



엔터/콘텐츠 (Positive)

에이스토리 IPO가 주는 투자 기회

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 3772-7674

업종 내 신규 기업의 IPO는 늘 새로운 투자 기회를 제공합니다. 그렇다면, 올해 하반기 뜨거운 관심 속 상장할 것으로 기대되는 드라마 제작사 ‘에이스토리’가 주는 기회는 무엇일까요?

2017년 11월을 기억하는가?

국내 1등 드라마 제작사인 스튜디오드래곤의 IPO 전과 후, 크게 재평가 받은 종목이 있다. 그간 메가박스과 매거진 사업에 가려져있던 ‘제이콘텐트리’의 드라마 제작사업 재평가였다. 스튜디오드래곤과 같이 1) 단순한 드라마 외주제작사가 아닌 IP를 직접 소유하는 비즈니스모델, 2) 그리고 IP 활용을 통한 실적 레버리지를 향유한다는 점과 3) CJENM 못지 않은 JTBC라는 강력한 캡티브 채널을 보유했다는 점에서 리레이팅이 가능(2017/10/26 ‘국내외 IPO 업체들에게 부여한 높은 밸류에이션의 의미’ 자료 참고)했다.

나아가서는 ‘IHQ’라는 종목도 드라마 관련 IP 소유와 캡티브 채널을 보유했다는 공통점으로 주가 상승을 견인했지만, 이러한 요소보다 더욱 크게 작용했던 매각 이슈가 불발되며 급락을 경험했다. 국내에서 드라마 관련의 IP를 적극적으로 가져가는 사업자는 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, IHQ 정도가 유일하다.

2019년 하반기 ‘에이스토리’ IPO가 주는 투자기회는?

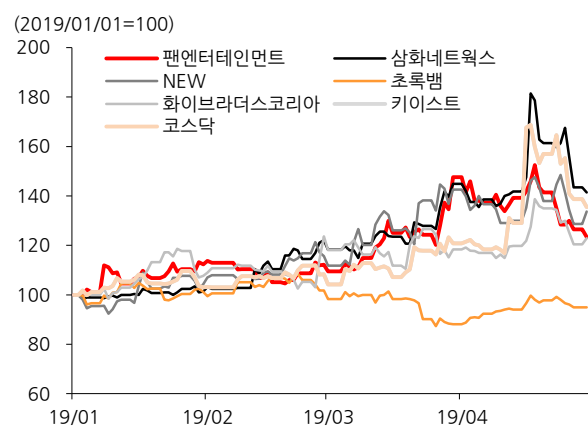
필자는 지난 3/11 ‘미디어-가보지 않은 길’에서 다뤘듯이 올해 하반기 에이스토리의 IPO가 매우 뜨거운 것으로 예상된다. 이들이 주는 투자기회는 무엇일까? 1) 전통적인 외주제작사(팬엔터테인먼트, 삼화네트웍스, 초록뱀, 화이브라더스, NEW 등)와 2) 위지웍스튜디오로 요약된다. 다만, 위지웍스튜디오는 장기적 관점(다양한 콘텐츠와 뉴미디어의 CG/VFX 수주 증가, p. 13)에서 업황 변화에 따른 큰 손해가 예상되는 반면, 전통적인 외주제작사들은 ‘지속성’ 측면에서 몇 가지 점검이 반드시 필요해 보이기에... 결론적으로, 드라마 IP와 캡티브 채널을 보유하고 있는 국내 유일한 3사(스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, IHQ)에 대한 긍정적 시각을 유지한다. 먼저, 드라마 제작산업의 동향 및 투자자의 흐름부터 알아보자.

[그림1] 스튜디오드래곤 IPO 전과 후 주가



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림2] 연초 이후 외주제작사 주가 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

한국 드라마 제작사는 세 가지로 분류

이제 한국 드라마 제작사는 ‘전통적인 외주제작사 / 에이스토리 / IP+캡티브 채널 보유 제작사’로 분류된다고 판단한다.

1) ‘IP+캡티브 채널 보유 제작사’ 영역에는 이미 시장에서 잘 알고 있는 스튜디오드래곤(캡티브 채널: CJ ENM), 제이콘텐트리(캡티브 채널: JTBC), IHQ(캡티브 채널: 드라맥스, 코미디TV 등 6개),

2) 산업 변화의 중심에 자리잡은 뉴페이스가 ‘에이스토리’, 3) 국내 방송사의 전통적인 외주제작사(국내 100여개 이상, 그 중 업력이 오래 된 팬엔터테인먼트, 삼화네트웍스, 초록뱀 등은 상장사)가 있다.

분류별 수익모델을 알아보자.

[표1] 콘텐츠 제작사 수익모델 비교

	한국 방송사의 외주제작사	글로벌 OTT의 외주제작사	IP+ 캡티브 채널 보유 제작사
기업	팬엔터테인먼트(068050), 삼화네트웍스(046390), NEW(160550), 초록뱀(047820), 화이브라더스(204630) 등	에이스토리(2019년 하반기 상장예정)	스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐트리(036420), IHQ(003560)
수익모델	70-80% 20-30% ↑ 부가수익에 대한 RS는 지극히 미미, IP의 대부분은 방송사 귀속 편성 협찬 판매	← 최소 15% 안전 GPM 보장 제작원가 100%는 전액 회수 가능 영상물에 대한 IP는 전부 넷플릭스에 귀속 편성 협찬 판매	50-70% 10-20% 40%+α 편성 협찬 판매
수익모델	- 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 ‘방영권료’ 항목으로 인식 - 대부분의 IP는 방송사에 귀속됨에 따라, 20억 원 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등의 부가수익을 통해 창출 - 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 박한 수익률	- 원가 전부와 15%의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담 - 협찬&판매 매출이 아닌 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출 - IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능	- 제작비 전액을 제작사가 직접 투자한 후, 드라마를 방영하면서 회수하는 구조 - 평균적으로 50-70%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 ‘방영권료’ 인식, 10-20%는 협찬+PPL, 나머지 수익은 국내 VOD, 국내의 OTT에 판권을 판매하여 회수 - 일반 드라마는 5-10% gpm, 텐트폴(대형작품)은 20-30% gpm 겨냥
매출처	방송국, Non-Captive 채널	글로벌 OTT 플랫폼	캡티브 채널, 글로벌 OTT, Non-Captive 모두 커버, 판권 비딩을 통해 수익성을 극대화
IP 소유권	IP 미보유(IP의 대부분은 방송사에 귀속)	IP 미보유(모든 IP는 넷플릭스 귀속)	IP 보유
장점		- 제작원가 부담을 전혀 수반하지 않음 - 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출 - 브랜드 인지도 상승, 제작역량 가치 상승	- IP 활용을 통한 판권, 부가수익을 전액 직접 인식 - 구작 + 신작 IP 축적으로 레버리지 극대화 - 안정적인 캡티브 채널 확보로 편성 부담 없음
단점	- 영상물에 대한 IP 축적 불가능 - 제작비 증가 우려에 노출	영상물에 대한 IP 축적 불가능	- 구조적인 제작비용 증가 - 비용 증가에 따른 수익률 저하

자료: 한화투자증권

외주제작사: 적자~7% GPM

국내 전통적인 외주제작사의 수익모델은 여유롭지 않다. 100억 원의 제작비가 필요할 시, 본방영을 담당하는 방송사로부터 70~80억 원을 방영권료 항목으로 인식한 후, 나머지 20억 원에 대해서는 제작사가 다양한 PPL, 협찬 등을 통해 메워 수익을 내는 구조다. 어떤 제작사는 방영권료 70억 원도 감지덕지라고 설명한다. 턱 없이 모자라게 지원받는 경우가 대다수라는 뜻이다. 결과적으로 한 드라마 당 (제작비 차액인 20억 원을 채우지 못하면) 적자 ~ 최대 7% gpm 수익성이 전부다.

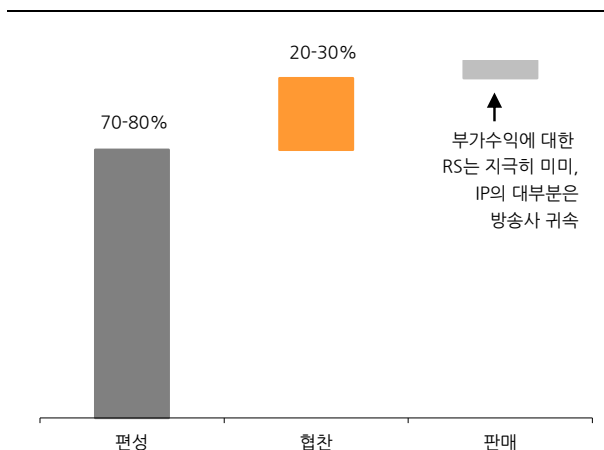
사실 드라마 산업의 새로운 역사를 쓰고 있는 에이스토리도 작년까지만 해도 외주제작사들 중 하나였다. 그간 제작한 대표 작품으로는 <시그널>, <백일의 낭군님>, <마의> 등이 있다. 그러던 어느날, 국내 방송사의 외주제작사였던 에이스토리가 '넷플릭스 외주제작사'로 재탄생 하게 됐다. 에이스토리에 소속돼있는 김은희 작가의 <킹덤> 작품이 넷플릭스 오리지널로 편성되면서부터다. 넷플릭스는 '좀비물'에 열광하는 서양 인구를 아시아 영상물로 자연스럽게 유도하려는 가운데, 김은희 작가의 참신한 <킹덤> 시나리오가 제대로 맞닥뜨려진 성과이자 결과다.

