

2018.12.26
Company Analysis

Mid-Small Cap

위지웍스튜디오(299900)

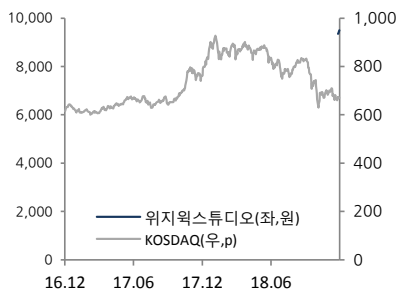
OTT(넷플릭스+디즈니) 수혜, '19년 매출 +63%

BUY(신규)

목표주가(원)	14,000
현재주가(원,12/24)	9,500
상승여력(%)	47.4
시가총액(십억원)	83.6
KOSPI 지수(p)	2,055.01
KOSDAQ 지수(p)	669.79
자본금(십억원)	0.3
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	8,798
52 주 최고가(원)	9,500
52 주 최저가(원)	9,350
60 일 평균거래량(주)	2,950,759
주요주주 지분율(%)	
박인규 외 2 인	34.8

Analyst	홍중모
Sector	스몰캡·인터넷·게임
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

Price Chart



넷플릭스를 보지 않는다면 '인싸'가 아니라는 말이 있을 정도로 OTT 는 우리 생활속에 왜 본인이 넷플릭스를 결제했는지 기억을 떠올린다면, 그 과정에서 콘텐츠의 중요성은 설명할 필요도 없을 듯하다. '19 년에는 넷플릭스의 독무대에 월트디즈니가 올라선다. 넷플릭스와 디즈니의 콘텐츠 전쟁은 드라마보다 재미있을 지도 모른다. 시장의 방향이 보인다면 What You See Is What You Get, 보이는 대로 행동해 보는 건 어떨까?

POINT I. 글로벌 OTT 시장 콘텐츠 치킨게임의 최대 수혜주

- 위지웍스튜디오는 국내 VFX 1세대 출신 멤버들이 설립한 VFX 전문업체이다. 영화는 물론 뉴미디어로도 사업을 확장하여 다변화된 포트폴리오를 보유했다.
- OTT 시장이 성장하며 넷플릭스가 질주하던 시장에 경쟁자들이 대거 진입하고 있다. '19년에는 최고의 콘텐츠 기업 월트디즈니가 온다. 시청자를 확보하기 위한 콘텐츠 치킨게임은 이제 막 시작했다.
- 넷플릭스가 선점한 북미/유럽과 달리 아시아는 아직 메이저한 업체가 없는 시장이다. 특히 최대시장인 중국과, 아시아 전역에 팬층을 가진 한국으로 집중투자가 예상된다.
- 블록버스터 드라마들이 출현하면서 이제 드라마 시장에도 하이 퀄리티 VFX 수요가 늘어나고 있다.
- 위지웍스튜디오는 '18년 5월 국내 업체로서는 최초로 월트디즈니 Audit을 통과했다. 북미와 유럽 중심의 시장에서 경쟁력을 증명받았다고 볼 수 있다.
- 여기에 더해 '19년 1월에는 넷플릭스로 정식 벤더 등록을 앞두고 있다.
- 양쪽 메이저 업체에 벤더등록으로, '19년부터 시작될 콘텐츠 치킨게임의 수혜를 보는 위치를 점했다.

POINT II. 뉴미디어 성장, 매출과 수익성 상승으로 이어진다

- 뉴미디어는 기간과 공정이 짧아 영화와 병행할 경우 공정 최적화가 가능하다. 눈에 보이는 실적 이상의 가치를 가지고 있다.
- ScreenX, 테마파크 어트랙션 등 뉴미디어에서도 대형계약이 기대된다. 매출 사이즈와 수익성이 모두 성장한다.

투자 의견 BUY, 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

- 시장이 구조적으로 성장하는 국면의 최대 수혜가 예상된다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EPS 성장률 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)
2016A	1.1	-1.0	-1.1	-0.9	235	-		
2017A	13.0	2.5	0.5	0.5	136	흑전	-	0.2
2018F	25.1	5.0	5.0	3.9	443	225.6	21.4	16.7
2019F	41.0	10.5	10.5	8.2	955	115.4	10.0	8.0

영화 + 뉴미디어, 포트폴리오를 갖춘 VFX 전문기업

VFX 전문업체

20년 이상의 업력을 보유한
창립멤버로 만파워 확보

영화/드라마 뿐만 아니라
다양한 포맷의 뉴미디어로
사업 확대

위지웍스튜디오는 12/20 상장한 VFX(Visual Effects, 시각효과) 영상제작 전문업체이다. 박관우 공동대표는 '94년 국내 최초로 CG 기술을 적용한 영화 구미호 제작에 참여한 국내 VFX 산업 1세대이며, 창립멤버들 역시 20년 이상의 업력을 보유하여 국내 최고 수준의 만파워를 확보했다. 이를 기반으로 영화와 드라마의 VFX는 물론 VR/AR, ScreenX, 전시/홍보 등 뉴미디어 콘텐츠까지 사업을 확대하여 실적이 계단식으로 성장하는 모습을 보여준다. 3분기 누적 매출 183억원(+235.9%, YoY) 영업이익 40억원(+3,586.3%, YoY)을 기록했으며 매출비중은 VFX 67%, 뉴미디어 33% 순이다.

'19년에는 다시 한 번 실적 Jump-up이 기대된다. 1) OTT(Over the top) 시장의 경쟁이 심화되면서 넷플릭스와 월트디즈니를 중심으로 독점 콘텐츠 확보를 위해 대규모 투자가 예상된다. 위지웍스튜디오는 국내업체로는 유일하게 디즈니 전체공정 Audit을 통과했고, 1월에는 넷플릭스 정식벤더 등록을 앞두고 있어 시장 경쟁에 따른 수혜를 보는 위치에 있다. 2) 또한 ScreenX, 테마파크 등 뉴미디어 부문도 '19년 공급계약 체결이 기대된다. 이는 공정 최적화를 통한 비용절감 효과도 더해져 매출과 수익성 모두 상승할 것이라 판단한다.

