

Bloomberg 최고목표주가 **USD 183.00**

현재주가 (19/08/06) **USD 141.87**

국가 **미국**

거래소 **NYSE**

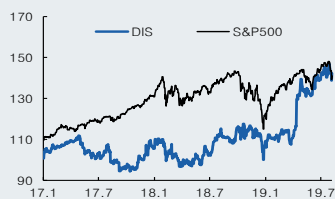
상승여력 **29%**

**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
69%	28%	3%

EPS 성장률 (19F,%)	-8.6
P/E (19F,x)	22.1
MKT P/E (19F,x)	17.4
배당수익률 (%)	1.24
시가총액 (십억USD)	255.32
시가총액 (조원)	310.0
유동주식수 (백만주)	1,797.8
52주 최저가 (USD)	100.35
52주 최고가 (USD)	147.15

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	27.9	21.7
상대주가	3.3	20.1	20.7



[글로벌 소프트웨어/콘텐츠]

김수진 Kim Soojin

02-3774-1354

soojin.kim@miraeasset.com

# 월트디즈니 Walt Disney

(DIS US)

## FY3Q19 리뷰: Disney+, Fox 여파로 수익성 악화

### 21CF 사업부 실적 부진과 홀루 지분 추가 인수로 실적 예상 하회

FY3Q19 실적이 예상을 하회했다. 가장 큰 요인은 폭스와 홀루 사업부가 통합되면서 예상하지 못한 비용이 늘었다. 스타워즈관을 개장한 테마파크 입장객이 예상만큼 늘지 않았고, 미디어 사업부 부진도 계속됐다. OTT 플랫폼 런칭에 들어가는 비용도 계속해서 늘어날 것으로 예상된다. 하지만 충분히 예상했던 희생이다. **11월 런칭 이후 괄목할만한 신규 구독자수 증가세가 확인되면 큰 폭의 모멘텀이 다시 한번 생길 것으로 판단한다.**

매출은 200억달러(+33% YoY)를 기록했다. '어벤져스:엔드게임', '알라딘', '토이스토리4' 등 사상 최고의 흥행작을 연달아 내놓으며 글로벌 박스오피스 매출로 80억달러 넘는 돈을 벌었지만 테마파크, OTT 플랫폼 사업부 등에서 고전했다. 수익성은 더욱 악화됐다. EPS는 0.98달러를 기록, 예상치인 1.75달러를 큰 폭으로 밑돌았다. 홀루와 Fox 사업부가 통합되면서 예상치 못한 비용이 많이 나왔고, OTT 스트리밍 플랫폼 투자금액도 컸다. 이에 영업이익률이 전분기 27.5%에서 19.6%로 감소했다.

### Disney+, ESPN+, Hulu 통합 번들 요금제, 넷플릭스와 같은 월 12.99달러

실적은 부진했지만 OTT 플랫폼 사업부에 대한 자신감은 계속해서 드러났다. 동사는 이번 실적발표에서 OTT 스트리밍 서비스의 새로운 가격 요금제를 소개했다. 동사가 보유한 홀루, ESPN+, Disney+를 한번에 구독하면 넷플릭스 기본 요금과 같은 월 12.99달러에 구독 서비스를 이용할 수 있다. 이는 Disney+가 런칭하는 11월 12일부터 바로 적용 가능하다. 번들 프로그램을 통해 시장 장악력을 확대할 수 있을 것으로 해석한다.

다만 경쟁 확대로 디즈니 스트리밍 플랫폼에 한계도 존재한다. 우선 애플, 아마존 등 디지털 기기와의 생태계 연동이 가능한 플랫폼에 비해 경쟁력이 떨어진다. 이들은 고객 확보 뿐만 아니라 글로벌 시장 확대가 수월하기 때문이다. 아직 마케팅도 부족하다. 디즈니는 이달 말 열리는 D-23에서 첫 Disney+ 마케팅을 실시한다고 밝혔다.

