



영화관의 Superman, IMAX

영화 산업의 생태계 교란종, OTT의 등장으로 극장 체인들은 떠나가는 관객의 발길을 붙잡기 위해 안간힘을 쓰고 있다. 몰입도와 차별화된 경험을 제공하는 'Premium Format' 상영관은 멀티플렉스의 유일한 돌파구다. 동사는 독보적인 IMAX 시스템으로 전세계 프리미엄 상영관의 50%를 점유하고 있다. Eye Maximum라는 의미처럼, 당신의 눈을 번쩍 뜨이게 할 동사의 시장 지배력과 실적 성장을 주목해보자.

투자포인트 1: IMAX Inevitable

글로벌 OTT 플랫폼의 등장에 따라 전통적인 극장 산업은 쇠퇴의 기로에 놓인 것으로 평가되고 있다. 하지만 극장 관람 시장을 쇠퇴하는 단일 시장으로만 간주한다면 핵심 투자 기회를 놓치는 우를 범할 수 있다. 동사는 양극화된 영화 산업 시장에서 고품질 영화 경험 수요 파이를 온전히 차지하고 있다. 상영관, 배급사, 제작자로부터 모두 매출을 창출하는 동사는 영화 산업의 탑 플레이어로 자리잡는 중이다. 영화 밸류체인 내 모든 분야에서 수혜를 누릴 동사를 이제 주목해야 할 시간이다.

투자포인트 2: 3,000만명 늘어나는 IMAX Contents

관객을 향한 동사의 플러팅 기술은 점점 다양해지고 있다. IMAX 필름으로 촬영된 압도적 스케일의 FFI 영화는 25년을 기점으로 크게 늘었으며, 일반 영화 역시 흥행과 매출 극대화를 위해 IMAX DMR 개봉을 선택하고 있다. 음악, 스포츠, 현지 언어 콘텐츠 등으로까지 발을 뻗으며, 또다른 유형의 박스오피스를 양산하고 있다. 본사의 전격적인 개봉 예정작 해체분석과 함께 26, 27년에 꽃피울 동사를 들여다보자.

Valuation

동사의 2027E EPS \$ 2.01에 Target PER 27.1x를 적용한 \$ 54.59을 목표 주가로 제시한다. 영화 밸류체인 내 모든 Player들에게 구매를 받으며 산업 내 독보적인 지위를 더욱 공고히 할 동사는 이를 바탕으로 가파른 EPS 성장 국면에 가까이 다가서는 중이다. 26, 27년 박스오피스 라인업은 이에 힘을 실어줄 것이다. 오직 EPS의 성장만으로 Upside를 낼 수 있는 동사, 마지막 남은 영화 산업의 '주연(主演)'이다.

Rating

Must Buy

현재주가: \$35.4

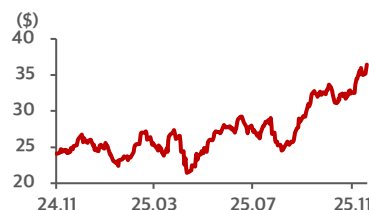
Target Price: \$54.6

상승여력: 54%

1Y IRR: 42%

12M 추가추이

시가총액 \$ 1.9 B



B/S data (3Q25)

자산 총계	\$ 889 M
부채 총계	\$ 540 M
자본 총계	\$ 349 M

주요 주주

Orbis Investment Management	9.5%
Macquarie Investment Management	9.2%
FMR LLC	8.1%

SMIC 3팀

- 팀장 51기 최진우
- 팀원 51기 김정훈
- 52기 김성윤
- 52기 손석건
- 52기 이희원

Estimated Income Statement (In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Revenues	300,805	374,839	352,208	86,667	91,684	106,654	122,281	413,708	539,610	667,381
YoY (%)	18%	25%	-6%	10%	3%	17%	32%	17%	30%	24%
Costs and expenses applicable to revenues	144,450	160,498	162,008	33,491	38,082	39,383	53,490	163,569	198,155	223,734
Gross margin	156,355	214,341	190,200	53,176	53,602	67,271	68,790	250,138	341,454	443,646
GPM (%)	52.0%	57.2%	54.0%	61.4%	58.5%	63.1%	56.3%	60.5%	63.3%	66.5%
Selling, general and administrative expenses	138,043	144,406	132,701	33,462	35,302	34,219	44,467	147,450	195,807	240,596
Research and development	5,300	10,110	5,103	1,318	1,542	1,505	1,629	5,994	7,818	9,669
Amortization of intangible assets	4,829	4,578	5,758	1,731	1,809	1,906	1,744	7,190	8,162	9,135
Credit loss (reversal) expense, net	8,547	1,759	(973)	(126)	(183)	596	-	287	-	-
Asset impairments	4,470	144	-	-	-	-	-	-	-	-
Restructuring and other charges	-	2,946	3,749	57	786	-	-	843	-	-
Income (loss) from operations	(4,834)	50,398	43,862	16,734	14,346	29,045	20,950	88,374	129,667	184,246
OPM (%)	-1.6%	13.4%	12.5%	19.3%	15.6%	27.2%	17.1%	21.4%	24.0%	27.6%
Realized and unrealized investment gains	70	465	127	32	33	34	122	221	221	221
Retirement benefits non-service expense	(556)	(411)	(387)	(70)	(133)	17	(265)	(451)	(451)	(451)
Interest income	1,428	2,486	2,180	540	1,114	557	558	2,769	2,231	2,231
Interest expense	(5,877)	(6,821)	(8,084)	(1,801)	(1,927)	(1,832)	(1,770)	(7,330)	(7,080)	(7,080)
Income (loss) before taxes	(9,769)	46,117	37,698	15,435	13,433	27,821	19,595	83,583	124,588	179,167
Income tax expense	(10,108)	(13,051)	(4,996)	(7,285)	(1,198)	(5,205)	(4,445)	(18,133)	(28,262)	(40,643)
Net income (loss)	(19,877)	33,066	32,702	8,150	12,235	22,616	15,150	65,450	96,326	138,524
NPM (%)	-6.6%	8.8%	9.3%	9.4%	13.3%	21.2%	12.4%	15.8%	17.9%	20.8%
Net income attributable to non-controlling interests	(2,923)	(7,731)	(6,643)	(5,823)	(980)	(1,959)	(5,537)	(14,299)	(21,044)	(30,264)
Net income (loss) attributable to common shareholders	(22,800)	25,335	26,059	2,327	11,255	20,657	9,613	51,151	75,282	108,261

CONTENTS

0. IMAX와 함께 IRR MAX - Intro	3
1. 영화관의 Superman, IMAX- 산업 & 기업 분석	4
2. I M... Inevitable - 투자포인트 1	9
3. 3,000만كم 늘어나는 IMAX Contents - 투자포인트 2	15
4. 매출 추정	19
5. Valuation	23
6. Appendix	28

O. IMAX와 함께 IRR MAX - Intro

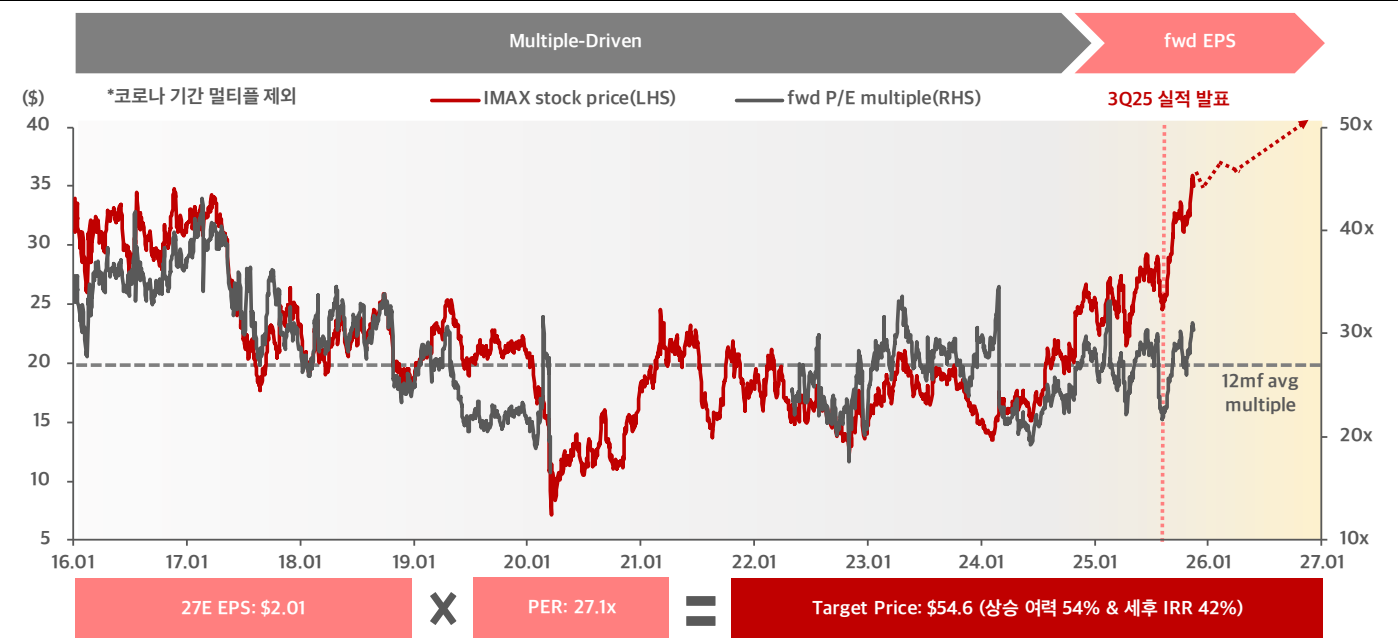
멀티플과 같이 움직이던 주가

주가는 실적과 멀티플의 함수다. 그간 동사의 주가는 실적보다 멀티플에 연동되어 움직여 왔다. 글로벌 박스오피스와 중국 시장이라는 외부 요인에 종속되어 EPS가 들쭉날쭉 했던 탓이다. 코로나 기간을 제외하면 주가와 멀티플 사이에 괴리가 생긴 것은 두 번뿐이었다. 실적은 좋았지만 박스오피스 둔화가 예상되던 2H19와 할리우드 파업으로 어닝 쇼크를 맞본 2H24가 그랬다.

주가와 멀티플의 괴리: EPS의 구조적 성장

동사 주가의 체질이 달라지고 있다. 25년 하반기에 들어 다시 주가와 멀티플의 간격이 크게 벌어지고 있다. 이전과 차이가 있다면, 멀티플에는 큰 변화가 없지만 호실적에 따른 주당순이익(EPS) 증가가 주가를 끌어올리고 있다는 점이다. 주가와 멀티플의 디커플링은 시장이 IMAX를 앞세운 동사의 구조적인 EPS 성장을 인지하고, 이를 본격적으로 가격에 반영하기 시작했음을 의미한다.

도표 0. 본서 IRR 도달 논리



출처: Edgar, SMIC 3팀

3Q25 실적발표: 디커플링의 신호탄

변화의 신호탄은 3Q25년에 쏘아 올려졌다. 동사는 역대 최고의 3분기 실적을 발표하며, IMAX 시스템 신규 계약 및 설치 건수 증가와 다양한 장르의 박스오피스 매출 성장을 알렸다. 또한 IMAX의 매출은 북미 박스오피스가 11% 감소할 동안 무려 50% 증가했는데, 이는 IMAX가 더 이상 영화 산업의 종속적인 존재가 아니라 새로운 트렌드를 이끄는 선두 player임을 증명한다.

27E EPS*멀티플 => 세후 IRR 42%

26년과 27년 동사의 실적 레벨업은 확정적이다. IMAX는 더 많이 설치되고, 더 많이 상영되며, 더 많이 선택받을 것이다. 업사이드를 극대화할 대작의 출시도 대거 예고되어 있다. EPS의 구조적인 성장을 감안할 때, 보수적인 멀티플을 적용해도 현재 주가는 본질 가치 대비 의미 있는 할인 구간에 위치해 있다. 본서는 12개월 내 최소 42%의 세후 IRR 달성이 가능함을 제시한다.

투자포인트를 통해 어떻게 동사가 영화 밸류체인 속 독보적인 위치를 점하게 되었는지, IMAX 콘텐츠 확대에 따른 실적 상승이 왜 필연적인지 살펴보자.

1. 영화관의 Superman, IMAX - 산업 & 기업 분석

1.1. 영화 산업 밸류체인 토크아보기

영화 산업의 밸류체인	영화는 누군가의 한순간을 스크린 위에 영원히 묶어둔 채, 다른 이의 삶으로 우리를 초대한다. 순간의 영감은 기획 → 투자 → 제작 → 배급 → 상영의 5단계를 거쳐 관객에 닿는다.
기획은 밑그림, 투자는 연료	① 기획 은 스튜디오, 감독, 제작사, IP 원작자에 의해 영화의 아이디어와 시나리오, 세계관 등이 만들어지는 단계다. 작품의 방향성과 예산 규모, 제작 전략이 사실상 결정되는 영화의 출발점이다. ② 투자 는 영화 규모와 예산에 따라 재무적 투자자(FI), 사모펀드, VC 등으로부터 자금을 조달하는 단계로, 수익 배분 구조를 설계하고 리스크를 분산한다.
제작의 3단계 사전 준비 → 촬영 → 후반 작업	③ 제작 은 또다시 출연진 및 제작진을 고용하고, 장소를 대여하고, 일정을 설정하는 ‘사전 준비’와 ‘촬영’, 그리고 편집, 시각 효과 및 사운드 디자인을 포함하는 ‘후반 작업’으로 구분된다. 완성된 영화를 만들기 위해 대규모 인력과 제작비가 투입되는 단계로 제작사, 촬영 스튜디오, VFX(Visual Effects)·음향·DI(Digital Intermediate)·CG(Computer Graphics) 업체들이 참여한다.
배급과 상영을 거쳐 관객에게 도달	④ 배급 은 완성된 영화를 시장에 배포하는 단계로, 영화의 흥행 성패와 직결된다. 배급사는 관객 유입을 극대화하기 위해 개봉 시기, 상영관 수, 마케팅 캠페인을 조정한다. ⑤ 상영 단계에서 영화는 비로소 관객과 만나게 된다. 하나의 공간에 여러 개의 스크린을 동시에 극장 체인(멀티플렉스)은 관객 수요에 맞춰 상영 전략을 최적화하고, 이를 통해 수익을 창출한다. 영화는 1차 시장인 영화관을 넘어, 2차 시장인 해외 영화배급사, TV, VOD, OTT 등 다양한 채널로도 공급된다.
기획부터 마케팅까지 다 하는 스튜디오	일반적으로 영화 제작사가 기획, 투자, 제작을 담당하고 배급사가 유통하지만 국가마다 차이가 존재한다. 예를 들어, Disney, Universal, Warner Bros로 대표되는 할리우드 스튜디오들은 기획부터, 제작, 배급, 글로벌 마케팅까지의 전 과정을 통합적으로 수행한다 . 메이저 스튜디오들은 멀티플렉스와 우호적인 관계를 유지하며, 개봉 초기 상영관 수 확보를 통해 수익 극대화를 추진한다.
High Risk, High Return 산업	영화의 흥행 집계 방식은 크게 두 가지다. 대한민국과 프랑스는 관객 수를, 북미를 포함한 대부분의 나라는 관객 수*티켓 가격으로 산출되는 글로벌 박스오피스 매출(GBO)을 흥행의 기준으로 삼는다 . GBO는 멀티플렉스와 영화 배급사가 우선적으로 나눠가지며, 배급사는 배급 수수료와 마케팅비, 제작비 투자분을 우선적으로 회수한다. 그 뒤 남은 금액이 제작사와 투자사에 배분되는 구조다. 손익분기점(BEP)을 달성하지 못하면 투자자는 손실을 입게 되지만, 성공할 경우 보상은 막대하다. \$5.5mn의 제작비로 \$1bn의 박스오피스 매출을 기록한 <조커>가 그 예시다.

도표 1-1. 영화 산업 밸류체인



출처: SMIC 3팀

1.2. 빌런 OTT의 등장과 마지막 희망, Premium Format

OTT의 등장에
극장 체인은 OTL

OTT의 등장으로 영화관을 방문하는 고객들의 발길이 뜸해지고 있다. OTT(Over The Top)는 셋톱박스 등 기존 방송 인프라 없이 인터넷으로 영화를 바로 보는 스트리밍 서비스를 뜻한다. Netflix, Amazon Prime Video, Disney+, Apple TV+ 등 OTT 플랫폼 구독자는 영화, 드라마, 예능, 다큐멘터리 등 다양한 콘텐츠를 언제 어디서든 개인 기기를 통해 시청할 수 있게 되었다. OTT의 월 구독료는 영화 한 편의 티켓값과 비슷한 15,000원 수준으로, 가격에서도 우위를 점한다. OTT 시장은 극장 방문율이 급감한 COVID-19를 기회 삼아 빠르게 성장했고, 1위 플레이어인 Netflix의 24년 매출(\$37.bn)이 연간 GBO 매출(\$26.bn)을 상회하는 상황까지 도달했다.