투자 의견 BUY, 목표주가 14,000원

위지웍스튜디오에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 14,000원을 제시하고 커버리지를 개시한다. '19년 예상실적은 매출 410억원, 영업이익 105억원이며 목표주가는 '19년 Fwd EPS 954원에 P/E 14.7배를 적용하여 산출했다. 1월 넷플릭스 정식벤더 등록을 앞두고 있어 추가적인 실적 성장도 가능하다고 판단하며, 등록 완료 시 업데이트 예정이다.

[도표01] 실적 테이블

(단위:십억원, %)	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1.1	13.0	25.3	41.0
영업이익	-1.0	2.5	5.0	10.5
OPM(%)	-88.1	19.1	19.9	25.6

자료: 유화증권

[도표02] 영화 VFX 공정 개요 - Pre Production, Production, Post Production 순



자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

아이템 소개

영화/드라마 VFX
촬영전/촬영/촬영후 작업으로
3단계 공정
장르/작품별로
공정 중요도 차이

위지웍 시스템
What You See Is
What You Get

실시간으로 영상구현
예산 50% 촬영기간 78%
절감

1. VFX: VFX는 CG를 비롯한 시각효과를 말한다. 영화와 드라마 VFX 제작공정은 크게 1) 촬영 전 캐릭터, 환경 컨셉 및 프리비주얼, 테크비주얼을 통해 사전 시각화 작업을 하는 Pre Production 2) 계획된 VFX에 대해 실제 촬영 현장에서 관리하는 Production 3) 촬영 이후 최종적으로 작업하는 Post Production 단계로 나뉜다. 판타지/SF와 같이 특수한 비주얼을 필요로 하는 경우 Pre Production, 현대물 배경의 블록버스터일 경우 Post Production에 작업이 집중되는 등 영화마다 특성이 다르다.

위지웍스튜디오의 기술 경쟁력은 Pre Production에 주로 사용되는 위지웍 시스템이다. [도표03]에서 볼 수 있듯이 기존에는 촬영 전에 그림으로 콘티를 만들고, 이를 기반으로 촬영하고 검토한 후 만족스런 장면이 나올 때 까지 재촬영하는 과정을 반복했다. 반면 위지웍 시스템은 연기가 연기되면 실시간으로 영상이 구현되기 때문에 영화장면이 어떻게 구현될 지 즉각 확인하고 수정이 가능하기 때문에 이러한 시행착오를 크게 줄일 수 있다. 실제로 위지웍 시스템을 사용한 현장에선 예산은 50% 절감, 촬영기간은 78% 단축되는 모습을 보였다.

[도표03] 기존 영상작업 - 콘티를 만들고 촬영 후 리뷰하고 재촬영



자료: 언론종합, 유화증권

다양한 포맷의 뉴미디어
영화와 달리 작업기간 짧고
공정 간소함

영화와 함께 진행하면
비용감소, CAPA 증가 등
시너지 효과

2. 뉴미디어: ScreenX, 테마파크 어트랙션, 광고, VR/AR 등 영화와 드라마를 제외한 타 플랫폼에 적용되는 VFX를 말한다. 영화 VFX는 Pre Production부터 Post Production에 이르기까지 전체공정에 참여하므로 1) 작업기간이 6개월에서 18개월까지 길며, 여기에 촬영 후에 추가작업이 필요하고 외부 요인 때문에 개봉시기가 연기되는 리스크가 있다. 2) 또한 앞서 언급했듯이 영화마다 제작특성이 다르기 때문에 매 작업마다 어떤 공정은 과부하가 걸리고, 다른 공정에선 유휴인원이 나타나는 등 병목현상이 발생하여 때문에 공정관리가 어렵다는 단점이 있다.

반면 뉴미디어는 프로젝트를 진행하는데 짧으면 1~3개월 수준으로 끝나며, 공정도 전체 공정을 하는 것이 아니라 일부 공정만 투입되는 경우가 대부분이다. 이 때문에 수익성 자체도 높으며, 소수 인력으로 단기간 진행이 가능하기 때문에 인력 활용이 가능하다.

위지웍스튜디오는 경쟁사들과 달리 뉴미디어 부문에서 강점을 갖고 있어서 영화작업과 병행하면서 유휴인력을 빠르게 투입할 수 있기 때문에 공정 최적화가 가능하다. 이는 [도표06]에서 볼 수 있듯 동종업계 대비 높은 수익성으로 나타난다.

[도표04] 위지웍 시스템 - 연기하면 실시간으로 확인/수정



자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

뉴미디어 부문은 플랫폼 별로 다양하나 그 중에서 주요 아이템으로는 ScreenX와 테마파크 어트랙션이 있다.

‘보헤미안 랩소디’에도 쓰인 ScreenX

상영관 향후 1,000개로 증가

테마파크의 꽃, 다크라이드

1) ScreenX: CJ CGV가 개발한 특수효과 상영포맷으로, 정면만 활용하는 다른 상영관과 달리 좌,우,정면 3면을 스크린으로 활용하여 현장감을 높이는 기술이다. 다른 특수효과 상영포맷인 4DX나 아이맥스와 차별화된 경험을 제공하기 때문에 좋은 반응을 끌어내고 있으며, ‘18년 하반기 국내서 인기를 끌고 있는 영화 보헤미안 랩소디 역시 ScreenX를 활용한 영화이다. ‘18년 기준 ScreenX 상영관수는 300개이며, ‘20년 1,000개로 늘어날 계획이다. 위지웍스튜디오는 좌,우측 스크린에 들어가는 VFX를 담당하고 있으며 ‘18년 월트디즈니의 ‘앤트맨과 와스프’를 비롯한 5개 작품 작업을 진행했다.

2) 테마파크 어트랙션: 테마파크의 실내 놀이기구인 다크라이드에 들어가는 영상이다. 건설비용은 비싸지만 차별화된 경험이 가능하기 때문에 대형 테마파크들은 인기 IP를 사용하거나 신기술을 적용한 다크라이드를 대표 콘텐츠로 홍보하고 있다. 관광객들이 유니버설 스튜디오의 필수코스인 꼽는 ‘해리포터 포비든 앤 저니’가 대표적이다.