1/25 방영된 <킹덤> 시즌1의 반응이 꽤나 좋았던 덕분에, 에이스토리는 넷플릭스와 시즌2(2019년 하반기), 시즌3(2020년)을 확정했다. 그뿐 아니라, 서양에 있는 '좀비물 매니아'는 모객에 성공했지만 이 의미가 서양 '로맨스 매니아'까지 섭렵한 것은 아니기에, 로맨스 장르로 두 번째 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 시리즈물에 대한 계약을 체결했다. 지난 4/18에 넷플릭스에 업로드 된 <첫사랑은 처음이라서>가 이 콘텐츠이며 시즌2 촬영까지 이미 다 마친 상태다.

에이스토리: 넷플릭스 외주제작사로 레벨업 → 제작비 전액 보장, 최소 15% GPM

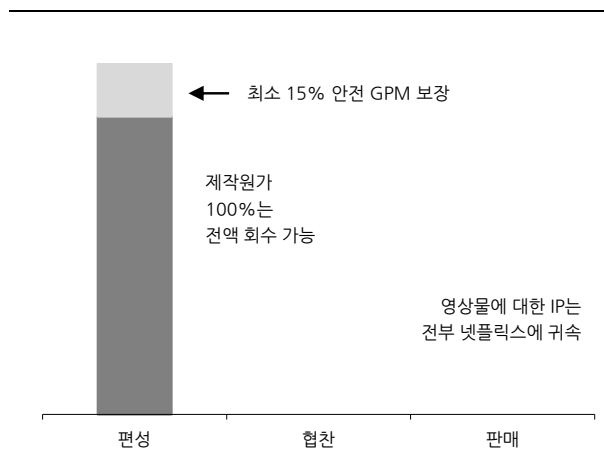
국내 방송사의 외주제작사 → 넷플릭스 외주제작사로 거듭나면서 수익모델 또한 한껏 풍요로워졌다. 동일한 100억 원의 제작비가 필요하다면 넷플릭스로부터 115억 원을 전액투자 받는다. 제작비 100%는 전액 회수 가능하고도 남을 정도며 최소한으로 보전되는 수익성이 15% gpm이라는 뜻이다. 동일한 콘텐츠 작품이라고 했을 때, 국내 방송사 외주제작사 최대 7%, 넷플릭스 외주제작이 최소 15% 수익성이라면 영업이익은 말 그대로 더블이다.

[그림3] 외주제작사 수익모델



자료: 한화투자증권

[그림4] 에이스토리 수익모델



자료: 한화투자증권

즉 연초부터 이미 반영되고 있는 외주제작사의 주가 상승에는 다양한 이유가 있겠지만, 필자가 판단하기에는, 상장돼있는 여러 외주제작사들 중에 '제2의 에이스토리'가 안 나오리라는 보장이 없기 때문이라고 해석된다. 다시 말하면 '제 2의 에이스토리'의 탄생을 기다리는 기대감'이 반영되고 있는 경향이 크다. 충분히 추정해볼 수 있는 합리적인 기대감이다.

IP 보유 제작사: 모든 Cost를 직접 수반 vs. IP 활용을 통한 레버리지 극대화

반면 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 수익모델은 동일하게 100억 원 제작비가 요구된다면, 100억 원을 직접 수반하게 되는 구조다. 직접 자본을 투입한 후, 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 50%, 협찬+PPL 10%, 그리고 가장 중요한 국내 VOD+국내외 IP 판권 판매를 통해 수익을 극대화하는 모델이다.

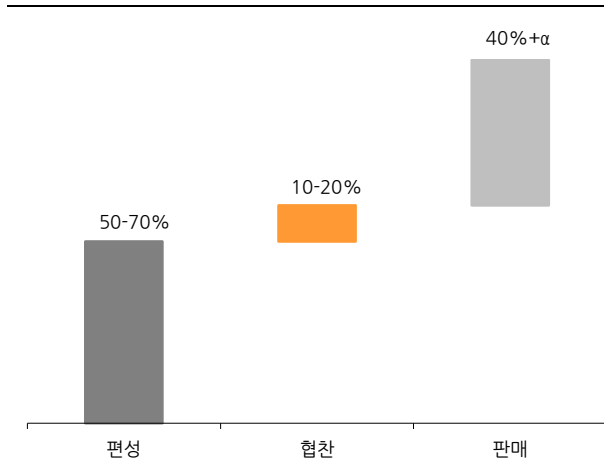
그러다 보니, 상대적으로 주식시장에서 스튜디오드래곤의 관심도가 낮아진 이유는 <3/11 미디어: 가보지 않은 길>에서 언급했던 것과 같이, 1) 시청자와 드라마 업계 관계자의 눈높이와 기대치가 높아지면 높아질수록 100억 원으로 예를 들었던 제작비(C) 자체가 구조적으로 늘어나고 있는데다가 2) 매출액을 한층 늘릴 수 있는 중국 시장은 아직 다시 열리지 않고 있으며 제2의 넷플릭스 같은 글로벌 OTT도 아직 한국 콘텐츠를 구매해간 사실은 없기 때문이다.

같은 맥락에서, 방송사로부터 보전 받는 비중이 낮아지고 있는 점도 우려 요인 중 하나다. 다만, 방송사들이 드라마 콘텐츠를 투자를 줄이는 것과는 다른 얘기다. 저성장률에 접어든 TV 광고시장의 특성상 방송사가 특정 콘텐츠를 방영했을 때 창출할 수 있는 광고수익은 제한적인데, 텐트폴의 경우에는 이미 최대치로 창출 가능한 수준의 광고수익을 방영권료로 지불하고 있을 것으로 추정되기 때문이다. 이미 최대치를 지불하고 있어 방영권료의 절대금액은 동일한 상황인데, 제작비가 커졌으니, 당연히 비율 상으로는 감소하는 것처럼 보여진다는 뜻이다.

차이점은 IP 권한의 유무

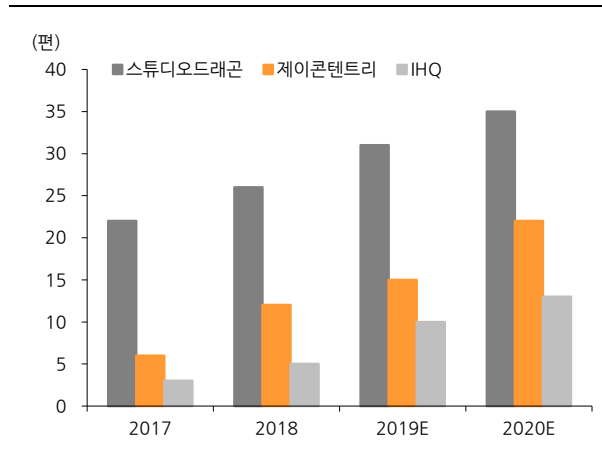
이들의 가장 큰 차이점은 IP 소유권의 유무다. 에이스토리는 안정적인 수익을 보장받지만 영상물에 대한 IP 권한을 넷플릭스에게 모두 넘기는 조건이며 전통적인 외주제작사 역시, 최근에는 공동제작에 따른 RS 비율이 생겨나고는 있지만 대부분의 경우 IP 권한이 방송사에게 귀속되는 경우가 지배적이다. 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리는 전액을 투자하는 만큼 제작하는 콘텐츠의 IP를 직접 소유하게 된다. IP 권한 소유의 단점은 그만큼 제작비가 크게 들어간다는 점이지만, 장점은 다양한 국내외 판권 판매에 따른 모든 실적을 직접 인식하게 되는 레버리지 효과다.

[그림5] 스튜디오드래곤 수익모델



자료: 한화투자증권

[그림6] IP+채널 보유 3사의 드라마 제작편수 추이



자료: 각사, 한화투자증권

외주제작사의 체질개선? ‘지속성’이 관건

그렇다면 외주제작사들이 단순한 기대감이 아닌, 체질적으로 좋아질 수 있을까? 물론 충분히 제2의 에이스토리가 탄생할 수 있겠지만, ‘지속성’ 측면에서는 반드시 점검이 필요하다고 판단한다.

1) 에이스토리와 같은 사업자가 되기 위해서는 넷플릭스, 혹은 주주 구성 중 하나인 텐센트와 같은 대형 플랫폼과 365일 업무를 진행할 수 있어야 한다. 다시 얘기하면, 외주제작사들 중 넷플릭스로부터 1편, 많게는 2편 정도는 오리지널 콘텐츠 수주를 받아올 수 있겠지만, 오리지널 ‘시리즈물’, ‘연속적인 제작 수주’를 받아오는 것은 다른 문제다. 에이스토리가 <킹덤>, <첫사랑은 처음이라서>를 연이어 터뜨리며 연달아 시리즈물을 계약한 것과 같이 말이다. 즉, 제작한 콘텐츠를 안정적으로 혹은 연속적으로 방영해줄 수 있는 ‘캡티브 채널’ 측면에서 지속성 점검이 필요하다.

