

미디어

해외가 답이다



[Analyst] 홍세중

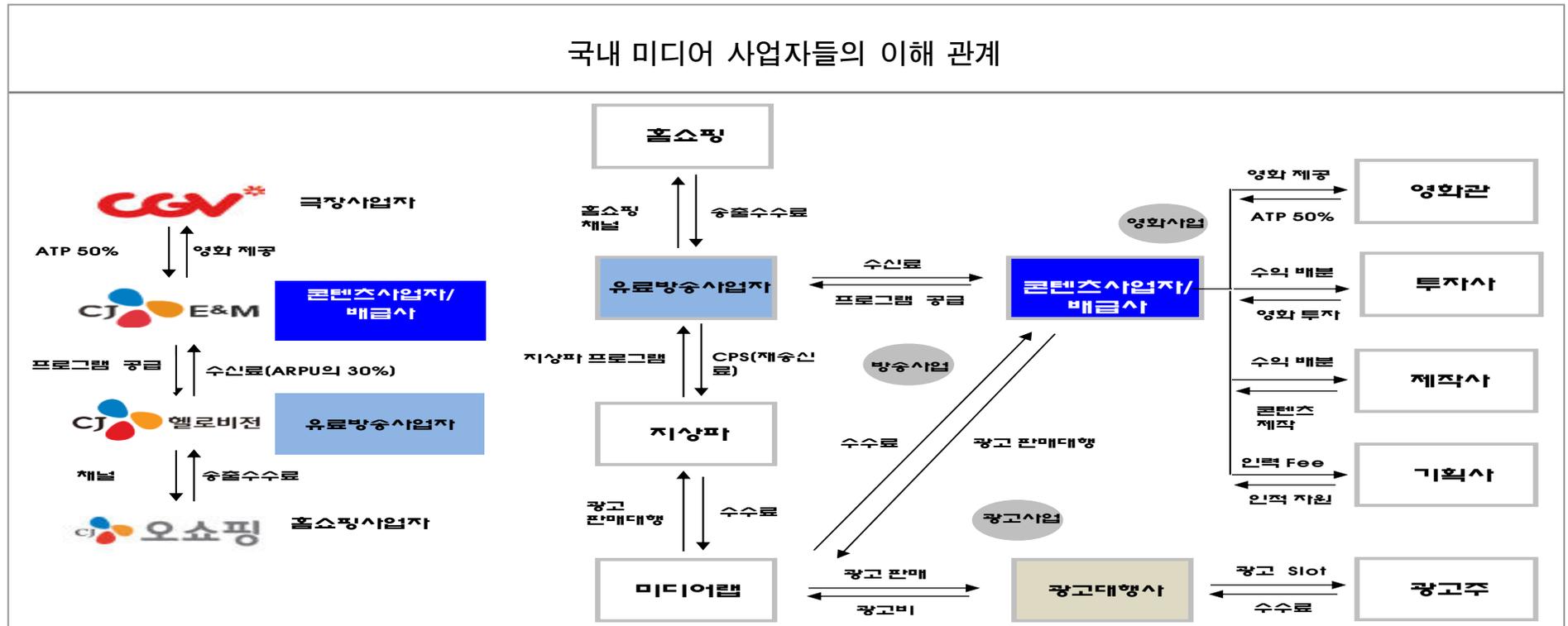
☎ 02-3772-1584 / ✉ sejonghong@shinhan.com



기초 자료

국내만 보면 쉽지 않은 미디어 산업

- 국내 방송 ARPU는 미국의 1/6 내외, 1인당 GDP 대비 극단적으로 낮은 수준
- 케이블/위성의 경우 홈쇼핑 송출수수료도 정체, 광고와 극장의 저성장 감안했을 때 돌파구를 찾기가 만만치 않음