### 큰 덩치의 제약, 그럼에도 글로벌 1위 콘텐츠 기업의 잠재력은 변하지 않는다

4Q에도 투자와 사업부 통합 작업 지속으로 큰 폭의 실적 개선은 어려울 것으로 판단한다. 미국 내 런칭 뿐만 아니라 마케팅, 글로벌 런칭을 위한 네트워크 확보 등 Disney+ 비즈니스를 위한 준비가 아직도 많이 필요하다. 밸류에이션은 일단 한 번 리레이팅 됐다. 올해는 동사에 게 전통의 콘텐츠 거대 기업이 IT 기업의 형태를 띠는 준비를 하는 과도기다. 따라서 지출이 많을 수 밖에 없다.

하지만 마이크로소프트부터 픽사, 마블, 스타워즈, 심슨, 아바타, 혹성탈출에서 스포츠 채널까지 핵심 IP와 콘텐츠를 모두 보유한 디즈니다. 주가 변동성 확대는 매수 기회가 될 수 있다.

결산기 (9월)	9/16	9/17	9/18	9/19F	9/20F	9/21F
매출액 (십억USD)	55.6	55.1	59.4	71.8	84.7	89.2
영업이익 (십억USD)	14.4	13.9	14.8	15.7	16.2	17.3
영업이익률 (%)	25.8	25.2	25.0	21.8	19.1	19.4
순이익 (십억USD)	9.39	8.98	12.60	12.78	10.65	12.51
EPS (USD)	5.76	5.73	8.40	7.68	6.31	6.97
ROE (%)	21.4	21.2	28.0	14.5	11.8	12.7
P/E (배)	16.2	17.3	16.8	22.1	22.4	20.3
P/B (배)	3.4	3.6	3.6	2.9	2.6	2.5

주: GAAP

자료: 월트디즈니 Walt Disney, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 사업부별 매출

우선 폭스(21CF)에서 예상치 못한 지출이 많았다. '다크 포닉스' 마케팅 비용 등 때문에 21CF의 스튜디오 사업부 영업손실이 1.7억달러를 기록했다. 폭스의 인도 채널인 Star도 Cricket world cup과 Indian premier league 중계권에 지출이 예상보다 컸다. 디즈니는 그동안 픽사, 마블 등을 인수하며 인수 이후 재무 리스크를 최소화 하는 데 집중해왔지만, 713억달러의 대규모 딜이었던 폭스의 경우 인수 기간이 1년이 넘어가며 1년간 진행된 사업에 대한 예측을 하기에 어려웠다고 설명했다.

덧붙여 이번 분기 폭스와 AT&T에서 추가로 홀루 지분을 인수하며 홀루의 매출과 비용이 모두 디즈니 사업부로 잡히면서 비용이 늘었다. 홀루 지분을 NBCU에서 추가 매입하고 전체 운영권까지 확보하면서 EPS가 0.06달러 추가로 감소했다.

5월 스타워즈 놀이기구를 처음 공개한 테마파크의 경우도 기대를 넘어서는 실적을 보여주진 못했다. 미국의 테마파크 입장객이 3% YoY 감소했다. 반면 일인당 사용 비용은 10% YoY 증가했다. 지금 스타워즈 놀이기구가 디즈니랜드에만 건설됐다. 따라서 올 8월 플로리다 디즈니월드, 그리고 2번째 놀이기구가 각각 12월과 내년 1월 설치될 때를 기다리는 입장객이 많은 것으로 보인다. 따라서 2번째 놀이기구까지 모두 오픈했을 때 입장객이 큰 폭으로 늘 것이라고 예상된다.