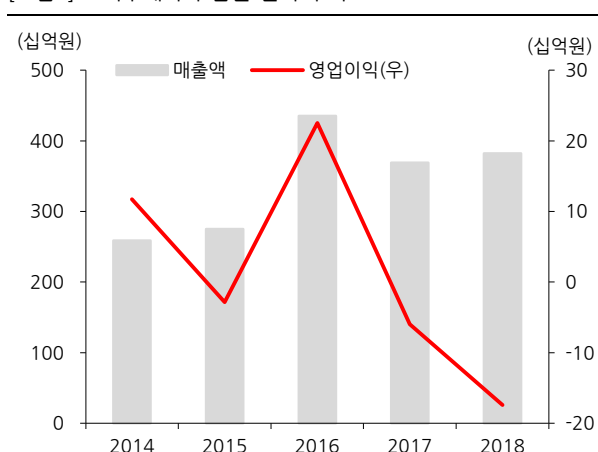
2) 외주제작사 입장에서 한 가지 좋아진 점이 있다면 최근 지상파뿐 아니라 케이블, 그리고 다양한 국내외 뉴미디어 플랫폼들이 드라마 편성을 늘리고 있다는 점이다. 드라마 수요 증가 = 외주제작 수주가 확대되고 있다는 뜻이며 이는 제작사 실적의 ‘규모의 경제’가 가능하다는 의미다.

예를 들어, 많이 나아졌다고는 하지만 여전히 갑의 위치에 있는 방송사들의 편성 불확실성으로 과거 1-2편을 제작에 그쳤던 제작사가 최근에 나타나는 수요 확산에 힘입어 바로 4-5편으로 제작편수 캐파를 늘릴 수는 있다. 매출처가 다양해진다면 당연히 규모의 경제 실현으로 인해 매출원가와 판매관리비에 해당하는 고정비를 상쇄시킬 수 있게 돼 영업이익이 늘어나게 된다. 실제로 팬엔터테인먼트와 삼화네트웍스는 작년 1편 제작 → 올해 5편 이상을 목표로 한다.

그렇지만 여기서도 중요한 것은 ‘지속성’이다. 1편 → 4~5편까지는 빠르게 늘릴 수 있지만, 점진적으로 6편, 7편, 8편, 9편, 10편, 20편으로 확장하려면 기본적으로 365일 꾸준히 드라마를 제작할 수 있는 크리에이터(작가, PD 등)가 꽤나 많이 요구되기 때문이다. 다시 순환 연결고리로 돌아오면, 꾸준히 늘린 드라마 슬랏을 안정적으로 방영해줄 수 있는 캡티브 채널이 필요하다.

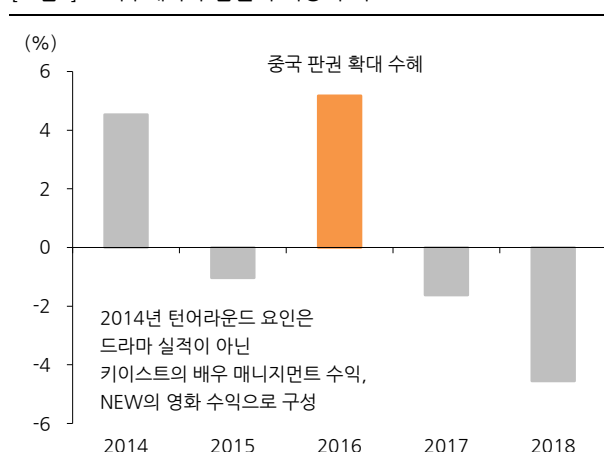
이러한 제약, 제한적인 요소들 때문에 외주제작사는 그간 연속 적자 지속~흑자전환, 연속 적자 지속~흑자전환 등의 실적을 반복해왔던 것으로 보인다.

[그림7] 외주제작사 합산 실적 추이



자료: DART, 한화투자증권

[그림8] 외주제작사 합산 수익성 추이



자료: DART, 한화투자증권

따라서 필자가 생각하는 외주제작사가 살아남는 방법은 1) IP를 포기하더라도 제작 가능한 편수를 최대한 안정적으로 편성 받아 실적의 규모의 경제를 극대화하고 2) 시나리오/극본(작가), 연출(PD), 배우 등 크리에이터 3박자가 우수해 흥행 가능성이 높은 작품의 경우에는, 직접 자본을 태우더라도 본방영을 담당하는 방송사에게 적극적인 IP 권한 확보, 혹은 부가수익 RS에 대한 목소리를 높이며 3) 국내 채널 대비 제작 수익 구조가 좋은 넷플릭스 등 해외 플랫폼과의 계약을 점차 늘려가는 것이다.

[표2] 넷플릭스가 올해 선보일 한국 제작 오리지널 시리즈

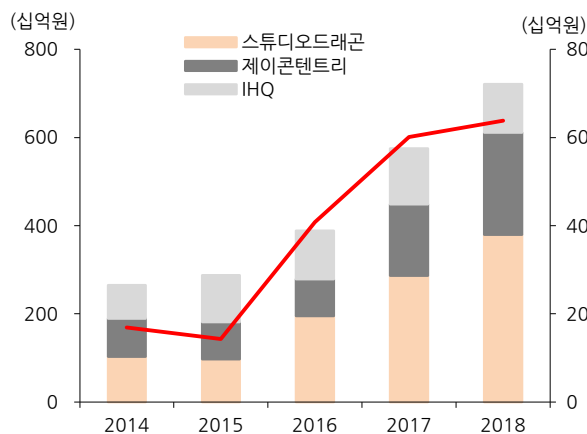
작품명	장르	제작사	방영 시기
킹덤 시즌1	드라마	에이스토리	1월 25일
범인은 바로 너! 시즌2	예능	컴퍼니상상	미정
첫사랑은 처음이라서 시즌1	드라마	에이스토리	4월 18일
킹덤 시즌2	드라마	에이스토리	하반기
좋아하면 울리는 시즌1	드라마	스튜디오드래곤	미정
나홀로 그대	드라마	스튜디오드래곤	미정
보건교사 안은영 시즌1	드라마	오보이프로젝트	2020년 예정

자료: 넷플릭스, 한화투자증권

‘지속성장성’ 및 시장 지배력 확대는 IP+채널 보유 사업자가 견인

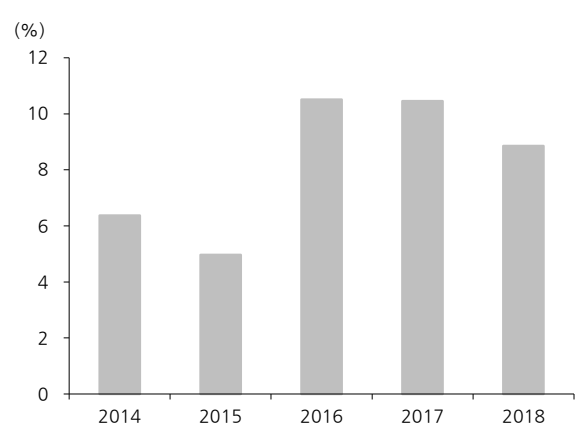
따라서 IP 판권과 캡티브 채널 활용으로 ‘지속성장성’ 및 시장 지배력 확대를 시험하고 있는 3사는 스튜디오드래곤, 제이콘텐츠, IHQ가 유일하다고 판단한다. 그런데 3사 또한 전략은 다소 상이한데...

[그림9] IP+채널 보유 제작사 합산 실적 추이: 지속성장성



자료: DART, 한화투자증권

[그림10] IP+채널 보유 제작사 합산 수익성 추이



자료: DART, 한화투자증권

스튜디오드래곤은 첫째도 IP, 둘째도 IP 전략으로서 적극적인 콘텐츠 IP 강화(글로벌 소비 트렌드인 시리즈물 개발 → OIMU 부가수익 창출, 다양한 소재에 노력)에 주력할 전망이다. 그와 동시에 대형 OTT 사업자와의 강도 높은 협업을 통한 성장을 도모한다. 대표적인 예가 상기 언급한 <킹덤>, <첫사랑은 처음이라서>와 같은 동일한 비즈니스 모델을 가진 넷플릭스 오리지널 콘텐츠인데, 이는 IP 권한을 포기하는 구조인 만큼 연간 총 35편 제작 개파 중 (향후 글로벌 사업기회를 염두해) 적절히 2편 정도만 할애할 계획이다. 중국 업체와 ‘공동제작’하는 콘텐츠도 총 3개 준비되었다.