홀드백이라는 유일한
무기마저 빼앗긴 극장

극장은 OTT 대비 교섭력이 줄어들며, 업황에 직격탄을 맞았다. COVID-19 이전까지 극장은 90일의 홀드백(극장 독점 상영 기간)을 보장받았다. 이는 개봉 즉시 영화를 보고 싶은 관객에게 극장을 찾아야 하는 이유가 되어주었다. 그러나, 산업의 주도권이 OTT로 넘어감에 따라 홀드백 기간은 점차 단축되었고, 영화관-OTT 동시 개봉이 대중화되었다. OTT가 직접 기획·투자·제작하는 '오리지널 콘텐츠'는 아예 영화 개봉을 건너뛰고 OTT 단독 개봉을 하는 경우도 빈번하다. 더 이상 영화 관람을 위해 멀티플렉스가 필수가 아니게 됨에 따라 극장 관객 수와 매출은 감소하고 있으며, Cineworld를 포함한 극장 체인은 일부 영화관을 폐쇄하거나 구조조정을 단행 중이다.

영화관의 변신:
상영에서 체험으로

난관을 돌파하기 위해 영화관은 단순한 상영 공간을 넘어 체험 공간으로 진화하고 있다. 리클라이너 소파와 개별 음향 시스템을 갖춘 프라이빗 영화관, 콘서트 및 스포츠 경기 생중계, OST를 다같이 따라 부르는 sing-along 상영 등의 차별화를 통해 신규 관객 유치에 열을 올리고 있다.

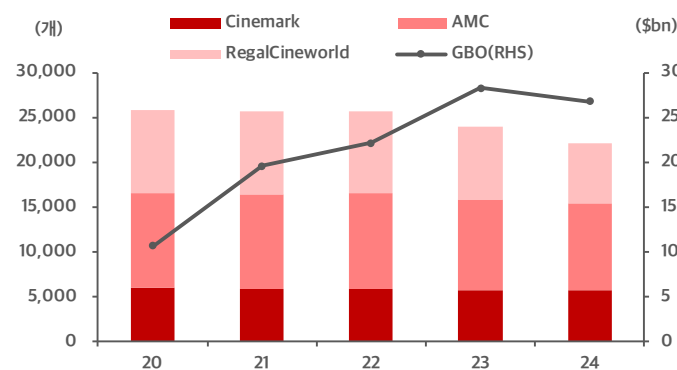
마지막 남은 돌파구:
Premium Format

Premium Format의 도입은 멀티플렉스의 핵심 전략으로 자리잡고 있다. Premium Format은 일반관보다 화면 크기·해상도·음향·특수효과를 강화한 고급 상영관으로, 관객의 몰입감을 강화해 OTT로는 대체 불가능한 경험을 제공한다. Premium Format의 종류에는 대형 프리미엄 스크린을 사용하는 PLF(Premium Large Format), 환경 효과로 신체 감각을 자극하는 4D, 좌우 벽면 스크린과 모션 진동 시트 등을 제공하는 IMS(Immersive Motion System)가 있다. 박스오피스에서 Premium Format 스크린이 차지하는 비중은 19년 10.3%에서 24년 15.6%로 매년 증가세다.

It's PLF, stupid!

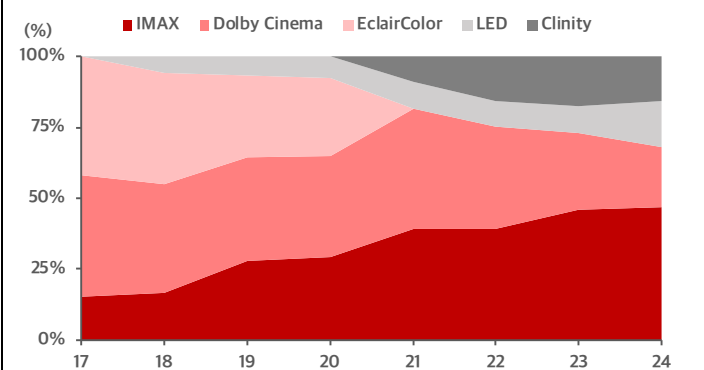
PLF는 Premium Format의 80% 이상을 차지하는 가장 중요한 시장이다. 4D와 IMS는 액션, 레이스 등 특정 장르에 국한될 뿐 아니라, 피로감이 높고 고장이 잦다. 반면, PLF는 범용성이 높고, 운영 리스크가 적은 포맷이다. PLF 브랜드로는 화질·음향을 앞세운 Dolby Cinema와 미국 멀티플렉스 자체 PLF(Regal의 RPX, Cinemark의 XD), 중국 시장의 Cinity 등이 있다. 그중에서도 IMAX는 전세계 프리미엄 상영관의 약 50%를 점유하고 있는, 압도적인 PLF 1위 업체다.

도표 1-2. GBO 및 미국 top3 체인 극장 수 추이



출처: The Numbers, AMC, Cinemark, Regalcineworld, SMIC 3팀

도표 1-3. PLF와 IMAX



출처: Omdia, SMIC 3팀

1.3. Mr. IMAX

Image도 MAX
Eye도 MAX

동사는 IMAX라는 세계 최대의 PLF 상영 플랫폼을 구축한 캐나다 기업이다. IMAX는 'Image(Eye) Maximum'이라는 이름처럼 사람의 눈이 인식할 수 있는 최대 범위까지 영상으로 채워주는 초대형·고해상도 상영 기술이다. 70년대 EXPO용 초대형 스크린 기술에서 출발한 동사는 90년대 상업 극장 시장에 진출했고, 현재는 전세계 89개 지역의 1,759개 IMAX 스크린을 연결한 글로벌 상영 네트워크를 운영한다. IMAX 시스템은 동사가 수십 년간 축적한 특허 기술과 독자적 촬영 장비로 구성되어, 경쟁사가 쉽게 모방하기 어려운 강력한 해자를 지닌다.

70mm 특수 필름이
가져온 엄청난 차이

IMAX 영화는 촬영 및 상영 방식에서 일반 영화와 뚜렷한 차이를 가진다. 일반적인 필름 영화는 영사기의 위에서 아래로 이동하는 35mm 필름을 사용하며 2.35:1의 화면비를 가진다. 이 방식은 한 프레임이 차지하는 필름 면적이 작아, 스크린을 크게 키우면 화질이 저하될 수밖에 없다. 반면 IMAX는 가로 방향으로 이동하는 70mm 초대형 필름을 통해 기존 대비 표현할 수 있는 면적을 약 10배 넓혔다. 이를 통해 관객의 시야를 가득 채우는 1.43:1의 화면비에 더 많은 디테일 담으면서도, 초대형 스크린에서 고해상도를 유지할 수 있게 되었다.

IMAX가 지닌
여러 제약들

IMAX film의 제작 난이도는 매우 높다. 70mm의 특수 필름은 무거울 뿐 아니라 비용이 매우 높았고, 소음이 많이 발생한다는 단점을 갖고 있다. 필름 규격이 변화함에 따라 IMAX 전용 카메라와 영사기, 필름을 보관하는 매거진 등의 장비 사용도 필수로 요구되었다. 이러한 이유로 <다크 나이트>, <오픈하이머> 등 대표적인 IMAX 영화들도 일부 장면만 IMAX film으로 촬영되었다.

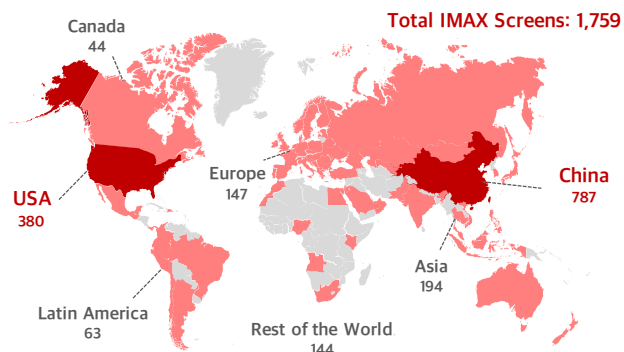
후작업(DMR) +
상영 기술(Digital) →
IMAX film 한계 극복

IMAX film의 한계로 인해, 대부분의 IMAX 영화는 IMAX DMR이라는 후작업 기술과 IMAX Digital(Laser)이라는 프로젝션 기술의 결합으로 상영되고 있다. IMAX DMR(Digital Media Remastering)은 기존 필름으로 촬영된 영화의 해상도·색감·명암을 IMAX 상영 기준에 적합하게 변환하는 기술이다. IMAX Digital은 영사기 2대를 사용함으로써 비싸고 무거운 특수 장비 없이도 IMAX 상영을 가능하게 했다. IMAX Laser는 영사기 4대를 사용함으로써 해상도와 밝기를 최적화했으며, IMAX film과 동일한 1.43:1의 화면비를 구현해냈다.

IMAX 포맷과 함께
대중화된 IMAX

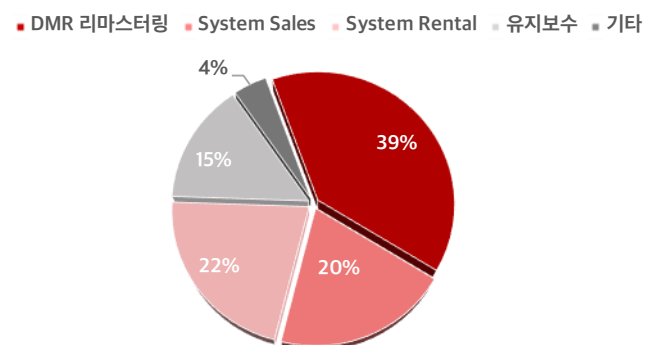
IMAX 포맷의 체계화는 IMAX의 대중화로 이어졌다. DMR 덕분에 모든 영화가 IMAX로 상영 가능해지며 IMAX 콘텐츠 공급이 획기적으로 확대되었고, Digital과 Laser 덕분에 특수 장비 없이도 고품질의 영상이 구현됨에 따라 극장은 IMAX 상영관 설치를 크게 늘리기 시작했다. 배급사 역시 추가 수익과 마케팅을 위해 IMAX 개봉을 선호하게 되었다. IMAX 영화의 대중화는 동사의 IMAX 시스템 네트워크를 확장시키며, 고마진의 글로벌 플랫폼 BM을 강화하고 있다.

도표 1-4. IMAX 지역별 상영관 수



출처: 동사IR, SMIC 3팀

도표 1-5. 사업부별 매출 비중



출처: Edgar, SMIC 3팀

- ①DMR 리마스터링 동사의 매출은 크게 세 부문으로 나뉜다. ①DMR 리마스터링은 영화 및 콘텐츠를 IMAX 포맷에 최적화된 버전으로 재탄생시키며, 박스오피스 수입의 약 12.5%를 수수료로 수취한다.
- ②IMAX 시스템 설치 ②IMAX 시스템 매출은 극장에 IMAX 스크린, 영사기 등을 설치함에 따라 발생한다. 멀티플렉스와의 계약 방식은 다시 2가지로 구분된다. System Sales는 IMAX 상영 시스템을 직접 판매하는 방식으로, 초기 설치 대금을 한번에 인식한다. System Rentals 방식은 동사가 IMAX 시스템을 적은 금액으로 제공하는 대신, 해당 상영관에서 발생하는 박스오피스 수익의 일부를 배분받는 구조다. 초기 현금 유입이 적지만 영화 흥행에 대한 업사이드를 누릴 수 있고, 극장의 Capex 부담을 완화하여 상영관 확대에 유리하다는 장점이 있다.
- ③유지보수 ③유지보수 매출은 기설치된 IMAX 시스템의 정비, 수리, 부품 교체, 품질 보증에 따라 연간 일정 금액을 수취한다. IMAX 상영관 수 증가와 네트워크 확장에 연동되는 고마진 매출원이다.
- ④기타 매출 ④기타 매출은 콘텐츠 매출, SW 판매, 촬영장비 렌탈 등으로 이루어진다. 콘텐츠 매출은 시사회, 라이브QnA, 스포츠 생중계 등의 Live 이벤트와 동사의 오리지널 콘텐츠인 다큐멘터리 배급권에서 발생한다. 또한 동사는 방송사, 가전사, OTT 플랫폼 대상으로 영상 SW 솔루션을 판매하고, 집에서도 IMAX 품질의 영상을 지원하는 IMAX Enhanced 라이선스 계약을 맺기도 한다. 영화 제작사를 대상으로 하는 IMAX 전용 장비 대여, 촬영 지원, 기술 자문 매출도 여기에 반영된다.

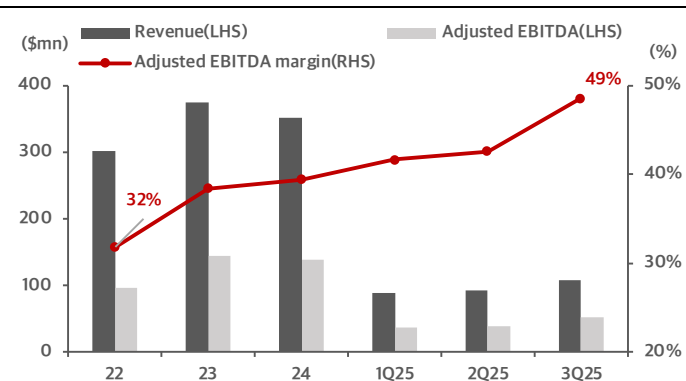
1.4. 실적/재무 분석

영업 레버리지 작동 중 동사는 탑라인 성장과 함께 영업 레버리지 효과를 누리고 있다. 동사는 25년 역대 최대 연간 매출 달성도 목전에 두고 있는데, 더 고무적인 것은 동사의 영업 레버리지다. 22년 32%였던 EBITDA 마진은 3Q25 49%까지 상승했다. 동사의 낮은 고정비 비중, 블록버스터 흥행에 따른 수익 배분 증가, 유지보수 및 DMR 리마스터링 등 고마진 사업부 매출 증가에 힘입은 결과다.

안정적인 부채비율 재무 건전성도 개선되고 있다. 영업실적 개선에 따른 이익잉여금 축적 효과로 자본이 지속 증가하고 있다. BM 특성상 대규모 설비 투자가 필요 없고, 3Q25 기준 현금성 자산은 \$143mn 수준으로, 추가 차입 가능성도 매우 낮아 부채비율의 감소 추세가 이어질 것으로 보인다.

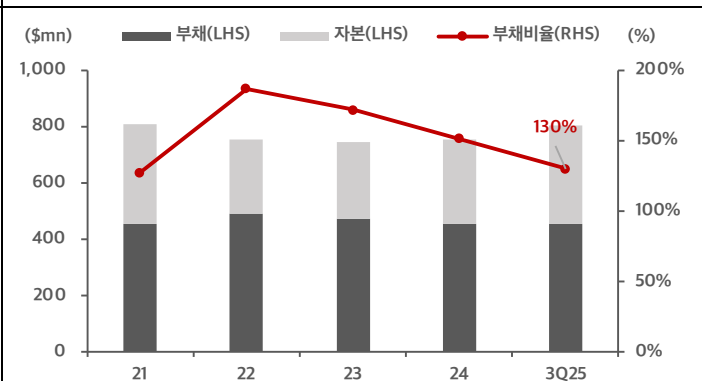
주주 친화적이기까지? 동사의 주주 친화적 행보는 투자 매력도를 증가시킨다. 동사는 17년부터 2.5억 달러 규모의 자사주를 매입 및 소각해왔으며, 그 결과 발행 주식 수가 약 23% 감소했다. 올해 6월에는 자사주 매입 한도를 총 5억 달러로 확대했다. 11월 발행한 전환사채의 capped call 구조는 투자자의 주식 전환에 따른 지분 희석을 방지하고, 기존 주주의 가치를 보호하려는 동사의 의지를 잘 보여준다.