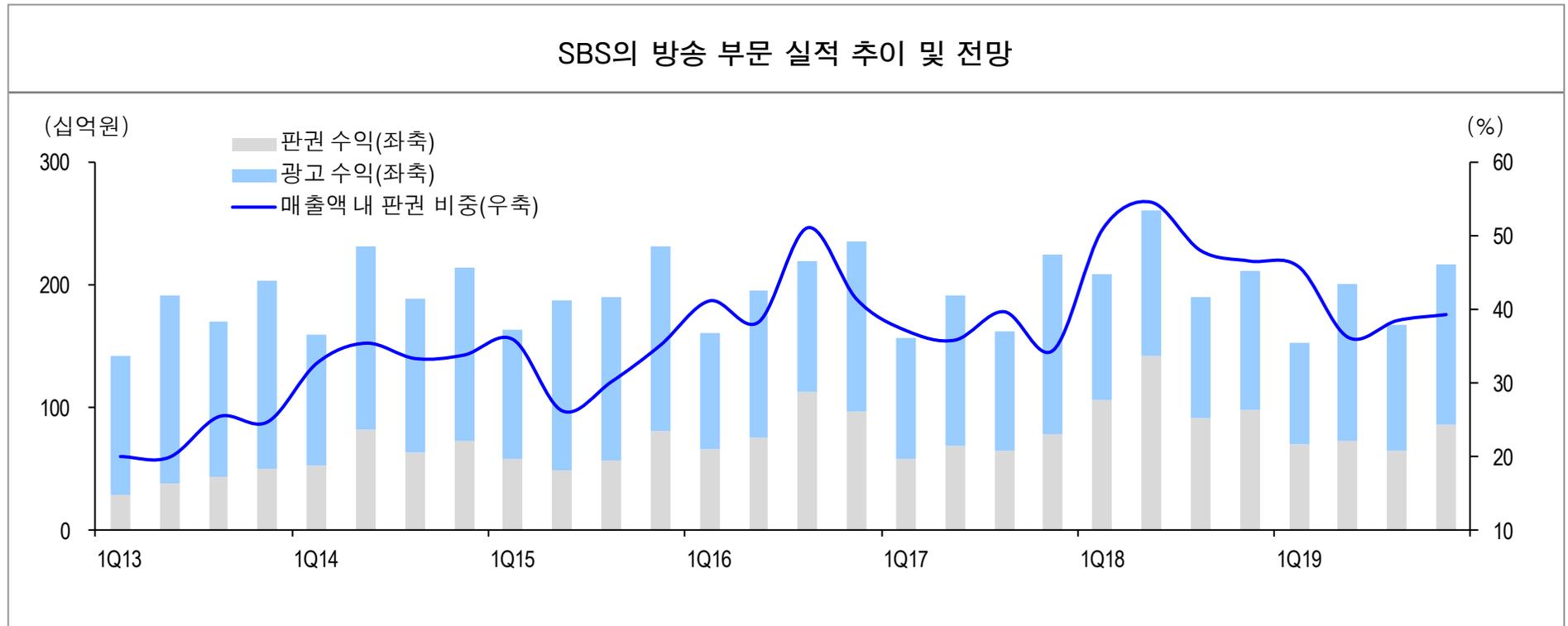


자료: 언론 자료, 신한금융투자

기초 자료

광고는 여전히 방송사 수익의 핵심

- 방송사의 수익구조는 광고, 수신료, 판권 및 기타로 구성
- 제작비는 고정비, 고정비를 상회하는 광고 수익은 바로 영업이익, 하회하는 광고 수익은 영업손실로 반영



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

산업 현황

성장률이 제한적인 국내 광고 시장

- 제한이 분명히 상존하는 국내 광고를 놓고 플랫폼과 콘텐츠의 경쟁 심화, 제작비와 인건비가 모두 빠른 증가세
- 방송사의 주 수익원인 광고 증가세보다 제작비 증가세가 더 빠른 상황이 빈번, OTT로의 의존도 심화

국내 광고비 추이 및 전망

(십억원)	13	14	15	16	17	18	19F	17년 성장률 (%)	18년 성장률 (%)	19년 성장률 (%)
TV	1,827	1,974	1,970	1,731	1,531	1,443	1,470	(11.5)	(5.8)	1.9
라디오	225	274	297	304	278	250	248	(8.7)	(9.9)	(0.9)
신문	1,545	1,494	1,501	1,471	1,437	1,429	1,425	(2.3)	(0.5)	(0.3)
잡지	465	438	417	378	344	308	290	(9.1)	(10.3)	(5.9)
4대매체 계	3,989	4,181	4,185	3,884	3,590	3,430	3,433	(7.6)	(4.4)	0.1
케이블TV	1,383	1,522	1,777	1,747	1,846	1,963	2,052	5.6	6.4	4.5
SO	71	76	76	181	200	191	184	10.4	(4.5)	(3.7)
위성방송	15	19	20	0	0	0	0	0	0	0
IPTV	39	64	80	85	99	116	131	17.5	17.0	12.4
DMB	12	11	9	0	0	0	0	0	0	0
온라인	2,003	1,867	1,722	1,637	1,625	1,592	1,566	(0.8)	(2.0)	(1.7)
모바일	460	839	1,280	1,745	2,216	2,801	3,326	27.0	26.4	18.7
뉴미디어 계	3,983	4,398	4,963	5,396	5,985	6,664	7,259	10.9	11.3	8.9
옥외광고	965	936	1,005	1,009	1,002	1,034	1,070	(0.7)	3.2	3.5
매체 합계	8,936	9,515	10,153	10,289	10,578	11,129	11,762	2.8	5.2	5.7
광고제작 및 기타	581	585	574	643	607	573	608	(5.5)	(5.6)	6.0
총광고비	9,589	10,100	10,727	10,932	11,185	11,702	12,370	2.3	4.6	5.7

자료: KOBACO, 제일기획, 신한금융투자 추정

산업 현황

기존 드라마 구조

- 국내 드라마 제작의 경우 광고로 회수가 쉽지 않은 구조, 판권이 없다면 손익분기점 돌파 상당히 어려움
- 중간광고와 전후 광고를 더해도 회 당 10억원 이상의 광고 창출은 사실상 어려움

유통 수익 없이 광고만으로 회수 가능한 제작비 추정

(십억원)	
<제작비>	
회당 제작비	0.5
드라마 회 차	20
총 제작비(a)	10
<협찬>	
제작비 대비 협찬 회수율	15
협찬 매출액(b)	1.5
<광고>	
광고 단가(지상파 SA 기준, 15초)	0.015
광고 슬롯	400
광고 매출액(c)	6
<수익성>	
협찬 + 광고 매출액(b+c)	7.5
제작비 - 협찬 - 광고(a-b-c)	(2.5)
회수율(%)	75

