 삼성증권

그림 21. OTT 가치사슬



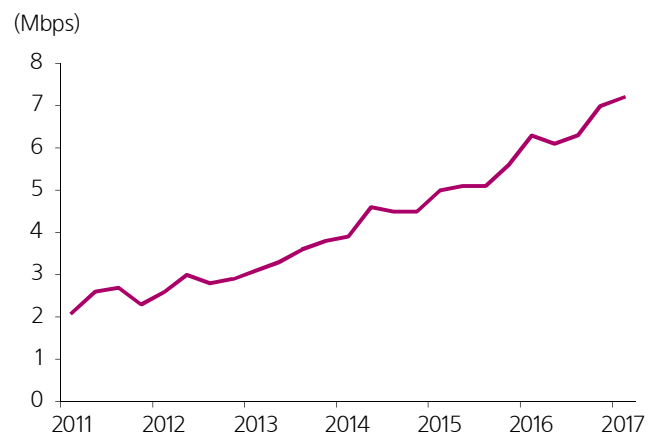
자료: 정보통신정책연구원

그림 22. 지역별 인터넷 가구 보급률



자료: Generator Research

그림 23. 세계 평균 인터넷 속도



자료: Akamai Technologies

경쟁 환경 - 여러 산업에서 신규 진입 중

주요 경쟁사는
Hulu와 Amazon

Netflix의 직접적 경쟁자로는 Hulu와 Amazon이 대표적이다. 두 플랫폼 모두 Netflix와 마찬가지로 월 단위 구독료를 기반으로 인터넷이 연결되는 다양한 기기를 통해 비디오 스트리밍을 제공한다. 다만 차이점은 Hulu는 광고를 삽입하면 구독료가 일부 저렴해진다. Amazon은 기존의 Amazon Prime 멤버십 서비스에 동영상 스트리밍이 추가된 개념으로 서비스 제공의 목적이 다르다고 할 수 있다. 빠른 배송 서비스에 추가적으로 스트리밍 서비스를 제공하여 소비자 이탈을 막고 멤버십 가입자를 유입하기 위한 추가적 유인을 제공한 것이다.

이외에도 기존 방송 사업자는 물론 인터넷 사업자와 셋톱박스 업체 등 다양한 사업자들이 Roku, HBO Go, Chromecast와 같은 동영상 스트리밍 서비스를 출시하면서 시장에 진입하고 있다.

표 18. Five Forces 분석

요인	위협 수준	내용
소비자	Moderate	<ul style="list-style-type: none"> 월 단위로 구독하는 OTT 플랫폼의 특성 상 구매자의 전환비용(switching cost)은 낮거나 거의 없음. 다만 가입자 기반이 확대될수록 콘텐츠 라이브러리가 확대되는 선순환 효과를 가짐.
공급자	High	<ul style="list-style-type: none"> 주요 공급자는 콘텐츠 제작사로 다수의 OTT 플랫폼에 콘텐츠 공급이 가능하며, 양질의 콘텐츠를 가질 경우 플랫폼 사업자를 상대로 높은 협상력을 가지게 됨. 다만 콘텐츠 자체 제작을 통한 후방 통합(backward integration)으로 공급자 압력을 줄일 수 있음.
경쟁자	Intense	<ul style="list-style-type: none"> Netflix, Amazon, Disney, Apple, YouTube 등 다수의 대형 사업자가 진출. 차별화를 위해 독점 콘텐츠 확보를 위한 경쟁이 심화되는 상황.
잠재적 신규 진입	Moderate/ Low	<ul style="list-style-type: none"> 서비스 제공을 위해 다양한 콘텐츠 라이브러리를 갖출 필요성, 규모의 경제가 나타남. 대형 사업자는 콘텐츠 확보에서의 비용 우위뿐 아니라 브랜드 가치를 통한 마케팅에서도 이점이 있어 신규 진입을 통한 가입자 확보가 용이치 않음.
대체재	Low	<ul style="list-style-type: none"> TV 방송, 영화, 온라인 방송 등 다양한 대체재 존재하나, 스트리밍 서비스 대비 콘텐츠, 이용 편의성 등에서 열위.

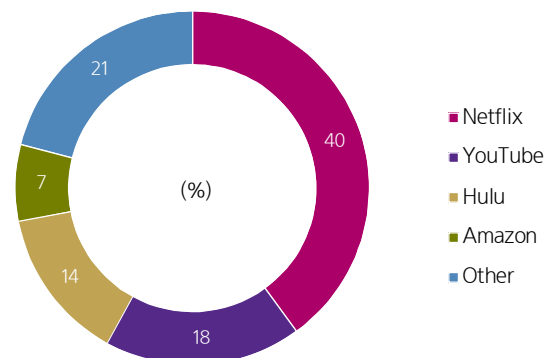
자료: 삼성증권

표 19. 경쟁 플랫폼 구독료

	Netflix	Amazon	Hulu
월 구독료 (달러)	7.99 - 13.99	12.99	7.99 - 11.99
연간 구독료 (달러)	n/a	119	n/a
광고	X	X	○
특이사항	전세계 대상 서비스 제공	Amazon Prime 서비스 제공	추가 비용 지불시 실시간 TV 제공

자료: 삼성증권 정리

그림 24. OTT 시청 시간 점유율



참고: 2017년 4월 기준

자료: Comscore

3. 투자 포인트

Netflix에 대해 투자 관점에서 주목해야 할 부분은 1) 가입자 성장 여력, 2) ARPU 인상의 지속력, 3) 콘텐츠 경쟁력이다. 가입자 기반 확대와 가격 인상을 통해 매출을 어디까지 끌어올릴 수 있는지, 이를 유지시킬 수 있는 적정 콘텐츠 비용이 얼마인지가 기업가치를 결정할 것이기 때문이다.

(1) 여전히 높은 가입자 성장 여력

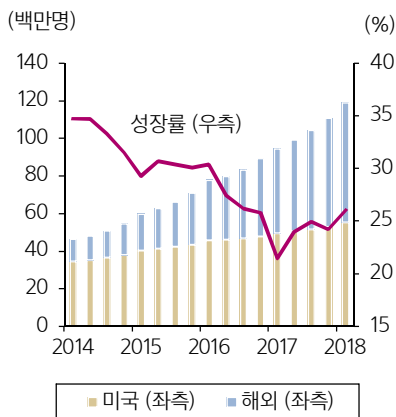
해외 시장은 여전히
스트리밍 보급기

해외 시장을 중심으로 가파른 가입자 기반 확대가 전망된다. 2분기말 기준 1.2억명의 유료 가입자 가운데, 해외 비중은 55%로 이미 미국 내 가입자 규모를 넘어섰다. 미국에서 Netflix 가입자는 5,600만명으로 전체 가구수 대비 보급률이 44%에 이르는 상황임에도, 연간 10% 이상의 성장세가 유지되고 있다. 선제적인 서비스 보편화로 성숙단계에 진입한 미국 시장과 달리, 해외 시장에서 스트리밍 서비스는 보급기에 불과하기 때문에 성장 여력이 충분하다. 2016년 글로벌 시장 진출 본격화 이후 작년부터 해외 가입자 유입이 더욱 강화되고 있으며, 이는 Netflix 주가의 강력한 driver로서 가장 주목해야 하는 지표임이 분명하다.

글로벌 시장은 대략
미국 시장의 2배 규모

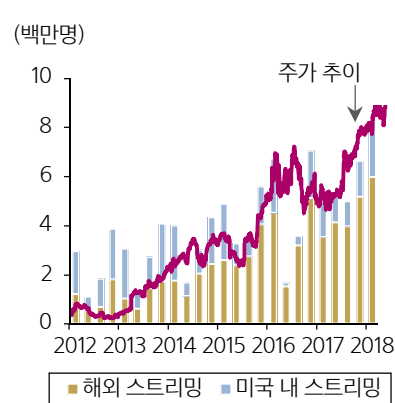
해외 시장에서의 성장 여력에 대한 정량적 판단은 쉽지 않다. 국가별 소득수준, 미디어 산업 환경, 콘텐츠에 대한 지불의사 등 고려할 변수가 다양하기 때문이다. 다만 박스오피스 규모를 통해서 스트리밍 서비스의 대략적인 가입자 확대 여력을 추정해볼 수 있을 것이다. 영화 관람은 일종의 대체재로 미디어 콘텐츠에 대한 구매력을 나타내기 때문이다. Netflix가 진출하지 못한 중국 시장을 제외한 글로벌 박스오피스는 221억달러로 미국 시장의 2배 이상이다. 따라서 단순하게는 해외에서의 가입자 성장 여력을 미국 시장의 2배 수준까지 예상해볼 수 있다. 현재 추세대로라면 2021년경 전체 가입자 2.5억명(CAGR +20%)으로 유사한 규모에 도달하게 된다.