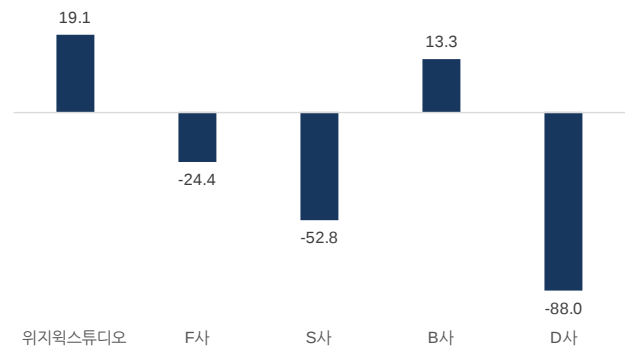
박관우 공동대표는 미국 Showscan 사에서 부사장을 역임하며 ‘백 투 더 퓨처’ 등 테마파크 어트랙션 개발에 참여한 레퍼런스가 있어 향후 성장이 기대된다.

[도표05] 뉴미디어 - 다양한 플랫폼의 VFX 작업



자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

[도표06] ‘17년 기준 동종업계 수익성 비교(단위:%)



자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

[도표07] 스크린 3면을 활용하는 상영포맷 ScreenX



자료: CJ CGV, 유화증권

[도표08] 박관우 대표가 참여한 테마파크 어트랙션 ‘백 투 더 퓨처’



자료: Youtube, 유화증권

POINT I. 글로벌 OTT 시장 콘텐츠 치킨게임의 최대 수혜주

위지웍스튜디오는 국내 최초로 미국 월트디즈니로부터 VFX 전체공정에 대해 Audit을 통과하며 정식벤더로 등록됐다. 여기에 더해 넷플릭스 벤더 등록 절차를 진행 중이며 '19년 1월경에는 벤더 등록이 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 VFX 부문은 '19년 시작될 아시아 시장의 OTT 콘텐츠 확보전에 따른 실적 Jump-up이 예상된다.

월트디즈니 OTT 시장 진출 글로벌 콘텐츠 CAPEX 증가

아직 메이저 업체가 없는
아시아 시장
중국과 한국시장 투자 집중
높아진 눈높이에 맞는
고 퀄리티 VFX 시장에 주목

'18년 5월 월트디즈니
전체공정 Audit 통과
기술력 바탕으로
OTT 시장 성장 수혜

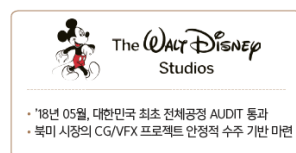
1) '19년 월트디즈니가 OTT 시장에 본격 진출하면서 글로벌 업체들을 중심으로 독점 콘텐츠 확보를 위한 CAPEX 투자 확대가 예상된다. 월트디즈니는 넷플릭스와 우호적 관계였으나, 넷플릭스의 영향력이 확대되자 '17년 8월 자체 플랫폼인 '디즈니+' 출시를 발표하면서 결별 선언을 했다. 이에 따라 '19년부터는 넷플릭스에서 마블, 스타워즈 등 월트디즈니 계열 콘텐츠가 내려갈 예정이다. 넷플릭스는 이를 보충할 콘텐츠가 필요한 상황이며, 월트디즈니 역시 21세기 폭스를 713억달러에 인수하고 IP를 이용한 드라마 출시를 발표하는 등 콘텐츠 치킨게임에 돌입했다. 따라서 '19년 글로벌 OTT 업체들의 콘텐츠 투자는 큰 폭으로 상승할 것으로 보인다.

2) 그 중에서도 아시아 시장은 넷플릭스의 점유율이 9%에 그치고 있어 글로벌 CAPEX 증가율을 넘어서는 성장세를 보일 것이라 예상된다. 특히 최대시장인 중국과, K컬처로 아시아 전역에 영향력을 가진 한국산 콘텐츠에 대규모 투자가 계획되어 있다.

3) 이에 따라 VFX 산업의 성장이 예상된다. OTT 콘텐츠로 시청자들의 눈높이가 높아지며 영화는 물론 드라마에서 VFX 수요 역시 증가하고 있다. 위지웍스튜디오는 시장의 주축인 월트디즈니와 넷플릭스 양쪽 벤더등록이 예상되어 가장 큰 수혜를 보는 위치에 있다. 흥행 비즈니스가 아니라 벤더로서 구조적으로 성장한다는 점 역시 매력적이다.

[도표09] 월트디즈니 및 해외 메이저사와 협력/제휴

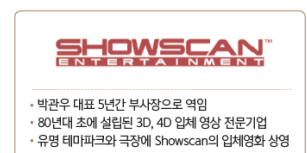
Walt Disney Studios 공식 협력사



할리우드 메이저 VFX사와 기술 제휴



할리우드 뉴미디어사와 전략적 제휴



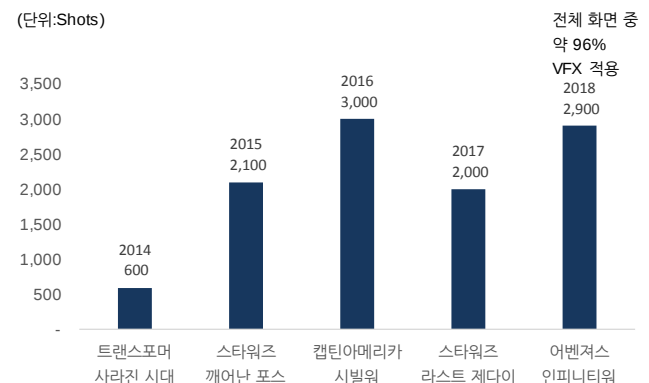
자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

[도표10] '19년 OTT 시장의 지각변동 - 넷플릭스 VS 월트디즈니



자료: 언론종합, 유화증권

[도표11] 글로벌 박스오피스 1위 VFX 적용 - 시청자 눈높이 높아짐



자료: Upcoming VFX Movies, Screen Crush, 위지웍스튜디오, 유화증권

1. OTT시장 성장, 포인트는 오리지널 콘텐츠 투자

OTT 시장은 고 성장 중

OTT 시장은 폭발적인 성장세를 보이고 있다. 글로벌 시장규모는 '14년 179억 달러에서 '17년 640억 달러로 올라섰으며, '20년엔 1,000억달러 시장으로 성장이 예상된다. 특히 시장점유율 1위 업체인 넷플릭스의 전세계 가입자수는 3Q18 기준 1억3,700만명으로 '11년 이후 연평균 28% 이상의 성장세를 보이고 있으며, '17년 1분기에는 북미시장에서 케이블 TV 가입자수를 넘어서면서 메이저한 미디어 채널로 자리잡았다.