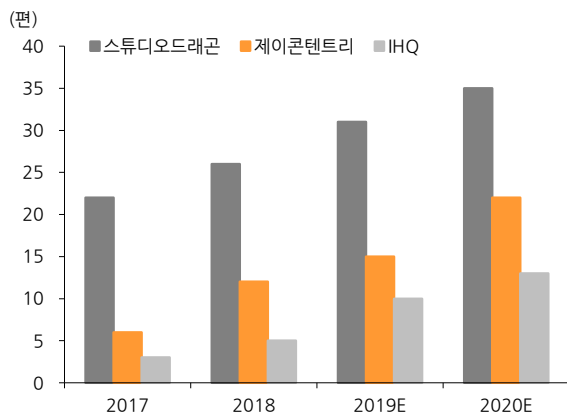
제이콘텐트리도 유사한 맥락에서 IP 강화에 집중한다. 그러나 판권을 판매하는 것 외에는 해외 플랫폼과의 교류가 성사된 것은 없다. JTBC의 드라마 편성 확대에 따라 제작편수를 늘려갈 예정이다. 다소 아쉽게도 수목 드라마 편성은 내년으로 연기될 전망이다. 2017년 6편 → 2018년 12편 → 2019년 13편(확정)~15편(최대)까지는 증편이 가능할 것 같다. 아직 제작역량 내재화도 덜 이루어졌기에 지난해 유상증자를 통해 취득한 현금으로 추가적인 M&A 가능성도 물론 열려있으며 기존에 보여줬던 콘텐츠 대비해서는 더욱 큰 대형작품 텐트폴에 주력할 예정이다.

IHQ는 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 대비 캡티브 플랫폼의 채널경쟁력이 다소 약하다. 이에 따라 필자가 판단하기로, IHQ는 '가장 스마트한' 방법으로 접근 중이다. 우선, 1) IP 권한을 포기하더라도, 드라마 제작 역량 내에서 최대한의 드라마 편수를 캡티브 채널에 안정적으로 편성해 규모의 경제를 극대화 시킨다. IHQ 제작편수는 2017년 3편, 2018년 5편, 2019년 10편(이미 대부분 편성 완료), 2020년 13편으로 캡티브 채널에 기반해 안정적인 매출을 견인해나갈 것이다.

2) 그 중 스타 작가, 연출, PD가 탑 크리에이터로 구성될 경우에는 흥행 가능성을 가름해 '텐트폴'로 제작되게 된다. 이 경우에는 전액 자본을 직접 투자한 후, 방영을 담당하는 채널로부터 적극적인 IP에 대한 목소리를 높인다. 대표적인 사례로는 2016년 <함부로 애틋하게>, 2017년 <당신이 잠든 사이에>가 있다. 각각 방영된 채널은 KBS2, SBS였지만 IP 권한은 IHQ 비중이 컸다. 두 드라마 모두 중국에 높은 판권 가치에 판매되며 제작비 투자 대비 높은 수익률을 거뒀다. 특히 중국 내 한국 콘텐츠가 차단되기 전 가장 마지막에 팔린 <당신이 잠든 사이에>의 전체 수익률이 배가 넘었다. 이러한 전략은 올해에도 이어진다. IP 보유 편수는 2017년 2편, 2018년 3편, 2019년 4편 이상으로 늘려갈 계획이다.

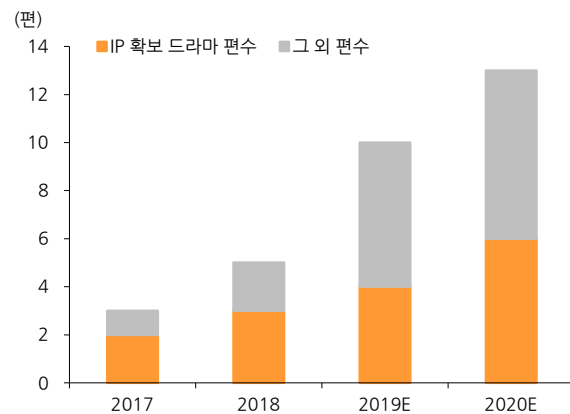
IHQ의 사업부문은 크게 미디어 채널(드라마스, 코미디TV 등) 수익, 엔터테인먼트(매니지먼트, 콘텐츠 제작) 수익으로 구분한다. 폭발적인 성장은 아니지만 꾸준히 캐쉬카우 역할을 하고 있는 미디어 부문은 IHQ 엔터 부문에서 IP를 포기한 일반 드라마더라도 방영을 편성해 줌에 따라 광고 수익 창출이 가능하고, 미디어 부문에서 쌓은 자본을 레버리지 극대화가 가능한 텐트폴에 적극 투자하는 선순환 구조가 되는 것이다. 리스크 헷지 측면에서 긍정적이다.

[그림11] IP+채널 보유 3사의 드라마 제작편수 추이



자료: 각사, 한화투자증권

[그림12] IHQ 세분화된 드라마 제작편수



자료: IHQ, 한화투자증권

시장이 열린다면, 경쟁력의 차이는 견잡을 수 없이 커질 것

필자가 기대하는 시장 변화는 두 가지다. 이게 언제 가시화 되는지가 중요하지만... 1) 제2의 넷플릭스가 아시아 시장에 진출해 질 높은 콘텐츠 수급을 원하거나, 2) 공동제작, 리메이크 등 글로벌 콘텐츠 사업 기회가 열리는 것이다.

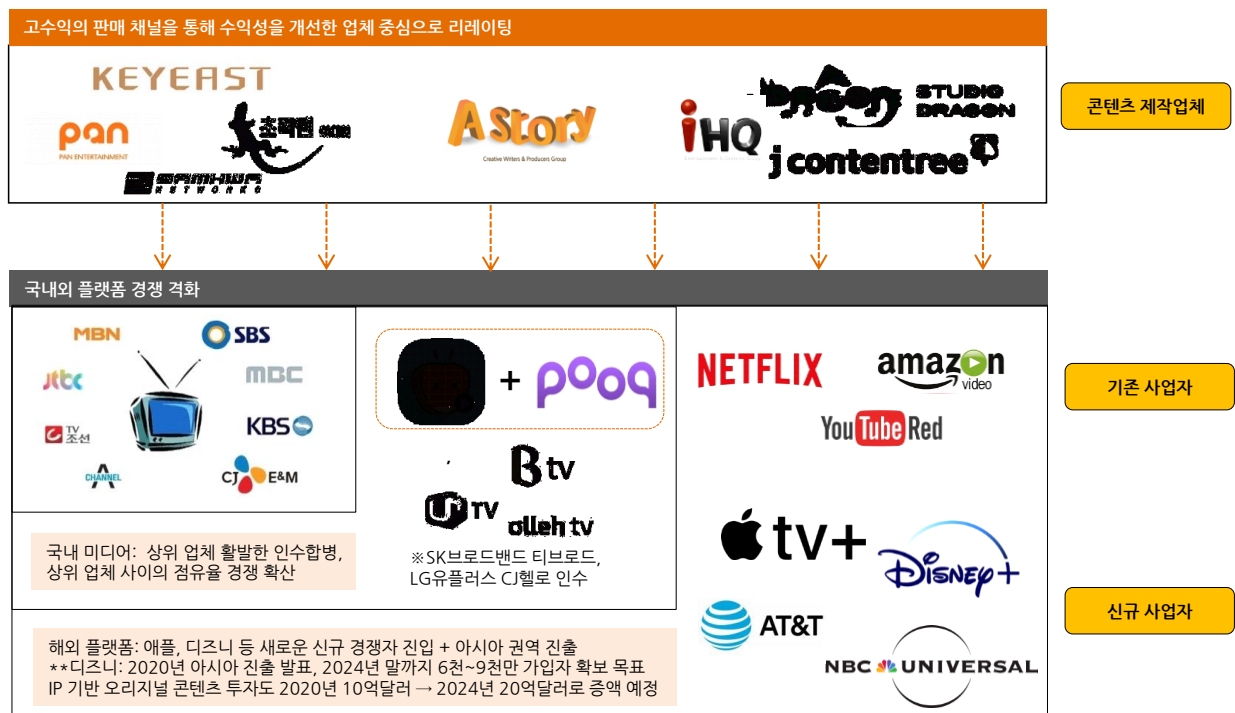
사실, 넷플릭스는 전세계적으로 콘텐츠 투자를 강행하고 있는 가운데, 최근 디즈니 플러스가 올해 하반기 출시 계획을 발표했다. 상세히 덧붙인 것은 2020년 아시아 시장에 진출한다는 내용이었다. 추가적인 글로벌 대형 OTT 출범에 따른 콘텐츠 제작사의 수혜는 머지 않아 보인다. 2020년 첫 시기에는 디즈니 자체가 가진 IP가 워낙 풍부하기 때문에, 그들이 IP를 확보하는 조건이 아니더라도 각 현지 국가에서 인기 많은 콘텐츠의 수급을 원할 것 같고, 2021년부터는 <킹덤>과 유사한 비즈니스 모델인 '디즈니형 오리지널 시리즈물'에 대한 수주가 기대된다.

그리고 이러한 시장이 펼쳐졌을 때는...

그간 IP 축적 + 제작역량 및 수익성 내재화를 위한 M&A + 캡티브 채널을 통한 지속성장성 및 시장지배력을 이끌어 온 IP 제작사와 그간 IP를 쌓아오지 않은 외주제작사들과의 경쟁력 차이는 더욱 더 벌어질 수 밖에 없을 것 같다. 외주제작업은 채널과 편성 확대, 그리고 바케닝 파워(IP 힘겨루기)의 지속성 측면에서 다소 한계가 있어 보인다.

산업은 자꾸만 빠르게 변하는데, 시간이 없다. 한국 콘텐츠/미디어 산업도 대형화, 통합화, 자본화 현상이 더욱 가팔라지겠다.