그림 25. 해외 시장 중심으로 성장 중



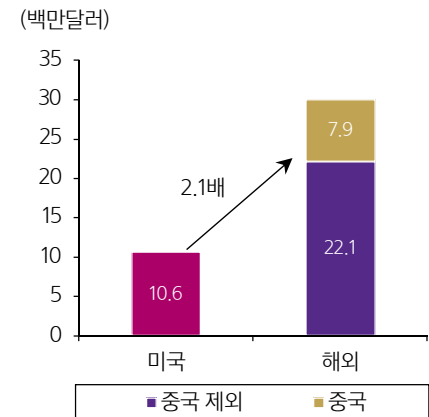
자료: Netflix

그림 26. 가입자 순증은 주가의 driver



자료: Netflix, Bloomberg

그림 27. 글로벌 박스오피스, 미국의 2.1배



자료: MPAA

표 20. 스트리밍 가입자 전망

(천명)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
가입자	33,267	44,350	57,391	74,762	93,796	117,582	138,869	163,807	191,557	219,047
미국	27,146	33,420	39,114	44,738	49,431	54,750	58,966	63,279	67,677	72,144
해외	6,121	10,930	18,277	30,024	44,365	62,832	79,903	100,528	123,881	146,903
성장률 (%)	20%	24%	23%	26%	23%	24%	17%	17%	17%	14%
미국	41%	33%	29%	30%	25%	25%	8%	7%	7%	7%
해외	25%	23%	17%	14%	10%	11%	27%	26%	23%	19%

자료: Netflix, 삼성증권 추정

(2) 지속적인 가격 인상

가격 인상에도 특별한
저항이 관찰되지 않음

Netflix의 스트리밍 서비스는 2007년 무료로 시작해 현재 10.99달러까지 지속적으로 가격을 인상 시켜왔다. 이에 따라 ARPU(가입자 당 매출)는 최근 5년동안 연평균 +4% 수준 성장하였으며, 작년에는 프리미엄 요금제(13.99달러)를 출시하면서 +8% 이상의 높은 상승세를 보였다. 이 같은 가격 인상에도 불구하고 가입자 이탈 또는 순증세 둔화와 같은 저항이 관찰되지 않는다는 점은 Netflix가 제공하는 콘텐츠·플랫폼의 가치가 충분히 높은 상황으로 추가적인 가격 인상여력이 존재함을 의미한다.

Netflix 서비스의 가치가
누적되고 있기 때문

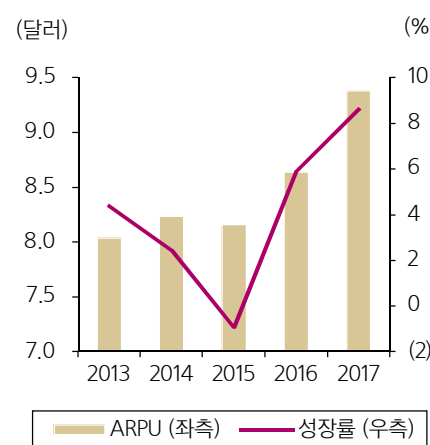
이용자가 느끼는 Netflix 서비스의 가치는 콘텐츠 누적에 따라 함께 증가한다. Netflix의 일반 요금제는 월 10.99달러로 영화 한편을 관람하는 금액에 불과하지만, 드라마·영화·다큐멘터리를 비롯한 다양한 장르의 콘텐츠를 무제한으로 시청할 수 있다. 특히 흥행에 성공한 드라마는 시즌을 거듭하면서 강한 소구력을 갖추게 된다. 또한 Netflix 플랫폼은 TV, PC, 스마트폰 등 다양한 기기에서 매끄러운 사용자 경험을 제공하기 때문에, 미디어 소비 패턴이 다변화됨에 따라 이용자가 느끼는 가치는 더욱 높아지게 된다.

표 21. 가격인상 history

연도	요금	비고
2007	0	DVD 가입자에 무료 제공
2008	\$4.99	
2011	\$7.99	
2014	\$8.99	신규가입자만 적용
2016	\$9.99	장기 이용자 포함 \$7.99 유지 시 SD 화질 제공
2017	\$10.99	기본(SD) \$7.99 프리미엄(UHD) \$13.99

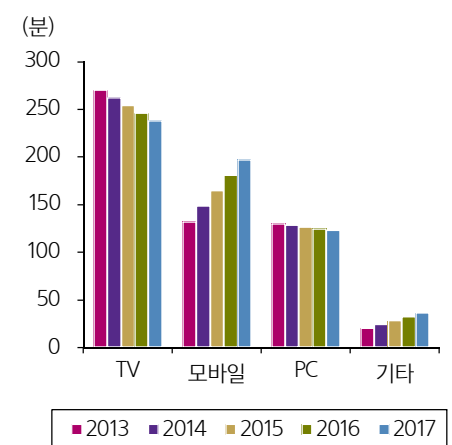
자료: Netflix, 삼성증권 정리

그림 28. 견고한 ARPU 성장세



자료: Netflix

그림 29. 미국 성인, 일 평균 미디어 소비량



자료: MPAA, 삼성증권

표 22. ARPU 전망

(달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
ARPU	8.3	8.4	8.5	8.3	8.7	9.4	10.6	11.3	12.0	12.8
스트리밍	7.7	8.0	8.2	8.2	8.6	9.4	10.6	11.3	12.0	12.8
미국	7.7	8.0	8.2	8.6	9.3	10.2	11.3	12.2	13.1	14.2
해외	7.6	8.1	8.2	7.4	7.8	8.6	10.1	10.7	11.3	12.0
DVD	9.9	10.2	10.3	10.3	10.3	10.2	10.1	9.7	10.3	12.8
성장률 (%)	n/a	1.6	0.6	(1.7)	4.8	7.9	13.0	5.8	6.4	6.6
스트리밍	n/a	4.4	2.4	(0.9)	5.9	8.6	13.5	5.9	6.4	6.4
미국	n/a	3.8	2.7	4.3	7.9	9.9	11.2	7.3	8.1	8.1
해외	n/a	7.5	1.3	(10.5)	5.9	9.8	17.7	5.7	6.1	6.1
DVD	n/a	3.2	0.1	0.4	(0.4)	(0.5)	(0.7)	(3.8)	5.2	0.3

자료: Netflix, Bloomberg, 삼성증권 추정

(3) 핵심 경쟁력은 콘텐츠

콘텐츠 강화와
가입자 유입의 선순환

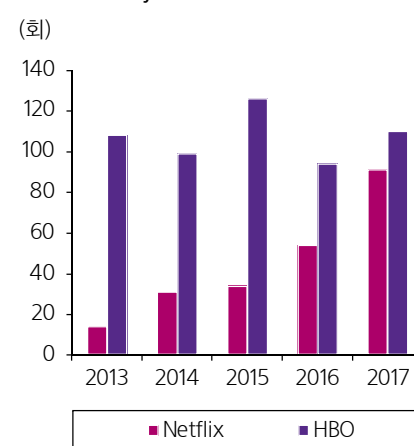
Netflix의 가입자 유입과 ARPU 상승은 콘텐츠 경쟁력에 기반한다. 2013년 <House of Cards>를 시작으로 오리지널 시리즈에 집중적으로 투자한 결과, 여러 편의 드라마 시리즈가 흥행과 함께 Emmy Awards를 수상하면서 양적·질적 측면에서 모두 성공을 거두었다. 독자 콘텐츠 제작은 작품 완성도와 플랫폼 역량이 뒷받침되어야 하는 리스크가 높은 전략이지만, 과감한 투자와 정교한 매니지먼트를 통해서 가입자 유입까지 이어지는 강력한 선순환 효과를 이끌어낸 것이다. Netflix 오리지널 시리즈는 이미 높은 브랜드 가치를 구축한 상황으로, 지속적인 투자 확대를 통해 선순환을 더욱 강화시킬 것이다.

표 23. Netflix 오리지널 시리즈 수상 실적

작품	수상 실적
House of Cards	Golden Globe 2회 수상 Emmy 7회 수상
Orange is the New Black	Golden Globe 6회 지명 Emmy 4회 수상, 15회 지명 Grammy 1회 지명
Daredevil	Emmy 5회 지명
Stranger Things	Golden Globe 2회 지명 Emmy 5회 수상, 14회 지명

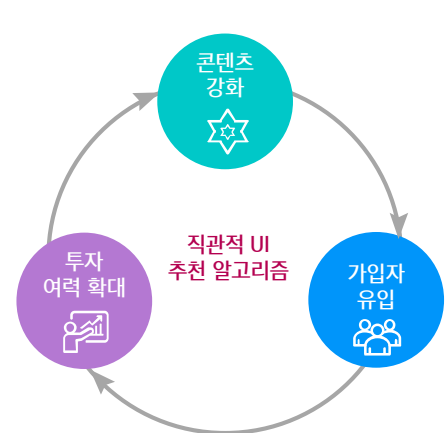
자료: Netflix, 삼성증권 정리

그림 30. Emmy Awards 후보 선정 횟수



자료: ATAS, The Verge

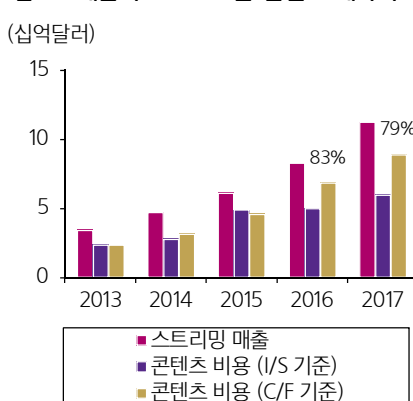
그림 31. Netflix의 선순환 구조



자료: MPAA

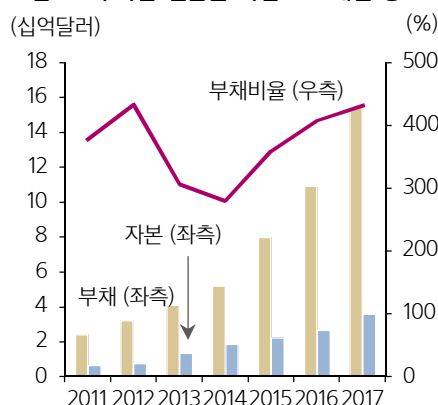
콘텐츠 비용 상승이 둔화되는 시점부터는 가파른 이익 개선세가 예상된다. Netflix는 현재 매출 대비 약 50% 수준을 콘텐츠 제작비로 지출하고 있다. 다만 이는 감가상각비에 해당하는 금액으로 현금 기준으로는 매출 대비 80% 수준을 집행하면서 발생하는 손실을 차입을 통해 메우고 있는 상황이다. 올해는 콘텐츠 비용으로 8조원(회계 기준)을 계획하고 있는데, 아직은 비용 확대를 통해 가입자 유입이 강화되는 시점으로 판단된다. 그러나 가입자당 콘텐츠 비용은 일정 수준에서 유지되고 있는 반면 가입자당 매출은 지속 증가하고 있어, 영업 레버리지 효과가 강하게 나타날 시점이 다가오고 있다.