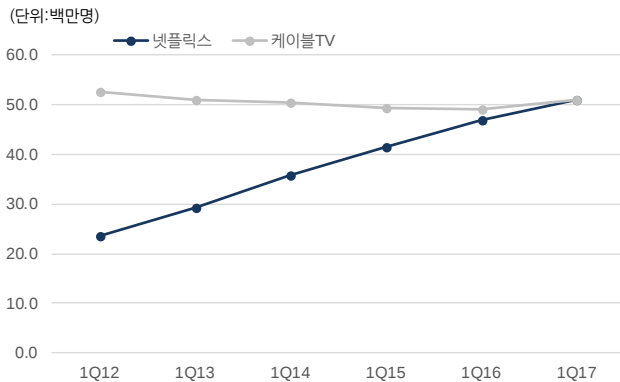
OTT의 경쟁력: 차별화된 콘텐츠

OTT 시장 성장이 성장할 수 있었던 것은 1) 가격 경쟁력과 2) 오리지널 콘텐츠이다. 북미시장 기준 월 구독료가 유료방송 대비 20~30% 수준인 데다가, '13년 '하우스 오브 카드'를 시작으로 다른 채널에서는 볼 수 없는 고품질의 오리지널 콘텐츠를 제작하여 시청자들을 끌어들이었다. 또한 오리지널 콘텐츠가 늘어나면서 다른 콘텐츠 공급업체와 교섭력도 확보하여 비용절감이 되는 선순환 구조로 이어졌다.

콘텐츠 투자 증가 추세 외부 수급이 아닌 오리지널 콘텐츠 증가 시장의 파이가 커진다

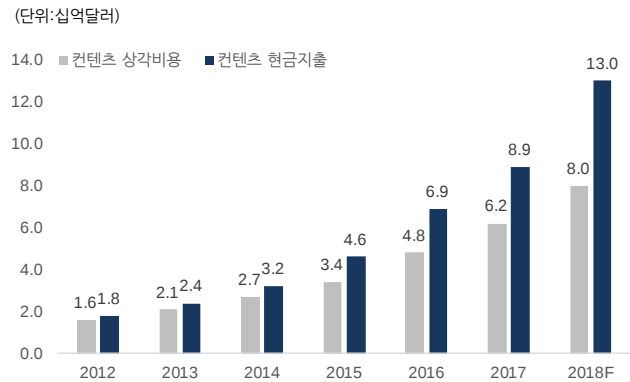
이에 따라 콘텐츠 부문 투자는 큰 폭으로 성장했다. 넷플릭스 콘텐츠 투자비용은 '12년 18억달러(현금지출 기준)에 그쳤으나 연평균 40% 증가하면서 '18년엔 130억달러까지 올라온 것으로 파악된다. 오리지널 콘텐츠 투자는 이보다 높아서, '17년에는 투자비용 전체에서 25%에 그쳤으나 '20년에는 '60%를 돌파할 것으로 보인다. 이는 단순한 CAPEX 증가가 아닌, 콘텐츠 시장 전체의 성장을 의미한다.

[도표12] 북미 넷플릭스 가입자수 - '17년 케이블TV를 넘어서



자료: 넷플릭스, Statista, 유화증권

[도표13] 넷플릭스 콘텐츠 투자비용 추이



자료: 넷플릭스, KCA, Cowen, 유화증권

[도표14] 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 수 추이 - 드라마, 영화 중심으로 큰 폭으로 증가

(단위:십억원, %)	2013	2014	2015	2016	2017
드라마	15	8	32	53	66
영화	1	7	9	48	80
애니메이션	4	7	15	20	20
외국어	0	0	1	3	6
다큐멘터리	1	1	3	11	15
코미디	4	8	17	30	75

자료: 넷플릭스, 정보통신산업진흥원, NIPA, 유화증권

2. 월트디즈니가 온다, '19년 시장의 투자확대를 앞두고

그렇다면 앞으로도 글로벌 OTT 업체들의 투자확대 추세가 지속될까? 당 리서치센터는 앞으로도 이런 추세는 지속되며, 특히 '19년을 기점으로 시장의 콘텐츠 CAPEX 투자가 다시 한 단계 도약할 것이라 예상한다.

OTT 시장 경쟁 심화 코드커팅으로 TV채널의 수익 감소, OTT 시장으로

1) 신규진입자가 늘어나면서 OTT 시장 경쟁이 심화되고 있다.

OTT 시장 확대로 피해를 본 TV업체와 넷플릭스에 종속되는 것을 우려한 대형 콘텐츠 업체들이 OTT 시장에 진출하고 있다. 앞서 언급했듯이 OTT 시장이 성장하면서 기존의 케이블TV 등 유료방송을 아예 해지하는 코드 커팅(Code Cutting) 시청자도 늘어나고 있다. '17년 기준 미국에서 코드 커팅한 시청자 수는 2,490만명으로 전체인구의 9.8%를 차지하며, '20년 5,510만명까지 늘어날 것으로 보인다. 이에 HBO, CBS 등 TV업체들은 OTT서비스를 런칭하여 자사 독점 콘텐츠를 내놓고 있다.