[그림13] 최근 콘텐츠와 플랫폼 산업 동향: 플랫폼 경쟁 심화에 따른 콘텐츠 수혜 지속



자료: 한화투자증권

큰 기대감 없는 엔터/콘텐츠 1Q19 실적

엔터/콘텐츠 업종의 1Q19 실적도 큰 기대가 없는 만큼 조용하게 지나갈 것으로 예상된다. 실적에 유의미하게 반영되는 아티스트 활동과 대형작품(텐트폴) 자체가 부재했기 때문이다. 그러나 물리적인 활동(공연, 출연 등) 및 신규 드라마 작품이 콘텐츠 없이도 엔터주는 국내외 플랫폼 확대에 따른 구조적인 음원 실적과 드라마 콘텐츠는 기존 IP들의 국내외 판권 판매 확대는 1Q19에도 이어졌을 것으로 추정된다.

중요한 것은 지난주 발간한 여행/카지노와 유사하게 엔터/콘텐츠 업종 역시 1Q19 대비 2Q19, 그리고 하반기 가면 갈수록 모멘텀 요소와 실적 개선이 나타날 전망이다. 실적보다는 방향성이다.

[표3] 엔터/콘텐츠 1Q19E Preview

(단위: 십억원, %)

기업명	VS	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E 한화 (a)	1Q19E 컨센서스 (b)	1Q19E 괴리율(a/b-1)	비고
스튜디오드래곤	매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	95.0	94.2	0.9	드라마 제작편수 증가
	growth %	6.0	19.6	59.7	41.5	18.9	17.9		4Q18 이연된 텐트폴
	영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	10.0	12.2	-18.0	〈알함브라 궁전의 추억〉,
	growth %	-23.7	-17.6	223.0	-87.3	-6.2	14.5		〈남자친구〉 후반부 실적,
제이콘텐트리	margin %	13.3	9.9	17.4	0.4	10.5	13.0	-2.4	해외 판권 판매 반영
	매출액	109.6	111.3	157.0	133.4	137.2	134.4	2.1	메가박스 호실적
	growth %	26.2	15.2	35.6	10.2	25.2	22.6		〈SKY캐슬〉 부가수익 반영
	영업이익	4.0	8.3	18.2	4.2	9.0	9.4	-4.5	
에스엠	growth %	-22.7	-6.8	71.3	-51.1	124.9	135.5		
	margin %	3.7	7.4	11.6	3.2	6.6	7.0	-0.5	
	매출액	110.6	124.4	168.7	208.5	125.0	129.9	-3.8	신규 활동 부재
	growth %	62.5	83.8	94.6	45.9	13.0	17.5		물리적 활동 최저 수준
와이지엔터	영업이익	10.4	10.0	12.1	15.2	5.2	7.3	-28.4	SM C&C도 비수기 해당
	growth %	765.8	626.2	162.8	306.3	-49.9	-30.1		
	margin %	9.4	8.0	7.2	7.3	4.2	5.6	-1.4	
	매출액	77.3	62.7	65.2	80.7	69.0	68.4	0.9	블랙핑크 아시아투어 반영
CJ CGV	growth %	-27.7	-13.2	-13.3	-15.5	-10.7	-11.5		YG PLUS 실적 개선
	영업이익	1.9	1.8	2.3	3.6	2.5	3.3	-25.2	1Q18 마지막 빅뱅 실적
	growth %	-87.2	-59.3	56.1	2.9	31.3	75.5		반영, 전년 기고효과
	margin %	2.5	2.8	3.5	4.5	3.6	4.9	-1.3	
CJ CGV	매출액	441.2	404.8	473.0	450.4	451.3	476.3	-5.2	국내 극장산업 호조
	growth %	8.8	5.8	0.2	-0.8	2.3	8.0		중국은 박스오피스 약세
	영업이익	19.2	0.3	32.6	25.6	18.1	20.6	-12.3	CGV China는 선방
	growth %	31.5	-108.5	1.4	-39.9	-5.6	7.6		터키 높은 베이스 부담
CJ CGV	margin %	4.3	0.1	6.9	5.7	4.0	4.3	-0.3	및 리라화 리스크 노출

자료: 한화투자증권

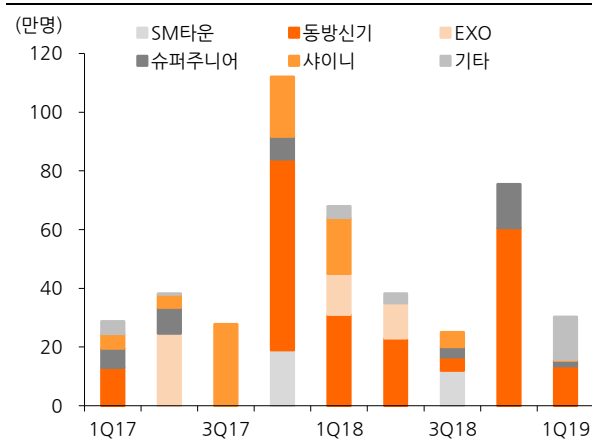
콘텐츠(음악/기획사): 1Q19 대비 확실한 2Q19 실적 성장

1Q19는 각사를 대표하는 아티스트의 굵직굵직한 활동이 없었다. 생각해보면 ‘1Q19에 어떤 가수 노래가 있었지?’ 싶을 정도다. 실적의 기본이 되는 신규 활동의 음반과 음원, 그리고 공연 활동이 많지 않았다.

그렇지만 물리적인 공연 및 출연 등의 활동 없이도, 엔터주의 대표 투자포인트인 국내외 플랫폼 확대에 따른 음원 실적 성장은 1Q19에도 이어간 것으로 추정된다. 특히나 올해 1월 1일부터 국내는 (플랫폼별로 약간 상이하지만) 음원 가격이 인상된데다 기획사의 기여도를 가장 높게 인정받는 음원 콘텐츠 권리에 대한 수익배분이 상승했다. 또한 해외도 기존 대표 플랫폼인 유튜브, 스포티파이, 애플뮤직 등의 유기적 성장뿐 아니라, 중국 음원시장 성장과 중국 음원 유통 계약처 변경(MG 금액 증가)에 따른 비유기적 실적이 향후에도 높은 성장을 예고하는 대목이다.

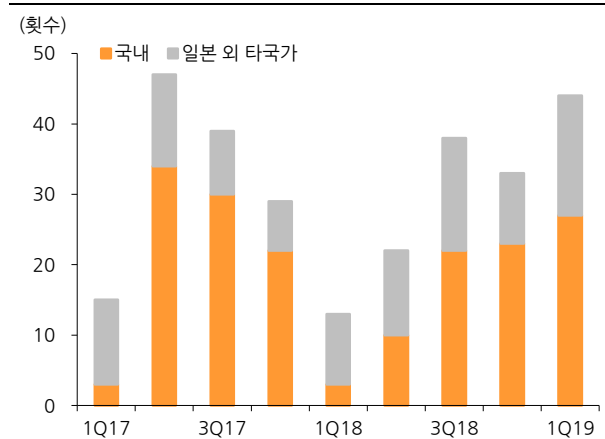
엔터주의 실적 및 모멘텀은 1Q19 대비 2Q19가 확실히 좋다. 지난 4/5 발간한 <엔터/콘텐츠(Positive): 변곡점 쿨, 그 후?> 보고서에서 언급한대로 4월에는 각사를 대표하는 아티스트가 컴백했기 때문이다. 기획사 실적의 바탕이 되는 신규 음반과 음원이 호조일 것이고 컴백 활동 후에는 자연스럽게 국내외 공연 투어에 돌입할 예정이다. 활동 후 이어지는 공연 실적, 해외 음원 플랫폼 수익은 약 1개월정도 레깅이 발생한다는 점을 감안하면 1Q19 < 2Q19 < 2019년 하반기 가면 갈수록 실적 모멘텀은 발현될 수 있겠다.