도표 1-6. 매출 및 마진율 분석



출처: Edgar, SMIC 3팀

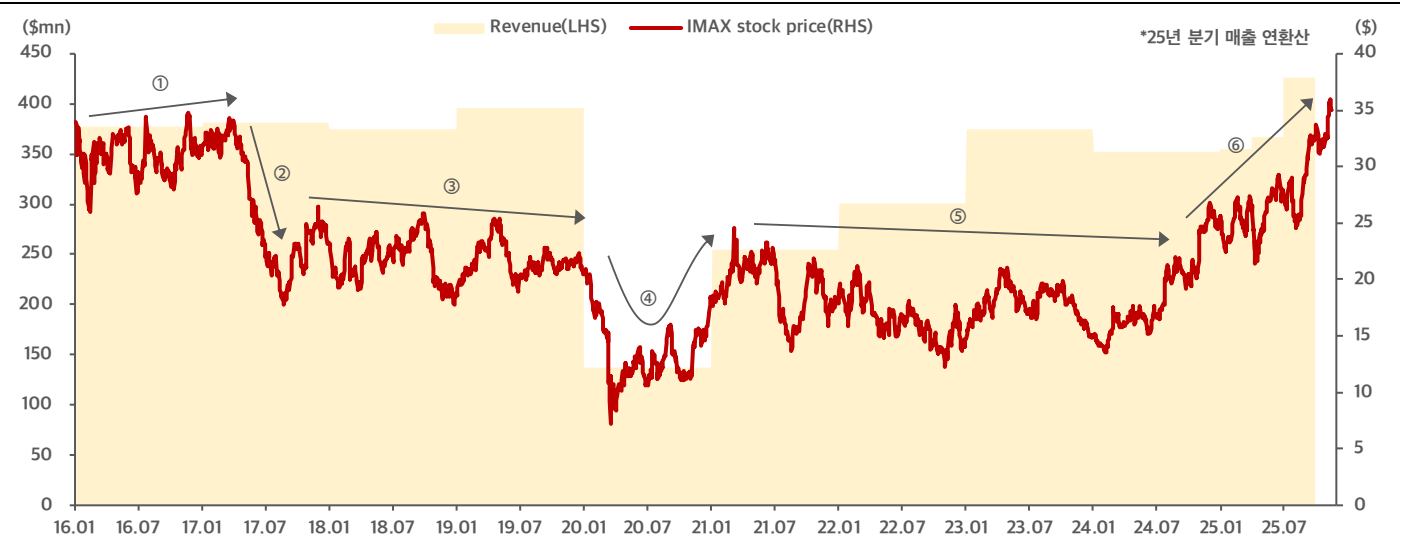
도표 1-7. 부채비율 분석



출처: Edgar, SMIC 3팀

1.5. 주가 분석

도표 1-8. 주가 분석(10Y)



출처: EDGAR, Investing.com, SMIC 3팀

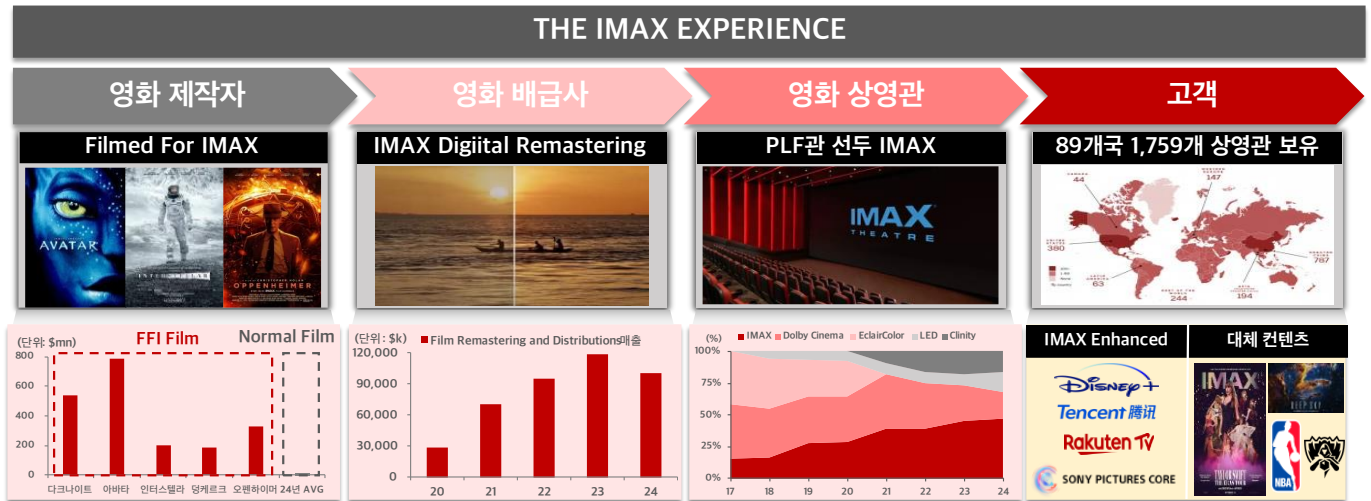
- 16년: IMAX의 본격적인 글로벌 확장** 16년은 동사의 황금기였다. 동사는 중국 내 주요 극장사와 계약을 체결하고, 일본·중동·유럽에서도 신규 계약을 늘려갔다. IMAX 네트워크 확대에 따른 기대감은 주가를 높은 수준에서 유지시켰고, <스타워즈: 깨어난 포스>와 <데드풀> 등 블록버스터의 흥행도 신바람을 더했다.
- 17년: OTT한테 얻어맞고 중국한테 걸어차이고** 17년은 악재의 연속이었다. Netflix 가입자 수가 1억 명을 돌파하며, OTT 플랫폼 성장에 따른 영화관 수요 감소가 현실화되었고, 극장 내 리클라이너 좌석 설치 열풍이 불며 Premium Format 스크린 경쟁 증가에 따른 우려도 터져 나왔다. 설상가상으로 핵심 시장인 중국의 경제 성장 둔화와 국가 신용 등급 하향이 겹치며 주가는 6개월 만에 반토막이 났다.
- 18-19년: 불확실성 vs 호재 반복** 18-19년 주가는 박스권을 그렸다. 박스오피스 흥행과 신규 극장 계약의 호재는 미중 무역갈등과 미디어 소비 트렌드 변화에 따른 불확실성과 맞물리며 시기별 등락을 거듭했다.
- 20년: 업황에 비수를 꽂았던 COVID-19** 20년 발생한 COVID-19 팬데믹은 대규모 집합 금지 조치와 영화관 폐쇄로 이어지며 주가에 직격탄을 날렸다. IMAX 스크린 신설과 유지보수 사업은 위축되었고, 주요 블록버스터 영화의 개봉 역시 연기되거나 취소되었다. 20년 1월 \$20 수준이던 주가는 단 두 달 만에 \$7.16까지 급락했다. 20년 말부터 백신 접종이 시작되며 영화관이 재개장함에 따라 주가는 이전 수준으로 회복했다.
- 21-24년: 전진을 위한 숨고르기** 21-24년 동사는 팬데믹 여파를 서서히 회복했다. 20년 1/3 수준으로 급감한 매출은 매년 증가세를 보였지만 주가는 제자리걸음했다. 임직원 확충, 마케팅 투자 재개 등 비용 증가로 인해 순이익 개선이 제한되었기 때문이다. 그럼에도 동사는 꾸준히 상영관 수를 늘려갔고, 22년에는 스트리밍 기술 회사 Ssimwave 인수를 통해 AI 기반 영상 품질 향상 기술을 도입했다.
- 25년: 구조적 성장이 가져온 실적 기대** 25년 들어 동사의 주가는 실적 성장과 함께 우상향하고 있다. 특히 3Q25에는 할리우드 타이틀 영화의 수가 적었음에도 불구하고, Apple과 협업한 <F1>의 흥행과 <컨저링> 등 공포 장르에서의 약진, <귀멸의 칼날: 무한성편>와 같은 현지 전략 성공에 따라 역대 최고 매출을 기록했다. 수익성과 현금 흐름 역시 크게 개선됨에 따라 장기적인 실적 전망이 주가를 끌어올리고 있다.

독보적인 지위를 바탕으로, 26년 및 27년 폭발적인 실적 성장을 보여줄 동사를 만날 차례다.

2. I M... Inevitable- 투자포인트 1

최근 글로벌 OTT 플랫폼의 지배력 확대에 따라 전통적인 극장 산업은 쇠퇴의 기로에 놓인 것으로 평가받고 있다. 그러나 극장 관람 시장을 쇠퇴하는 단일 시장으로만 간주한다면 핵심 투자 기회를 간과하는 중대한 오류를 범할 수 있다. OTT 환경에서 경험할 수 없는 웅장함과 생동감에 대한 관람객의 니즈가 심화되면서, 프리미엄 영화 관람 수요는 오히려 증가하고 있다. 극단적으로 양분되어가는 영화 밸류체인 의 모든 분야에서 수혜를 누릴 동사를 주목해야 할 시간이다.

도표 2-1. 영상 콘텐츠 밸류체인 전반에 걸쳐 있는 IMAX



출처: 동사, BoxOffice Mojo, 언론종합, SMIC 3팀

2.1. 관객: “Go Big or Go Home”

영화 관람 수요는
모 아니면 도

오늘날 관객들에게 영화관은 단순히 콘텐츠를 ‘시청’하러 오는 공간이 아니며, 특별한 가치를 ‘경험’하러 오는 공간으로 변모한 상태다. Netflix를 필두로 한 대형 OTT 플랫폼의 등장에 따라, 영화를 소비하는 수요자 관점에서 시장은 크게 두 축으로 양극화되었다. 첫 번째 축은 저렴한 비용으로 시간과 공간의 제약 없이 콘텐츠를 시청하는 편의성 및 비용 효율 중심의 OTT 시장이다. 다른 한 축은 고품질의 화면과 사운드 시스템을 통한 압도적인 몰입감을 추구하는 PLF (Premium Large Format) 시장으로 확립되고 있는 양상이다.

영화관은 죽어도
살아나는 PLF관

이러한 시장 구조 변화의 결과, 기존의 일반 스크린 관람 수요는 효율성과 편의성을 앞세운 OTT 시장으로 대부분 이전되었다. 그러나 모든 극장 수요가 일괄적으로 감소한 것은 아니다. 가정 환경에서는 구현할 수 없는 고품질의 시청 경험을 추구하는 PLF관 수요는 오히려 증가하고 있다. 특히 아바타, 어벤져스, 탑건, 오픈하이머 등 압도적인 웅장함을 갖춘 블록버스터 영화를 시청하고자 하는 관객들은 차별화된 경험 가치를 위해 적극적으로 PLF관을 방문하고 있다.

동사의 상영관이 갖는
시각적 강점

다수의 PLF관 중에서도 동사는 시각, 음향 측면에서의 장점을 통해 관객들에게 남다른 경험을 선사할 시스템을 구축하고 있다. 우선 동사는 관객에게 더 좋은 시각적 경험을 제공하기 위해 일반 상영관과는 상이한 스크린을 제공한다. 동사의 상영관은 좌석의 가장 앞 열 일부를 제거하고, 스크린을 약 5도 정도 기울여 배치하여 관객의 몰입감이 증폭되는 구조를 형성한다. 스크린의 크기 또한 20m를 상회하는 경우가 많아 관객의 시야각을 가득 채워 몰입감을 극대화한다.

수직 시야 확대를
통한 몰입도 증가

스크린 비율 측면에서도 동사의 스크린은 일반 상영관 대비 우위를 차지하고 있다. 일반적인 스크린은 시네마스코프라고 불리며, 주로 2.39:1의 와이드 화면 비율을 사용한다. 반면, 동사의 스크린 비율은 1.90:1 혹은 1.43:1로 구현되어 상대적으로 정사각형에 가까운 형태다. 이러한 화면 비율은 관객의 수직 시야를 26%에서 최대 40% 채우는 효과를 제공한다. 인간의 수직 시야는 수평 시야에 비해 상대적으로 제한되어 있다. 따라서 관객이 화면의 상하단 끝을 한 번에 볼 수 없을 때, 뇌는 단순한 화면 시청을 넘어 그 장면에 완전히 진입했다고 착각하게 된다.

압도적인 해상도의
IMAX 스크린

이뿐만 아니라, 동사는 해상도 측면에서도 일반 상영관 대비 강점을 보유하고 있다. 일반 상영관이 주로 2K 해상도를 채택하는 것과 달리, 동사의 IMAX Laser 상영관은 4K 해상도를 제공하며 화질의 격차를 명확히 보여준다. 나아가 영상 촬영 단계부터 IMAX 필름을 이용하는 FFI(Filmed For IMAX) 방식은 이론적으로 최대 18K 수준의 화질을 구현하는 것이 가능하다. 또한 동사는 동일 해상도로 상영하는 경우에도 2대의 프로젝터를 동시에 운영하는 듀얼 프로젝션 시스템을 통해 일반 상영관 대비 월등히 높은 밝기와 명암비를 구현하고 있다.

사운드 시스템에서도
강점을 갖는 IMAX

동사는 사운드 시스템 측면에서도 차별화된 경험을 제공하기 위해 고출력 스피커 및 우퍼를 탑재하는 동시에, 6채널부터 12채널까지 구성된 음향 시스템으로 일반 상영관 대비 강화된 입체 음향을 구현한다. 또한 영화 제작 단계부터 IMAX 전용 사운드로 마스터링하는 협업 프로세스를 통해 저음역대에서 확연한 강점을 보유하고 있다. 이러한 기술력 덕분에 보헤미안 랍소디, 라라랜드 등 사운드가 핵심인 영화들의 동사 상영관 관람 수요 또한 견고하다.

자리가 없어서
못 보는 IMAX

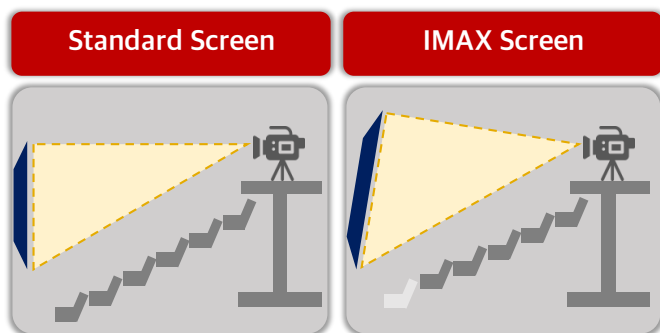
동사는 앞서 언급한 기술력을 토대로 방문객에게 차별화된 관객 경험을 제공하며 PLF 관람 수요를 견인하고 있다. 23년도 흥행작인 ‘오픈하이머’의 사례를 보면, 동사 스크린은 전 세계 스크린 수의 1% 정도에 불과했음에도 불구하고, 전체 박스오피스(Gross Box Office)의 20%를 창출했다. 향후 수요 예측 또한 긍정적이다. 26년 7월 개봉 예정인 100% FFI 영화 ‘오디세이’는 1시간 이내에 95%의 좌석이 판매되었으며, 뉴욕과 LA 등 주요 상영관은 3분 만에 매진되었다. 이는 동사의 PLF관 수요가 폭발적이라는 것을 시사하며, 관객 충성도가 높다는 사실을 보여준다.

2.2. 극장: “Resistance is Futile”

멀티플렉스 사업자는
PLF관을 원해요

멀티플렉스 사업자가 관객의 이탈을 방어하기 위해서는 동사의 스크린이 필요하다. 전술했듯이 관람객 수요는 PLF관으로 이동 중이고, 따라서 글로벌 PLF관 수는 증가하고 있다. 20년에는 IMAX, Dolby Cinema, ScreenX, 4DX를 합한 PLF 상영관 수는 2,898개였는데, 24년에 3,248개까지 증가했다. 이는 20년 41,000개에서 23년 38,000개까지 감소한 미국 스크린 수와 대비된다.

도표 2-2. IMAX 상영관 스크린



출처: SMIC 3팀

도표 2-3. 오디세이 미국 상영관 예약 매진

지역	상영관 명	매진 여부
Arizona	Tempe, AZ - Harkins Arizona Mills	0
California	Dublin, CA - Regal Hacienda Crossings	0
	Irvine, CA - Regal Irvine Spectrum	0
	Los Angeles, CA - TCL Chinese Theatres	0
	Los Angeles, CA - Universal Cinema AMC at CityWalk Hollywood	0
	Ontario, CA - Regal Edwards Ontario Palace Stadium	0
Sacramento, CA	Esquire IMAX	X
	San Francisco, CA - AMC Metreon 16	X
Florida	Fort Lauderdale, FL - AutoNation IMAX	0
Georgia	Buford, GA - Regal Mall of Georgia	0
Indiana	Indianapolis, IN - IMAX Theatre at Indiana State Museum	0
Michigan	Grand Rapids, MI - Celebration Cinema GR North	0
New York	New York, NY - AMC Lincoln Square 13	0
Texas	Dallas, TX - Cinemark Dallas IMAX	0

출처: 동사, SMIC 3팀

PLF관 중 No.1 동사 그리고 PLF관 중에서 가장 압도적인 인기를 자랑하는 곳이 바로 동사다. 동사는 현재 PLF 상영관의 업계 표준으로 자리잡고 있다. 경쟁사인 Dolby, 4DX, ScreenX의 스크린 수를 모두 합산하더라도 동사의 스크린 수에 미치지 못할 정도로 차이를 보인다. 이는 관객들이 PLF관을 경험할 때, 동사의 스크린을 가장 많이 이용한다는 것을 의미한다. 단순히 스크린 수만 많은 것이 아니라, 연평균 스크린 수 증가율도 동사가 경쟁사 대비 우수한 편에 속한다.