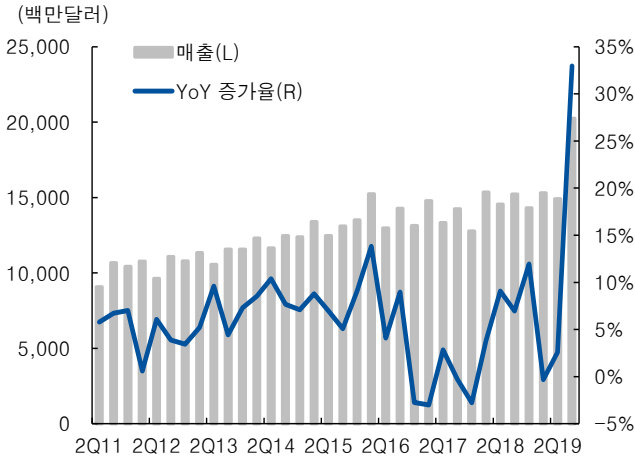
미디어 네트워크 사업부는 21CF 인수 효과로 매출이 16%pt 상승했다. 이를 통해 지역 방송국 부진을 만회할 수 있었다. ESPN도 광고 수익 호조로 MLB와 NBA 중계권 인상분을 상쇄했다. 하지만 올 4Q에 지역 방송국과 광고 시장 사정이 더욱 나빠질 것으로 예상하므로, 4Q 전망은 좋지 않다.

OTT 사업인 Direct-to-Consumer 사업부는 영업손식 5.6억달러를 기록하며 투자를 더욱 확대해 갔다. 이런 흐름은 4Q에도 이어질 것으로 보인다. ESPN+ 구독자수는 240만명, 홀루 2,800만명으로 집계됐다. 따라서, 4분기에도 21CF 인수 금액과 홀루 운영 비용 증가 때문에 실적이 인수 전 예상치에 미치지 못할 것으로 전망한다.

현재 기존 폭스의 방송사 등과 기존 디즈니 사업부와의 통합 작업이 진행되고 있다. 하지만 디즈니는 폭스 인수에서 가장 집중하는 점은 OTT 플랫폼에서 폭스와 디즈니 IP 모두를 볼 수 있게 만드는 것이라고 강조했다. 따라서 추가로 기타 사업부들을 정리할 가능성이 존재한다.

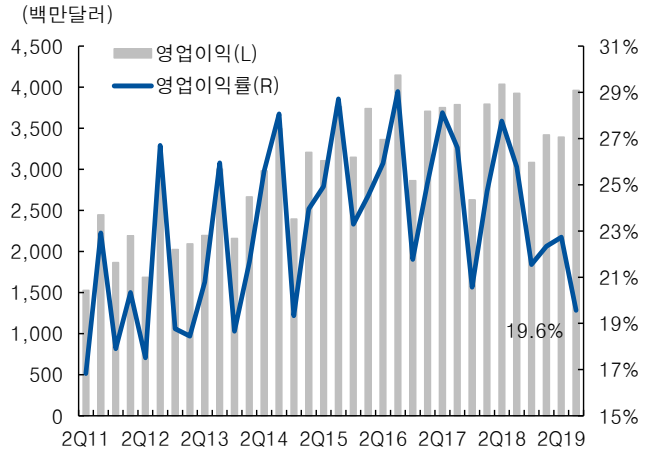
해외 진출에 관해서는 2~3년 안에 Disney+의 글로벌 진출을 완료하겠다는 포부를 밝혔다. 하지만 홀루의 해외 진출에 대해서는 보수적인 입장을 보였다. 특히 Fox나 디즈니가 보유한 콘텐츠IP 라이선스를 이미 각 국의 기존 OTT 플랫폼에 판매하고 있고, 이는 동사의 주요 수익원 중 하나이기 때문에 Disney+의 해외 진출이 본격화 되기 전까지 IP 판매를 지속할 것이란 뜻을 밝혔다.

그림 1. 월트디즈니 매출액 추이



자료: 월트디즈니, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 월트디즈니 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 월트디즈니, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 사업부문별 매출액

	매출액		
	3Q19	3Q18	YoY 변화율
<b>총매출액</b>	<b>20,245</b>	<b>15,229</b>	<b>33%</b>
Media Networks	6,713	5,534	21.3%
Parks, Experiences and Products	6,575	6,136	7.2%
Studio Entertainment	3,836	2,880	33.2%
Direct-to-Consumer&International	3,858	827	366.5%
	영업이익		
	3Q19	3Q18	YoY 변화율
<b>총영업이익</b>	<b>3,961</b>	<b>4,189</b>	<b>-5.0%</b>
Media Networks	2,136	1,995	7.1%
Parks, Experiences and Products	1,719	1,655	3.9%
Studio Entertainment	792	701	13.0%
Direct-to-Consumer&International	-553	-168	229.2%
	영업이익률(OPM)		
	3Q19	3Q18	
<b>총 영업이익률</b>	<b>19.6%</b>	<b>27.5%</b>	
Media Networks	31.8%	36.0%	
Parks, Experiences and Products	26.1%	27.0%	
Studio Entertainment	20.6%	24.3%	
Direct-to-Consumer&International	-14.3%	-20.3%	