[그림14] 에스엠 일본 콘서트 관객수 추이



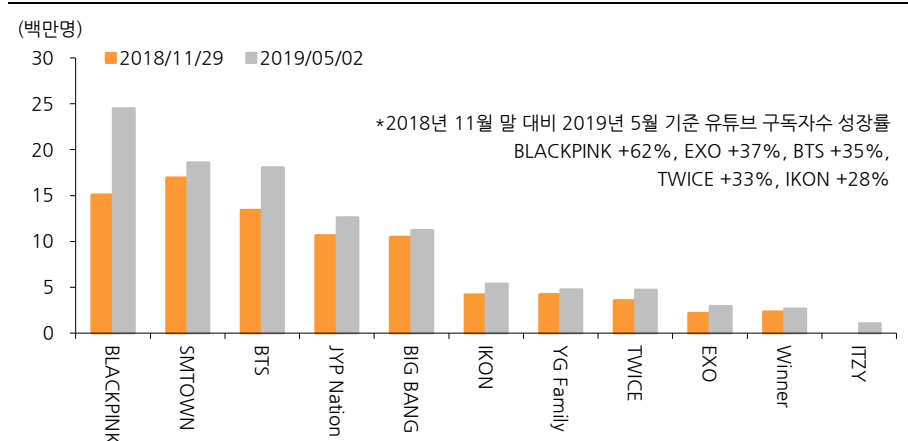
자료: 에스엠, 한화투자증권

[그림15] 에스엠 국내 및 타국가 콘서트 횟수 추이



자료: 에스엠, 한화투자증권

[그림16] 아티스트별 유튜브 채널 구독자수 추이



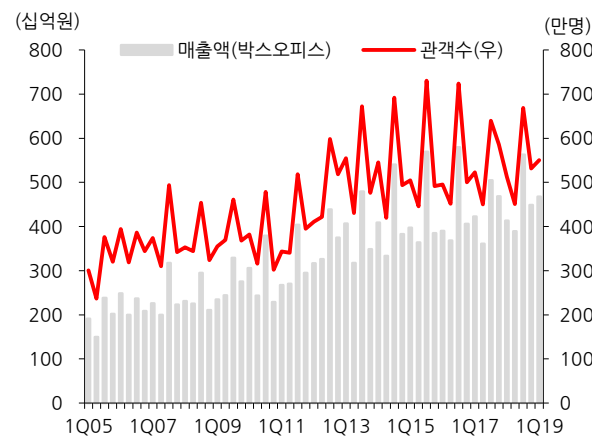
자료: Youtube, 한화투자증권

영화(극장): 오랜만에 불어 온 훈풍

극장가에는 실로 오랜만에 훈풍이 돌았다. 1/23 개봉한 자국 영화 ‘극한직업’이 관객수 1,626만 명을 동원하며 역대 박스오피스 2위 성과를 내는 등 흥행 콘텐츠 기여가 컸던 데다, 작년 4월 진행한 영화티켓 가격인상 효과도 봤기 때문이다. 국내는 Q와 P가 다 좋았다는 뜻이며 국내 극장사업 탐티어인 CJ CGV와 메가박스의 호실적을 예상케 한다. 그러나 아쉽게도 CJ CGV가 국내 외 사업을 영위하는 국가인 중국의 1Q19 영화시장 관객수 및 박스오피스는 전년대비 각각 -14%, -8% 하락했으며 터키 또한 비우호적인 Q, P 환경에다가 환율까지 4Q18 대비 더욱 하락한 모습이다.

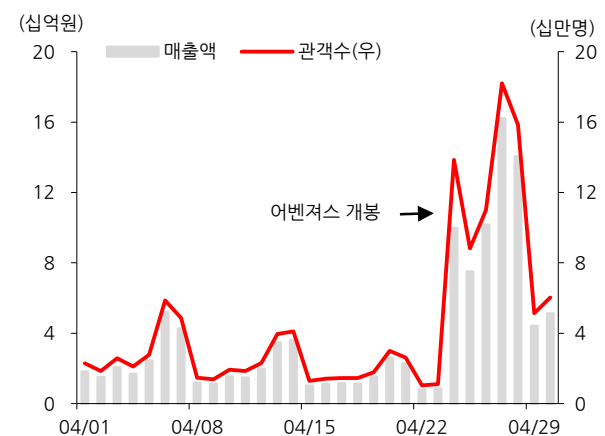
영화극장사업자는 양호한 1Q19 업황에 이어 2Q19에도 강력한 흥행 콘텐츠 모멘텀을 이어갈 전망이다. 지난 4/24 개봉한 <어벤져스: 엔드 게임>이 전세계적으로 극장가를 휩쓸고 있기 때문이다. 일반 2D보다는 3D, 4D, IMAX가 훨씬 인기 많은 콘텐츠로서 Q와 P 모두 긍정적 효과가 기대된다. 그러나 장기적 관점에서 영화 극장사업은 여전히 쉽지 않은 상황이다. 시장규모와 실적을 구성하는 Q, P, C 지표가 모두 비우호적이기 때문이다. Q는 정제 혹은 콘텐츠에 따라 소폭 성장이 전부이고, P는 (타국가와 비교 시 비싼 수준은 아니지만) 이미 소비자들 사이에서 가격저항이 나타나고 있고, C는 인건비, 임대료 등으로 늘어나는 양상이 뚜렷하기 때문이다.

[그림17] 국내 영화시장 매출액과 관객수 추이(분기별)



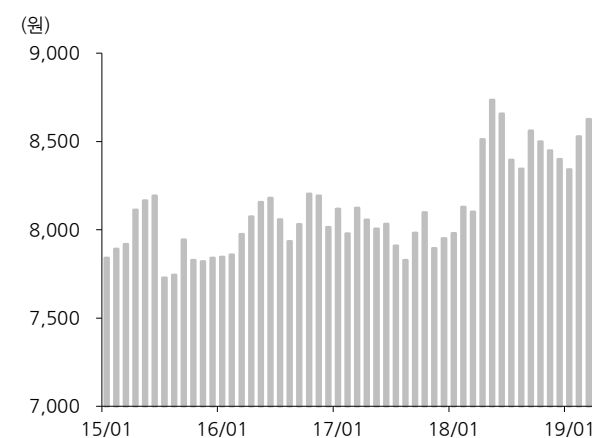
자료: KOFC, 한화투자증권

[그림18] 국내 영화시장 매출액과 관객수 추이(일별)



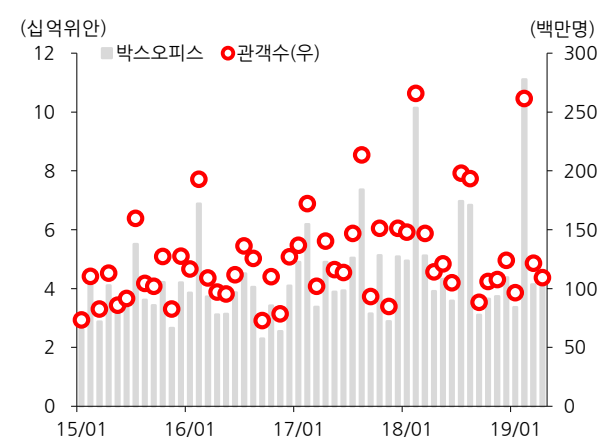
자료: KOFC, 한화투자증권

[그림19] 국내 영화티켓가격(ATP) 추이



자료: KOFC, 한화투자증권

[그림20] 중국 영화시장 매출액과 관객수 추이(월별)



자료: Entgroup, 한화투자증권

[표4] 2019년 2분기 이후 개봉예정 영화 목록

시기	배급	영화명	장르	감독	캐스팅
*19년 4월	NEW	생일	드라마	이종연	설경구, 전도연
	위너브러더스	사냥!	액션	데이비드 F. 샌드버그	제커리 리바이, 애셔 앤젤
	쇼박스	미성년	드라마	김윤석	염정아, 김소진, 김혜준
5월	월트 디즈니	어벤져스: 엔드게임	액션, SF	안소니 루소, 조 루소	로버트 다우니 Jr., 크리스 에반스, 마크 러팔로
	NEW	나의 특별한 형제	드라마, 코미디	육상호	신하균, 이광수, 이숨
	CJENM	결갑스	코미디	정다원	라미란, 이성경, 윤상현, 최수영
	위너브러더스	명탐정 피카츄	액션, 판타지, SF	롭 레터먼	라이언 레이놀즈, 저스티스 스미스, 캐서린 뉴튼
	CGV아트하우스	배심원들	드라마	홍승완	문소리, 박형석
	키위미디어그룹	악인전	범죄	이원태	마동석, 김무열, 김성규
	소니 픽처스	더 보이	공포(호러), SF	데이빗 야로베스키	잭슨 A. 던, 엘리자베스 뱅크스, 데이빗 덴맨
	위너브러더스	고릴라: 킹 오브 몬스터	액션, 어드벤처, SF	마이클 도허티	밀리 바비 브라운, 베라 파미가, 카일 찬들러
	월트 디즈니	알라딘	어드벤처	가이 리치	월 스미스, 나오미 스콧
	CJENM	기생충	드라마	봉준호	송강호, 이선균, 조여정, 최우식
6월	NEW	나의 특별한 형제	드라마, 코미디	육상호	신하균, 이광수, 이숨
	메가박스	롱리브더킹	액션, 드라마	강윤성	김래원, 원진아, 진선규
		맨 인 블랙: 인터내셔널	액션, 코미디, SF	F. 게리 그레이	크리스 험스워스, 테사 토슨, 리암 니슨, 엠마 톰슨
	20세기 폭스	엑스맨: 다크 피닉스	액션, 어드벤처, SF	사이먼 키버그	제임스 맥어보이, 마이클 패스벤더, 제니퍼 로렌스
	제이앤씨미디어	존 워 3: 파라벨룸	액션, 범죄, 스릴러	채드 스탬펠스키	키아누 리브스, 할리 베리
	월트 디즈니	토이스토리4	애니메이션		톰 행크스, 애니 패츠, 조앤 쿠삭, 팀 알렌
7월	이수 C&E	커런트 워	드라마	알폰소 고메즈 레온	베네딕트 컴버배치, 마이클 새넌, 니콜라스 홀트
	월트 디즈니	라이온 킹	어드벤처	존 파브로	비온세 놀즈, 세스 로건, 치웨텔 에지오포
	소니 픽처스	스파이더 맨: 파 프롬 홈	액션	존 와츠	톰 홀랜드, 제이크 질렌할, 켄다야 콜맨
	유니버설 픽처스	마이펫의 이중생활 2	애니메이션	크리스 리노드	패튼 오스왈트, 케빈 하트, 레이크 벨
	롯데 엔터	사자	액션, 공포	김주한	박서준, 안성기, 우도환
8월	유니버설 픽처스	분노의 질주: 홉스&쇼	액션	데이빗 레이치	드웨인 존슨, 제이슨 스타뎀, 이드리스 엘바
10월		조커	액션, 드라마, 스릴러	토드 필립스	호아킨 피닉스, 재지 비츠, 로버트 드니로
12월	월트 디즈니	겨울왕국2	애니메이션	크리스 벅제니퍼 리	크리스틴 벨, जो시 게드, 이디나 멘젤
미정	CJENM	귀수	액션, 범죄	리건	권상우, 김희원, 김성균, 허성태, 우도환
	메가박스	나랏말싸미	사극	조철현	송강호, 박해일, 전미선
	롯데 엔터	해적: 도깨비 깃발	사극	김정훈	
	롯데 엔터	타짜3: 원 아이드 잭	스릴러	권오광	박정민, 류승범, 이광수, 임지연