스크린 수 증가는 곧 매출 증대 동사의 스크린 수 증가는 극장에 납품하는 설비 대금을 즉시 수령하는 Sales Revenue와 박스오피스 매출 비율에 기반한 JRSA, 두 가지 수입원에 직접적인 수혜를 제공한다. 실제로 두 수입원의 합산 매출은 20년에 \$67.5mn였지만 24년에는 \$150.4mn로 약 2배 이상 급증했다. 이는 스크린 수 증가가 즉각적인 Sales Revenue 상승을 유발하는 동시에 JRSA 매출의 지속적인 업사이드로 연결되고 있다는 사실을 보여준다. 결과적으로 극장들은 높은 설치 및 유지보수 비용을 부담하더라도 동사를 선호하며, 동사는 스크린 수 증가의 독점적 수혜를 지속적으로 누리고 있다.

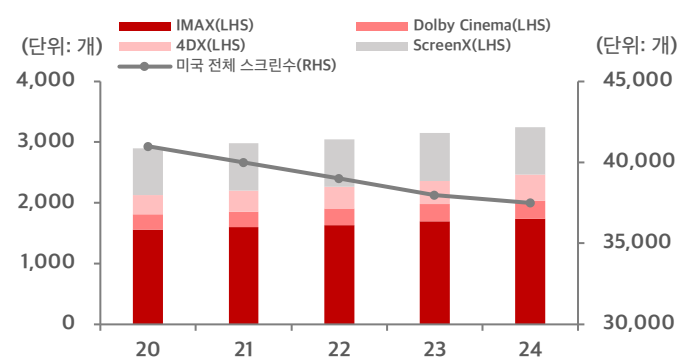
IMAX를 부러워하는 멀티플렉스 미국 내 멀티플렉스 기업들도 동사가 영화 밸류체인에서 갖는 지배력을 모방하기 위해 자체 PLF관을 설치하고 있지만, 동사의 유의미한 경쟁 상대가 되지는 못할 전망이다. 미국 스크린 수 시장점유율 2, 3위 기업인 Regal Cinemas(RPX)와 Cinemark(Cinemark XD)가 자체 PLF관을 운영하고 있으나, 이는 화면 비율 및 음향을 부분적으로 개선한 수준에 불과하다. 영화 제작부터 상영까지 모든 요소를 하나의 시스템으로 커스터마이징하는 동사의 시스템과는 근본적인 차이가 존재한다. 따라서 동사만이 제공할 수 있는 콘텐츠 독점성을 재현하기는 쉽지 않다.

힘을 합쳐도 IMAX에 꺾도 안 돼요 동사의 압도적인 PLF 시장 지배력과 박스오피스 매출 공유 부담에 대응하여, Regal, Cinemark, Marcus 등 미국 멀티플렉스 체인들이 연합을 통해 단일 PLF관 제공을 시도한 바 있으나 이 역시 동사에게 위협이 되지 않을 전망이다. 미국 최대 멀티플렉스인 AMC는 애초에 이 논의에 참여하지 않고 있고, 동사 CEO가 이들도 결국 동사의 스크린을 원하고 있다고 언급했기 때문이다. 따라서 이 사례는 동사가 영화 밸류체인에 걸쳐 공고한 지위를 차지하고 있음을 입증할 뿐이다.

2.3. 배급사: “The Way to Paradise”

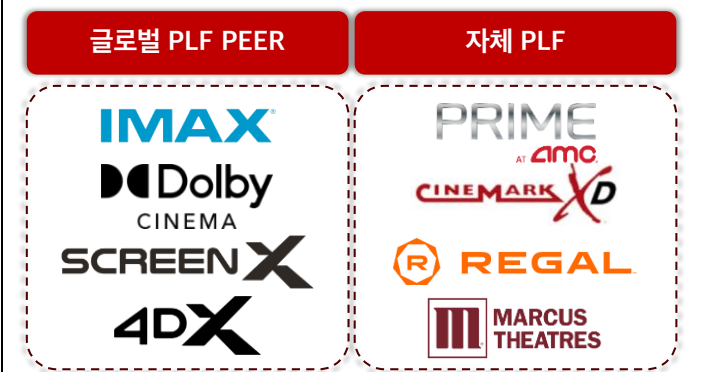
배급사들도 원하는 IMAX 관객 수요의 증가와 동사의 확장이 맞물리면서, 영화 배급사들 또한 자사 작품을 동사 스크린에 공급하려는 니즈가 확대되고 있다. 실제로 대형 OTT의 성장세 속에서도 동사 스크린에서 상영하는 영화의 수는 점진적으로 증가하는 추세다. 10년 전인 15년에는 동사에서 상영하는 작품 수가 47개 수준이었으나, 24년 기준 78개까지 그 숫자가 증가하였다. 이는 동사의 프리미엄 관람 플랫폼이 배급사에게 흥행의 필수 경로로 인식되고 있다는 증거다.

도표 2-4. 글로벌 PLF관 증가 추이



출처: 각사 IR, Edgar, 언론종합 SMIC 3팀

도표 2-5. PLF관 경쟁사 도식화



출처: SMIC 3팀

동사에게도 존재했던
암흑기

02년 최초의 IMAX DMR(Digital Media Remastering) 영화인 아폴로13이 상영되고, 08년 다크나이트와 09년 아바타가 세상에 등장하기 전까지만 하더라도, 동사 스크린에 상영되는 연간 작품 수는 한 자리 수에 불과할 정도로 부족했다. 이로 인해 스크린에는 한 달 동안 하나의 영화만 반복하며 상영되었으며, 소비자 입장에서는 작품이 전혀 다양하지 않았다. 그래서 당시에 동사는 사업적으로 어려움을 겪었으며, M&A 매물로 올라와 CJ가 인수를 검토했던 전력까지 존재한다.

아바타 이후 폭증한
IMAX DMR 영화

하지만 다크나이트가 흥행하고 아바타가 압도적인 성공을 거둔 이후부터는, 동사의 스크린에 상영되는 연간 작품 수가 해마다 10개 내외 정도 급증했다. 이러한 콘텐츠 공급 확대는 동사의 매출에 폭발적인 상승세를 견인하였다. 이는 동사 스크린 상영을 위해 기존 필름을 IMAX 형태로 변환하는 DMR(Digital Media Remastering) 매출이 작품 수 증가에 비례하여 증가했기 때문이다. 영화 배급사들은 동사 스크린에 작품을 공급하기 위해 단순한 대형 상영을 넘어 영상 최적화와 음향 재구성을 거쳐야 하며, 이에 대한 수수료를 동사에 지급하는 것이다.

꾸준히 증가하는
DMR 매출

DMR 매출이 포함되어 있는 Film Remastering and Distribution 매출을 보면 수치가 증가함을 확인할 수 있다. 21년도에는 약 \$71mn.의 매출을 기록했는데, 24년도에는 \$101mn.로 연평균 12.5%만큼 증가했다. 물론 해당 매출은 상영 작품 수 그 자체보다는 작품의 GBO, 즉 작품의 흥행 여부에 따라 좌우된다. 하지만 IMAX 스크린에 상영되는 작품 수가 많아진다는 사실 자체가 곧 동사의 GBO 매출을 증가시키고, 동시에 흥행작을 확보할 확률을 높인다는 이점을 지닌다.

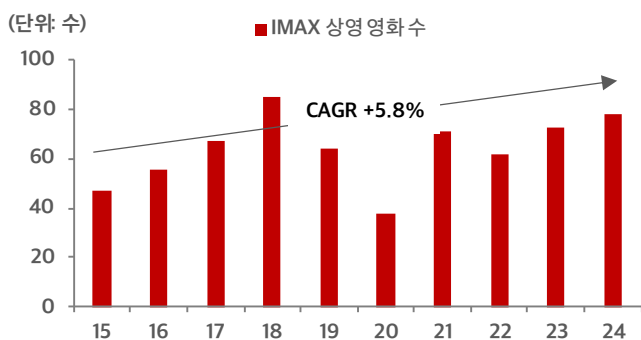
유명 스튜디오들도
IMAX의 고객

대형 작품의 제작과 배급사를 담당하는 스튜디오들의 IMAX DMR 수요도 꾸준히 이어지고 있다. 미국의 유명 스튜디오인 Warner Brothers는 10년도에 IMAX DMR 작품 20편을 변환하는 것을 시작으로 동사와 긴밀한 파트너십을 맺으며 안정적인 DMR 수요를 창출하고 있다. 특히 최근에는 Disney+, Netflix 등 핵심 OTT 플랫폼들까지 IMAX 스크린에 상영하기 위해 동사의 DMR 서비스 계약을 체결하는 등 콘텐츠 공급자 측면의 지배력이 더욱 강화되고 있는 상황이다.

수요가 많다 보니
모든 영화를 담을
여력이 안되네요

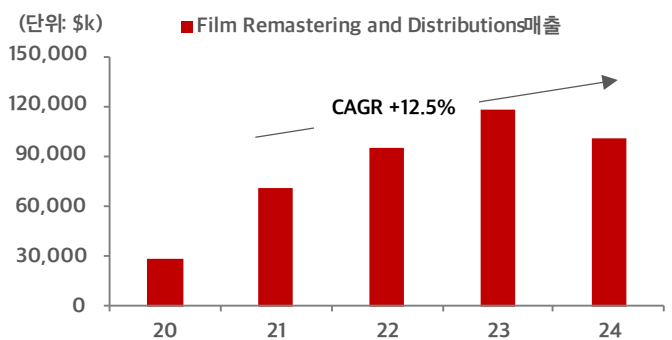
심지어 현재는 IMAX 스크린 수가 부족하기 때문에, 다수가 DMR 서비스를 거쳐 상영되기를 희망함에도 불구하고 스크린 확보에 어려움을 겪는 이른바 콘텐츠 초과 수요 현상이 발생하고 있다. 대표적으로 23년, 톰 크루즈 주연의 미션 임파서블7은 동사와의 계약상 상영 우선순위에 있었던 크리스토퍼 놀란 감독의 오픈하이머의 개봉으로 인해 IMAX 스크린에서 단 일주일 정도만 상영되었다. 이로 인해 톰 크루즈는 영화 흥행에 직격탄을 맞았고, 배급사인 Paramount에 강하게 불만을 표출하기도 했다. 이러한 상징적인 사례는 동사가 스크린뿐만 아니라 콘텐츠 시장 전반에 걸쳐 강력한 지배력을 행사하고 있다는 것을 상징적으로 보여준다.

도표 2-6. IMAX 스크린 상영 영화 개수



출처: Wikipedia, SMIC 3팀

도표 2-7. Film Remastering & Distributions 매출 추이



출처: Edgar, SMIC 3팀

2.4. 제작사: “This is The Way”

애초에 IMAX 장비로 제작하는 FFI의 증가

동사 스크린에서 상영되는 영화의 수가 증가함에 따라, 애초에 IMAX 전용 프레임에 맞춰 촬영하는 FFI(Filmed For IMAX) 작품 수도 점차 확대되는 추세다. FFI는 IMAX 전용 카메라와 기존 35mm 필름보다 큰 15/70mm 필름을 사용한다. 이로 인해 영상 해상도를 이론상 최대 18K까지 끌어올려 기존 영화 대비 화질을 비약적으로 개선한다. 이와 더불어 동사 PLF관에 최적화된 화면 비율과 맞춤형 사운드 시스템과 결합되어 한 차원 다른 수준의 몰입감을 제공한다.

감독들의 자존심을 채워주는 확실한 톨, FFI

이러한 예술성 측면에서 FFI를 강력히 선호하는 제작자들이 여럿 존재한다. 이는 대형 OTT의 등장으로 인해 영화의 극적 요소가 감퇴되는 것에 반감을 갖고, 오히려 영화의 극적인 효과와 공동체적 관람 경험의 극대화를 추구하는 제작자들이다. 이들은 시네마틱 아트를 작은 화면으로 소비하는 현상에 저항하며 동사의 FFI 시스템을 선호한다. 대표적인 감독이 오픈하이머, 덩케르크, 인터스텔라, 다크나이트 등이 필모그래피에 포함된 크리스토퍼 놀란 감독이다.

디테일을 챙겨주는 FFI 영화

그는 여러 인터뷰에서 IMAX 필름 촬영 기법을 통해 배우들의 미세한 표정 변화부터 웅장한 스케일까지 훼손 없이 기록할 수 있었다고 강조한다. 또한 IMAX 필름의 선명도와 깊이만으로 마치 3D 영상과 같은 효과를 경험할 수 있다고 주장한다. 그리고 그는 필름을 통한 촬영 방식은 디지털 상영이 보편화된 시대에 촬영을 희귀하고 영구적인 보존 의식으로 만든다고 설명한다.

극한의 환경에서도 FFI는 놓칠 수 없어요

실제로 그는 극한의 제작 환경 속에서도 FFI 포맷을 고집하며 독보적인 영상미를 구현했다. 미션 임파서블 촬영 당시 제작진은 40kg이 넘는 거대한 15/70mm 필름 카메라를 헬리콥터 외부에 달거나 크레인에 달아 액션 장면을 촬영했다. 또한 영화 인터스텔라는 주로 아이슬란드에서 촬영했는데, 극심한 한랭 속에서 필름이 얼어붙거나 윤활유가 응고되어 필름 카메라가 멈추는 현상이 빈번하게 발생했다. 그럼에도 제작진은 캠핑용 히터까지 사용하면서 필름 카메라를 고집했다. 이처럼 동사는 타협 없는 예술적 가치를 추구하는 제작자들에게 사랑을 받고 있다.

PLF관 흥행 보증수표 마크가 된 FFI

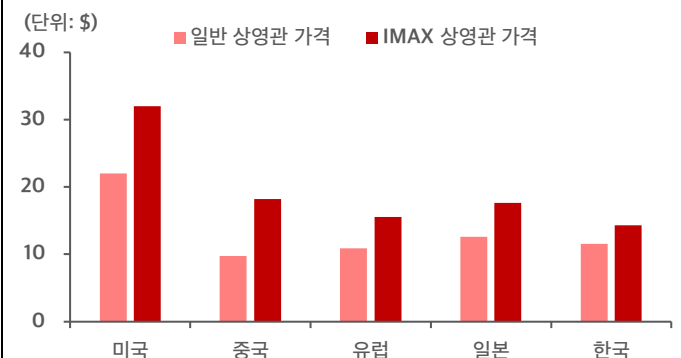
그리고 최근에는 FFI로 제작된다는 문구 자체가 관객들에게 동사 상영관을 찾아가야 한다는 강력한 마케팅 문구로 기능한다. 영화 포스터에 명시된 FFI 로고는 해당 작품이 일반 스크린 관람으로는 온전한 경험이 불가능하며, 반드시 동사 스크린에서 최상의 환경으로 시청해야 하는 프리미엄 콘텐츠라는 인식을 심어준다. 이러한 독점적인 시각적 경험에 대한 관객의 수요는 일반 상영관 대비 글로벌 평균 약 47% 높은 가격을 기꺼이 지불하도록 유인하는 핵심적인 기반이다. 따라서 FFI 작품 상영은 동사 상영관의 높은 좌석 점유율을 견인함은 물론, 타 경쟁사 대비 월등한 시장 점유율을 확보하여 수입을 극대화하는 핵심 전략이다.