OTT 시장은 승자독식 시장

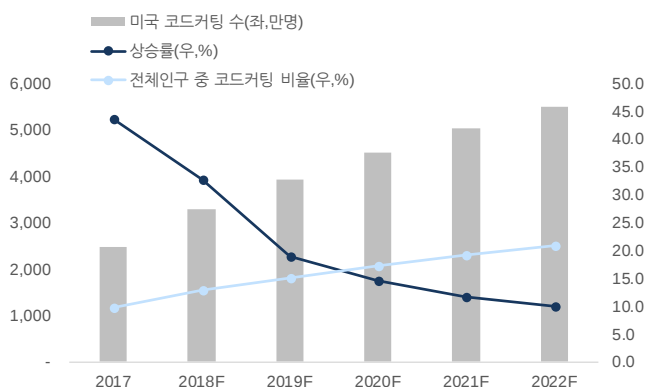
또한 콘텐츠 비즈니스인 TV 채널과 달리 OTT 시장은 플랫폼 비즈니스로 승자가 모든 수익을 독식하는 'Winner takes it all' 형태를 보여주고 있어서, 지금까지는 넷플릭스와 우호적인 관계를 가져왔던 대형 콘텐츠 업체들도 계약을 중단하고 자체 OTT 플랫폼을 출시하고 있다. 이 때문에 북미시장에만 대략 100여 개의 OTT 서비스가 서로 경쟁하고 있으며, 글로벌 단위로는 17,000 개 이상의 OTT 서비스가 경쟁하고 있다.

'19년 월트디즈니가 온다

2) 특히 '19년엔 세계 최대 콘텐츠 업체 월트디즈니가 자체 브랜드를 사용한 플랫폼을 출시하며 OTT 시장에 본격 진출한다.

월트디즈니는 '12년 넷플릭스와 자사 영화의 독점 배급권 계약을 체결하는 등 우호적 관계였다. 그러나 자사 케이블TV인 디즈니채널과 프리폼(Freeform)에서 3년만에 각각 400만 명 이상의 시청자가 빠져나가면서, '18년 7월 넷플릭스와 결별하고 '19년에 독자 플랫폼인 '디즈니+'를 출시할 것임을 발표했다. 월트디즈니는 '18년 6월 21세기 폭스를 인수하면서 이미 OTT 시장점유율 3위 업체인 훌루(Hulu) 지분 60%를 보유하고 있다. 우선 훌루를 통해서 독점 콘텐츠를 선보이고, 디즈니+ 출시 이후엔 디즈니+를 훌루, ESPN+(스포츠)와 함께 번들로 서비스를 제공하여 시청자를 유인할 계획이다. 따라서 디즈니의 영화와 마블, 픽사, 루카스필름(스타워즈), 내셔널 지오그래픽 등 월트디즈니 소유 콘텐츠는 향후 월트디즈니계열 OTT에서 독점적으로 선보일 것으로 보인다.

[도표15] 미국 코드커팅 시청자수 전망



자료: e마케터, 언론종합, 유화증권

[도표16] 월트디즈니가 보유한 주요 IP(21세기 폭스 포함)



자료: 언론종합, 유화증권

넷플릭스 VS 월트디즈니, 콘텐츠 치킨게임의 시작

콘텐츠 치킨게임 시작

OTT 서비스, 1개만 살아남는다

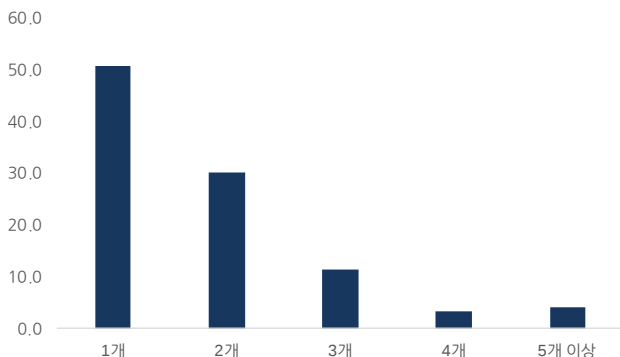
넷플릭스의 신용등급 OTT 시장에서 콘텐츠 투자는 선택이 아닌 생존의 문제

이에 따라 '19년부터 넷플릭스와 월트디즈니의 콘텐츠 확보를 위한 치킨게임이 벌어질 것으로 보인다.

앞서 언급했듯이 OTT 시장은 승자가 독식하는 시장이며, 경쟁력 확보를 위해 오리지널 콘텐츠 확보가 필수적이다. OTT 이용자 51%가 서비스를 1개만 이용한다 밝혔으며, 2개 서비스 사용자까지 합치면 전체비중은 80%를 넘어선다. 그 말은 플랫폼 별 오리지널 콘텐츠를 보기 위해 여러 개 서비스를 이용하는 하드코어 팬도 구독 가능한 서비스는 2~3개를 넘지 않으며 2위 업체가 기대할 수 있는 점유율은 30%대에 그친다는 것이다. 따라서 생존을 위해선 상대진영을 압도한 1위 업체로 올라서는 수밖에 없으며, 콘텐츠 투자는 선택이 아닌 필수이다.

넷플릭스의 신용등급은 이러한 OTT시장의 특성을 보여준다, 무디스는 CAPEX 증가에 따라 '17년 넷플릭스의 신용등급을 B1으로 하향했다. 그러나 넷플릭스는 콘텐츠 투자를 목적으로 '18년 한 해에만 3차례에 걸쳐 차입을 진행했으며 9월에는 20억 달러 규모의 대규모 차입을 진행했다. 이는 OTT 시장이 그만큼 무리를 해서도 투자가 필요한 시장이라는 것을 보여준다. 특히 OTT와 다른 채널이 없는 넷플릭스는 가입자수 증가추세를 유지해야 하는데 현재 경쟁구도에서 독점 콘텐츠 확보에 실패한다면 넷플릭스는 이를 유지할 수 없을 가능성이 높다.

[도표17] OTT 이용자의 서비스 이용 개수 설문조사



자료: 라임라이트, 유화증권

월트디즈니의 공백을 채울 콘텐츠 투자가 필요한 넷플릭스

1억명 구독자를 잃어서 플랫폼 확보가 필요한 월트디즈니

따라서 '19년에도 넷플릭스의 대규모 투자가 예상된다. 당장 월트디즈니 관련 콘텐츠가 내려가면서 이를 보충하기 위한 투자가 필요하다. 월트디즈니는 '17년 기준 전체 박스 오피스 매출의 25%, 21세기 폭스까지 포함하면 40%를 차지하고 있으며, IP를 활용하여 제작한 마블 드라마 시리즈 '디펜더스'는 넷플릭스가 독점 배급해 온 킬러 콘텐츠였다.