그림 32. 매출의 70~80%를 콘텐츠 제작비로



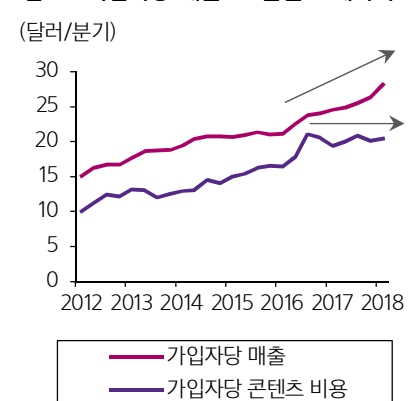
자료: Netflix

그림 33. 부족한 현금엔 차입으로 해결 중



자료: Netflix

그림 34. 가입자당 매출 vs 콘텐츠 제작비



자료: Netflix

4. Valuation 및 리스크요인

콘텐츠 비용, 안정화 단계로

P/E 80배 이상의 valuation은 Netflix에 대한 높은 기대치를 보여준다. 전세계 시청자를 대상으로 콘텐츠 제작부터 유통·과금까지 모든 밸류체인을 통제하기 시작한 Netflix의 잠재적 가치는 엄청나다. 콘텐츠 비용 상승에 따른 높은 부채비율이 주요 리스크 요인으로 판단되었지만, 오리지널 콘텐츠를 통한 가입자 유입 효과가 극대화되면서 가입자당 콘텐츠 비용이 안정화되고 있다. 콘텐츠 투자가 완만해지는 시점부터 가파른 이익 성장이 예상된다.

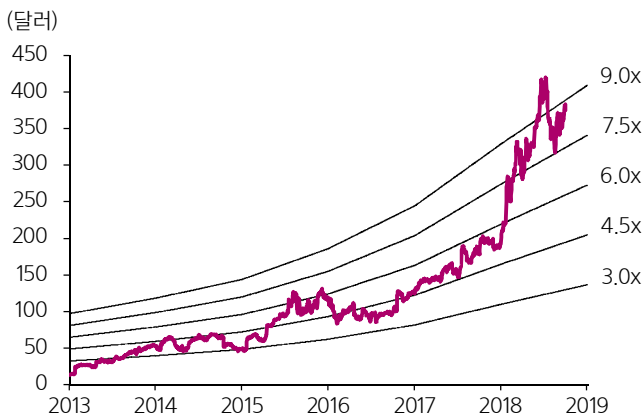
가장 중요한 투자지표는
가입자 순증

아직은 가입자 확대 단계로 수익성이 낮기 때문에, 투자 지표로서 P/S가 가장 유의미하다고 판단된다. 그리고 P/S는 가입자 성장세에 연동되는 모습을 보이기 때문에, 결국 가장 중요한 지표는 가입자 순증이라고 할 수 있다. 현재 Netflix는 12개월 forward 기준으로 P/S 8.9배에 거래되고 있는데, 오리지널 시리즈의 높은 인기를 감안하면 글로벌 가입자 유입은 더욱 강화될 가능성이 높다.

투자 지표: 매 분기 발표되는 미국·글로벌 가입자 순증 규모, 콘텐츠 비용

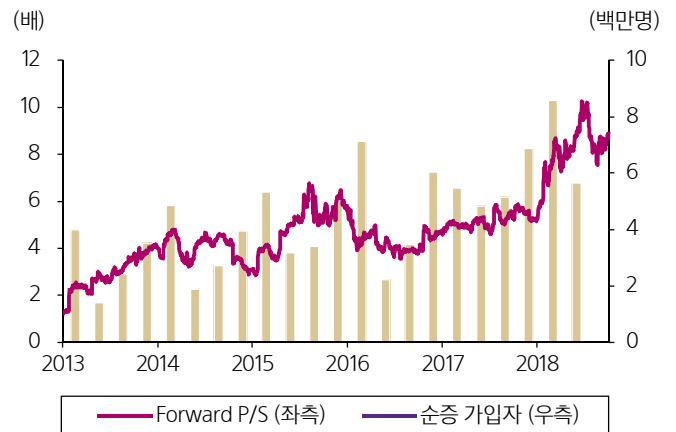
위험 요인: Amazon, Apple 등 대형 기업의 시장 진입에 따른 콘텐츠 확보 경쟁 심화

그림 35. 12개월 forward P/S 밴드



자료: Netflix, 삼성증권 추정

그림 36. 가입자 순증이 valuation의 driver



자료: Netflix, 삼성증권 추정

표 24. Global peer valuation

기업명	시가총액 (십억원)	PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)			Performance (%)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	1M	3M	6M
Netflix	162,918	143.8	119.1	76.1	23.2	31.2	22.3	17.9	26.3	29.8	91.0	81.9	57.2	1.8	(4.4)	26.7
Amazon	976,946	256.6	74.9	54.1	20.4	23.1	16.1	12.9	22.4	24.1	36.0	30.6	23.0	(0.5)	17.8	38.4
21st Century Fox	85,558	14.7	24.3	21.8	3.3	4.4	3.8	20.1	20.8	18.7	7.7	14.2	13.0	2.0	(6.8)	26.3
Disney	173,918	17.3	16.6	15.6	3.6	3.8	3.2	21.2	24.9	21.7	9.3	11.1	10.6	4.4	11.6	16.4
Comcast	162,246	19.4	14.0	12.7	2.7	2.2	2.1	37.1	16.3	17.0	6.8	7.6	7.1	(4.3)	7.9	3.6
Dish	16,718	20.6	12.8	15.4	3.2	2.0	1.7	36.3	18.9	14.3	9.3	11.4	12.8	1.2	6.4	(5.6)
Charter	83,971	97.8	72.0	45.1	2.1	1.9	2.0	25.0	3.2	4.8	5.9	10.1	9.8	5.0	11.1	4.7
AMC	2,615	65.9	n/a	72.2	0.9	1.2	1.2	(23.6)	0.3	2.0	3.0	8.3	7.9	16.0	39.0	57.3

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 25. 실적 및 주요 가정

(백만달러)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	8,831	11,693	15,842	19,713	24,520	3,701	3,907	3,996	4,238	4,649	4,829	4,931	5,305
스트리밍	8,288	11,242	15,480	19,421	24,246	3,602	3,814	3,908	4,155	4,570	4,755	4,861	5,234
미국	5,077	6,153	7,474	8,655	10,032	1,820	1,893	1,833	1,928	2,121	2,187	2,113	2,233
해외	3,211	5,089	8,005	10,766	14,214	1,782	1,921	2,075	2,227	2,449	2,568	2,747	3,001
DVD 대여	542	450	363	292	274	99	93	88	83	78	74	70	70
매출원가	6,030	7,660	9,498	11,619	13,550	2,196	2,290	2,393	2,620	2,781	2,830	2,847	3,161
매출총이익	2,801	4,033	6,344	8,094	10,970	1,505	1,617	1,603	1,619	1,868	1,999	2,084	2,143
판매관리비	2,421	3,194	4,656	5,408	6,188	1,058	1,155	1,178	1,265	1,302	1,340	1,346	1,420
마케팅비용	991	1,278	2,067	2,390	2,716	479	527	509	552	581	593	591	625
R&D	852	1,053	1,340	1,564	1,800	301	317	351	371	373	386	393	412
기타	578	864	1,249	1,454	1,672	278	311	318	342	348	361	363	383
영업이익	380	839	1,688	2,686	4,782	447	462	426	354	566	659	737	723
세전이익	261	485	1,309	2,312	4,483	300	429	328	253	475	585	642	609
당기순이익	187	559	1,212	1,952	3,784	290	384	308	230	401	494	542	514
주요지표 (%)													
영업이익률	4.3	7.2	10.7	13.6	19.5	12.1	11.8	10.7	8.3	12.2	13.6	14.9	13.6
세전이익률	3.0	4.2	8.3	11.7	18.3	8.1	11.0	8.2	6.0	10.2	12.1	13.0	11.5
순이익률	2.1	4.8	7.7	9.9	15.4	7.8	9.8	7.7	5.4	8.6	10.2	11.0	9.7
주요 가정													
총 가입자 (백만명)	98	121	142	166	194	128	133	139	143	150	154	160	169
스트리밍	94	118	139	164	192	125	130	136	140	147	152	158	166
미국	49	55	59	63	68	57	57	58	59	61	61	62	63
해외	44	63	80	101	124	68	73	77	80	85	89	94	101
DVD	4	3	3	2	2	3	3	3	3	3	2	2	2
유료 가입자 (백만명)	93	114	134	158	184	122	127	132	136	143	147	153	160
스트리밍	89	111	132	155	181	119	124	129	133	140	145	150	158
미국	48	53	57	61	66	55	56	56	57	59	60	60	61
해외	41	58	74	94	116	64	68	72	74	80	83	88	94
DVD	4	3	3	2	2	3	3	3	3	2	2	2	2
가입자 성장률 (%)													
스트리밍	25.8	24.2	19.0	18.0	16.8	26.0	25.6	24.4	20.3	17.8	16.3	16.2	18.7
미국	10.4	10.2	8.4	7.4	7.0	11.6	11.2	9.7	8.4	7.1	6.4	6.7	7.4
해외	50.1	40.4	28.7	26.1	23.3	41.8	40.4	36.4	28.7	24.8	21.8	22.3	26.1
DVD	(15.8)	(17.3)	(20.7)	(11.0)	(11.0)	(18.9)	(19.5)	(20.5)	(20.7)	(20.5)	(20.6)	(20.3)	(11.0)
ARPU (달러)	8.7	9.4	10.6	11.3	12.0	10.5	10.4	10.3	10.5	11.1	11.1	11.0	11.3
스트리밍	8.6	9.4	10.6	11.3	12.0	10.5	10.5	10.3	10.6	11.2	11.1	11.0	11.3
미국	9.3	10.2	11.3	12.2	13.1	11.2	11.4	10.9	11.3	12.2	12.3	11.8	12.2
해외	7.8	8.6	10.1	10.7	11.3	9.8	9.7	9.9	10.1	10.6	10.5	10.7	11.0
DVD	10.3	10.2	10.1	9.7	10.3	10.2	10.1	10.2	10.2	10.2	10.1	10.1	10.2
ARPU 성장률 (%)													
스트리밍	5.9	8.6	13.5	5.9	6.4	14.4	13.5	8.8	6.9	6.6	6.5	7.0	7.2
미국	7.9	9.9	11.2	7.3	8.1	11.6	12.9	7.3	8.5	8.2	8.2	8.2	8.2
해외	5.9	9.8	17.7	5.7	6.1	20.7	16.9	13.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
DVD	(0.4)	(0.5)	(0.7)	(3.8)	5.2	0.1	0.2	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)