자료: 월트디즈니, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. FY3Q19 실적

(백만달러/달러)

		3Q19		4Q19F
		예상치	실제 실적	예상치
매출액	하회	21,470	20,245	20,051
Media Networks	상회	6,852	6,713	
Parks, Experiences and Products	하회	6,534	6,575	
Studio Entertainment	상회	4,388	3,836	
Direct-to-Consumer&International	하회	3,099	3,858	
순이익	하회	3,006	1,982	2,263
EPS	하회	1.75	0.98	1.33

자료: 톰슨로이터, 월트디즈니, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 2027년까지 디즈니 콘텐츠 출시 계획

연도	날짜	제작사	작품	연도	날짜	제작사	작품
2019	05/10	FSL	TOLKEIN	2021	02/12	DIS	UNTITLED MARVEL
	05/24	DIS	ALADDIN		03/05	FOX	NIMONA
	06/07	FOX	DARK PHOENIX		03/12	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION
	06/21	DIS	TOY STORY 4		05/07	DIS	UNTITLED MARVEL
	07/12	FOX	STUBER		05/28	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION
	07/19	DIS	LION KING, THE		06/18	DIS	UNTITLED PIXAR ANIMATION
	08/09	FOX	ART OF RACING IN THE RAIN, THE		07/09	DIS	UNTITLED INDIANA JONES
	08/23	FSL	READY OR NOT		07/30	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION
	09/20	FOX	AD ASTRA		10/08	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION
	10/04	FOX	WOMAN IN THE WINDOW, THE		11/05	DIS	UNTITLED MARVEL
	10/18	DIS	MALEFICENT: MISTRESS OF EVIL		11/24	DIS	UNTITLED DISNEY ANIMATION
	11/15	FOX	FORD v. FERRARI		12/17	FOX	AVATAR 2
11/22	DIS	FROZEN 2	2022	02/18	DIS	UNTITLED MARVEL	
12/20	DIS	STAR WARS: THE RISE OF SKYWALKER		03/18	DIS	UNTITLED PIXAR	
	12/25	FOX	SPIES IN DISGUISE	05/06	DIS	UNTITLED MARVEL	
2020	01/10	FOX	UNDERWATER	05/27	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION	
	02/14	FOX	UNTITLED KINSMAN MOVIE	06/17	DIS	UNTITLED PIXAR	
	02/21	FOX	CALL OF THE WILD	07/08	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION	
	03/06	DIS	ONWARD	07/29	DIS	UNTITLED MARVEL	
	03/27	DIS	MULAN	10/07	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION	
	04/03	FOX	NEW MUTANTS, THE	11/04	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION	
	05/01	DIS	UNTITLED MARVEL	11/23	DIS	UNTITLED DISNEY ANIMATION	
	05/29	DIS	ARTEMIS FOWL	12/16	DIS	UNTITLED STAR WARS	
	06/19	DIS	UNTITLED PIXAR ANIMATION	2023	02/17	DIS	UNTITLED DISNEY LIVE ACTION
	07/03	FOX	FREE GUY		12/22	FOX	AVATAR 3
	07/17	FOX	BOB'S BURGERS	2024	12/20	DIS	UNTITLED STAR WARS
	07/24	DIS	JUNGLE CRUISE		12/19	FOX	AVATAR 4
	08/14	DIS	ONE AND ONLY IVAN, THE	2026	12/18	DIS	UNTITLED STAR WARS
	10/09	FOX	DEATH ON THE NILE		2027	12/17	FOX
	11/06	DIS	UNTITLED MARVEL				
	11/06	FOX	RON'S GONE WRONG				
	11/25	DIS	UNTITLED DISNEY ANIMATION				
		12/18	FOX	WEST SIDE STORY			
	12/23	DIS	CRUELLA				