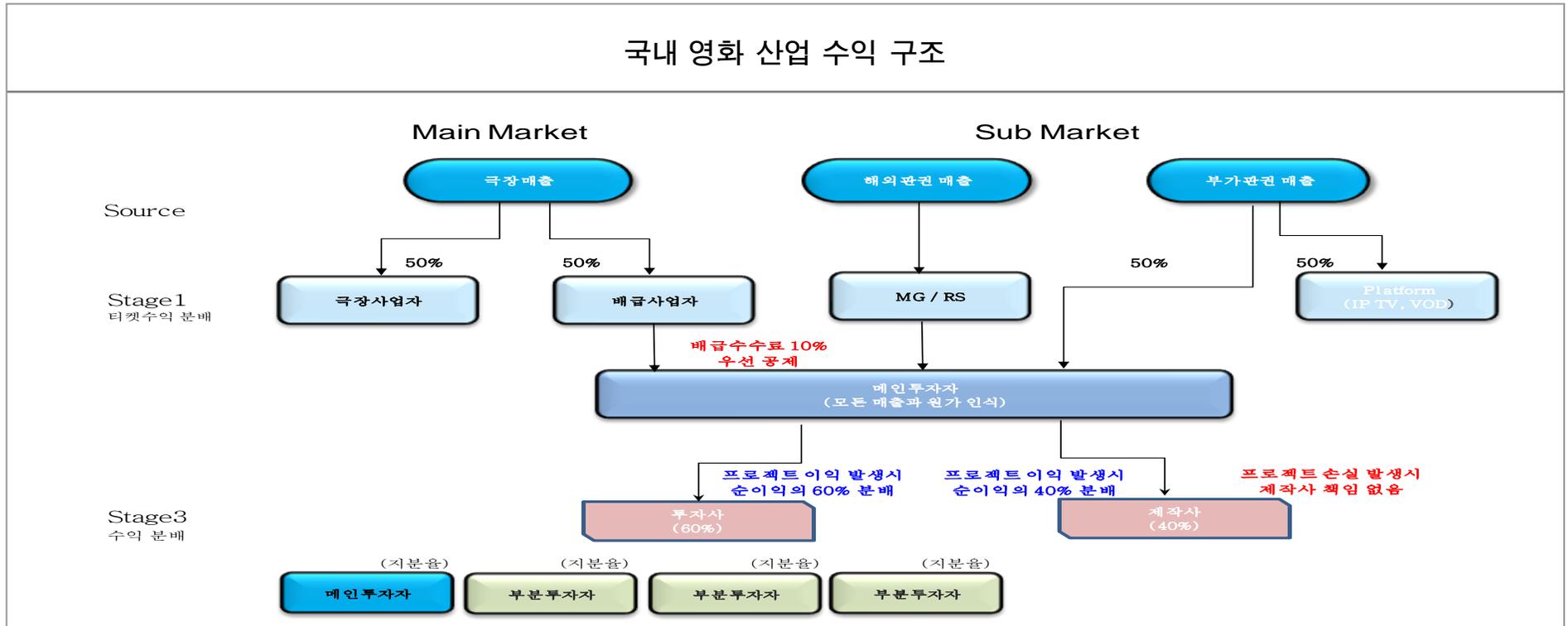
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

기초 자료

극장 역시 저성장 산업

- ATP(Average Ticket Price)를 극장과 배급(제작 및 투자)이 양분하는 구조
- 상영 매출, 매점 매출, 광고 매출, 위탁 매출의 핵심은 관객 수

국내 영화 산업 수익 구조

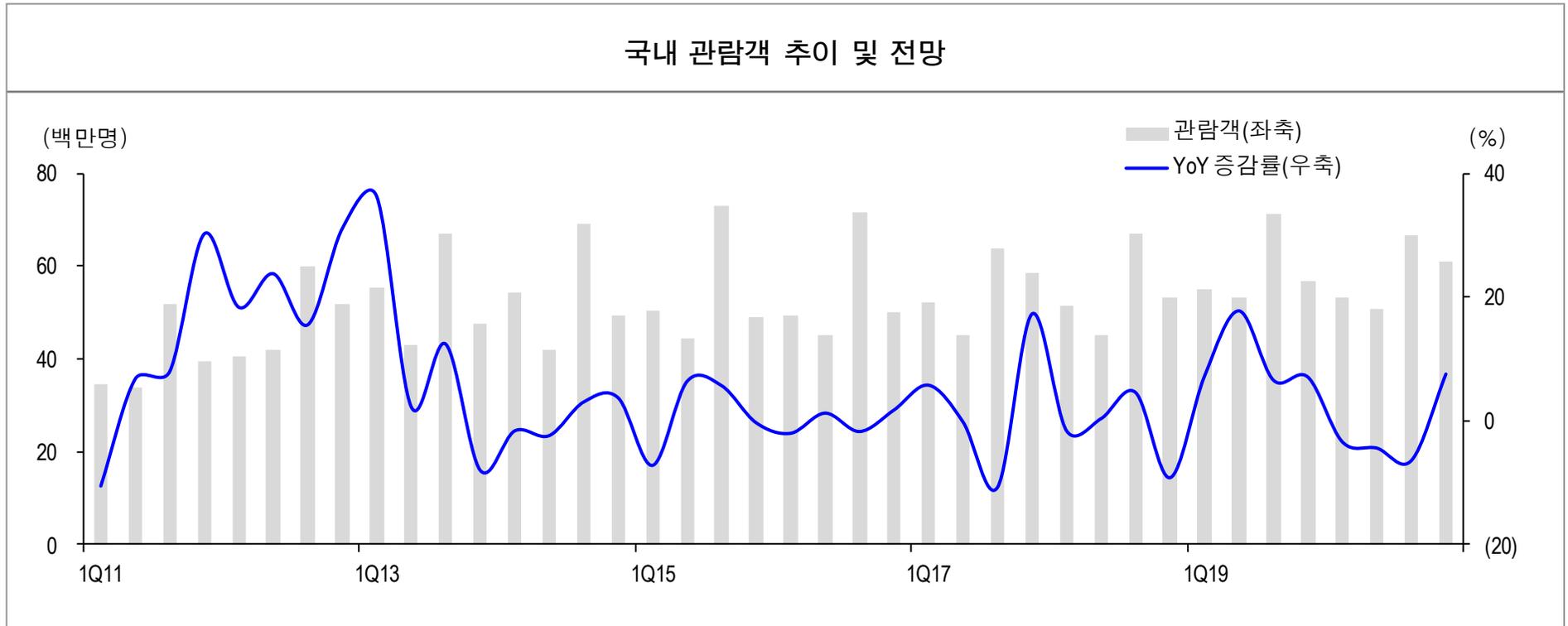


자료: 쇼박스, 신한금융투자

산업 현황

2019년은 성장하지만..