월트디즈니도 투자에 동참할 것으로 보인다. 디즈니+ 자체는 '19년말 출시할 예정이나, 당장 '19년에도 선행투자를 계획하고 있다. 이번 넷플릭스와의 결별로 월트디즈니 역시 1억명이 넘는 구독자를 가진 채널을 잃게 되었다. 시장점유율 3위 업체인 훌루를 보유하고 있으나 '18년 하반기 기준 훌루의 가입자수는 2,300만으로 넷플릭스 대비 20%에 미치지 못한다. 디즈니+ 출시 후 훌루 이용자를 기반으로 번들 서비스를 출시할 계획인 것을 감안하면 수익성과 향후 마케팅을 위해서라도 선행투자가 필요하다.

[도표18] 디즈니와 결별로 후속시즌이 취소된 마블 드라마 시리즈



자료: 넷플릭스, 유화증권

3. 치킨게임, 최대 격전지는 아시아 시장

아시아 시장에 주목

그렇다면 OTT 업체들의 투자확대로 인한 최대 수혜시장은 어디일까? 당 리서치센터는 아시아 지역, 특히 한국과 중국의 드라마 시장이 될 것이라 판단한다.

OTT 블루오션 아시아 시장

[도표19]에서 확인할 수 있듯이 북미/유럽 시장은 넷플릭스가 선점하고 있어 시청자를 유인하기 위해선 대규모 마케팅 비용 지출이 필요하다. 반면 아시아 OTT 시장은 아직 다양한 기업들이 진입하는 경쟁 초기단계에 머물러 있다. 북미/유럽에서 60%~80%대 점유율을 가진 넷플릭스도 아시아 시장점유율은 9%에 그치고 있다. 즉, 업체 입장에서 투자 대비 효율이 가장 큰 구간이다.

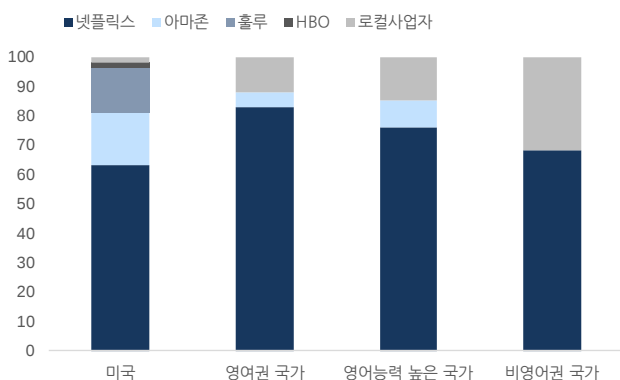
넷플릭스, '17년 옥자를 시작으로 한국 시장 진출 옥자 서비스로 단기간에 시청자수 2배 이상 증가 콘텐츠의 힘

이 때문에 넷플릭스를 비롯한 OTT 업체들은 앞서 북미/유럽시장과 마찬가지로 아시아 시장에 특화된 콘텐츠 투자에 나서고 있다. 넷플릭스는 '17년 영화 '옥자' 투자한 것을 시작으로 '18년에는 '미스터 션샤인'의 글로벌 독점배급권을 조건으로 제작비의 80%인 300억원을 투자했다. 실제로 '옥자' 서비스 전후로 한국 시청자수가 2배 이상 증가하는 모습을 보였고, '미스터 션샤인'은 아시아 전역에서 비평가 흥행에 성공했다. 이에 따라 투자는 급속도로 늘어나고 있다. '18년 하반기 기준 넷플릭스가 방영권을 확보한 한국 콘텐츠는 550여 개이며, 진행된 제작비용만도 1,500억원 수준이다. 지난 11월엔 아시아 시장을 타겟으로 제작발표회를 열었으며 '19년도 이러한 기조는 유지될 것으로 보인다.

중국과 한국을 잡는 자가 아시아 시장을 잡는다

이러한 콘텐츠 투자는 앞으로 1) 거대시장인 중국과 2) 아시아 전역에 영향력을 가진 한국의 드라마 중심으로 이뤄질 것으로 보인다. 1) 중국 OTT시장은 '17년 기준 11조원 수준이며 '20년에는 24조원까지 성장이 예상된다. 여기에 해외 콘텐츠 수입규제와 인기 프로그램 판권료 급증이 겹치며 오리지널 콘텐츠 수요가 크게 증가하고 있다. 2) 한국은 미스터 션샤인 사례에서 보여줬듯이 아시아 전역에 팬층을 확보하고 있어 아시아 시장 확보를 위해선 투자가 필수적이다. 이미 성공사례가 나온 만큼 투자도 폭발적 증가가 예상된다.

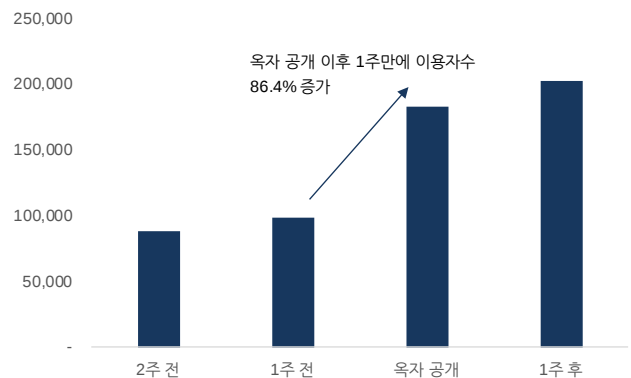
[도표19] OTT점유율 - 북미/유럽 넷플릭스가 선점해 경쟁강도 높음



자료: Ovum, 유화증권

주: 영어권 국가는 캐나다, 영국 / 영어능력 높은 국가는 스웨덴, 핀란드
비영어권 국가는 이탈리아, 프랑스, 독일 등

[도표20] 옥자 공개 전후 넷플릭스 한국 시청자수 - 콘텐츠 영향력



자료: 와이즈앱, 언론종합, 유화증권

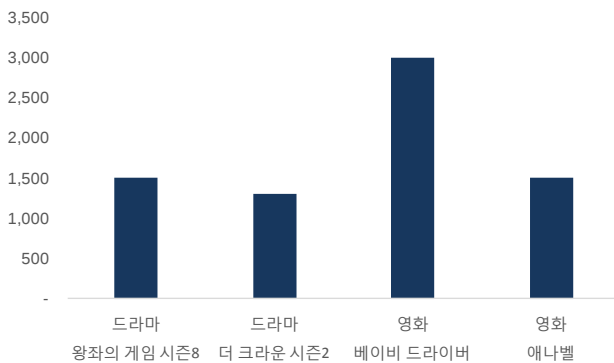
4. 높아진 눈높이, 드라마도 이젠 VFX 시대

높아진 시청자들의 눈높이
이제는 드라마에도
하이 퀄리티 VFX

아시아 드라마 시장이 성장하면서 VFX 산업의 구조적 성장이 예상된다.