자료: 월트디즈니, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 요약 손익계산서

(백만달러)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
<b>총 매출액</b>	<b>15,351.0</b>	<b>29,899.0</b>	<b>45,127.0</b>	<b>59,434.0</b>	<b>15,303.0</b>	<b>30,225.0</b>	<b>50,470.0</b>
제품 매출	2,367.0	4,395.0	6,481.0	8,565.0	2,437.0	4,353.0	6,571.0
서비스 매출	12,984.0	25,504.0	38,646.0	50,869.0	12,866.0	25,872.0	43,899.0
SG&A	2,079.0	4,326.0	6,538.0	8,860.0	2,152.0	4,479.0	7,844.0
D&A	742.0	1,473.0	2,217.0	3,011.0	732.0	1,560.0	2,864.0
<b>영업이익</b>	<b>3,793.0</b>	<b>4,037.0</b>	<b>3,924.0</b>	<b>3,083.0</b>	<b>3,418.0</b>	<b>3,391.0</b>	<b>3,961.0</b>
법인세비용차감전 순손익	3,745.0	3,928.0	3,854.0	3,202.0	3,431.0	7,237.0	2,018.0
희석EPS	2.93	1.95	1.96	1.56	1.87	3.56	0.98
<b>순이익</b>	<b>4,473.0</b>	<b>3,115.0</b>	<b>3,059.0</b>	<b>2,419.0</b>	<b>2,786.0</b>	<b>5,611.0</b>	<b>1,982.0</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 요약 대차대조표

(백만달러)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
현금 및 단기금융자산	4,677.0	4,179.0	4,326.0	4,150.0	4,455.0	10,108.0	6,728.0
유동자산	17,274.0	16,808.0	17,729.0	16,825.0	17,537.0	34,277.0	31,370.0
비유동자산	164,724	166,887	166,958	167,775	168,858	246,329	267,650
<b>자산총계</b>	<b>97,734.0</b>	<b>97,943.0</b>	<b>98,792.0</b>	<b>98,598.0</b>	<b>99,941.</b>	<b>214,342</b>	<b>209,475</b>
단기차입금	6,009.0	5,918.0	5,992.0	3,790.0	3,489.0	19,158.0	21,923.0
이연수익	4,292.0	4,788.0	4,459.0	4,591.0	3,434.0	4,281.0	4,730.0
<b>유동부채</b>	<b>19,875.0</b>	<b>19,728.0</b>	<b>20,214.0</b>	<b>17,860.0</b>	<b>17,619.0</b>	<b>44,376.0</b>	<b>44,593.0</b>
비유동부채	29,634	28,414	27,370	26,783	26,805	64,524	59,629
장기차입금	20,082.0	18,766.0	17,681.0	17,084.0	17,176.0	37,803.0	36,311.0
<b>자본총계</b>	<b>43,289.0</b>	<b>45,151.0</b>	<b>46,088.0</b>	<b>48,773.0</b>	<b>50,316.0</b>	<b>89,938.0</b>	<b>90,472.0</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 요약 현금흐름표

(백만달러)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,237.0</b>	<b>6,763.0</b>	<b>10,442.0</b>	<b>14,295.0</b>	<b>2,099.0</b>	<b>5,979.0</b>	<b>4,586.0</b>
설비투자금액	-981.0	-2,044.0	-3,264.0	-4,465.0	-1,195.0	-2,390.0	-3,567.0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-1,043.0</b>	<b>-3,805.0</b>	<b>-5,143.0</b>	<b>-5,336.0</b>	<b>-1,336.0</b>	<b>-12,683</b>	<b>-13,785</b>
연간현금변동	4,695.0	4,195.0	4,331.0	4,155.0	4,463.0	10,222.0	7,357.0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-584.0</b>	<b>-2,882.0</b>	<b>-4,981.0</b>	<b>-8,843.0</b>	<b>-411.0</b>	<b>12,696.0</b>	<b>12,354.0</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.