자료: Netflix, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	8,831	11,693	15,842	19,713	24,520
매출원가	6,030	7,660	9,498	11,619	13,550
매출총이익	2,801	4,033	6,344	8,094	10,970
(매출총이익률, %)	31.7	34.5	40.0	41.1	44.7
판매 및 일반관리비	2,421	3,194	4,656	5,408	6,188
영업이익	380	839	1,688	2,686	4,782
(영업이익률, %)	4.3	7.2	10.7	13.6	19.5
영업외손익	(119)	(353)	(379)	(374)	(299)
이자비용	(150)	(238)	(329)	(329)	(229)
기타	31	(115)	(51)	(45)	(70)
세전이익	261	485	1,309	2,312	4,483
법인세	74	(74)	97	360	698
(법인세율, %)	28.3	(15.2)	7.4	15.6	15.6
계속사업이익	187	559	1,212	1,952	3,784
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	187	559	1,212	1,952	3,784
(순이익률, %)	2.1	4.8	7.7	9.9	15.4
지배주주순이익	187	559	1,212	1,952	3,784
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	2,335	3,414	3,095	4,919	6,564
(EBITDA 이익률, %)	26.4	29.2	19.5	25.0	26.8
EPS (달러)	0.4	1.3	2.8	4.5	8.7

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	(1,474)	(1,786)	255	239	2,581
당기순이익	187	559	1,212	1,952	3,784
현금유출입이없는 비용 및 수익	(1,806)	(2,195)	(969)	(1,731)	(1,219)
콘텐츠 무형자산상각비	4,867	6,258	7,945	9,776	11,426
스트리밍콘텐츠 자산 증가	(6,881)	(8,906)	(9,434)	(12,105)	(13,315)
기타	207	452	520	598	670
영업활동 자산부채 변동	192	59	57	64	61
투자활동에서의 현금흐름	50	34	(613)	(704)	(852)
유형자산 증감	186	234	38	43	40
장단기금융자산의 증감	(136)	(199)	(651)	(747)	(892)
기타	0	0	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	1,092	3,077	66	67	(1,935)
차입금의 증가(감소)	989	2,988	0	0	(2,000)
자본금의 증가(감소)	37	88	66	67	65
배당금	0	0	0	0	0
기타	65	0	0	0	0
현금증감	(342)	1,355	(292)	(397)	(206)
기초현금	1,809	1,468	2,823	2,531	2,133
기말현금	1,468	2,823	2,531	2,133	1,927
Gross cash flow	(1,620)	(1,636)	243	221	2,565
Free cash flow	(1,660)	(2,020)	216	196	2,541

자료: Netflix, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,720	7,670	8,105	8,543	9,106
현금 및 현금등가물	1,468	2,823	2,531	2,133	1,927
기타	4,253	4,847	5,574	6,410	7,180
비유동자산	7,866	11,343	13,479	16,544	19,199
유형자산	250	319	358	401	441
무형자산	7,275	10,371	12,371	15,281	17,792
기타	341	652	750	863	966
자산총계	13,587	19,013	21,584	25,088	28,306
유동부채	4,587	5,466	6,250	7,150	7,980
매입채무	313	360	378	396	416
기타 유동부채	4,274	5,107	5,873	6,754	7,564
비유동부채	6,320	9,964	10,473	11,059	9,597
사채 및 장기차입금	3,413	6,572	6,572	6,572	4,572
기타 비유동부채	2,907	3,393	3,902	4,487	5,025
부채총계	10,907	15,431	16,724	18,209	17,577
지배주주지분	2,680	3,582	4,860	6,879	10,728
자본금	1,600	1,871	1,937	2,005	2,069
이익잉여금	1,129	1,731	2,943	4,895	8,679
기타	(49)	(21)	(21)	(21)	(21)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,680	3,582	4,860	6,879	10,728
순부채	(1,456)	(1,098)	(1,533)	(1,972)	(4,534)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	30.3	32.4	35.5	24.4	24.4
영업이익	24.2	120.8	101.3	59.1	78.1
순이익	52.2	199.4	116.9	61.0	93.9
EPS	52.2	199.4	116.9	61.0	93.9
주당지표					
EPS	0.4	1.3	2.8	4.5	8.7
BPS	6.2	8.3	11.2	15.9	24.7
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E	888.4	296.7	136.8	85.0	43.8
P/B	61.9	46.3	34.1	24.1	15.5
EV/EBITDA	70.4	48.3	53.1	33.3	24.6
비율					
ROE (%)	7.0	15.6	24.9	28.4	35.3
ROA (%)	1.4	2.9	5.6	7.8	13.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	54.4	30.7	31.5	28.7	42.3
이자보상배율 (배)	2.5	3.5	5.1	8.2	20.9

한주기

Analyst

jooki88.han@samsung.com

02 2020 7789

AT A GLANCE

현재주가	26.91 USD
시가총액	19.3 십억 달러
Shares (float)	713.0백만주 (42.1%)
52 주 최저/최고	15.3 / 46.2 달러
90 일-평균거래대금	21.2 십억 달러

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
iQiyi (%)	(6.9)	71.4	n/a
Nasdaq 대비 (%)pts	(6.0)	54.4	n/a

iQiyi (IQ US)

중국의 Netflix를 찾아서

- 스트리밍 시장은 선순환 구조를 통한 승자독식이 관찰됨. iQiyi 역시 중국 스트리밍 시장 팽창에 따른 수혜 가능성이 높다는 판단.
- iQiyi에 주목하는 이유는 1) 중국 내에서 가장 높은 트래픽, 2) 콘텐츠에 중점을 둔 사업 전략, 3) 유료 가입자 확대와 광고 매출 증가를 통한 성장 잠재력.
- 현재 P/S 5.4배로 Netflix에 비해 37% 할인된 수준. 할인 요인이 존재하는 것은 사실이나, 이는 점진적으로 희석될 가능성이 높음.

WHAT'S THE STORY

스트리밍 시장 팽창에 따른 수혜: 스트리밍 서비스는 선순환 구조를 통한 승자독식이 관찰된다. iQiyi 역시 중국 스트리밍 시장 팽창에 따라 큰 수혜를 누릴 수 있는 사업자로 판단되는데, 이는 1) 중국 내 가장 높은 트래픽을 기록하면서 선두 업체의 지위를 굳힌 상황으로, 2) 콘텐츠에 중점을 둔 사업 전략을 가짐에 따라, 3) 유료 전환과 동시에 광고 매출 증가를 통한 성장 잠재력이 높기 때문이다.

- **선두 사업자로 가장 큰 이용자 기반:** 스트리밍 서비스는 시간이 지날수록 후발사업자와의 격차가 벌어지는 특징을 보인다. 중국 스트리밍 시장은 혼탁한 시장 환경이 이어졌으나, 최근에는 iQiyi를 비롯한 Top 3 업체가 3파전을 벌이는 양상이다. 특히 iQiyi는 가장 큰 이용자 기반을 확보하고 있어, 시장을 선도할 가능성이 높다.
- **콘텐츠에 중점을 둔 사업 전략:** 향후 3~5년 안에 독점 콘텐츠 비중 1/3 수준을 목표하고 있다. 공격적인 콘텐츠 투자로 인해 당분간은 손실이 불가피하며, IPO를 통해 확보한 2.4조원은 이를 위한 것이다. 하지만 콘텐츠 경쟁력 강화의 효과가 이미 드러나고 있으며, 선순환 구조를 구축하기 위해서 감내가 불가피한 전략이다.
- **유료 전환과 브랜드 광고가 매출 견인:** 월간 순이용자(MAU) 4억명으로 중국 인터넷 이용자수(7.7억명) 수준 대비 이미 이용률이 높다. 그러나 자체 콘텐츠 확대에 따라 유료 가입자 전환(2분기 6,700만명, 비중 15%)이 증가하고 있으며, 브랜드·스폰서 광고 역시 빠르게 상승하고 있어 가파른 외형 성장이 지속될 전망이다.