- 2014년 2.2억명을 기록한 연간 관람객은 2018년에도 2.2억명에 그쳤던 상황
- 2019년은 7~10% YoY의 관람객 증가 기대, 유례없는 성장 보여주고 있으나 지속성에 대한 우려 상존



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

기초 자료

광고의 경우 광고주, 대행사, 렵사, 매체사가 산업을 구성

- 광고, IT, 렵, 매체의 경계 구분이 모호해지고 있는 상황
- ATL(Above the Line) 위주의 광고비는 지속적으로 축소 예상, 광고주 역시 광고 기능 내재화 지속

광고시장 수수료 구조

- 미디어 믹스 및 광고 효과 측정 서비스 제공
- 광고 투자의 효율성 증대



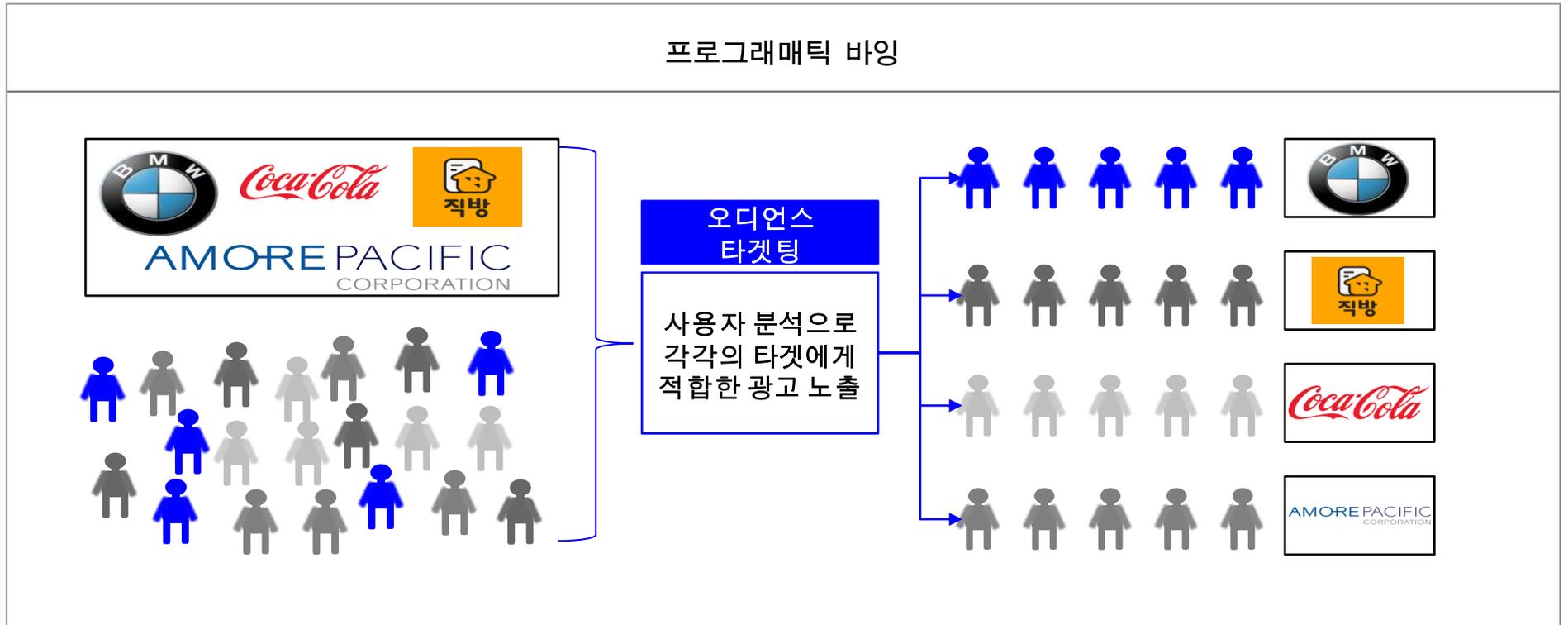
자료: 회사 자료, 신한금융투자

산업 현황

프로그래매틱 바이닝(퍼포먼스 마케팅)

- 디지털 내 큰 트렌드는 paid media → owned media, 그리고 프로그래매틱 바이닝
- 국내 프로그래매틱 바이닝 비중은 지속적으로 상승 예상

프로그래매틱 바이닝



자료: 회사 자료, 신한금융투자

기초 자료

유료방송: 콘텐츠를 TV까지 연결

- 국내 유료방송 가입자는 3,400만명을 상회, 침투율은 전 세계 최고 수준
- 가입자 증가는 상대적으로 어려운 구조, 케이블, 위성, IPTV가 시장을 구성