자료: 영화진흥위원회, 한화투자증권

위지웍스튜디오 (299900)

OTT 및 5G 수혜 기대



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(5/2)	18,700원
상승여력	-
시가총액	1,645억원
발행주식수	8,798천주
52 주 최고가 / 최저가	19,400 / 9,330원
90 일 일평균 거래대금	74.7억원
외국인 지분율	1.0%

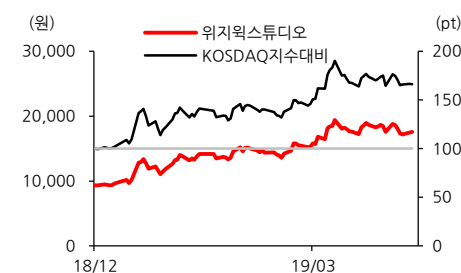
주주 구성	
박인규(외 3인)	34.5%
채영준(외 3인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.7	32.2	-	-
상대수익률(KOSDAQ)	-0.1	26.1	-	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2015	2016	2017	2018
매출액	-	1	13	24
영업이익	-	-1	2	5
EBITDA	-	-1	3	6
지배주주순이익	-	-1	0	5
EPS	-	-234	136	772
순차입금	-	1	1	-16
PER	-	-	-	18.2
PBR	-	-	-	1.9
EV/EBITDA	-	-	-	11.5
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-	-	18.5	18.8

주가 추이



다양한 부문에서 CG/VFX 수요 증가로 성장이 기대되는 업체입니다.

CG/VFX 관련 종합 콘텐츠 미디어 제작 업체

'16년에 설립된 위지웍 스튜디오는 CG/VFX 기술 서비스 제공 업체이다. '18년 12월에 코스닥 시장에 상장했다. 주요 사업은 영화, 드라마, 뉴미디어(게임, 전시, 홍보, ScreenX 등 오리지널 콘텐츠 외 사업) 관련 CG/VFX 영상 제작이다. '18년 매출액 내 비중은 오리지널 콘텐츠(영화, 드라마 등) 66%, 뉴미디어 34%이다.

성장 포인트

i. CG/VFX 수요 증가: OTT 시장 확대로 드라마 편성이 늘어나면서 다양한 소재(SF&판타지 등)들이 등장하고 있다. 시청자들의 눈높이가 높아지는 만큼 영상 구현을 위한 CG/VFX 작업의 구조적 증가가 예상된다. Netflix 向 드라마 수주 증가가 예상되는 에이스토리화 전략적 제휴(VFX 제작 우선협약, 지분 4% 투자)의 긍정적 효과가 기대된다.

ii. 뉴미디어 관련 매출 증가: 뉴미디어 매출액 비중은 테마파크 콘텐츠 제작, ScreenX 시장 성장 등을 통해 올해 50% 수준까지 확대가 예상된다. 수익성 개선(상대적 高 수익성)과 실적 안정성 확보에 기여할 것이다. 국내 이동사들의 5G 관련 CG/VFX 콘텐츠(AR 등) 수요 확대가 향후 뉴미디어의 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.

iii. 코어 기술력의 경쟁력과 사업 확장성: 기술적 측면에서 동사 성장 요인은 위지웍 시스템(모션캡처를 통한 실시간 렌더링)이다. 이는 해당 시스템 적용 시 ①생산성 증가(제작 기간 및 비용 감소), Creative 효율성 상승을 통한 수주 확대 가능성, ②쉽고 빠른 CG 콘텐츠 생산에 따른 사업영역 확장(샌드박스, 와이랩 등과 협업) 용이 등 때문이다.

5G 콘텐츠 수요 증가 등을 통한 성장세 지속 전망

올해 실적은 매출액 395억원(yoy+67%), 영업이익 94억원(yoy+87%)으로 전망한다. ①CG/VFX 수요 증가, ②드라마 제작사(에이스토리, 화책미디어)와 협업 확대, ③이동사들의 5G 콘텐츠(AR 등) 공급 확대 노력에 따른 뉴미디어 성장 여력 등을 감안할 때 향후 성장세 지속에 따른 기업 가치 상승 여지가 충분하다 보여진다.

[그림21] 뉴미디어 사업 영역 및 진출 시장



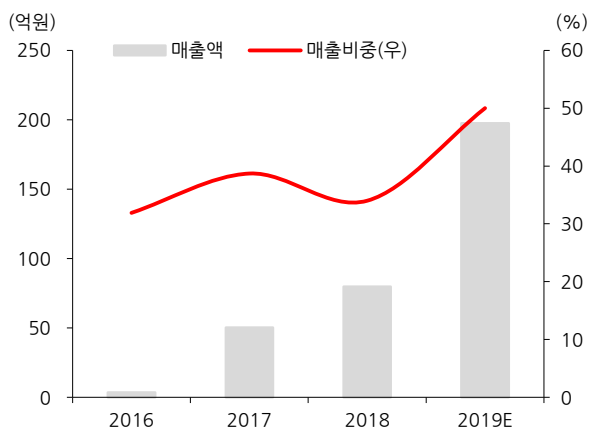
자료: 위지웍스튜디오, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] WYSIWYG SYSTEM 적용 시 제작시간 테스트 결과



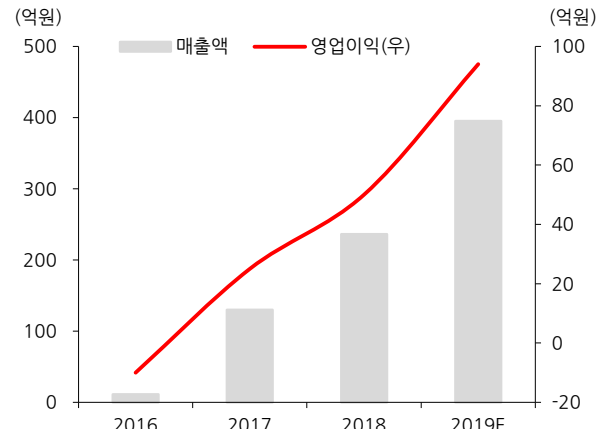
자료: 위지웍스튜디오, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 뉴미디어 매출액 및 매출비중 추이와 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 위지웍스튜디오 전사 매출액 및 영업이익 추이와 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	-	-	1	13	24
매출총이익	-	-	1	13	24
영업이익	-	-	-1	2	5
EBITDA	-	-	-1	3	6
순이자손익	-	-	0	0	0
외화관련손익	-	-	0	0	0
지분법손익	-	-	0	0	0
세전계속사업손익	-	-	-1	0	5
당기순이익	-	-	-1	0	5
지배주주순이익	-	-	-1	0	5
증가율(%)					
매출액	-	-	-	1,099.5	82.1
영업이익	-	-	-	흑전	102.4
EBITDA	-	-	-	흑전	111.1
순이익	-	-	-	흑전	835.2
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-	-	-88.1	19.1	21.2
EBITDA 이익률	-	-	-85.7	21.8	25.2
세전이익률	-	-	-98.3	3.8	20.5
순이익률	-	-	-78.6	3.8	19.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금흐름	-	-	0	0	4
당기순이익	-	-	-1	0	5
자산상각비	-	-	0	0	1
운전자본증감	-	-	1	-3	-2
매출채권 감소(증가)	-	-	0	-3	-2
재고자산 감소(증가)	-	-	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-	-	0	0	1
투자현금흐름	-	-	-2	-3	-21
유형자산처분(취득)	-	-	-1	-2	-22
무형자산 감소(증가)	-	-	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-	-	0	0	0
재무현금흐름	-	-	5	9	37
차입금의 증가(감소)	-	-	4	9	13
자본의 증가(감소)	-	-	0	0	24
배당금의 지급	-	-	0	0	0
총현금흐름	-	-	-1	3	6
(-)운전자본증가(감소)	-	-	-1	3	2
(-)설비투자	-	-	1	2	22
(+)자산매각	-	-	0	0	0
Free Cash Flow	-	-	-1	-2	-17
(-)기타투자	-	-	1	1	-1
잉여현금	-	-	-2	-3	-17
NOPLAT	-	-	-1	2	5
(+) Dep	-	-	0	0	1
(-)운전자본투자	-	-	-1	3	2
(-)Capex	-	-	1	2	22
OpFCF	-	-	-1	-3	-18