Netflix 대비 37% 할인되어 거래: 아직은 외형 성장을 위해 손실을 감내하는 단계임을 감안하면 P/S가 보다 적합한 투자 지표라고 판단된다. 현재 P/S 5.4배로 Netflix에 비해 37% 할인된 수준에 거래 중이다. 할인 요인이 존재하는 것은 사실이나, 이는 자체 콘텐츠와 유료 전환의 선순환 구조가 강화됨에 따라 희석될 가능성이 높다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017	2018E	2019E
매출액 (백만위안)	11,237	17,378	24,980	33,904
순이익 (백만위안)	(3,074)	(3,737)	(6,956)	(5,091)
EPS (adj) (위안)	(4)	(5)	(10)	(7)
EPS (adj) growth (%)	19.4	21.6	86.1	(26.8)
EBITDA margin (%)	19.8	27.5	28.6	35.7
ROE (%)	(185.4)	(43.5)	(45.0)	(49.0)
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B (배)	11.9	2.3	1.3	1.9
EV/EBITDA (배)	8.5	4.0	1.9	1.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

1. 기업 개요 및 연혁

중국의 대표 OTT 서비스

iQiyi(我奇艺, 아이치이)는 인터넷 기반 비디오 플랫폼으로 2010년 4월에 설립되었다. 영화, 드라마, 예능을 비롯해 각종 동영상을 시청할 수 있는 플랫폼으로, 당시 저작권 보호가 제대로 되지 않아 콘텐츠가 제약 없이 유통되는 시장 환경에서 수많은 경쟁 업체가 난립하였다. 그러나 2014년부터 공격적인 콘텐츠 제작·수급 전략을 통해서, 현재 중국 내에서 선두 사업자의 위치를 점하게 되었다. 특히 2014년 <별에서 온 그대>와 2016년 <태양의 후예>의 독점 방영권 확보를 통해 큰 수혜를 누린, 한국 콘텐츠와 인연이 깊은 사업자이다.

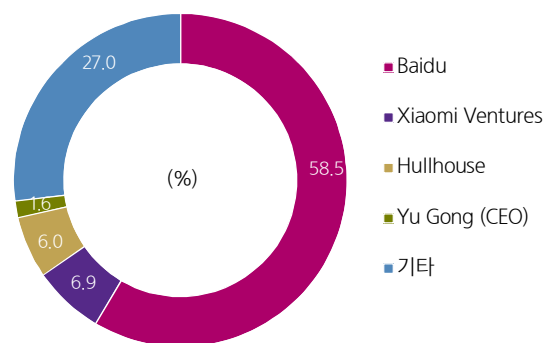
Baidu는 설립 초기부터 투자를 통해 현재 58.5%의 지분을 확보하고 있으며, 샤오미(Xiaomi) 역시 6.9% 지분으로 2대 주주에 해당한다. 지난 3월에는 미국 나스닥 시장에서 기업공개(IPO)를 통해 100억달러(10.7조원)의 시가총액을 인정 받으며, 22.5억달러(2.4조원)를 조달하였다. 이는 주로 콘텐츠 경쟁력 강화를 위해 투자될 계획이다.

표 26. IPO 세부사항

IQ US	
상장 시장	Nasdaq
상장 일자	2018년 03월 29일
주관사	Goldman Sachs Asia, Credit Suisse, BofA Merrill Lynch, China Renaissance, Citigroup, UBS Investment Bank
공모가 밴드 (달러)	17 - 19
상장 주가 (달러)	18
발행 주수	125,000,000주
조달 금액	22억 5천만 달러 (2.4조원)
보호예수기간	180일
자금 사용 계획	1) 50% - 콘텐츠 확대 2) 10% - 기술력 강화 3) 40% - 운영 자금

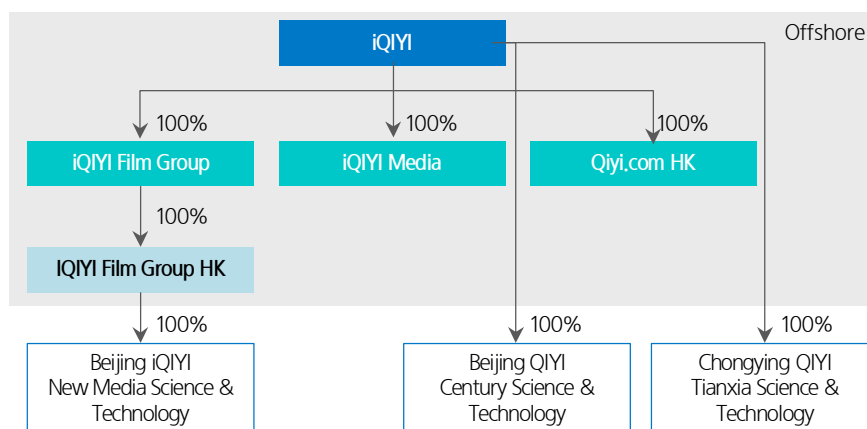
자료: iQiyi

그림 37. iQiyi 지분구조



자료: iQiyi

그림 38. 기업 지배구조



자료: iQiyi

2. 사업 모델

광고와 멤버십이 주요 매출원

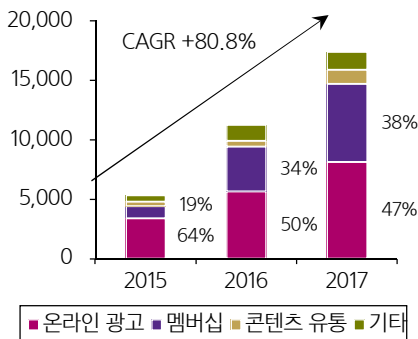
iQiyi는 웹사이트와 앱을 통해 비디오 스트리밍 서비스를 제공하는 사업자로서 매출 구성은 1) 온라인 광고, 2) 멤버십, 3) 콘텐츠 유통 및 기타로 이루어진다.

- **온라인 광고:** 비디오 시청 중에 재생되는 동영상 광고와 함께, 배너/링크 등 다양한 방식의 디스플레이 광고 판매를 통한 수익이다. 또한 자체 제작하는 드라마·예능 프로그램의 경우 콘텐츠와 결합된 형태의 브랜드·스폰서 광고가 활성화되면서 성장을 견인하고 있다.
- **멤버십:** 광고 없이 프리미엄 콘텐츠를 시청할 수 있는 VIP 멤버십 판매 수익으로, 2분기 말 기준 전체 유료 가입자는 6,700만명(월간 순이용자 중 15.7% 수준)이다. 멤버십 유지를 늘리기 위한 방안으로 매월 자동결제를 신청할 경우 월 15위안(약 2,500원)으로 가장 저렴하게 이용할 수 있기 때문에, 해당 요금제의 비중이 가장 높다.
- **콘텐츠 유통 및 기타:** 자체 제작 또는 다른 사업자로부터 라이선스한 콘텐츠를 다른 플랫폼에 재유통하여 얻는 수익이다. 기타 매출은 개인방송, 온라인 게임 유통, 웹툰 등을 포함한다.

중장기적으로는 멤버십 매출이 전사 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다. 실제로 멤버십 매출 비중은 2015년 19%에서 2017년 38%로 빠르게 확대되고 있는 상황이다. 한편 온라인 광고 매출의 성장 속도는 점차 둔화되고 있으나, 여전히 전사 매출의 40% 이상을 차지하고 있어 멤버십 매출과 함께 동사의 성장 동력으로 작용할 전망이다.

그림 39. 매출 구성 - 멤버십 비중 확대

(백만위안)



자료: iQiyi

그림 40. 드라마 내 브랜드 광고의 예



자료: iQiyi

표 27. VIP 멤버십 요금

(위안)	가격	월 이용료
1) 자동결제	15.0	15.0
2) 1개월	19.8	19.8
3) 3개월	58.0	19.3
4) 1년	198.0	16.5

참고: 기기는 5개까지 등록, 2개까지 동시접속 가능

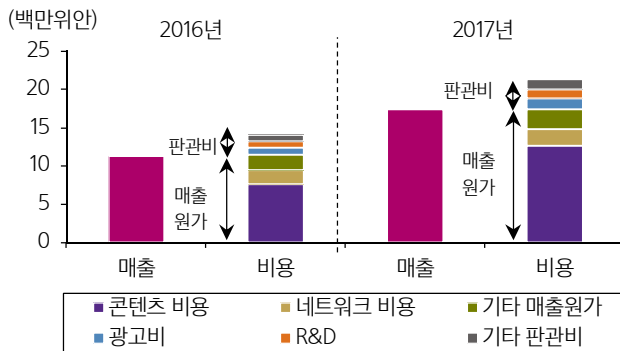
자료: iQiyi

콘텐츠 투자로 손실 감내 중

한편 가장 큰 비용은 콘텐츠 투자로, 자체 제작과 라이선스 구입을 위해 매출의 70% 수준을 콘텐츠 비용으로 집행하고 있다. 이외에는 네트워크 비용과 광고비 등이 주요 지출 요인이다. 경쟁 강도가 높게 이어지는 가운데, 주도권 확보를 위해 콘텐츠에 공격적인 투자를 하면서 현재 20% 수준의 영업손실률을 감내하고 있다.

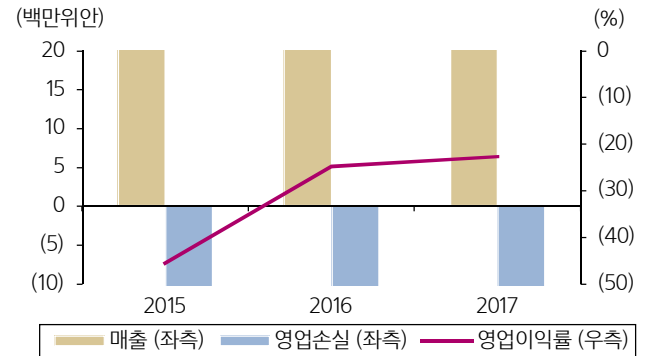
하반기 콘텐츠 비용은 상반기 대비 40% 이상 증가할 것으로 전망된다. 매출액 대비 비중 역시 상반기 78% 대비 크게 상승한 80% 중후반 수준이 예상되어 하반기에는 콘텐츠에 대한 보다 공격적인 투자가 진행될 것으로 판단된다. 특히 자체제작 콘텐츠에 드라이브를 걸며 콘텐츠 역량을 강화하려는 것으로 보인다. 다만 이로 인해 단기간 내 실적 턴어라운드를 기대하기는 어려운 상황이며, 특히 올 하반기에 집행될 공격적인 콘텐츠 투자계획을 감안하면 3분기 영업손실은 1-2분기 대비 확대된 20억위안 수준이 될 전망이다.