국내 유료방송 가입자 현황

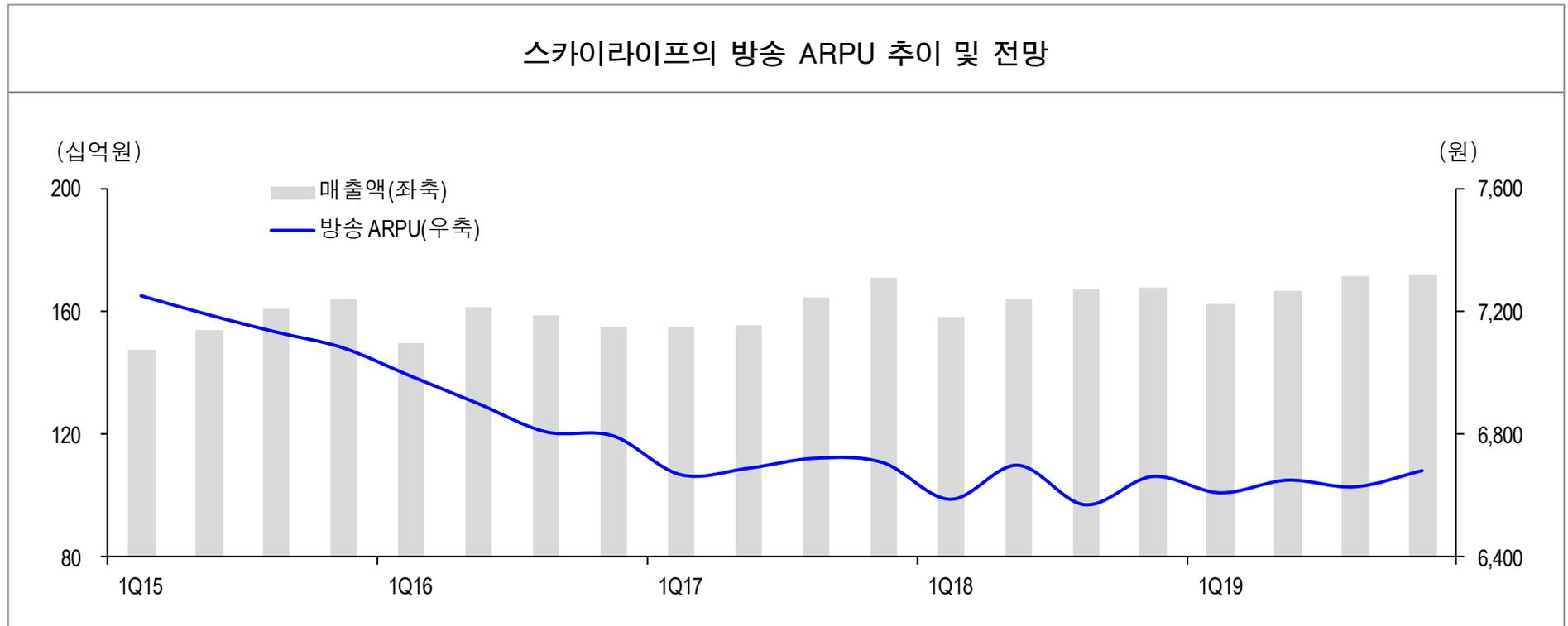
구분	사업자	가입자 수(명)
케이블	CJ헬로	4,211,866
	t-broad	3,242,062
	D'Live(C&M)	2,319,112
	CMB	1,510,325
	현대에이치씨엔	1,305,187
	기타	1,884,762
소계	케이블	14,473,314
위성	스카이라이프(위성+OTS 결합상품)	4,242,716
IPTV	KT(OTV)	6,379,175
	SK브로드밴드(Btv)	4,881,942
	LG유플러스	4,188,023
소계	IPTV	15,449,140
0총계		34,165,170

주: CJ헬로비전, 현대HCN을 제외한 케이블은 2016년 4월 기준(케이블 사업자 연합회사 5월 숫자부터 미 발표 중)

산업 현황

핵심 주가 지표는 방송 ARPU

- 산업내 핵심 지표인 방송 ARPU(가입자당 월평균 매출액)는 수년간 지속적으로 하락, 출혈 경쟁이 원인
- 통신 3사의 M&A가 주가 측면에서는 새로운 핵심 지표로 대두



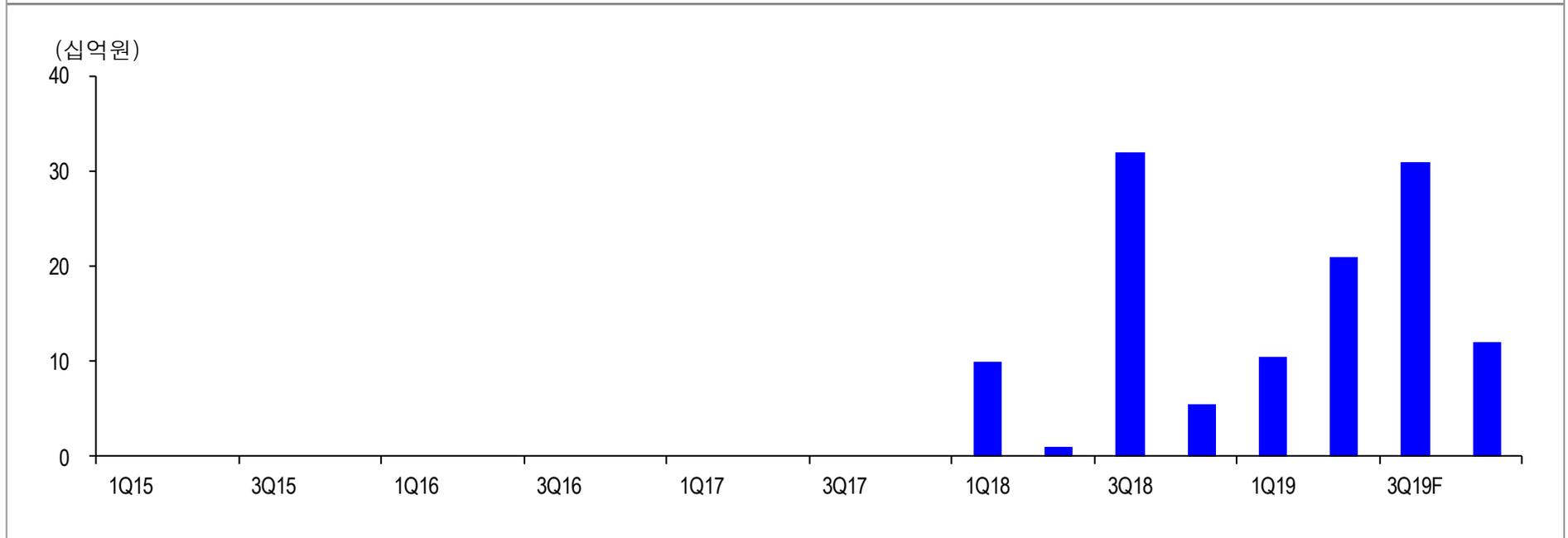
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 수익

넷플릭스향 수익은 증가세 지속

- 스튜디오드래곤의 2018년 넷플릭스향 매출액은 485억원 기록, 2019년은 745억원(+53.6% YoY) 전망
- 하반기부터는 오리지널도 가세, 중국이 없는 시간을 버티게 해준 원동력

스튜디오드래곤의 넷플릭스향 매출액 추이 및 전망(오리지널 제외)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 수익

드라마의 판이 바뀌다, 하지만?