도표 2-8. IMAX 스크린과 일반 스크린 해상도 차이



출처: Marvel Studio, SMIC 3팀

도표 2-9. IMAX와 일반 스크린 가격 차이

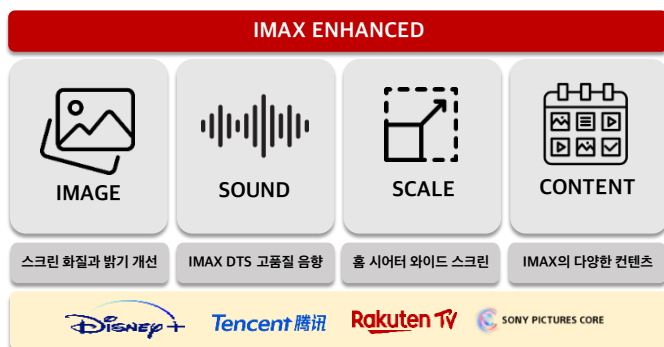


출처: 언론종합, SMIC 3팀

2.5. OTT: “Keep Your Friends Close and Your Enemies Closer”

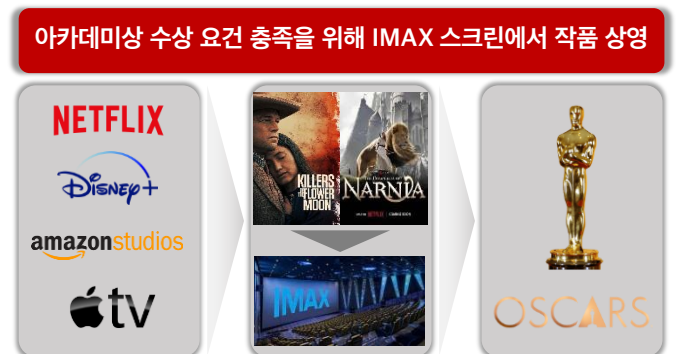
OTT한테도 돈 받는 IMAX	동사의 수익 대부분이 양극화된 영화 관람 시장의 고품질 경험 수요에서 창출되는 것은 사실이나, 동사가 편리한 관람 수요와 대척점에 선다고 해석해서는 안 된다. 동사는 OTT와 기술 공급 및 전략적 홍보 채널로서의 협력 관계를 병행하고 있다. 실제로 동사는 OTT 파트너들에게 IMAX Enhanced 기술을 공급하여 새로운 수입원을 확보하고 있으며, OTT 플랫폼들은 자사 콘텐츠의 프리미엄 극장 홍보를 위해 동사의 스크린을 활용하며 동사에게 수입을 제공해준다.
OTT 고객에게 제공하는 IMAX 맛보기, IMAX Enhanced	동사는 현재 Disney+, Sony Pictures Core 등 주요 OTT 플랫폼과 계약하고, 극장이 아닌 가정에서 IMAX 영화 포맷을 감상할 수 있는 IMAX Enhanced 시스템을 공급 중이다. 이 시스템은 프리미엄 홈 시어터 수요에 대응하여 동사가 18년에 개발한 솔루션이다. 비록 사용자가 일정 요건의 시스템을 구축해야 하지만, 하이엔드 오디오&비디오 애호가들의 니즈를 충족시키며 서비스 수요는 점진적으로 증가하는 추세다. IMAX Enhanced는 극장용 디지털 IMAX와 동일한 1.90:1 화면비를 지원하고, 미국 오디오 사업자 dts와의 협업을 통해 강력한 저음 환경을 제공해준다.
OTT, 스튜디오, HW장비 파트너로부터 모두 돈이 들어와요	OTT에 IMAX Enhanced를 공급하면서 동사는 다양한 파트너로부터 매출을 창출한다. 우선 OTT 플랫폼으로부터 라이선스 수수료를, 그리고 영화 제작사와 배급사로부터는 OTT 공급 영화의 IMAX 마스터링 수수료를 지급받는다. 또한 삼성, 소니, LG 등 주요 제조사들은 동사와 계약하여 스피커 및 디스플레이 제품에 대한 품질 인증 수수료를 납부한다. 이처럼 동사는 스트리밍 플랫폼을 넘어 스튜디오 및 하드웨어 제조사 등 파생된 주체로부터 매출을 확보하고 있다.
상 받고 싶은데, 상영관 어디 없나? IMAX!	OTT에서 제작한 작품들 또한 흥행 및 아카데미상 같은 권위 있는 시상식 후보 등재를 위해 동사 스크린을 전략적으로 활용한다. 이는 권위 있는 시상식의 엄격한 극장 상영 자격 요건을 최소한의 비용과 시간으로 충족하기 위한 가장 효율적인 방법이기 때문이다. Netflix 등 OTT 플랫폼들은 일반 상영관에 대규모로 작품을 배급하는 대신, IMAX 스크린을 활용하는 방식을 선호한다. 일례로 Netflix는 26년 개봉 예정인 기대작 ‘나니아 연대기’를 이례적으로 2주간 동사의 스크린에서 독점 상영하며, 동사가 OTT 콘텐츠의 위상을 높이는 최적의 플랫폼임을 입증하고 있다.
양극화된 영화 시장의 수혜의 Super Man, IMAX	결론적으로 양극화된 영화 관람 시장에서 고품질 경험 수요는 동사로 강력히 수렴하고 있으며, 이 과정에서 동사의 시장 침투율이 확대되고 있다. 이러한 추세는 동사가 영화 산업 밸류체인 전반에서 수익을 창출하는 수혜를 누리도록 한다. 블록버스터 영화뿐만 아니라 OTT 작품, 다큐멘터리, 스포츠 경기까지 다양한 콘텐츠의 프리미엄 경험 수요가 동사의 가치를 높이고 있으며, 동사는 이 수요를 충족시키기 위해 현재 전 세계 스크린 시장 선점 행보를 가속화하고 있다.

도표 2-10. IMAX Enhanced 서비스



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 2-11. 아카데미상 후보 등재를 위한 IMAX 활용



출처: 언론종합, SMIC 3팀

3. 3,000만كم 늘어나는 IMAX Contents- 투자포인트 2

이제는 바야흐로 IMAX 시대다. [투자포인트 1]에서 관객, 극장, 감독 및 제작사, 배급사에 더해 OTT까지 모두가 IMAX를 간절히 원한다는 것을 확인하였다. 본 장에서는 IMAX 콘텐츠를 하나 하나 파헤쳐보며, 이들이 본격적으로 꽃을 피울 26년과 27년을 기대해보자.

3.1. 깊숙하다. IMAX의 침투율

PLF 포맷의 대표주자
'IMAX'

IMAX는 영화 산업에서 이제는 하나의 고유명사가 되었다. 전술한대로 Premium Format에는 Dolby Cinema, 4DX, ScreenX 등 여러 종류가 있지만 이 중 IMAX가 가장 높은 침투율을 보이고 있다. 높은 흥행 수익을 거두었던 작품들의 경우 전체 상영 기간 중 일부 기간에 (Opening Weekend 등) 최대 30% 스크린을 IMAX로 배정하는 등 경쟁 포맷 대비 뚜렷한 우위를 보인다.

과거의 IMAX
가진 자들의 전유물

과거 IMAX 상영은 자본력을 갖춘 제작사나 배급사의 전유물이었다. 일반 카메라로 촬영한 영상을 리마스터링 하여 IMAX 스크린에 맞도록 변환하고 전용 상영관을 확보하려면 추가 비용이 들어, 텐트폴 영화나 다수의 흥행작을 보유한 스타 감독이 연출하는 극소수 대작에 한해서 IMAX 동시 개봉을 하는 정도에 머물렀다. Christopher Nolan은 IMAX 상영을 열렬히 선호하는 감독으로, <다크나이트>, <인터스텔라>, <오펜하이머> 등 다수의 히트작을 IMAX로 선보인 바 있다.

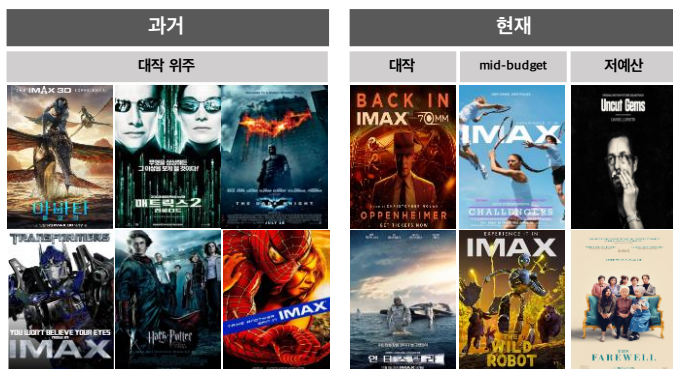
저변이 확대되는
IMAX 영화

최근엔 IMAX 개봉을 선택하는 영화의 숫자가 빠르게 늘어나고 있다. 불과 24년 까지만 해도 대작의 수와 동사의 매출이 높은 상관관계를 보였으나[APPENDIX 6.11] 25년 들어 대작의 수가 감소했음에도 오히려 매출이 늘어나는 모습을 보였다. 이는 IMAX 영화의 저변 자체가 확대되고 있음을 암시한다. 특히 적은 수준(\$20~80mn)의 제작비를 투입하는 미드 버짓(Mid-Budget) 영화 중에도 IMAX로 동시 상영하는 영화들이 지속 증가하고 있다. 일례로 지난해 \$78mn를 들여 개봉한 애니메이션 <The Wild Robot> 역시 \$334mn의 GBO를 달성했다.

IMAX의 GBO 기여도
빠르게 증가하는 중

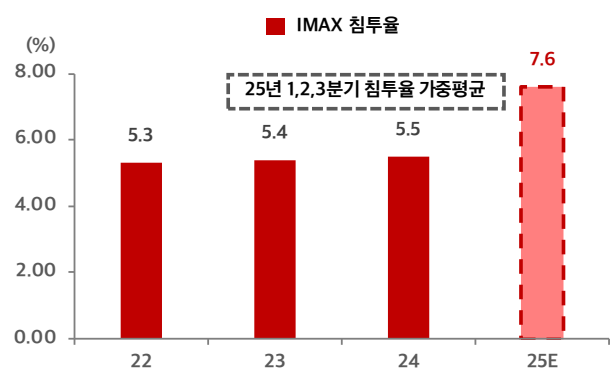
침투율 확장은 일반+IMAX 동시 상영 영화의 GBO 중 IMAX의 기여도가 높아지고 있다는 사실에서도 확인할 수 있다. 다시 말해, 특정 영화가 일반 상영과 IMAX 상영으로 동시 개봉할 경우 IMAX를 택하는 관객의 비율이 늘고 있는 것이다. 24년 기준 5.5%에 불과했던 IMAX의 GBO 기여도는 25년 들어 꾸준히 증가해 3분기 기준 8.4%까지 상승했다. 이는 전년 대비 대작(GBO \$200mn 초과)의 수가 30% 감소한 상황에서 거둔 결과라는 점에서 매우 고무적이다. 이와 같은 결과는 대작 위주로 IMAX를 선택하던 과거에서 벗어나 현재는 IMAX 상영을 선택하는 영화의 저변 자체가 크게 확장되었다는 처음의 주장과도 일맥상통한다.

도표 3-1. IMAX 저변 확대



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

도표 3-2. IMAX 침투율 상승 요약



출처: SMIC 3팀

3.2. '처음부터 IMAX로 찍어주세요.' FFI 시장의 성장

IMAX 인기는
FFI 시장의 성장으로

IMAX의 높은 인기와 수요 덕분에 근래에 많은 영화들이 FFI 방식을 활용하여 제작되고 있다. [투자포인트1]에서 전술한대로 FFI 방식을 적용할 경우 IMAX 스크린에 최적화된 영상을 담아낼 수 있고 대폭 개선된 사운드와 더욱 매력적인 시간적/공간적 미관을 구현해 관객이 영화에 몰입하는 것을 극대화할 수 있기 때문이다.

숫자로 드러나는
FFI 영화의 증가

FFI 영화의 증가는 명백히 숫자로 드러나고 있다. 21년부터 24년까지 FFI 방식으로 제작되어 개봉한 영화는 연간 5개 수준에 불과했다. 그러나 25년 들어 이미 9개의 FFI 영화가 IMAX 극장에서 관객의 마음을 사로잡았다. 톰 크루즈가 열연한 <Mission Impossible: The Final Reckoning Part2>, 브래드 피트 주연의 <F1>이 촬영 때부터 IMAX 상영을 겨냥한 대표적인 FFI 영화라고 할 수 있다. 더욱이 올해 연말엔 IMAX 스크린 수 기준 전 세계 1위인 중국의 현지 언어(Local Language) 영화 두 편 <Made in YIWU>, <Escape from the Outland>가 개봉을 앞두고 있다.

FFI 영화
돈이 되는 구나

FFI 영화가 돈이 된다는 사실이 시장의 성장을 더욱 촉진하고 있다. 23년부터 올해 3분기까지 FFI 방식으로 개봉했던 18개의 영화 중 11개가 시리즈물에 속하는데 이 중 8개의 영화는 전작에 이어 신작에서도 IMAX 동시 개봉을 선택하였고 적게는 \$440mn에서 많게는 \$1.3bn에 이르는 막대한 GBO 수익을 기록하였다. 한편 호러 시리즈물로 유명한 <Final Destination: Bloodlines>의 경우 IMAX로 상영하지 않은 전작 5편의 평균 GBO는 \$133mn에 불과했으나 FFI를 활용해 IMAX 동시 개봉한 신작의 GBO는 \$315mn을 기록하며 전작 대비 약 2.4배 증가하였다.

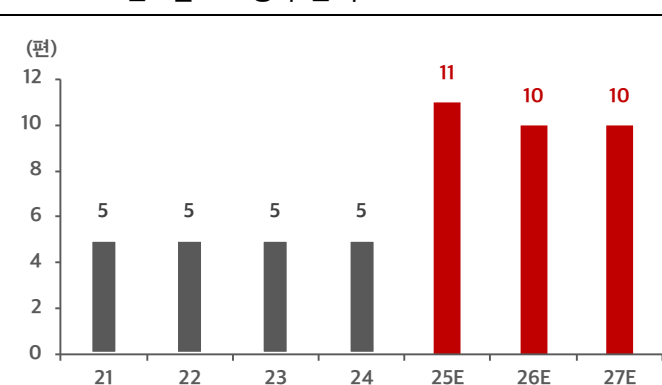
26,27년 개봉 앞둔
FFI 영화 기대작

26년과 27년에도 연이어 FFI 방식으로 촬영한 다수의 기대작들이 관객을 맞이할 준비를 하고 있다. 26년에는 넷플릭스판 나니아 연대기의 첫 번째 편 <Narnia: The Magician's Nephew>, 지난 해 GBO \$700mn를 기록한 DUNE의 마지막 시리즈 <DUNE: Part Three> 등 메가 IP 블록버스터급 영화가 대기 중이다. 뿐만 아니라 IMAX의 열혈 옹호자 크리스토퍼 놀란의 신작 <Odyssey> 역시 내년 7월 IMAX를 통해 관객에게 특별한 경험을 선사할 예정이다. 27년도 결코 거를 타선이 없다. 게임 IP 기반의 영화 <Minecraft2>는 전작에서 GBO \$900mn 라는 초대박을 터뜨린 바 있고, 마블의 <Avengers: Secret Wars> 도 27년 12월 개봉을 목표로 하고 있다.

FFI 영화 증가
IMAX 상영관 증가
동사 수익 증가

이처럼 IMAX 상영에 최적화된 FFI 시장의 성장은 자연스럽게 IMAX 상영관 증가로 이어질 것이고 궁극적으로 동사의 수혜로 연결될 것이다. 시리즈물, 신작 여부에 상관없이 FFI를 통해 IMAX로 개봉하면 제작사와 배급사 및 극장 모두에게 경제적인 이득으로 돌아오고, 관객 역시 최고의 경험을 통해 IMAX를 다시 찾게 되어 좋은 선순환과 함께 동사는 지속해서 성장할 전망이다.

도표 3-3. 연도별 FFI 영화 편 수



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 3-4. 26,27년 FFI 개봉 예정 영화

연도	번호	개봉 시기	영화 제목	시리즈
26	1	26.01	Mercy	1
	2	26.03	Bride	1
	3	26.03	Project Hail Mary	1
	4	26.05	Mortal Kombat II	2
	5	26.05	Star Wars: The Mandalorian & Grogu	1
	6	26.06	Supergirl: Woman of Tomorrow	1
	7	26.07	The Odyssey	1
	8	26.08	Flowervale Street	1
	9	26.11	Narnia: The Magician's Nephew	1
	10	26.12	Dune: Part Three	3
27	1	27.01	Child of Blood and Bone	1
	2	27.03	Godzilla X Kong: Supernova	4
	3	27.05	Legend of Zelda	1
	4	27.05	Star Wars: Starfighter	6
	5	27.06	How to Train Your Dragon2	2
	6	27.07	Man of Tomorrow	2
	7	27.07	MINECRAFT2	2
	8	27.08	Miami Vice	1
	9	27.10	The Batman 2	2
	10	27.12	Avengers: Secret Wars	6

출처: 동사, SMIC 3팀

3.3. 'IMAX로 바꿔주세요' DMR 시장의 성장

IMAX가 선사한 추억
DMR 기술 덕분

저마다의 인생 영화를 IMAX로 다시 보게 되는 순간은 매우 특별한 경험이다. 잊지 못할 명장면, 남몰래 연정을 품었던 배우, 광활한 배경과 영상미를 갖춘 영화를 IMAX로 만나는 경험은 상상만으로도 마음을 설레게 한다. 이를 입증하듯, 짧게는 수년에서 길게는 수십 년 전에 개봉했던 명작, 인기작들의 IMAX 재개봉 릴레이가 이어지고 있다. 동사는 DMR 리마스터링 기술을 통해 오래전에 출시됐던 작품이더라도 IMAX로 새롭게 재탄생시켜 관객에게 추억을 선사하고 있다.

최초의 DMR 영화

DMR 기술은 과거 개봉했던 영화와 새롭게 출시되는 신작 모두에 활용하고 있다. 최초로 적용한 사례는 95년도에 개봉한 톰 행크스 주연의 <Apollo 13>이다. 아폴로 13호의 폭발 사고를 다룬 실화 기반의 영화로, 정식 개봉 후 7년이 지난 02년도에 DMR 기술을 통해 재개봉하여 관객들의 호평을 이끌어 냈다. 한편 2024년 개봉한 <Inside out 2>는 DMR을 활용하여 첫 개봉부터 IMAX 동시 상영을 진행하였고 GBO \$1.7B 수준에 달하는 막대한 흥행 수익을 거두었다.