그림 41. 매출의 70%에 달하는 콘텐츠 비용 집행으로...



자료: iQiyi

그림 42. ...20% 이상의 영업손실 발생 중



자료: iQiyi

3. 투자 포인트

스트리밍 시장 팽창에 따른
수혜 예상

중국의 OTT 산업 환경은 북미 또는 글로벌 시장과는 차별적인 특징을 보인다. 그러나 선순환 구조를 통한 승자독식이라는 스트리밍 서비스의 기본적인 특성은 동일하게 나타나고 있는 것으로 판단된다. 특히 iQiyi는 가파른 중국 스트리밍 시장 팽창에 따라 큰 수혜를 누릴 수 있는 사업자로 판단되는데, 이는 1) 중국 내 가장 높은 트래픽을 기록하면서 선두 업체의 지위를 굳힌 상황으로, 2) 콘텐츠에 중점을 둔 사업 전략을 가짐에 따라, 3) 유료 가입자 확대와 동시에 광고 매출 증가를 통한 성장 잠재력이 높기 때문이다.

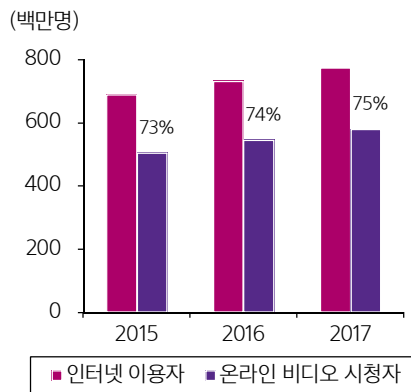
(1) 선두 사업자로서 가장 큰 이용자 기반 확보

시장을 선도할
뉴미디어 플랫폼

스트리밍 서비스는 시간이 지날수록 후발사업자와의 격차가 벌어지는 특징을 보인다. 중국 스트리밍 시장 역시 유사한 현상을 보이고 있다. 초기에는 수많은 사업자가 뛰어들면서 혼탁한 시장 환경이 이어졌다. 그러나 서서히 경쟁력 높은 서비스로 이용자가 집중되면서, iQiyi를 비롯해 Tencent Video와 Youku가 3파전을 벌이는 양상이다. 그 중에서도 iQiyi는 간발의 차이이지만 가장 큰 이용자 기반을 확보하고 있으며, 향후 선두 사업자로서 시장을 선도할 가능성이 높다.

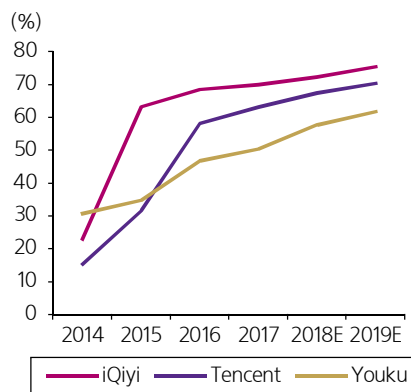
물론 Tencent Video를 비롯한 경쟁사의 추격이 만만치 않은 상황에서, 북미 시장의 Netflix와 같은 압도적인 점유율 확보는 쉽지 않을 것이다. 다만 중국 OTT 시장이 기존 TV 방송 시장을 빠르게 대체하고 있음을 감안하면, 이미 3~5개 수준으로 좁혀진 스트리밍 사업자가 콘텐츠 제작에서 플랫폼을 통한 유통에 이르는 미디어 시장 전체를 차지할 것으로 예상되며, iQiyi는 분명 그 중 하나일 가능성이 높다.

그림 43. 70% 이상 온라인 비디오 이용



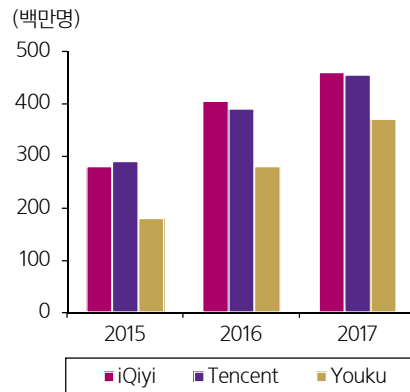
자료: iResearch

그림 44. OTT 서비스별 침투율



자료: eMarketer

그림 45. OTT 서비스별 MAU(월간 순이용자)



자료: iResearch

(2) 콘텐츠에 중점을 둔 사업 전략

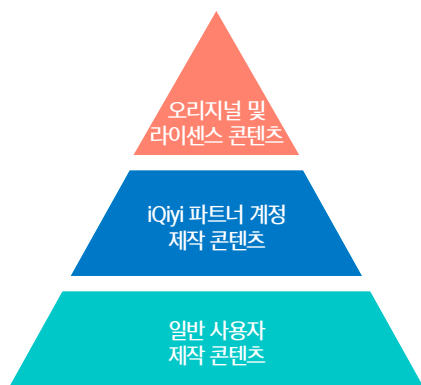
공격적인 자체 콘텐츠 제작

3~4년 전부터 콘텐츠 제작을 시작하여 현재 10개 이상의 스튜디오와 자체 제작 인력을 확보하고 있으며, 전체 콘텐츠 중 8~10%까지 비중이 높아졌다. 향후 3~5년 안에 독자 콘텐츠 비중으로 1/3 수준을 목표하고 있으며, 외부 콘텐츠의 라이선스 비중이 1/3, 그리고 나머지 1/3은 수익을 공유하는 방식으로 수급할 계획이다. 전체 매출의 70~80%를 콘텐츠 비용으로 공격적인 투자가 이어지고 있어 당분간은 손실이 불가피하며, 지난 IPO를 통해 확보한 2.4조원은 콘텐츠 투자를 포함한 운영 자금으로 쓰일 예정이다. 중장기적으로는 콘텐츠 비용을 매출의 55~60% 수준까지 낮추면서 수익성이 회복될 것이다.

입증되는 콘텐츠 경쟁력

콘텐츠 경쟁력 강화의 효과는 이미 드러나고 있다. iQiyi가 자체 제작한 <The Rap of China>는 작년 중국 예능 프로그램 중에서 가장 높은 흥행을 보인 것으로 평가된다. 첫 번째 에피소드는 방영 수 시간 만에 조회 수가 1억회를 넘어섰으며, 전체 12개의 에피소드는 29억회를 기록하는 등 큰 반향을 일으켰다. 드라마 시리즈 역시 꾸준한 흥행을 보이고 있다. 톱스타가 등장하는 주요 작품의 경우 다수의 OTT 업체를 통해 유통되는 경우가 많은데, 최근 치열한 라이선스 확보 경쟁에 따라 콘텐츠 가격이 치솟음에 따라 iQiyi는 자체 제작 비중을 높여 차별성을 쌓는 전략을 가지고 있다.

그림 46. iQiyi의 콘텐츠 전략



자료: iResearch

표 28. 힙합 예능 <The Rap of China>

중국유희합 (中国有嘻哈)	
방영(시즌 1)	2017년 6월 24일 - 9월 9일
최대 스폰서	농부산천(农夫山泉, 1,800만달러)
기타 스폰서	Xiaomi, McDonald's, Chevrolet, Absolut 등

자료: 삼성증권 정리

표 29. 드라마 가격 상승

	방영 연도	회당 방영비 (백만원)	원화 기준 (백만원)
후궁견환전(后宫甄嬛传)	2012	0.3	50
용문표국(龙门镖局)	2013	0.8	134
무미량전기(武媚娘传奇)	2014	1	167
화천골(花千骨)	2015	1.3	217
환성(幻城)	2016	4	669
택천기(择天记)	2017	7.5	1,255
여의전(如懿传)	2018	9	1,506

자료: iResearch

표 30. iQiyi 주요 드라마/예능 라인업

노구문(老九门)	기파설(奇葩说)	태양의 후예(太阳的后裔)	대패대왕패(大牌对王牌)
			
2016년 역대 최고 조회수(100억 이상) 자체제작 드라마	2014년 토론 대회 형식의 토크쇼 프로그램 내용과 광고 연계	2016년 한국 드라마 중 역대 최고 조회수 (48억회 이상)	2016년 후난위성의 인기 예능 '쾌락대본영(快乐大本营)'의 인터넷판

자료: iQiyi, 삼성증권 정리

(3) 유료 가입자와 광고가 매출 견인

유료 전환과 광고라는
두 가지 성장동력

현재 유료 비중은 15%

브랜드·스폰서 광고가
성장의 driver

iQiyi의 월간 순이용자(MAU)는 4억명 이상으로 중국 인터넷 이용자수 대비 70% 수준의 높은 이용률을 보이고 있다. 특히 젊은 층을 중심으로 이미 미디어 시청 패턴이 TV보다 인터넷을 통한 OTT 서비스로 자리를 잡은 상황으로, 이용자 및 트래픽은 완만한 성장이 예상된다. 그러나 자체 콘텐츠를 확대함에 따라 무료 이용자의 유료 전환과 브랜드·스폰서 광고라는 두 가지 성장 동력을 확보한 상황이다.

유료 가입자는 2분기말 6,700만명으로 빠른 성장세(+75.2% y-y, +9.5% q-q)를 이어갔다. MAU 대비 비중은 대략 15% 수준으로, 독자 콘텐츠를 늘려감에 따라 유료 전환이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 작년부터 프로모션 강화에 따라 ARPU가 소폭 하락하였지만, 월 15위안의 가격 대비 차이가 크지 않으며 향후 해지율 하락에 따라 회복될 가능성이 높다. 한편 가입자 순증은 지난 1분기 1,050만명에서 2분기 580만명으로 하락하였으나 3분기에는 다시 1분기 수준으로 회복할 전망이다. 통상적으로 1, 3분기는 방학, 연휴 등의 계절적 요인으로 가입자 유입이 많기 때문이다. 반면 신규 가입자수가 많을수록 프로모션 할인 등의 비용이 증가하는 점을 감안하면 단기적인 수익성 변동은 불가피할 전망이다.