- 미스터션샤인의 경우 총 제작비 430억원이 투입된 역대 최대작, 넷플릭스 판매를 통해 30%의 GPM 확보
- 아스달 연대기의 경우 540억원의 제작비 예상, 국내 광고로는 대응이 어려운 영역

미스터션샤인의 수익률 계산

분류	(십억원)
<제작비>	
회당 제작비	1.8
드라마 회 차	24.0
총 제작비(a)	43.2
<넷플릭스>	
판권 판매액	30.5
판매대행 수수료(차감)	4.6
넷플릭스 관련 수익(b)	25.9
<방영권>	
회당 방영권	0.9
드라마 회 차	24.0
방영권 관련 수익(c)	22.5
<PPL 과 VOD>	
회당 매출액	0.4
드라마 회 차	24.0
국내 광고와 유통 관련 수익(d)	9.6
총 비용(a)	43.2
총 수익(b+c+d)	58.0
총 이익(a-b+c+d)	14.8

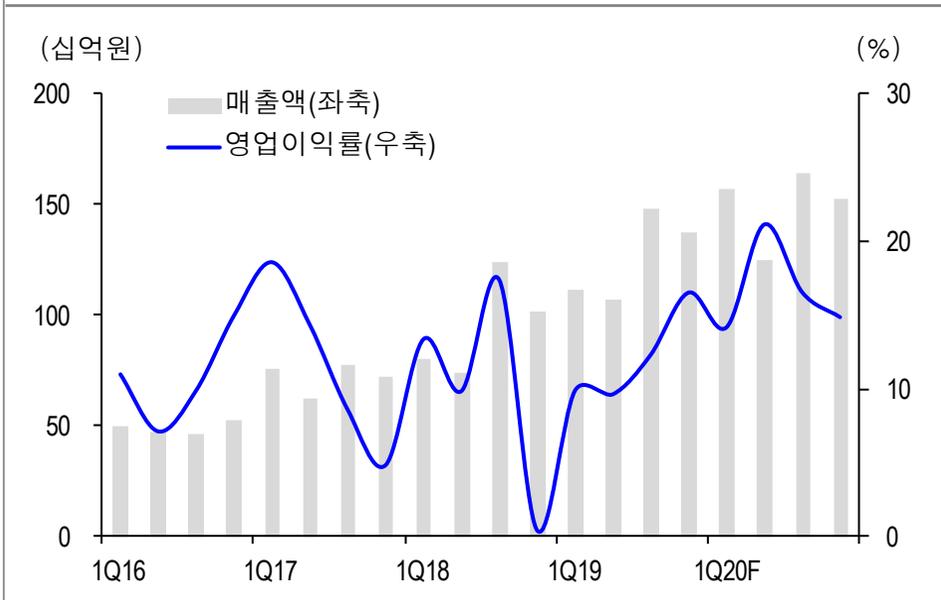
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

글로벌 수익

대장주 스튜디오드래곤의 고전

- 콘텐츠 절대 강자 스튜디오드래곤의 제작비 증가세 지속, 결국 넷플릭스 외 추가적인 수익이 절실한 상황
- 핵심 지역은 중국, 중국이 만병통치약

스튜디오드래곤의 실적 추이 및 전망(4Q 쿼터 허용 가정)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국 아이치이 내 한국관



자료: 아이치이, 신한금융투자

중국향 수익

중국이 만병통치약

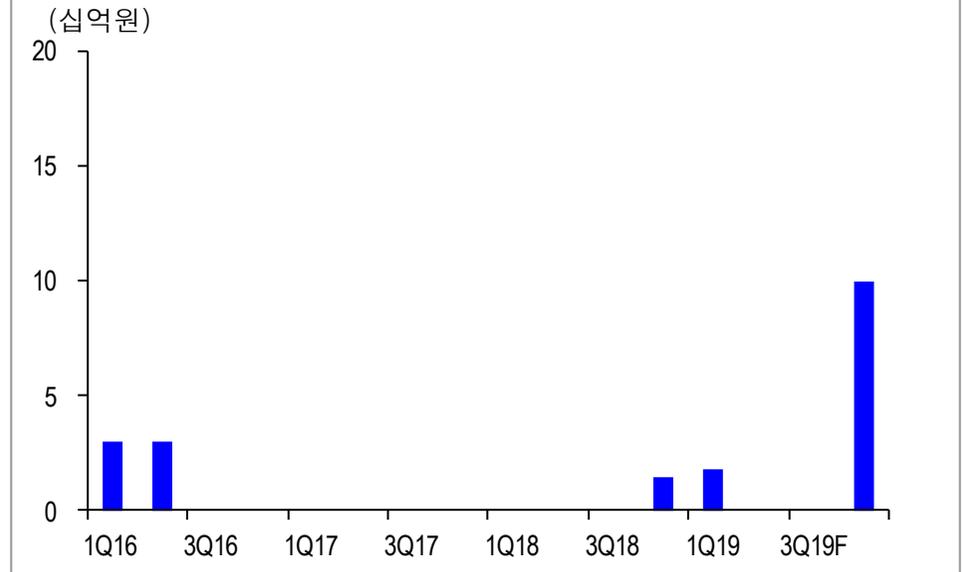
- 2013년 말 별에서 온 그대가 중국 시장을 강타, 중국 전역 내 한류 열풍 강화
- 콘텐츠 가격은 그 이후 급격히 상승, 대한민국 면세점/화장품/엔터 산업도 빠르게 빅사이클에 진입