26년에 더욱 커진다
DMR 영화의 증가

26년에는 DMR을 거쳐 IMAX로 개봉하는 북미 영화의 수가 44편에 달할 것으로 전망한다. 지난 22년은 25편에 그친 반면 올해는 38편의 영화가 개봉했거나 개봉을 앞두고 있다. 한편 내년에는 올해 보다 더욱 늘어난 44편이 개봉할 것으로 추정한다. 추정은 '이미 DMR이 확정된 영화'와 '26년 북미 전체 개봉 예정작 중 DMR 가능성이 높은 영화'를 합산하였다.

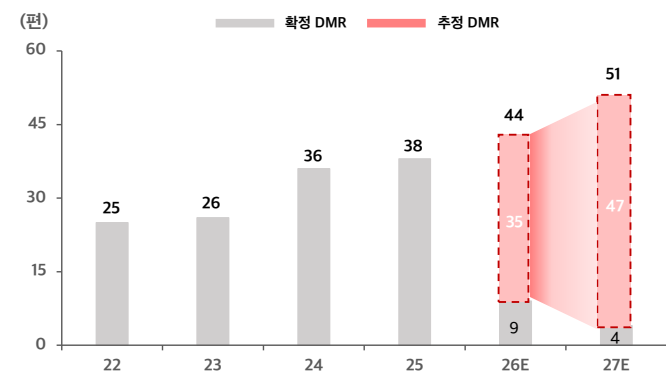
DMR로 블록버스터급
영화를 만나보세요

먼저 26년 북미 영화 기준, 동사에서 공시한 DMR이 확정된 영화는 총 9편이다. 일견 적어 보일 수 있으나 9편의 예정작 대부분 블록버스터급 신작이다. 예를 들어, <Toy Story 5>, <The Super Mario Galaxy Movie>, <Avengers: Doomsday> 등 전작의 GBO가 \$1.0bn 급의 성과를 거둔 메가 IP 작품들이 다수 포진해 있어 향후 흥행 수익 기대감을 가지기에 충분한 라인업이다. 락 밴드 Queen을 소재로한 영화 <Bohemian Rhapsody>가 GBO \$901mn 기록했던 만큼 팝의 황제 마이클 잭슨을 다룬 전기 영화 <Michael>도 다가올 26년을 설레게 할 아심작이다.

DMR 잠재 후보
추정치 35편

본서는 26년 개봉 예정작 중 잠재적 DMR 후보를 총 35편으로 추정하였다. 전작의 흥행 성과, 장르, 제작비, 감독 및 배우, 원작 IP를 기준으로 IMAX 상영 가능성이 높은 영화를 선별하였다. 예를 들어 <Scream 7>은 전작에서 박스오피스 수익 \$166mn을 거두었고 장르도 호러임을 감안하여 DMR 상영 가능성을 높게 보았다. <Clayface>는 DC코믹스의 악당 캐릭터 IP를 활용한 영화로, 만화 원작 혹은 애니메이션이 IMAX 동시 상영을 통해 높은 흥행 수익을 거두는 트렌드를 반영하여 선정하였다. 보다 상세한 리스트와 추정 근거는 [Appendix 6.7]에 첨부했다.

도표 3-5. DMR 추이 전망



출처: 동사, Boxofficemojo, SMIC 3팀

도표 3-6. DMR 후보 추정 산식



출처: Boxofficemojo, SMIC 3팀

3.4. '영화만 IMAX로 보나요' IMAX 콘텐츠 영역 확장


<p>IMAX의 잠재력 무궁무진하다</p>	<p>관객에게 압도적인 경험을 선사하는 IMAX의 영역은 영화에만 머무르지 않고 무한한 잠재력을 품고 있다. 지금 이 순간에도 IMAX의 활용 영역은 폭발적으로 확장되고 있으며 이미 다양한 콘텐츠 분야에서 성공적인 활용 사례가 쏟아지고 있다. 이는 IMAX 적용이 경제적인 이익과 소비자 만족도를 동시에 끌어올려 주저할 이유가 전혀 없는 최적의 선택지라고 해석할 수 있다.</p>
<p>IMAX 확장 1. 음악</p>	<p>첫번째 콘텐츠는 음악이다. 영상의 몰입도뿐만 아니라 IMAX의 또 다른 매력은 바로 귀를 사로잡는 사운드다. 이미 국내외 톱가수들의 콘서트 실황 영상의 IMAX 상영이 줄을 잇고 있다. 23년, 가수 아이유는 국내 최초로 <The Winning> 콘서트 실황 영화를 IMAX 단독 포맷으로 개봉하여 박스오피스 전체 예매율 20.3%를 기록해 1위를 달성하였다. 24년에는 가수 임영웅의 <IM Hero The Stadium> 콘서트 영화가 개봉하여 BTS의 기록을 제치고 국내 최고 매출인 100억원을 돌파 및 관객수 35만 7천명을 기록했다.</p>
<p>IMAX로 보는 임영웅 참을 수 없다</p>	<p>주목할 부분은 당시 티켓 가격이 일반 영화에 비해 최대 2.3배나 비쌌다는 사실이다. 임영웅 공연 IMAX 티켓은 무려 35,000원에 달해, 일반 영화의 IMAX 티켓인 25,000원에 비해 40%, 일반 2D 영화 15,000원보다 2.3배 비싼 가격임에도 전좌석 매진을 달성하였다. 이에 아이유와 임영웅의 콘서트 IMAX 상영 사례는 동사의 공식 자료에도 언급될 만큼 화제를 모았다. 해외의 경우, 23년 IMAX 포맷으로 개봉한 테일러 스위프트의 <The Eras Tour> 콘서트 실황 영화가 한화로 약 3,600억원에 달하는 수익을 거두며 할리우드 블록버스터급 성과를 거둔 바 있다.</p>
<p>IMAX 확장 2. 스포츠</p>	<p>두번째 콘텐츠는 스포츠다. 전 세계 초대형 팬덤을 보유한 게임 LOL(League of Legends)의 챔피언십 매치인 롤드컵의 23년도 결승전을 IMAX로 생중계하였다. 당시 동사는 CJ CGV 및 중국의 대형 극장 체인인 Wanda Group과 협업하여 중국과 한국 전역에 150개 이상의 IMAX 상영관에서 결승전을 생중계하였고, 티켓 가격이 약 3만원에 달했음에도 평균 90%에 달하는 판매율을 기록하였다. 또한 24년에는 미국 NBC와 협업해 파리올림픽 개막식을 미국 전역 150개 상영관에서 IMAX로 생중계하는 등 스포츠 콘텐츠 분야에 IMAX 적용 사례를 늘리고 있다.</p>
<p>IMAX 확장 3. 현지 언어 콘텐츠</p>	<p>마지막은 현지 언어를 기반으로 한 콘텐츠다. 동사의 경영진도 할리우드 영화보다 중국 등 현지어 영화를 통한 수익성이 높다고 강조할 만큼 중요한 영역이다. 일례로 일본에서 개봉한 애니메이션 <귀멸의 칼날>은 \$570mn GBO를 달성하였고 중국에서 역사상 가장 큰 흥행 수익을 거둔 영화 중 하나인 <장진호> 역시 \$920mn에 달하는 블록버스터급 흥행 성적을 받은 바 있다. 현재도 지속해서 중국을 비롯한 현지어 콘텐츠를 제작하며 영역 확장에 박차를 가하고 있다.</p>

도표 3-7. 콘서트 실황 IMAX 상영

<p>아이유 The Winning</p>  <p>Boxoffice 예매율 1위</p>	<p>임영웅 IM Hero The Stadium</p>  <p>국내 공연 영화 매출 1위</p>	<p>Taylor Swift The Eras Tour</p>  <p>세계 공연 영화 수익 1위</p>
---	---	--

출처: 동사 IR, SMIC 3팀

도표 3-8. 스포츠, 현지언어 콘텐츠 IMAX 상영

<p>스포츠</p>	<p>롤드컵</p> 	<p>파리 올림픽</p> 
<p>현지 콘텐츠</p>	<p>귀멸의 칼날</p> 	<p>장진호</p> 

출처: 동사 IR, SMIC 3팀

5. 매출 추정

동사의 매출은 1) Film Remastering and Distribution, 2) System Sales, 3) System Rental, 4) Maintenance, 5) All Others로 구분하여 추정하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출추정 Table										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출액	300,805	374,839	352,205	93,089	91,684	106,654	122,281	413,708	539,610	667,381
	YoY(%)	18.0%	24.6%	(6.0%)				17.5%	30.4%	23.7%
Film Remastering and Distribution	94,867	118,637	100,545	32,157	31,650	41,913	34,927	140,647	209,892	279,885
	% of Sales	31.5%	31.7%	28.5%	34.5%	34.5%	39.3%	28.6%	34.0%	38.9%
System Sales	73,992	102,000	92,166	22,215	20,872	21,589	45,485	110,161	126,347	140,065
	% of Sales	24.6%	27.2%	26.2%	23.9%	22.8%	20.2%	37.2%	26.6%	23.4%
System Rental	61,768	75,566	62,331	19,136	18,708	23,047	21,518	82,409	120,902	161,219
	% of Sales	20.5%	20.2%	17.7%	20.6%	20.4%	21.6%	19.9%	22.4%	24.2%
Maintenance	56,608	56,737	61,565	15,658	16,059	15,784	16,138	63,639	65,128	68,359
	% of Sales	18.8%	15.1%	17.5%	16.8%	17.5%	14.8%	15.4%	12.1%	10.2%
All Others	13,570	21,899	35,598	3,923	4,395	4,321	4,213	16,852	17,340	17,853
	% of Sales	4.5%	5.8%	10.1%	4.2%	4.8%	4.1%	4.1%	3.2%	2.7%

5.1. Film Remastering and Distribution 매출 추정

Film Remastering and Distribution 매출 추정										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Film Remastering and Distribution 매출액 (A)	94,867	118,637	100,545	32,157	31,650	41,913	34,927	140,647	209,892	279,885
IMAX GBO (B)	849,700	1,100,000	900,700	287,054	282,589	374,196	311,848	1,255,687	1,874,040	2,498,973
	A/B	11.2%	10.8%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%

Film Remastering and Distribution의 매출은 IMAX GBO와 연동된다. 10-k에 따르면, 동사는 전 세계 IMAX GBO의 11.2%를 매출로 인식한다. 다음과 같은 추정 논리 하에 매출 추정하였다.

- ① IMAX로 상영될 가능성이 있는 각 영화들의 추리고, 전체 GBO 총합을 추정한다.
- ② 전체 GBO 중 IMAX만으로 창출된 IMAX GBO를 추정한다.
- ③ IMAX GBO의 11.2%를 매출로 인식한다.

또한 본 추정에서는 동사의 매출 인식 구조를 고려하여, GBO가 동사 매출에 반영되기까지 1개월의 lagging을 가정하였다. 모든 영화의 상영 기간은 3개월로 가정하였으며, 영화 상영 기간에 따른 월별 GBO 비중은 개봉 1개월차 85%, 2개월차 10%, 3개월차 5%를 기준으로 추정하였다. 개봉 후 첫번째 달에 대부분의 GBO가 발생하는 산업적 특징을 반영하고자 했다.

(1) 영화 분류

IMAX 상영 영화 중 북미의 domestic 영화가 차지하는 비중은 다른 지역의 영화들을 압도한다. 이에 영화를 북미 domestic 영화와 북미가 아닌 non-domestic 영화로 먼저 분류하였다. Domestic 영화의 경우 동사의 IR자료 및 제작사의 보도를 통해 FFI로 제작되는 영화와 DMR 개봉을 사전 확인한 영화를 확인할 수 있었다. 이에 domestic 영화를 FFI 영화, DMR 확정 영화, DMR로 상영이 예상되는 작품 3가지로 세분화하여, 추정을 진행하였다.

Non-Domestic 영화는 상영 관련 공개된 정보가 제한적이며, 제작 방식 및 사전 DMR 확정 여부 등을 체계적으로 파악하기 어렵다. 또한 지역별 배급 구조가 매우 이질적이다. 따라서 non-domestic 영화는 세부 분류 없이 IMAX 상영 이력이 있거나 IMAX 상영이 예상되는 작품들을 하나의 카테고리 묶어 추정을 진행하였다.

(2) IMAX 상영 영화 수 추정

IMAX 상영 영화 수						
(단위: 편)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
총 IMAX 영화 수	62	73	78	85	92	101
Domestic	30	32	40	49	54	61
FFI 영화 수	5	6	4	11	10	10
DMR 영화 수	25	26	36	38	9	4
DMR 예상작 수					35	47
Non-Domestic IMAX 영화 수	32	41	38	36	38	40

26년 Domestic 영화 중 FFI로 제작 중인 영화는 10편이며, DMR 개봉이 이미 확정된 영화는 9편이다. 본서는 IMAX 적용 여부가 확정되지 않은 26년 개봉작 66편을 전수조사하여, 이들 영화의 DMR 상영 가능성을 가늠하였다. [투자포인트 2]에서 전술한 것과 같이 전작의 흥행 수익, 제작비, 감독 및 배우, 장르, IP 등의 기준을 고려하여 개별 추정하였다. [Appendix 6.7]

본서 추정 결과, 66편의 영화 중 DMR을 통해 IMAX로 상영이 예상되는 작품의 수는 35편이다. 이에 따라 26년 총 44편의 domestic 영화가 DMR을 통해 IMAX 상영된다고 가정하였다. FFI 10편과 포함하면 26년에 총 54편의 domestic 영화가 IMAX로 상영되는 셈이다.

27년에도 IMAX의 확대 추세는 지속될 것이다. 22년 이후 DMR 영화 편수의 연평균 증가율을 적용하여, 27년의 DMR 상영 편수를 추정하였다. 이미 상영이 확정된 4편에 더해 47편의 영화가 추가로 DMR 영화로 상영될 것이며, FFI로 제작 중인 10편의 작품을 더해 27년에 총 61편의 domestic IMAX 영화의 상영을 추정하였다.

Non-Domestic 영화의 경우 정보가 제한적이므로, 22년부터 25년까지의 IMAX 상영 영화 편수의 연평균 증가율을 적용하여 26년과 27년의 편 수를 추정하였다. <귀멸의 칼날>, <스즈메> 등 애니메이션의 흥행과 중국 현지 영화의 인기에 힘입어 증가세가 예상되기 때문이다. 26년에는 38편, 27년에는 40편의 non-domestic 영화들이 IMAX로 상영될 것으로 예상된다.

(3) IMAX GBO 추정

26년과 27년의 FFI 및 DMR 확정 영화는 영화별로 GBO를 개별 추정하였다. 반면 DMR 예상 영화와 non-domestic IMAX 영화들의 GBO에는 과거 데이터를 이용한 평균치 기반 추정 방식을 적용하였다. DMR 예상 영화에 대해서는 22년부터 24년까지의 제작 단계에서 사전 DMR 확정 없이 IMAX로 상영된 영화들의 GBO(\$252.9mn)를 평균치로 이용하였다. Non-Domestic IMAX의 경우 영화 수에 22년부터 24년까지 non-domestic IMAX 영화들의 평균 GBO(\$121.6mn)를 곱하여 추정하였다.