온라인 광고 수익 역시 2분기에도 꾸준한 상승세(+37% y-y)를 보였다. 프리롤·중간 광고와 같은 동영상 광고도 전체 매출의 큰 부분을 차지하지만, 최근의 성장세는 콘텐츠와 결합된 브랜드·스폰서 광고 확대에 따른 것으로 파악된다. 중국의 광고 시장 자체가 성장하고 있을 뿐 아니라, 기존 TV 시장으로부터 점유율이 이동하고 있기 때문에 지속적인 성장이 전망된다.

그림 47. iQiyi, 유료 전환으로...

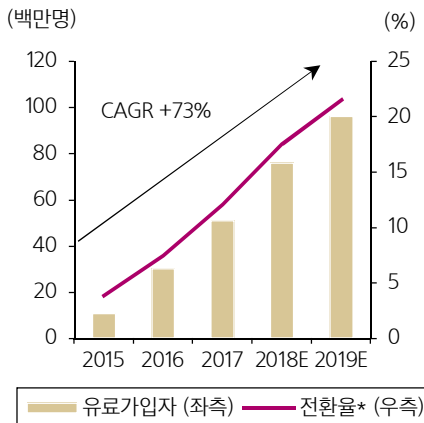


그림 48. ...멤버십 매출 가파른 상승

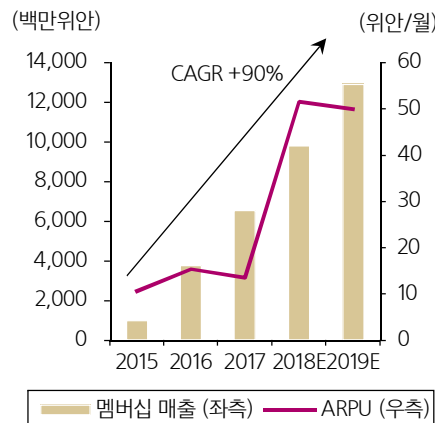
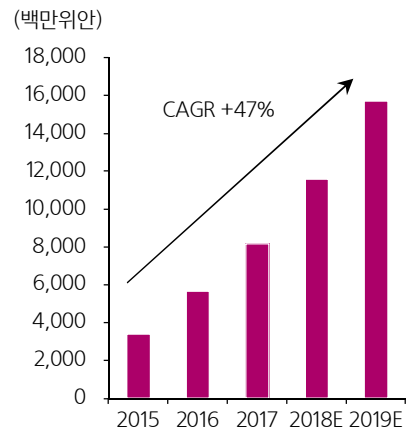


그림 49. 광고 수익 역시 성장세



참고: * 유료가입자/MAU
자료: iQiyi, iResearch, 삼성증권 추정

자료: iQiyi

자료: iQiyi

표 31. 매출 추정 및 주요 가정

(백만원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출	11,237	17,378	24,980	33,904	42,464	3,284	4,326	4,951	4,817	4,877	6,170	6,994	6,939
온라인 광고	5,650	8,159	11,101	14,286	17,364	1,473	1,908	2,634	2,143	2,111	2,618	3,522	2,851
멤버십 서비스	3,762	6,536	10,627	16,066	21,257	1,330	1,580	1,697	1,930	2,095	2,474	2,789	3,269
콘텐츠 유통	501	1,192	1,367	1,479	1,564	196	486	276	233	267	539	305	256
기타	1,324	1,492	1,884	2,073	2,280	285	352	344	511	405	539	378	562
주요 가정													
평균 MAU (백만명)	405	421	434	447	460								
유료 가입자	30	51	84	115	139	35	38	46	51	61	67	78	84
성장률 (%)	182.2	68.2	66.1	35.8	21.1	127.0	87.3	80.3	68.2	73.4	75.2	70.0	66.1
멤버십 ARPU (위안)	15.3	13.4	13.1	13.5	14.0	13.5	14.3	13.5	13.3	12.5	12.8	12.8	13.5
성장률 (%)	n/a	(12.3)	(2.6)	2.7	3.9			(20.8)	(12.0)	(7.9)	(10.1)	(4.6)	0.9

자료: iQiyi, 삼성증권 추정

4. Valuation 및 리스크요인

Netflix 대비 44% 할인

iQiyi는 아직 공격적인 콘텐츠 투자에 따른 영업손실을 감내하는 단계로서, 수익성보다는 외형 성장을 감안한 P/S가 보다 적합한 투자 지표로 판단된다. 현재 시가총액 198억달러(22조원)으로 P/S 5.4배에 거래되고 있으며, 이는 글로벌 사업자로서 유사한 사업모델을 가진 Netflix(8.9배)에 비해 37% 할인된 수준이다.

치열한 경쟁 상황 등이
할인 요인

투자자 관점에서 iQiyi는 Netflix에 비해 몇 가지 할인 요인이 존재하는 것은 사실이다. 우선 1) 중국 OTT 시장의 경쟁이 치열한 가운데, 선두 사업자이기는 하지만 Netflix만큼의 우위는 확보하지 못하였고, 2) 콘텐츠 투자 측면에서 보다 이른 단계로 수익성 회복까지 시간이 더욱 소요될 예상이며, 3) 아직 유료 비중이 낮아 본격적인 선순환 구조에는 진입하지 못한 것으로 판단된다.

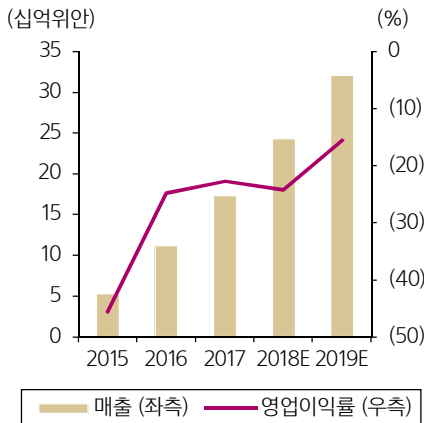
선순환 구조 안착 시
할인 요인 희석 가능

다만 시간이 경과함에 따라 할인 요인은 점차 희석될 가능성이 높다. 글로벌 시장 대비해서 OTT 플랫폼의 미디어 시장 장악이 더욱 빠른 속도로 전개되는 가운데, 자체 콘텐츠 확대가 이용자의 유료 전환으로 연결되는 선순환이 가속화될 수 있기 때문이다. 또한 광고라는 추가적인 성장동력을 가지고 있는 점 역시 주목할 부분이다.

투자 지표: MAU(월간 순이용자), 유료 가입자 수, 광고 매출 성장률

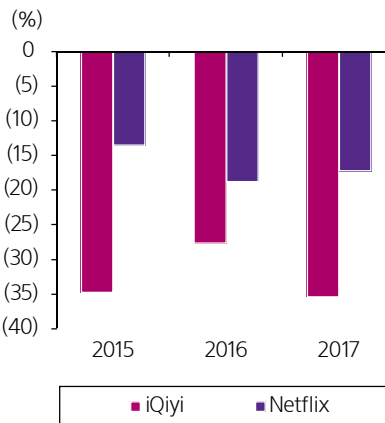
위험 요인: 스트리밍 플랫폼 간의 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 가격 상승

그림 50. 매출 및 이익률 추이



자료: iQiyi, 삼성증권 추정

그림 51. FCF / 매출 비교



자료: 각 사

그림 52. 12개월 forward P/S band



자료: 삼성증권 추정

표 32. Global peer valuation

기업명	시가총액 (십억원)	PSR (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)			Performance (%)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	1M	3M	6M
중국		9.8	7.8	5.6	10.0	7.0	6.9	6.2	7.6	4.5	26.9	21.6	16.5			
iQiyi	21,574	8.1	5.8	4.4	16.3	8.3	11.8	(43.5)	(33.4)	(41.3)	29.3	19.0	12.9	(6.3)	n/a	n/a
Tencent	436,799	13.4	8.4	6.3	12.5	8.2	6.5	33.2	26.9	26.8	29.4	22.2	17.4	(4.9)	(17.9)	(21.1)
Baidu	88,951	6.2	5.3	4.4	4.6	3.8	3.2	17.6	17.3	15.7	19.3	17.8	14.3	1.0	(5.9)	2.5
Alibaba	474,504	11.7	11.8	7.4	6.7	7.8	6.3	17.5	19.5	16.8	29.7	27.5	21.4	(5.9)	(11.2)	(10.2)
미국		5.6	7.3	6.0	16.2	19.7	14.1	13.1	22.0	23.6	49.7	42.3	30.6			
Netflix	181,005	7.1	10.3	8.3	23.2	31.2	22.3	17.9	26.3	29.8	91.0	81.9	57.2	1.8	(4.4)	26.7
Amazon	976,946	3.2	4.2	3.4	20.4	23.1	16.1	12.9	22.4	24.1	36.0	30.6	23.0	(0.5)	17.8	38.4
Alphabet	927,322	6.6	7.6	6.2	4.8	4.8	3.9	8.7	17.4	16.8	22.1	14.3	11.5	(2.0)	6.9	16.4