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	-	-	3	13	35
현금성자산	-	-	3	9	29
매출채권	-	-	0	1	4
재고자산	-	-	0	0	0
비유동자산	-	-	2	4	24
투자자산	-	-	1	2	1
유형자산	-	-	1	2	23
무형자산	-	-	0	0	0
자산총계	-	-	5	17	59
유동부채	-	-	1	1	3
매입채무	-	-	0	0	1
유동성이자부채	-	-	0	0	0
비유동부채	-	-	4	10	13
비유동이자부채	-	-	4	10	13
부채총계	-	-	5	11	15
자본금	-	-	0	0	4
자본잉여금	-	-	0	6	35
이익잉여금	-	-	-1	0	4
자본조정	-	-	0	0	0
자기주식	-	-	0	0	0
자본총계	-	-	0	6	44

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표					
EPS	-	-	-234	136	772
BPS	-	-	-70	1,160	5,014
DPS	-	-	0	0	0
CFPS	-	-	-	-	702
ROA(%)	-	-	-	4.6	12.3
ROE(%)	-	-	-	18.5	18.8
ROIC(%)	-	-	-	54.4	28.7
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	18.2
PBR	-	-	-	-	1.9
PSR	-	-	-	-	3.6
PCR	-	-	-	-	13.8
EV/EBITDA	-	-	-	-	11.5
배당수익률	-	-	-	-	0.0
안정성(%)					
부채비율	-	-	-	197.6	34.3
Net debt/Equity	-	-	-433.1	11.9	-36.8
Net debt/EBITDA	-	-	-119.8	23.7	-272.2
유동비율	-	-	361.8	893.7	1,386.5
이자보상배율(배)	-	-	-	-	75.4
자산구조(%)					
투자자본	-	-	18.0	34.6	48.3
현금+투자자산	-	-	82.0	65.4	51.7
자본구조(%)					
차입금	-	-	106.5	63.3	22.1
자기자본	-	-	-6.5	36.7	77.9

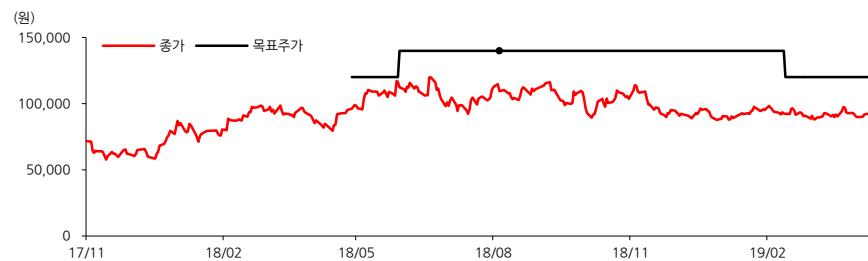
[Compliance Notice]

(공표일: 2019년 5월 3일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하, 지인해)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[스튜디오드래곤 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

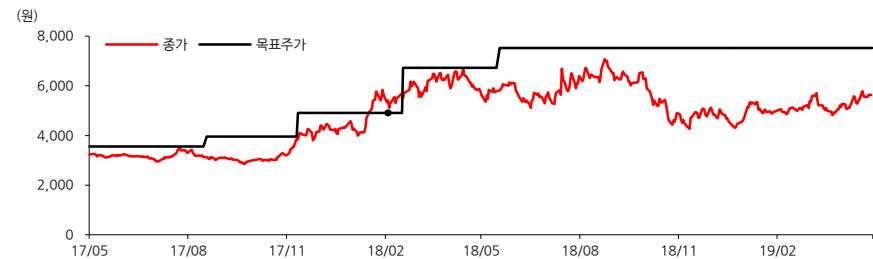
일 시	2018.05.18	2018.05.19	2018.06.18	2018.06.22	2018.07.04	2018.08.06
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	120,000	120,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2018.08.09	2018.10.04	2018.11.08	2018.11.30	2019.02.01	2019.03.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	120,000
일 시	2019.05.03					
투자의견	Buy					
목표가격	120,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.19	Buy	120,000	-11.67	-2.42
2018.06.22	Buy	140,000	-27.54	-14.43
2019.03.08	Buy	120,000		

[제이콘텐트리 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

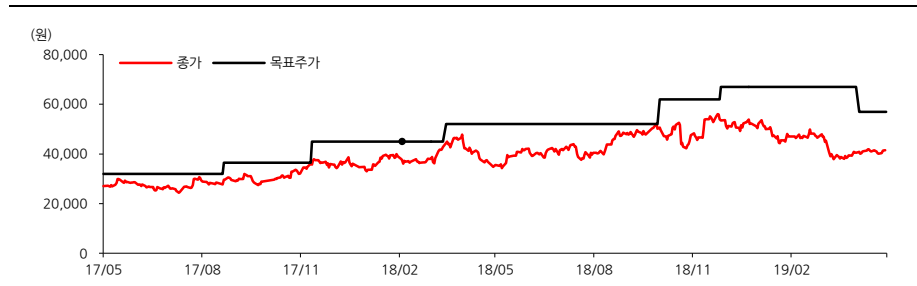
일 시	2017.05.31	2017.08.21	2017.10.26	2017.11.14	2018.02.20	2018.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,500	5,000	5,000	6,200	8,500	8,500
일 시	2018.05.02	2018.05.19	2018.06.18	2018.07.02	2018.07.04	2018.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	8,500	7,522	7,522	7,522	7,522	7,522
일 시	2018.08.06	2018.10.04	2018.11.08	2018.11.30	2019.02.01	2019.03.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	7,522	7,522	7,522	7,500	7,500	7,000
일 시	2019.05.03					
투자의견	Buy					
목표가격	7,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.08.21	Buy	3,959	-21.57	-2.20
2017.11.14	Buy	4,909	-6.58	18.86
2018.02.20	Buy	6,730	-10.09	-0.36
2018.05.19	Buy	7,522	-23.96	-6.01
2018.11.30	Buy	7,500	-34.13	-28.48
2019.03.08	Buy	7,000		

[에스엠 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

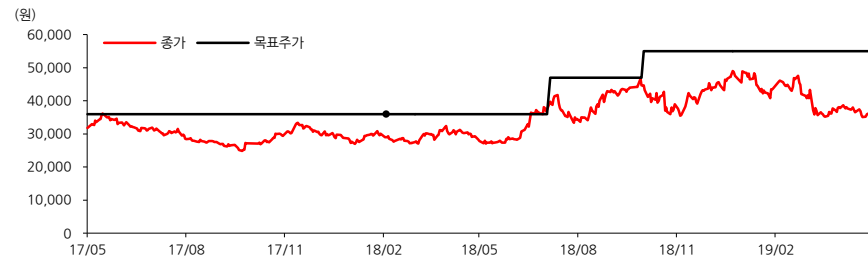
일 시	2017.05.31	2017.06.05	2017.07.28	2017.08.24	2017.11.14	2018.01.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	32,000	36,500	45,000	45,000
일 시	2018.03.19	2018.05.18	2018.06.18	2018.08.16	2018.10.04	2018.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	52,000	52,000	62,000	62,000
일 시	2018.11.15	2018.11.30	2019.01.31	2019.03.25	2019.04.05	2019.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	67,000	67,000	67,000	67,000	57,000
일 시	2019.05.03					
투자의견	Buy					
목표가격	57,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.08.24	Buy	36,500	-15.43	-1.10
2017.11.14	Buy	45,000	-17.77	-4.89
2018.03.19	Buy	52,000	-18.61	0.38
2018.10.04	Buy	62,000	-20.44	-9.52
2018.11.30	Buy	67,000	-30.17	-19.55
2019.04.08	Buy	57,000		

[와이지 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

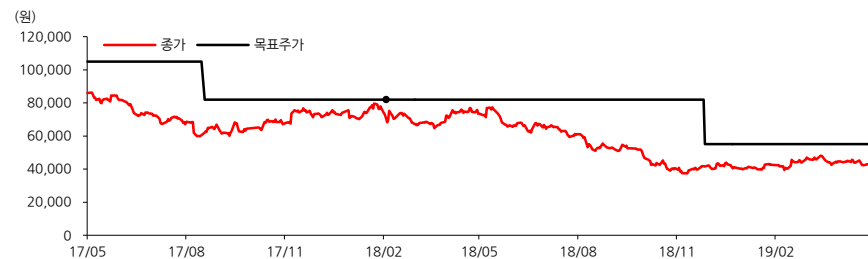
일 시	2017.06.05	2017.12.29	2018.05.31	2018.06.18	2018.07.09	2018.08.16
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	36,000	36,000	36,000	36,000	47,000	47,000
일 시	2018.10.04	2018.10.25	2018.11.12	2018.11.15	2018.11.30	2019.01.31
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000
일 시	2019.03.25	2019.04.05	2019.05.03			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	55,000	55,000	55,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.07.09	Buy	47,000	-16.27	-0.64
2018.10.04	Buy	55,000		

[CJ CGV 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2017.08.21	2017.10.24	2018.02.09	2018.04.09	2018.04.26
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		82,000	82,000	82,000	82,000	82,000
일 시	2018.05.11	2018.11.30	2019.05.03			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	82,000	55,000	55,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.08.21	Buy	82,000	-15.99	-2.80
2018.11.30	Buy	55,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%