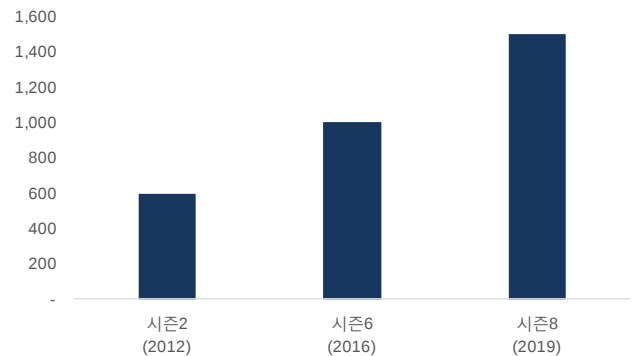
OTT 업체들의 독점 콘텐츠는 단순히 양이 중요한 게 아니라, 경쟁사의 시청자들까지 끌어들이기 위해 퀄리티가 높다. 따라서 앞서 북미/유럽에서 보여줬듯이 OTT 서비스가 보급되면 커버할 수 있는 시청자수가 증가하면서 드라마 시장 투자가 늘어나는 경향을 보인다. [도표21]에서 볼 수 있듯이 북미시장에서 주요 드라마의 편당 제작비용은 이미 블록버스터를 제외하면 영화 수준으로 올라왔으며, 시간 순으로 봐도 '12년에는 최고 제작비 드라마라도 편당 제작비는 400만달러 선이었으나 '19년 기준으로 1,500만달러까지 올라오는 모습을 보여주고 있다.

[도표21] 드라마 VS 영화 편당 제작비 추이



자료: 언론종합, 유화증권

[도표22] 드라마 왕좌의게임 시즌/연도별 편당 제작비 추이



자료: HBO, 언론종합, 유화증권

집행가능한 제작비가 늘어나며 드라마 시장의 VFX 수요 확대가 예상된다. 시청자들은 이미 해외 OTT 콘텐츠로 눈높이가 올라간 상황이기 때문에 영상의 퀄리티를 결정하는 하이 퀄리티 VFX에 대한 요구가 높아지고 있다. 중국의 경우 이미 주요 영화에서 전체 제작비용 대비 VFX 투자비용 비중은 50%를 넘어섰다. 이어 '18년에는 '신들의 전쟁'과 같이 VFX가 중요한 요소를 차지하는 판타지 드라마를 출시하면서 드라마에서도 VFX 적용이 늘어나고 있다.

한국 역시 사전제작 시스템이 자리잡으면서 VFX에 대한 비용과 시간 투자가 늘어나고 있다. 과거 '쪽대본'으로 대표되는 실시간 제작 시스템 하에서는 촬영 후 영상 수정까지 시간이 1~2일에 불과하여 제한적인 작업만 가능하였으나, 미스터 션샤인의 경우 방영 9개월 전부터 촬영에 착수했으며, '19년 1월 방영할 넷플릭스 독점 드라마 킹덤은 방영 9개월 전인 '18년 4월에 촬영을 완료했다. 통상 헐리웃 블록버스터 영화가 VFX 후반 작업을 하는데 3~10개월 가량 소요된다는 점을 감안하면 드라마도 영화 수준까지 작업 시간이 늘어나게 되었다. 이에 따라 기존과는 달리 하이 퀄리티 VFX 투자도 가능하게 되었다.

5. 위지웍스튜디오, 콘텐츠 치킨게임의 구조적 수혜주

당 리서치센터는 앞서 언급한 OTT 시장의 성장에 따른 콘텐츠 치킨게임과, 이로 인한 아시아 드라마 시장 성장의 최대 수혜주로 위지웍스튜디오를 제시한다.

1) OTT 시장의 메이저 업체인 넷플릭스와 월트디즈니와 작품에 모두 진입이 가능하다. OTT 업체들이 퀄리티 컨트롤에 나서면서, 영상 퀄리티에 직결되는 VFX 업체의 경우 콘텐츠 제작사들에 검증된 업체를 쓰도록 요구하고 있다.

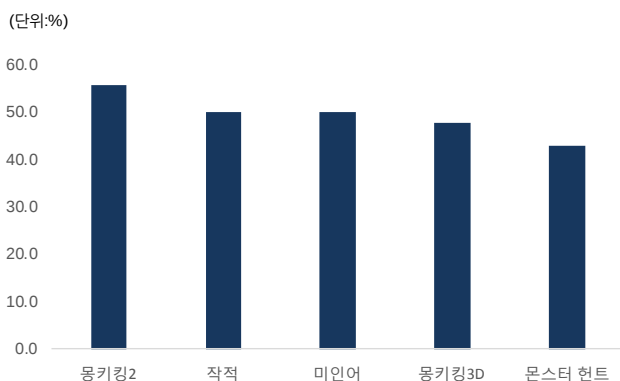
위지웍스튜디오는 5월 국내 업체로는 최초로 월트디즈니로부터 VFX 전체공정에 대해 Audit을 통과해 정식벤더로 등록됐다. 전체공정에 Audit을 통과한 업체는 대부분 북미, 영국 등에 소재한 메이저 업체이며, 이번 통과는 위지웍스튜디오가 기술 및 인프라에서 글로벌 수준까지 올라왔음을 인정받았음을 보여준다.