대형 작품의 중국 판권 판매 추이

드라마 제목	판매가(억원)	제작사	방영 시기
별에서 온 그대	6	HB엔터테인먼트	2H13
상속자들	6	화앤담픽처스	2H13
운명처럼 널 사랑해	24	넘버쓰리픽처스	2H14
피노키오	62	iHQ	2H14
태양의 후예	50+RS	화앤담픽처스	1H16
달의 연인: 보보경심 려	91	바람이분다	2H16
푸른바다의 전설	100억원 이상 가능	문화창고	2H16
사임당 더 히스토리	62	그룹에이트	1H17
당신이 잠든 사이에	75	IHQ	2H17

자료: 언론 자료, 신한금융투자 추정

스튜디오드래곤의 중국 실적 추이 및 전망(4Q 쿼터 가정)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국향 수익

예능도 중국이 필요

- 중국 달려라형제(런닝맨)의 경우 중국 내 시청률 4%를 돌파, SBS에게 MG와 RS로 큰 규모의 수익을 보장
- 사드 여파로 인해 2017년부터 방영 중단, 시즌 7까지 계약되어 있는 상황

중국 달려라형제(런닝맨) 방영 추이

구분	파트너십 주체	방영 시기	M/G(제작비 지원)	광고 R/S(수익 배분)	전송권 R/S(수익 배분)
달려라형제(런닝맨) 시즌 1	절강위성TV	4Q14	4Q14	1Q15	2Q15
달려라형제(런닝맨) 시즌 2	절강위성TV	2Q15~3Q15	3Q15	4Q15	4Q15
달려라형제(런닝맨) 시즌 3	절강위성TV	4Q15~1Q16	4Q15	1Q16	1Q16
정글의 법칙	안후이위성TV	2Q16~3Q16	2Q16	1Q17	1Q17
달려라형제(런닝맨) 시즌 4	절강위성TV	2Q16~3Q16	2Q16	4Q16	4Q16

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국향 수익

영화도 중국이 중요

- 쇼박스의 첫 번째 중국 영화인 미호적의외(Beautiful Accident)가 2번의 연기(사드 영향) 끝에 17년 6월에 개봉
- 관객은 80만명에 그쳤지만 개봉 자체에 큰 의미 부여가 가능

미호적의외(Beautiful Accident)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

미호적의외 주연 배우 계륜미



자료: 언론 자료, 신한금융투자

중국향 수익

4배 이상의 중국 극장 시장

- 국내 Box Office는 2조원, 중국의 경우 이미 9조원(연 관람 횟수 1.1회) 상회
- 관람객 증가에 따른 영업이익 기여는 국내보다 훨씬 큰 구조

쇼박스의 중국 관람객에 따른 이익 민감도 분석

(RMB, KRW, 백만명, 십억원)	미스터고	이별계약	20세여 다시	런닝맨 극장판
흥행 기준				
영화 ATP(위안)	35.0	35.0	35.0	35.0
적용 환율(원/위안)	182.0	182.0	182.0	182.0
영화 ATP(원)	6,370.0	6,370.0	6,370.0	6,370.0
영화 수(편)	1.0	1.0	1.0	1.0
관객 수(백만명)	3.4	5.0	7.0	12.0
<China OP Forecast>				
전체 제작비(십억원)	10.0	10.0	10.0	10.0
순제작비, 60%	6.0	6.0	6.0	6.0
마케팅 비용, 40%	4.0	4.0	4.0	4.0
배급수수료 할당(%)	10.0	10.0	10.0	10.0
배급수수료(HUAYI)	1.1	1.6	2.2	3.1
제작사수수료 할당(%)	10.0	10.0	10.0	10.0
제작사수수료	1.0	1.0	1.0	1.0
관리수수료 및 인센티브 할당(%)	5.0	5.0	5.0	5.0
관리수수료	0.5	0.5	0.5	0.5
영화 총 비용	12.6	13.1	13.7	14.6
쇼박스 부담분(%)	30.0	30.0	30.0	30.0
쇼박스 제작비	3.8	3.9	4.1	4.4
쇼박스 매출액	3.3	4.8	6.7	9.6
쇼박스 제작비	3.8	3.9	4.1	4.4
쇼박스 영업이익	(0.5)	0.9	2.6	7.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 변수

플랫폼과 콘텐츠의 공생 관계 필수적

- 모든 플랫폼은 구조적으로 콘텐츠가 필요, 단일 플랫폼에서만 시청 가능한 오리지널 콘텐츠의 중요성 강화
- 오리지널 콘텐츠가 없다면 결국 넷플릭스와 유튜브에 휘둘릴 수 밖에 없는 구조

넷플릭스와 유튜브

NETFLIX

You Tube

국내 변수

수평과 수직 계열화

- 전 세계적으로 플랫폼과 콘텐츠의 M&A가 매우 활발, 미국이 가장 대표적인 예
- 최근에는 Walt Disney가 21st Fox를 인수하며 콘텐츠 절대 강자로 군림(C와 C의 융합)

Comcast



자료: 언론 자료, 신한금융투자

Walt Disney



자료: 언론 자료, 신한금융투자

국내 변수

폭수수(웨이브)의 등장

- 옥수수는 가입자 기준 국내 최대 OTT, SKT의 무선 경쟁력을 극대화하는 플랫폼
- 폭과 옥수수가 합병되면서 전체 기준 1,340만명 가입자의 국내 최대 OTT로 재탄생