IMAX 상영 영화의 GBO										
(단위: Million USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
IMAX 상영 영화의 GBO	16,394	18,883	17,415	4,816	3,161	4,475	4,114	16,566	22,893	28,265
Domestic 영화 GBO	13,649	13,227	14,476	2,629	3,054	3,540	3,901	13,124	19,399	24,200
FFI GBO									2,955	7,518
DMR GBO									8,478	5,099
DMR 가능작 GBO									7,966	11,583
Non-Domestic 영화 GBO	2,745	5,656	2,938	2,187	107	935	213	3,442	3,494	4,066

FFI 개봉일(연/월)	영화제목	시리즈	예산 GBO(USD)	추정 근거 요약
25.4Q	25.10	Tron Ares	3 160,000,000	25년 10월 개봉 영화는 현재까지의 GBO 사용
26.01	26.01	Mercy	1 182,906,653	PEER 영화 (Edge of Tomorrow) GBO x0.8배
26.03	26.03	Bride	1 80,000,000	제작비 8천만 달러 및 예술성 초점 영화 고려 제작비 x1.0배
26.03	26.03	Project Hall Mary	1 300,000,000	PEER 영화 (마신, 장르 및 제작비 유사) GBO x0.5배
26.05	26.05	Mortal Kombat II	2 84,426,031	전략 GBO x1.0배
26.05	26.05	Star Wars: The Mandalorian & Grogu	1 751,900,974	5년 만에 시리즈 후속 개봉 고려 전략 GBO x0.7배
26.06	26.06	Supergirl: Woman of Tomorrow	1 150,000,000	동일 IP 전략 흥행 실패 고려 제작비 x0.75배
26.07	26.07	The Odyssey	1 1,000,000,000	감독 전략 (오버헤더) GBO x1.1배
26.08	26.08	Flowersale Street	1 100,000,000	제작비 x1.25배
26.11	26.11	Narnia: The Magician's Nephew	1 350,000,000	전략 평균 GBO x0.75배
26.12	26.12	Dune: Part Three	3 1,000,782,101	시리즈 전략 GBO (시리즈 I 대비 II GBO 1.7배 증가) 고려 전략 x1.4배
27.01	27.01	Child of Blood and Bone	1 250,000,000	PEER 영화 (컨셉 유사 블록버스터 2) 흥행 잠재 고려 GBO x0.3배
27.03	27.03	Godzilla X Kong: Spornova	4 629,035,018	전략 (매가 IP) GBO x1.1배
27.05	27.05	Legend OF Zelda	1 816,600,000	IP 파워 (게임) 고려 PEER 슈퍼마리오 GBO x0.6배
27.05	27.05	Star Wars: Starfighter	6 1,160,075,788	전략 지속 흥행 고려 전략 GBO x1.1배
27.06	27.06	How to Train Your Dragon2	2 699,820,914	IP 파워 (애니메이션) 및 영화 기반 영화 GBO 상승을 감안 전략 GBO x1.1배
27.07	27.07	Man of Tomorrow	2 863,358,251	전략 GBO x1.4배
27.07	27.07	MINECRAFT2	2 1,101,641,574	IP 파워 (게임) 고려 및 게임 기반 영화 GBO 상승을 감안 전략 GBO x1.15배
27.08	27.08	Miami Vice	1 100,000,000	제작비 8천만 달러 및 PEER 영화 제작비 소폭 상회 GBO 달성 고려 제작비 x1.1배
27.10	27.10	The Batman 2	2 888,167,212	전략 GBO x1.15배
27.12	27.12	Avengers: Sevret Wars	6 1,646,810,000	전략 GBO x1.1배

DMR 개봉일(연/월)	영화제목	시리즈	예산 GBO(USD)	추정 근거 요약
25.10	25.10	Avatar: The way of water	2 22,845,972	25년 10월 개봉 영화는 현재까지의 GBO 사용
25.10	25.10	Springsteen: Deliver me from nowhere	1 42,551,966	25년 10월 개봉 영화는 현재까지의 GBO 사용
25.10	25.10	Depeche Mode: M	1 2,184,499	25년 10월 개봉 영화는 현재까지의 GBO 사용
25.10	25.10	Back to the future: 40th Anniversary	1 13,564,487	25년 10월 개봉 영화는 현재까지의 GBO 사용
25.11	25.11	Predator Badlands	7 299,870,692	개봉 첫 주 흥행 고려 제작비 x0.75배
25.11	25.11	Running Man	1 60,000,000	개봉 첫 주 흥행 고려 전략 x0.75배
25.11	25.11	Wicked for Good	2 909,554,178	개봉 첫 주 흥행 고려 전략 GBO x1.2배
25.11	25.11	Zootopia 2	2 1,538,282,534	PEER 영화(인사이드 아웃 2) 고려 전략 GBO x1.3배
25.12	25.12	Rollingstones at the max	1 9,616,068	PEER 영화(롤스톤즈 60년차) x0.7배
25.12	25.12	The shining	1 220,000	PEER 영화(Hereditary) 18년도 재개봉시 GBO
25.12	25.12	Avatar: Fire and Ash	3 2,041,820,247	전략 GBO x0.9배
26.04	26.04	The Super Mario Galaxy Movie	2 1,497,100,000	PEER 영화(슈퍼 마리오) 고려 전략 GBO x1.1배
26.04	26.04	Michael	1 637,569,465	PEER 영화(마이클 잭슨) GBO x0.7배
26.06	26.06	Toy Story 5	5 751,698,976	전략 GBO x0.7배
26.07	26.07	Minions 3	3 656,394,546	전략 GBO x0.7배
26.07	26.07	Moana (Live-action Remake)	1 738,012,800	PEER 영화(원작) x0.7배
26.09	26.09	Resident Evil (Live-action)	1 222,600,099	PEER 영화(원작) x0.7배
26.10	26.10	Street Fighter	1 810,000,000	PEER 영화(소포리온 2) x0.6배
26.11	26.11	Hunger Games: Sunrise on the reaping	6 253,253,794	전략 GBO x0.7배
26.12	26.12	Avengers: Doomsday	5 2,300,000,000	전략 GBO x0.8배
27.04	27.04	Star Wars: A New Hpoee 50th Anniversary	1 27,415,166	PEER 영화(25년 아바타 IMAX 재개봉) x1.2배, 50주년 특수성 반영
27.06	27.06	Spider-Man: Beyond the Spider - Verse	3 898,072,159	전략 GBO x1.3배
27.06	27.06	Sherk 5	5 656,394,546	PEER 영화(미넨트 2편) x0.7배
27.11	27.11	Frozen 3	3 1,308,315,128	전략 GBO x0.9배

Film Remastering and Distribution의 매출이 IMAX GBO의 11.2%임을 이용하여 역산한 IMAX GBO와 동기간 IMAX로 상영된 영화의 GBO를 비교하여, 전체 GBO에서 IMAX GBO가 차지하는 비중인 IMAX 침투율을 계산하였다. 25년 평균 침투율은 7.6%가 도출되었다.

25년 4분기의 IMAX GBO는 IMAX 상영 영화 GBO에 IMAX 침투율(7.6%)을 곱하여 추정하였다. 26년과 27년의 침투율은 IMAX의 성장성을 고려하여, 증가할 것이라 판단하였다. 27년 IMAX의 침투율은 8.8%로, 2Q25 침투율과 유사한 수치다. 매년 IMAX 상영관 수 및 IMAX 관람 수요가 증가하고 있음을 고려할 때, 충분히 보수적인 추정이다.

IMAX GBO										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
IMAX GBO (A x B)	850	1,100	901	287	283	374	312	1,256	1,874	2,499
IMAX 상영 영화의 GBO (A)	16,394	18,883	17,415	4,816	3,161	4,475	4,114	16,566	22,893	28,265
IMAX 침투율 (B)	5.2%	5.8%	5.2%	6.0%	8.9%	8.4%	7.6%	7.6%	8.2%	8.8%

5.2. System Sales 매출 추정

System Sales 매출 추정										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
System Sales 매출액 (Q x P)	73,992	102,000	92,166	22,215	20,872	21,589	45,485	110,161	126,347	140,065
System Installation 수(Q)	92	128	146	21	36	38	63	158	175	194
System Installation당 가격(P)	804	797	631	1,058	580	568	722	722	722	722

IMAX System Installation 건수										
(단위: 건)	22	23	24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	25E	26E	27E
Total IMAX System Installations	92	128	146	21	36	38	63	158	175	194
Sales Arrangement	64	70	63	13	13	18	27	71	77	85
Hybrid JRSA	6	5	0	0	0	0	0	0	0	0
Traditional JRSA	22	53	83	8	23	20	36	87	98	109

System Sales의 매출은 IMAX 시스템 설치에 연동된다. 이에 시스템 설치 수(Q)에 시스템 설치당 가격(P)을 곱하여 추정하였다. 4Q25 Q는 4분기에 설치가 물려있는 계절성과 3분기 컨퍼런스 콜을 통해 확인한 가이던스를 고려해 추정하였다. 26년과 27년의 System installation의 수는 연평균 성장률을 적용하여 추정하였는데, 주요 시장에서의 IMAX 시스템 설치율이 50%가 채 되지 않고, IMAX 수요 증가에 따라 1개 극장에 2개 이상의 시스템 설치가 가능함을 고려할 때 무리가 없다. 신규 설치 1회당 가격은 22년 이후 1회 설치당 가격을 가중평균한 값을 적용하였다.

5.3. System Rental 매출 추정

System Rentals 매출 추정										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
System Rentals 매출액 (A)	61,768	75,566	62,331	19,136	18,708	23,047	21,518	82,409	120,902	161,219
IMAX GBO (B)	849,700	1,100,000	900,700	287,054	282,589	374,196	311,848	1,255,687	1,874,040	2,498,973
	A/B	7.3%	6.9%	6.9%	6.7%	6.6%	6.2%	6.5%	6.6%	6.5%

System Rental 매출은 Film Remastering and Distribution 매출과 마찬가지로 IMAX GBO에 연동된다. 25년 1분기부터 3분기까지의 System Rental/IMAX GBO를 가중평균한 비율을 이용하여 추정하였다.

5.4. Maintenance 매출 추정

Maintenance 매출 추정										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Maintenance 매출액 (Q x P)	56,608	56,737	61,565	15,658	16,059	15,784	16,138	63,639	65,128	68,359
IMAX 극장 수 (Q) (단위: 개)	1,716	1,772	1,807	1,810	1,821	1,829	1,881	1,881	1,969	2,072
극장당 매출액 (P)	33	32	34	9	9	9	9	34	34	34

Estimated Gross IMAX system installed										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
# of imax system	1,716	1,772	1,807	1,810	1,821	1,829	1,881	1,881	1,969	2,072
installation of system	92	128	146	21	36	38	63	158	175	194
Disparity	59	72	111					84	87	91
Replacement/Removal rate	3.5%	4.2%	6.3%				4.7%	4.7%	4.7%	4.7%

Maintenance 매출은 IMAX 시스템 수(Q)에 시스템당 유지비(P)를 곱하여 산정하였다. IMAX 시스템 수는 전년도 기말 시스템 수에 대체 및 철거율을 반영한 후, 신규 설치 수를 더하여 추정하였다. 이때 사용한 대체 및 철거율은 22년부터 24년의 비율을 평균한 것이다. 이에 따라 전체 IMAX 시스템 수는 25년 1,881개, 26년 1,972개, 27년 2,082개로 증가할 것으로 예상된다.

시스템당 유지비는 25년 1분기부터 3분기까지의 평균을 이용하였다. 이에 시스템당 약 8,600달러가 유지비 매출이 발생하는 것으로 확인되었다. 이를 연으로 환산하여 26년과 27년의 유지비 매출을 추정하였다.

5.5. All Others 매출 추정

All Others 매출 추정										
(단위: Thousand USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
All Others 매출액	13,570	21,899	35,598	3,923	4,395	4,321	4,213	16,852	17,340	17,853
Other Content Solutions	6,953	8,061	24,186	2,092	2,315	2,919	2,442	9,768	10,256	10,769
Others	6,617	13,838	11,412	1,831	2,080	1,402	1,771	7,084	7,084	7,084

All Others의 매출은 Other Content Solutions와 Others로 구성된다. Other Content Solutions은 동사의 자체 다큐멘터리 제작 및 콘서트, 스포츠, 중계 등 다른 영화 외 다른 콘텐츠를 통해 창출되는 매출이다. 다큐멘터리의 판권을 아마존에 판매해 매출이 크게 증가한 24년을 추정에서 배제하고, 영화 외 분야의 성장성을 고려해 추정하였다.

Others 매출은 동사의 핵심 사업부서가 아닌 부수 사업에서 발생하는 매출이다. 장비 렌탈, 스트리밍 서비스 및 소비자 기술이 여기에 포함된다. 전체 매출에서 차지하는 비중이 매우 낮으며, 미래에도 큰 변화를 기대하기 힘들어 25년 1분기부터 3분기의 매출에 average flat 처리하였다.

5. Valuation

5.1. Cost of Revenue 추정

Estimated Costs and expenses applicable to revenues										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Revenues	300,805	374,839	352,208	86,667	91,684	106,654	122,281	413,708	539,172	666,600
	<i>YoY (%)</i>	<i>18%</i>	<i>25%</i>	<i>-6%</i>	<i>10%</i>	<i>3%</i>	<i>17%</i>	<i>32%</i>	<i>17%</i>	<i>30%</i>
Costs and expenses applicable to revenues	144,450	160,498	162,008	33,491	38,082	39,383	53,490	163,569	198,175	223,835
	<i>% of Revenue (%)</i>	<i>48.0%</i>	<i>42.8%</i>	<i>46.0%</i>	<i>38.6%</i>	<i>41.5%</i>	<i>36.9%</i>	<i>43.7%</i>	<i>39.5%</i>	<i>36.8%</i>
	<i>GPM (%)</i>	<i>52%</i>	<i>57%</i>	<i>54%</i>	<i>61%</i>	<i>58%</i>	<i>63%</i>	<i>56%</i>	<i>60%</i>	<i>66%</i>
Film Remastering and Distribution	49,760	51,998	54,916	10,598	11,452	12,745	12,891	47,686	69,997	80,434
	<i>% of Revenue (%)</i>	<i>16.5%</i>	<i>13.9%</i>	<i>15.6%</i>	<i>12.2%</i>	<i>12.5%</i>	<i>11.9%</i>	<i>10.5%</i>	<i>11.5%</i>	<i>13.0%</i>
System Sales	37,610	46,756	38,235	7,223	9,352	9,454	19,639	45,668	49,593	54,826
	<i>% of Revenue (%)</i>	<i>12.5%</i>	<i>12.5%</i>	<i>10.9%</i>	<i>8.3%</i>	<i>10.2%</i>	<i>8.9%</i>	<i>16.1%</i>	<i>11.0%</i>	<i>9.2%</i>
System Rentals	25,006	25,686	27,215	6,823	7,354	6,864	10,252	31,293	36,955	43,255
	<i>% of Revenue (%)</i>	<i>8.3%</i>	<i>6.9%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.9%</i>	<i>8.0%</i>	<i>6.4%</i>	<i>8.4%</i>	<i>7.6%</i>	<i>6.9%</i>
Maintenance	27,956	31,373	34,700	7,358	8,664	9,184	8,263	32,592	33,381	35,122
	<i>% of Revenue (%)</i>	<i>9.3%</i>	<i>8.4%</i>	<i>9.9%</i>	<i>8.5%</i>	<i>9.4%</i>	<i>8.6%</i>	<i>7.9%</i>	<i>6.2%</i>	<i>5.3%</i>
Others	4,118	4,685	6,942	1,489	1,260	1,136	2,445	6,330	8,249	10,199
	<i>% of Revenue (%)</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.2%</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.1%</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.5%</i>	<i>1.5%</i>

동사의 추정 Cost of Revenue Table은 위와 같다. 매출 추정과 동일하게 사업부별로 Breakdown 하여 비용을 추정해주었다. Others에 해당하는 비용의 경우 이전 3개년의 % of Revenue의 평균치를 flat 처리하여 매출에 연동하였다. 또한 4Q25에 매출 대비 비용이 증가하는 것을 확인할 수 있는데, 이는 4분기에 신규 시스템 설치가 몰린 탓이다. 이전 회계연도에서도 4분기에 비용이 증가하는 유사한 경향성을 보였음을 감안했을 때, 계절성이 반영된 것으로 판단한다.

(1) Film Remastering and Distribution

Costs and Expenses of Film Remastering and Distribution										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Film Asset Amortization	16,881	20,281	24,775	4,339	5,190	4,571	6,114	20,214	29,370	29,728
Marketing and other selling expenses	20,284	15,200	15,030	2,435	3,415	4,218	3,187	13,255	19,410	22,414
Other Expenses	12,595	16,517	15,111	3,824	2,847	3,956	3,590	14,217	21,217	28,292
Total	49,760	51,998	54,916	10,598	11,452	12,745	12,891	47,686	69,997	80,434

동사의 Film Remastering and Distribution 사업부는 ① Film Asset Amortization에 해당하는 비용을 크게 인식한다. FFI 혹은 DMR로 영화를 제작 혹은 가공하는 데에 투입된 비용을 자산화하여, 매출이 인식됨에 따라 자산을 상각해 비용으로 인식한다. 동사의 매출과 비용 인식 구조와 영화마다 투입되는 금액이 평균적으로 일정할 것이라는 점을 고려하였을 때, Film Asset Amortization은 해당 기간에 상영하는 영화 편수에 연동될 것이라는 추론이 가능하다.

실제 동사의 Film Asset Amortization은 해당 기간 매출로 반영되는 영화의 편수와 0.99의 강한 상관관계($P < 0.0001$)를 보인다. [Appendix 6.10] 따라서 해당 기간 매출로 반영되는 영화 수를 독립변수로 한 회귀식을 적용하여 Film Asset Amortization을 추정하였다.