여기에 더해 넷플릭스도 벤더등록 절차를 진행 중이다. '19년 1월에 인증절차가 진행될 예정이며, 시장에서 월트디즈니의 인증이 스탠다드로 자리잡고 있고 상대적으로 벤더 등록 요구조건도 낮은 만큼 벤더 등록 가능성은 높다고 판단한다. 실제로 언론을 통해 위지웍스튜디오가 '19년초 제작에 들어갈 넷플릭스의 독점 드라마 '킹덤' 시즌2 제작에 참여하는 것으로 알려졌다, 실제 인증이 가시화되면 업데이트 예정이다.

2) 또한 아시아 전역에서 시장 선점이 가능해졌다. 앞서 언급했듯이 한국은 물론 중국에서도 VFX 수요가 늘어나고 있으나 로컬업체들의 작업물은 퀄리티 면에서 아직 해외 업체에 미치지 못하고 있다. 위지웍스튜디오는 헐리웃과 비슷한 수준의 기술력을 확보했으나 제작비는 1/5 수준으로 앞으로 수요 증가가 예상된다.

직접 콘텐츠를 제공하는 것이 아니기 때문에 정책 리스크가 없단 점 역시 긍정적이다. 실제로 사드 배치 이후에도 중국 블록버스터 영화의 70%가 한국업체에서 VFX 작업을 진행하고 있으며 위지웍스튜디오 국내 콘텐츠 업체들의 수출이 막힌 상황에서도 중국 콘텐츠 제작에 참여하고 있다.

[도표23] 중국 주요 영화들의 VFX 자본투자 비중



자료: 人民网, KORTA, 유화증권

[도표24] 위지웍스튜디오 뉴미디어 레퍼런스



자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

POINT II. 뉴미디어 성장, 매출과 수익성 상승으로 이어진다

영화/드라마 VFX는 물론 뉴미디어 부문에서 성장을 앞두고 있으며 매출과 수익성 모두 기여할 것이라 예상한다. 위지웍스튜디오는 뉴미디어 부문에서 레퍼런스를 갖고 있어 포트폴리오가 다각화 되어있다. '19년에는 뉴미디어 부문에서 대규모 프로젝트 수주를 앞두고 있다. '19년 기준 뉴미디어 매출은 50% 선까지 성장이 기대되며, 앞서 언급한 공정 최적화 효과가 발생하여 매출과 수익성 모두 기여할 것이라 판단한다

1) ScreenX: 위지웍스튜디오는 '18년말 기준 '앤티맨과 와스프'를 비롯한 5개의 헐리웃 영화에서 ScreenX 작업 레퍼런스를 가지고 있다. ScreenX는 단순히 짜여진 대로 작업 하는 것이 아니라 없었던 부분의 VFX 작업이 필요하기 때문에 제작 난이도가 높지만 영화 크리에이터의 레퍼런스도 필요하다. 따라서 위지웍스튜디오가 보유한 레퍼런스는 ScreenX 콘텐츠 확대에 따른 수주 증가로 이어질 것이라 판단한다.

언론을 통해 위지웍스튜디오는 '19년 15편의 영화에 ScreenX 관련한 콘텐츠 공급이 논의되고 있는 것으로 알려졌다. 라인업 개봉 연기 가능성을 고려하여 보수적으로 11~12건만 인식된다고 가정해도 금년 대비 2배를 넘어서게 되며 '19년 스크린X 매출은 80~90억원 선으로 성장이 예상된다.

2) 위지웍스튜디오가 강점을 가진 테마파크 사업 역시 성장이 예상된다. 테마파크 사업은 다른 뉴미디어 콘텐츠 대비 작업기간은 길지만 매출 사이즈가 크기 때문에 입찰시 큰 폭의 매출 성장이 가능하다. 박관우 공동대표는 미국 Showscan사에서 부사장을 역임하며 '백 투 더 퓨처' 등 테마파크 어트랙션 개발에 참여한 경험을 기반으로 중국 테마파크 어트랙션 제작에 참여할 계획이다.

중국 주요기업 중 테마파크 투자에 나서고 있는 곳으로는 에버그란데그룹과 완다그룹이 있다. '19년 기준 에버그란데그룹은 8개, 완다그룹은 10개의 테마파크를 구축할 계획을 갖고 있는 것으로 알려져 있다. 위지웍스튜디오는 중국 에버그란데그룹에는 벤더등록이 되어있으며, '19년 상반기에는 완다그룹에도 등록될 예정이다. 벤더 등록 후 테마파크 입찰에 참여할 예정이며, 보수적으로 2~3건 입찰에 성공, 제작기간을 감안하여 진행률 기준 50% 인식한다고 가정해도 유의미한 매출 확대가 가능하다. 이 역시 가시화되면 업데이트 예정이다.

[도표25] '19년 뉴미디어 부문 성장을 이끌 ScreenX와 테마파크



자료: 위지웍스튜디오, 유화증권

Compliance Notice

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 홍종모)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

<기업분석 투자 의견 구분>

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 수익률이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 수익률이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 -10%이하의 수익률이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

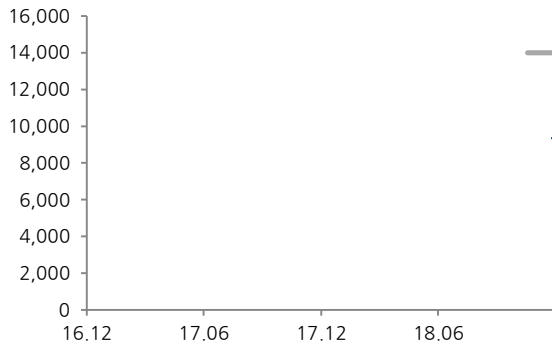
(기준일: 2018.09.30)

투자등급	금융투자상품의 비율
매수	100.0%
중립	0.0%
매도	0.0%
합계	100.0%

<산업분석 투자 의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

위지웍스튜디오 주가 추이 및 목표주가



Rating Change

괴리율 공시(%)

제시일자	목표주가	투자의견	평균주가	최고주가
2018.12.26	46,000	BUY	-	-