폭과 옥수수의 합병으로 국내 최대 플랫폼 탄생



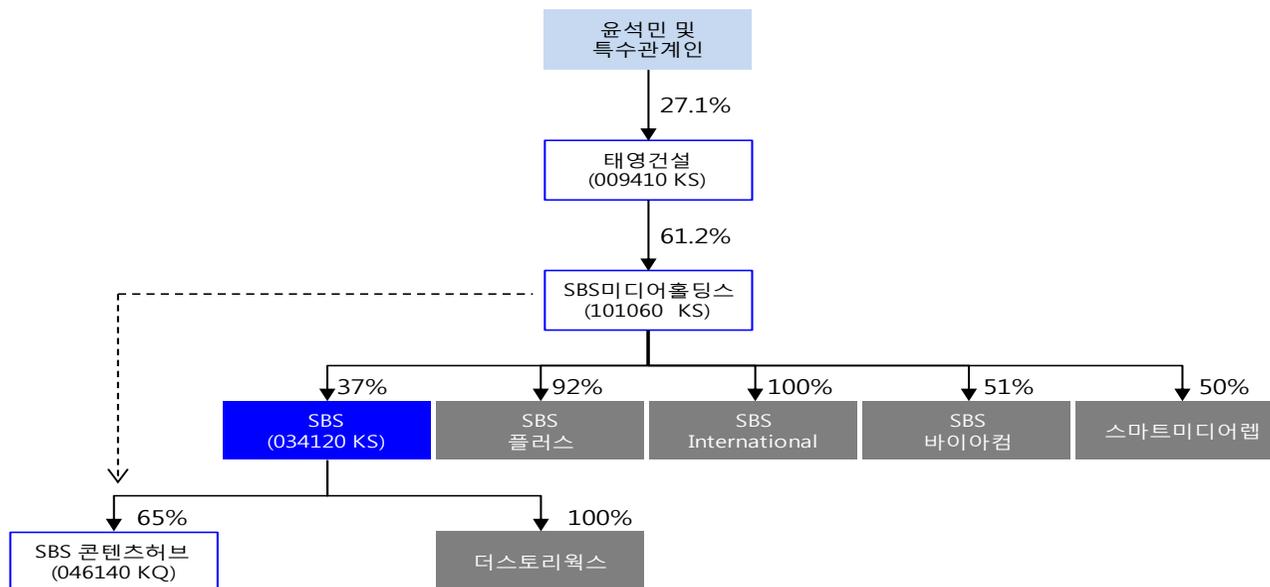
자료: 언론 자료, 신한금융투자

국내 변수

경쟁력을 보유한 SBS와의 융합

- SBS는 기존 압도적 예능 경쟁력에 드라마 반격을 시작한 상황, 지상파 내 콘텐츠 강자로 자리매김한지 오래
- 드라마 사업부 분사를 통해 국내에서 2번째로 큰 드라마 스튜디오 설립 추진 중

SBS의 최근 지배구조 변화



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 변수

지상파의 넷플릭스향 판권 판매

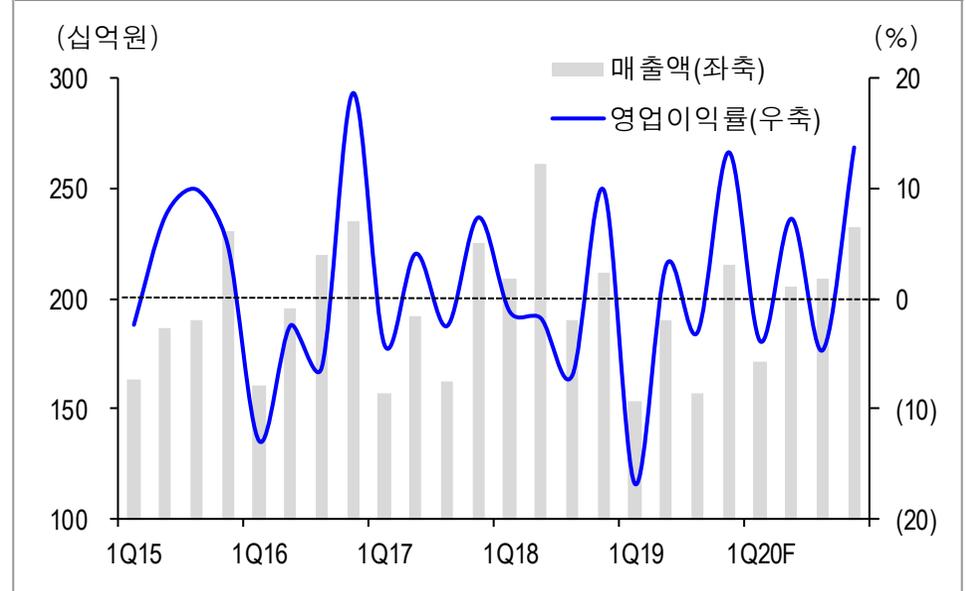
- 각 지상파는 연 2편의 드라마를 넷플릭스에 공급 예상, SBS의 배가본드가 대표적인 예
- 나머지 드라마는 모두 폭수수로 방영 예상, 향후 연간 50편(MBC, KBS 포함)의 드라마 앞세워 동남아 공략 가능

하반기 핵심 드라마 배가본드



자료: 언론 자료, 신한금융투자

SBS의 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	섹터
매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	비중확대 : 업종 내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종 내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종 내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 26일 기준)

매수 (매수)	96.74%	Trading BUY (중립)	0.47%	중립 (중립)	2.79%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 홍세중)

자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.

자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.

당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.