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 33. 실적 및 주요 가정

(백만원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출	11,237	17,378	24,980	33,904	42,464	4,877	6,170	6,994	6,939	7,063	8,434	9,426	8,980
온라인 광고	5,650	8,159	11,101	14,286	17,364	2,111	2,618	3,522	2,851	2,768	3,392	4,513	3,612
멤버십 서비스	3,762	6,536	10,627	16,066	21,257	2,095	2,474	2,789	3,269	3,559	3,864	4,169	4,474
콘텐츠 유통	501	1,192	1,367	1,479	1,564	267	539	305	256	291	585	329	275
기타	1,324	1,492	1,884	2,073	2,280	405	539	378	562	445	593	416	619
매출원가	11,437	17,387	26,465	31,302	34,954	4,848	6,107	7,799	7,711	6,360	6,753	8,912	9,277
콘텐츠	7,541	12,617	21,219	25,530	28,779								
망사용료	1,875	2,190	2,409	2,650	2,836								
기타	2,021	2,580	2,838	3,121	3,340								
매출총이익	(199)	(8)	(1,485)	2,602	7,510	29	64	(806)	(772)	703	1,681	515	(296)
판매관리비	2,590	3,945	5,763	7,788	9,600	1,092	1,391	1,606	1,673	1,622	1,937	2,165	2,063
마케팅비용	908	1,373	2,048	2,746	3,355								
R&D	824	1,270	1,825	2,477	3,103								
기타	858	1,302	1,889	2,564	3,142								
영업이익	(2,790)	(3,953)	(7,248)	(5,185)	(2,090)	(1,062)	(1,328)	(2,412)	(2,446)	(919)	(257)	(1,651)	(2,359)
세전이익	(3,061)	(3,745)	(6,948)	(5,085)	(2,240)	(396)	(2,096)	(2,412)	(2,446)	(919)	(257)	(1,651)	(2,359)
당기순이익	(3,074)	(3,737)	(6,956)	(5,091)	(2,242)	(397)	(2,101)	(2,424)	(2,436)	(924)	(258)	(1,659)	(2,350)
주요지표 (%)													
영업이익률	(24.8)	(22.7)	(29.0)	(15.3)	(4.9)	(21.8)	(21.5)	(34.5)	(35.2)	(13.0)	(3.0)	(17.5)	(26.3)
세전이익률	(27.2)	(21.5)	(27.8)	(15.0)	(5.3)	(8.1)	(34.0)	(34.5)	(35.2)	(13.0)	(3.0)	(17.5)	(26.3)
순이익률	(27.4)	(21.5)	(27.8)	(15.0)	(5.3)	(8.1)	(34.1)	(34.7)	(35.1)	(13.1)	(3.1)	(17.6)	(26.2)
주요 가정													
유료가입자 (백만명)	30	51	84	115	139	61	67	78	84	92	100	107	115
성장률 (% y-y)	182.2	68.2	66.1	35.8	21.1	73.4	75.2	70.0	66.1	50.0	48.3	38.0	35.8
평균 MAU (백만명)	405	421	434	447	460								
침투율 (%)	7.4	12.1	19.4	25.6	30.2								
ARPU (위안)	15.3	13.4	13.1	13.5	14.0	12.5	12.8	12.8	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
성장률 (% y-y)	n/a	(12.3)	(2.6)	2.7	3.9	(7.9)	(10.1)	(4.6)	0.9	8.0	4.7	4.7	0.0

자료: iQiyi, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,237	17,378	24,980	33,904	42,464
매출원가	11,437	17,387	26,465	31,302	34,954
매출총이익	(199)	(8)	(1,485)	2,602	7,510
(매출총이익률, %)	(1.8)	(0.0)	(5.9)	7.7	17.7
판매 및 일반관리비	2,590	3,945	5,763	7,788	9,600
영업이익	(2,790)	(3,953)	(7,248)	(5,185)	(2,090)
(영업이익률, %)	(24.8)	(22.7)	(29.0)	(15.3)	(4.9)
영업외손익	(271)	208	300	100	(150)
이자비용	110	278	240	240	480
기타	(161)	486	540	340	330
세전이익	(3,061)	(3,745)	(6,948)	(5,085)	(2,240)
법인세	13	(8)	8	6	3
(법인세율, %)	(0.4)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
계속사업이익	(3,074)	(3,737)	(6,956)	(5,091)	(2,242)
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(3,074)	(3,737)	(6,956)	(5,091)	(2,242)
(순이익률, %)	(27.4)	(21.5)	(27.8)	(15.0)	(5.3)
지배주주순이익	(3,074)	(3,737)	(6,956)	(5,091)	(2,242)
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	2,230	4,775	7,140	12,087	17,369
(EBITDA 이익률, %)	20	27	29	36	41
EPS (위안)	(4)	(5)	(10)	(7)	(3)

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	2,612	4,012	9,051	13,611	18,197
당기순이익	(3,074)	(3,737)	(6,956)	(5,091)	(2,242)
현금유출입이없는 비용 및 수익	5,130	8,496	14,110	16,938	19,057
유형자산 감가상각비	306	349	384	422	464
무형자산 감가상각비	4,713	8,379	14,004	16,850	18,994
기타	110	(232)	(278)	(334)	(401)
영업활동 자산부채 변동	556	(735)	1,903	1,770	1,388
투자활동에서의 현금흐름	(6,663)	(10,615)	(17,461)	(21,187)	(23,698)
유형자산 증감	(5,733)	(10,175)	(17,514)	(21,020)	(23,650)
장단기금융자산의 증감	(930)	(441)	(233)	(507)	(454)
기타	0	0	286	340	407
재무활동에서의 현금흐름	3,412	6,516	14,141	0	6,000
차입금의 증가(감소)	100	6,516	(13)	0	6,000
자본금의 증가(감소)	0	0	14,154	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	3,312	0	0	0	0
현금증감	(625)	(231)	5,731	(7,577)	500
기초현금	1,625	938	761	6,492	(1,085)
기말현금	922	761	6,492	(1,085)	(585)
Gross cash flow	2,056	4,759	7,154	11,847	16,815
Free cash flow	(3,121)	(6,163)	(8,463)	(7,410)	(5,453)

자료: iQiyi, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (백만원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,927	5,916	12,057	5,989	7,921
현금 및 현금등가물	922	761	6,492	(1,085)	(585)
기타	4,006	5,155	5,565	7,073	8,506
비유동자산	8,104	15,049	19,601	23,890	28,557
유형자산	515	1,296	1,452	1,626	1,788
무형자산	5,837	8,575	11,545	15,119	19,148
기타	1,752	5,178	6,604	7,145	7,620
자산총계	13,032	20,965	31,658	29,878	36,478
유동부채	11,366	12,065	15,226	18,504	21,324
매입채무	4,000	7,308	9,992	12,884	15,287
기타 유동부채	7,366	4,758	5,234	5,620	6,037
비유동부채	7	304	959	993	7,014
사채 및 장기차입금	0	295	282	282	6,282
기타 비유동부채	7	9	677	711	732
부채총계	11,373	12,369	16,185	19,496	28,338
지배주주지분	1,658	8,592	15,469	10,378	8,136
자본금 및 자본잉여금	311	624	14,777	14,777	14,777
이익잉여금	(14,942)	(15,488)	(22,444)	(27,535)	(29,777)
기타	16,289	23,456	23,136	23,136	23,136
비지배주주지분	0	4	4	4	4
자본총계	1,658	8,596	15,473	10,382	8,140
순부채	(922)	(466)	(6,210)	1,367	6,867

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	111.3	54.6	43.7	35.7	25.2
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
주당지표 (위안)					
EPS	(4.2)	(5.1)	(9.5)	(7.0)	(3.1)
BPS	2.3	11.7	21.1	14.2	11.1
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B	11.9	2.3	1.3	1.9	2.4
EV/EBITDA	8.5	4.0	1.9	1.8	1.5
비율					
ROE (%)	(185.4)	(43.5)	(45.0)	(49.0)	(27.5)
ROA (%)	(23.6)	(17.8)	(22.0)	(17.0)	(6.1)
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	55.6	5.4	40.1	(13.2)	(84.4)
이자보상배율 (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

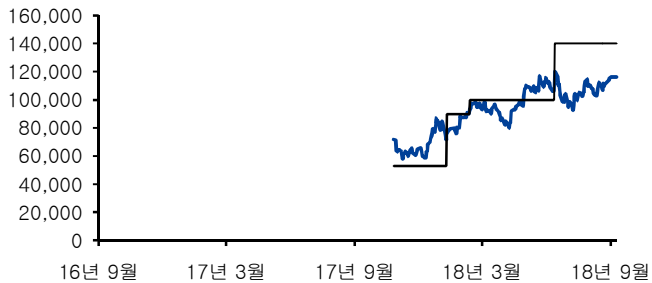
Compliance Notice

- 당사는 10월 2일 기준으로 지난 6개월간 제이콘텐트리의 유상증자에 참여한 적이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

스튜디오드래곤

(원)



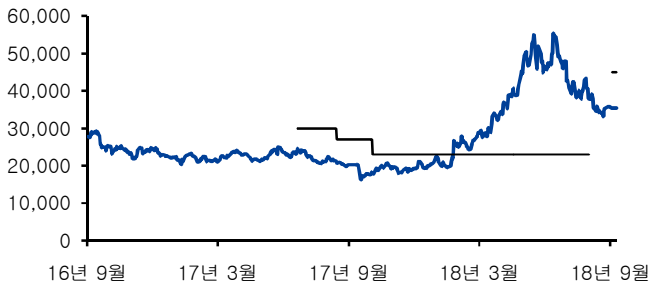
제이콘텐트리

(원)



아프리카TV

(원)



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

스튜디오드래곤

일 자	2017/11/23	2018/2/8	3/13	7/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	53,000	90,000	100,000	140,000
과리율 (평균)	29.29	(7.62)	(1.06)	
과리율 (최대or최소)	64.15	1.11	17.10	

제이콘텐트리

일 자	2016/9/9	2018/10/1
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	4,755	8,200
과리율 (평균)	(22.84)	
과리율 (최대or최소)	(13.51)	

아프리카 TV

일 자	2017/7/20	9/13	11/2	2018/10/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	30,000	27,000	23,000	45,000
과리율 (평균)	(26.44)	(29.43)	38.27	
과리율 (최대or최소)	(19.33)	(22.04)	141.30	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2018년 6월 30일 기준

매수 (85.1%) | 중립 (14.9%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

samsung **POP**.com

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
Dow Jones
Sustainability Indices
In Collaboration with RobecoSAM