② Marketing and other selling expenses는 앞서 추정한 Film Asset Amortization과는 다르게, 발생 시점에 즉시 비용으로 인식한다. 따라서 해당 기간에 '상영'하고 있는 작품의 수가 아닌 해당 기간 '개봉'한 영화의 수와 연동될 것이라 추론하였다. 특히 체급이 큰 작품일수록 더 많은 마케팅 비용을 수반하는 것이 일반적이다. 논의를 종합하여 해당 기간 GBO 2억 달러 이상 개봉작 수와 Marketing and other selling expenses 간 회귀분석을 진행한 결과, 0.88의 상관관계를 보여 GBO 2억 달러 이상 개봉작 추정치를 회귀식에 대입하여 비용을 추정했다. [Appendix 6.12]

③ Other Expenses는 과거 3개년 % of Revenue 평균치를 적용하여 본 사업부 매출에 연동했다.

(2) System Sales

Costs and Expenses of System Sales										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Manufacturing and Installing of IMAX Systems	37,131	45,181	36,757	7,043	9,134	9,090	18,833	44,100	47,880	52,920
Sales Commissions	479	1,575	1,478	180	218	364	806	1,568	1,713	1,906
Total	37,610	46,756	38,235	7,223	9,352	9,454	19,639	45,668	49,593	54,826

System Sales의 경우 제조, 설치 및 부대비용이 포함된 ① Manufacturing and Installing of IMAX Systems 비용이 주를 이룬다. 본 비용은 해당 기간 Sales Arrangement 설치 건수와 0.995의 상관관계($P < 0.0004$)를 보이기에, 도출된 회귀식에 Sales Arrangement 설치 건수 추정치를 독립변수로 적용하여 비용을 추정하였다. [Appendix 6.13]

② Sales Commissions는 Sales Arrangement에 해당하는 시스템 설치 이후 가동 시 인식되는 영업사원 수수료 비용이다. 본 비용 역시 해당 기간 Sales Arrangement 설치 건수와 0.97의 높은 상관관계($P < 0.002$)를 보인다. [Appendix 6.14] Sales Commission 또한 Sales Arrangement 설치 건수를 독립변수로 한 회귀식을 적용하여 추정해주었다.

(3) System Rentals

Costs and Expenses of System Rentals										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Installing of IMAX Systems	2,756	2,351	3,559	1,095	1,447	790	2,307	5,639	6,280	6,984
Depreciation of systems supporting JRSA	22,165	22,857	22,723	5,662	5,716	5,841	7,720	24,939	29,873	35,380
Sales Commissions	85	478	933	66	191	233	225	715	803	890
Total	25,006	25,686	27,215	6,823	7,354	6,864	10,252	31,293	36,955	43,255

System Rentals 사업부는 동사가 직접 소유한 자산을 기반으로 수익을 창출하기에, 감가상각비는 온전히 동사의 몫이다. 그렇기 때문에 Cost of Revenue의 대부분은 ① Depreciation of systems supporting JRSA이다. JRSA 장비 CapEx와 설치 시점의 이연을 고려하여, 반기별 JRSA 신규 설치 건수와 1년 전 JRSA 장비 CapEx 간 회귀분석을 진행한 결과 0.95의 상관관계($P < 0.002$)를 보였다. [Appendix 6.15] JRSA 신규 설치 건수를 독립변수로 한 회귀식에 설치 건수 추정치를 적용하여 CapEx를 도출해, 이를 바탕으로 감가상각비를 추정했다. [Appendix 6.16]

② Installing of IMAX Systems는 JRSA 신규 설치 건수에 연동해서 추정하였다. 최근 경향성을 고려하여 1Q25~3Q25의 평균 설치 비용을 해당 설치 비용으로 고정하고, 신규 설치 건수에 곱하여 금액을 추정하였다. ③ Sales Commissions는 JRSA 설치 건수와 0.99의 상관관계($P < 0.015$)를 보이기에 도출된 회귀식에 신규 설치 추정치를 적용하여 추정하였다. [Appendix 6.17]

(4) Maintenance

Costs and Expenses of Maintenance Service										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Maintenance Expenses	26,983	30,617	31,303	7,270	8,353	8,706	8,263	32,592	33,381	35,122

Maintenance는 해당 기간 총 설치되어 있는 시스템의 수에 연동하여 추정하였다. 먼저 비용의 경향성을 고려하여, 1Q25~3Q25의 시스템 단위당 유지 비용을 산출하였다. 단위당 유지 비용에 전기말 총 시스템의 수와 당기말 총 시스템의 수의 평균을 곱하여 유지 비용을 추정하였다.

Estimated Gross Profit Margin										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Revenue of Film Remastering and Distribution	94,867	118,637	100,545	32,157	31,650	41,913	34,927	140,647	209,892	279,885
Cost of Revenue	49,760	51,998	54,916	10,598	11,452	12,745	12,891	47,686	69,997	80,434
GPM (%)	48%	56%	45%	67%	64%	70%	63%	66%	67%	71%
Revenue of System Sales	73,992	102,000	92,166	22,215	20,872	21,589	45,485	110,161	126,347	140,065
Cost of Revenue	37,610	46,756	38,235	7,223	9,352	9,454	19,639	45,668	49,593	54,826
GPM (%)	49%	54%	59%	67%	55%	56%	57%	59%	61%	61%
Revenue of System Rentals	61,768	75,566	62,331	19,136	18,708	23,047	21,518	82,409	120,902	161,219
Cost of Revenue	25,006	25,686	27,215	6,823	7,354	6,864	10,252	31,293	36,955	43,255
GPM (%)	60%	66%	56%	64%	61%	70%	52%	62%	69%	73%
Revenue of Maintenance	56,608	56,737	61,565	15,658	16,059	15,784	16,138	63,639	65,179	68,579
Cost of Revenue	27,956	31,373	34,700	7,358	8,664	9,184	8,263	32,592	33,381	35,122
GPM (%)	51%	45%	44%	53%	46%	42%	49%	49%	49%	49%

상기 논의를 종합한 동사의 사업부별 GPM 추정치이다. System Sales와 Maintenance 사업부는 사업 모델 특성상 비용의 변동비적 성격이 강해 GPM이 안정적으로 유지되는 모습을 확인할 수 있다. 반면 Film Remastering and Distribution, System Rentals 사업부는 매출이 GBO에 연동되고, 비용 중 가장 큰 부분을 차지하는 상각비가 고정비적 경향성을 띠므로 GPM이 빠르게 증가한다. **앞선 [투자포인트]에서 논의한 IMAX의 확장이 이익 레버리지 효과까지 이어지는 것이다.**

5.2. Selling, general and Administrative expenses 및 기타 비용 추정

(1) SG&A

Estimated Selling, general and administrative expenses										
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total SG&A	138,043	144,406	132,701	33,462	35,302	34,219	44,467	147,450	195,658	240,330
Depreciation of Other PP&E	9,757	9,125	8,793	2,216	2,210	2,342	2,173	8,941	9,914	10,886
Amortization of Other intangible assets	1,274	1,374	1,212	335	330	283	565	1,513	1,718	1,923
Share-based Compensation	25,438	22,534	20,897	4,720	6,862	5,763	8,024	25,369	35,414	43,786
Other SG&A	101,574	111,373	101,799	26,191	25,900	25,831	33,704	111,626	148,612	183,735

SG&A는 10-K에 공시되어 있는 정보들을 바탕으로 Breakdown하여 추정하였다. 동사는 따로 생산 설비를 두지 않고 멀티플렉스 등에 IMAX 시스템을 공급하고 있다. 따라서 JRSA에 해당하는 장비를 제외한 유형자산의 감가상각비는 SG&A에 포함될 것이라고 추정하였다. [Appendix 6.18] 또한 Film Asset 제외 무형자산의 상각비는 별도 비용과 SG&A에 포함될 것이라고 추정하였다.

SBC(주식보상비용)는 실적과 연계되어 임직원에게 지급되는 변동비적 성격이 강하다. 실제 동사의 탑라인과 SBC는 0.95의 상관관계($P < 0.004$)를 보인다. [Appendix 6.19] 따라서 도출된 회귀식에 동사의 Revenue를 독립변수로 적용하여 탑라인에 연동한 SBC를 추정하였다.

이외 SG&A에는 인건비 및 여러 판매비·관리비가 포함되어 있다. 이는 탑라인 성장에 기여할 것이고, 변동비적 성격이 강할 것이라 추론하였다. 실제 동사의 SG&A는 매출과 연동되는 경향을 보인다. 또한 동사는 최근 어닝콜에서 Cost of Revenue 외 다른 비용들을 일정 비율로 유지하는데에 심혈을 기울이고 있다고 밝혔다. 논의를 종합하여, 최근 경향성을 고려하기 위해 25년 1~3 분기의 매출 대비 Other SG&A 비율의 평균치를 flat 처리하여 매출과 연동되도록 추정했다.

기타 비용 중 Amortization of Other Intangible assets는 전체 상각비 중 별도 비용으로 안분되는 비율을 고려하여 별도 비용과 SG&A에 각각 안분해주었다. [Appendix 6.20] R&D 비용은 동사의 신제품이 예정되어 있지 않지만, 동사가 업계 내 공고한 지위를 유지하기 위해 R&D 투자를 지속할 것이라 가정하였다. 최근 경향성을 고려해 신제품 출시 및 SSIMWAVE 인수 효과로 R&D 비용이 일시적으로 증가한 23년 이후 24년의 R&D 비중을 flat 처리하여 추정하였다. 이외에 합리적 추정이 불가하거나 비경상적으로 발생한 금액들은 0 flat 처리하였다.

5.3. 금융손익 및 법인세 추정

금융손익은 이자부자산, 이자부부채를 바탕으로 유효이자율을 역산하여 별도로 추정했다. Tax Expense의 경우 실효세율과 법정세율 간의 괴리가 있음을 포착하고, Income before taxes가 흑자로 전환한 23년의 실효세율, 흑자를 유지한 24년의 실효세율, 동사의 본사가 위치한 캐나다 연방 및 주 법정세율의 평균을 실효세율로 적용하여 추정하였다. [Appendix 6.21]

5.4. Valuation - Historical PER Method

(1) 최종 손익계산서

Estimated Income Statement											
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	
Revenues	300,805	374,839	352,208	86,667	91,684	106,654	122,281	413,708	539,172	666,600	
	<i>YoY (%)</i>	18%	25%	-6%	10%	3%	17%	32%	17%	30%	24%
Costs and expenses applicable to revenues	144,450	160,498	162,008	33,491	38,082	39,383	53,490	163,569	198,175	223,835	
Gross margin	156,355	214,341	190,200	53,176	53,602	67,271	68,790	250,138	340,997	442,764	
	<i>GPM (%)</i>	52.0%	57.2%	54.0%	61.4%	58.5%	63.1%	56.3%	60.5%	63.2%	66.4%
Selling, general and administrative expenses	138,043	144,406	132,701	33,462	35,302	34,219	44,467	147,450	195,658	240,330	
Research and development	5,300	10,110	5,103	1,318	1,542	1,505	1,629	5,994	7,812	9,658	
Amortization of intangible assets	4,829	4,578	5,758	1,731	1,809	1,906	1,744	7,190	8,162	9,135	
Credit loss (reversal) expense, net	8,547	1,759	(973)	(126)	(183)	596	-	287	-	-	
Asset impairments	4,470	144	-	-	-	-	-	-	-	-	
Restructuring and other charges	-	2,946	3,749	57	786	-	-	843	-	-	
Income (loss) from operations	(4,834)	50,398	43,862	16,734	14,346	29,045	20,950	88,374	129,366	183,642	
	<i>OPM (%)</i>	-1.6%	13.4%	12.5%	19.3%	15.6%	27.2%	17.1%	21.4%	24.0%	27.5%
Realized and unrealized investment gains	70	465	127	32	33	34	122	221	221	221	
Retirement benefits non-service expense	(556)	(411)	(387)	(70)	(133)	17	(265)	(451)	(451)	(451)	
Interest income	1,428	2,486	2,180	540	1,114	557	558	2,769	2,231	2,231	
Interest expense	(5,877)	(6,821)	(8,084)	(1,801)	(1,927)	(1,832)	(1,770)	(7,330)	(7,080)	(7,080)	
Income (loss) before taxes	(9,769)	46,117	37,698	15,435	13,433	27,821	19,595	83,583	124,287	178,563	
Income tax expense	(10,108)	(13,051)	(4,996)	(7,285)	(1,198)	(5,205)	(4,445)	(18,133)	(28,193)	(40,506)	
Net income (loss)	(19,877)	33,066	32,702	8,150	12,235	22,616	15,150	65,450	96,093	138,058	
	<i>NPM (%)</i>	-6.6%	8.8%	9.3%	9.4%	13.3%	21.2%	12.4%	15.8%	17.8%	20.7%
Net income attributable to non-controlling interests	(2,923)	(7,731)	(6,643)	(5,823)	(980)	(1,959)	(5,537)	(14,299)	(20,994)	(30,162)	
Net income (loss) attributable to common shareholders	(22,800)	25,335	26,059	2,327	11,255	20,657	9,613	51,151	75,100	107,896	

상기 논의를 모두 종합한 동사의 최종 손익계산서 추정 Table이다. 동사는 GPM, OPM, NPM 모든 이익 지표에서 27년까지 성장세를 보이고 있다. 동사의 적극적인 확장은 지속될 것이고, 25년 말부터 예정된 탄탄한 박스오피스 라인업은 동사와 함께하며 동사의 이익은 성장할 것이다. 동사와 함께한 F1의 Outperform과 동사의 3분기 실적 Outperform이 이를 방증한다.

(2) Why Historical PER Method?

본 보고서는 Valuation을 위해 Historical PER Method를 사용한다. 본서 [투자포인트]의 핵심은 동사가 관객에게 제공하는 '특별한 경험'은 관객뿐만 아닌 영화 밸류체인 내 모두가 원하는, 흥행의 핵심으로 자리잡는다는 것이다. 또한 26, 27년 예정된 박스오피스 라인업은 동사가 더욱 깊이 침투할 수 있는 높은 가능성을 암시한다. 이는 동사의 탑라인과 바텀라인의 가파른 성장을 가져올 것임 또한 위의 추정 손익계산서에서 확인할 수 있었을 것이다.

Peer PER Method를 채택하지 않은 이유는 다음과 같다. 영화 산업 내 다른 Peer로 AMC, Cinemark 등 멀티플렉스 사업을 영위하는 기업을 들 수 있다. 그러나 이들은 팬데믹과 OTT 기업의 등장으로 산업 내 입지가 감소하며 박스오피스 침체를 직격으로 맞았다. 박스오피스 침체 속에서도 프리미엄 경험으로 관객을 끌어 모으는 동사는 이들과 성장궤도를 달리 하기에 Peer로 적합하지 않다. 대작의 출시로 박스오피스가 흥행하더라도, 극장 내에 더욱 깊숙이 침투할 동사는 높은 고정비의 비즈니스를 구사하는 멀티플렉스 기업보다 더욱 높이 뛰어오를 것이 분명하다.

이외에 PLF 브랜드 Peer로 Dolby와 같은 기업을 들 수 있으나, 동사의 Peer로 적절하지 않다. 동사는 PLF 업계 단연 1위 Player로, 촬영, 편집, 상영 등 밸류체인 전반에 걸쳐 영향력을 행사하는 반면 Dolby의 영향력은 제한적이다. 또한 Dolby는 모바일 기기, 방송, PC 등 다방면에서 매출이 발생하기에 동사와 달리 순수 영화 산업 Player가 아니라는 점도 이유가 된다. 논의를 모두 종합하였을 때, 적절한 Valuation Method는 Historical PER Method뿐이다.

(3) SBC, 그리고 자사주 매입

동사는 SBC를 스톡옵션, RSU 등 다양한 조건 하에 지급해오고 있다. 동사의 성과 보상 정책은 꾸준히 유지되고 있으며, 매년 일정 금액 이상의 SBC가 지급되고 있다. 이러한 경우 동사의 유통주식수 희석 우려가 제기될 수 있다. 그러나 동사의 유통주식수 추이는 생각과는 반대로 움직인다. 동사의 적극적인 자사주 매입 정책 덕분에, 주식수 희석을 상쇄하고도 남는 효과를 보여준다. 덕분에 19년 이후 동사의 유통주식수는 꾸준히 우하향하고 있다. 따라서 본서는 동사의 자사주 매입 정책의 효과로 3분기 이후 주식수 희석 효과가 없을 것이라고 추정한다.

(4) Target Multiple 선정 - 25년 평균 12MF PER Multiple

동사의 Target Multiple로 25년 평균 12MF PER Multiple 27.1x를 제시한다. 동사는 실적 성장에 따른 EPS 성장 국면에 위치해 있으며, 실적 성장에 대한 기대감을 받고 있다. 엔데믹 이후 동사의 실적은 꾸준히 성장하는 듯 보였으나, 24년 실적 성장이 주춤하며 24년 12MF PER Multiple의 변화폭이 비교적 컸다. 25년 이후 Multiple은 실적 성장 기대감 속 25~30x 구간 내에서 유지되었기에, 27년 실적 성장에 대한 기대감을 담은 적절한 Multiple이라고 판단한다.

상기 논의를 모두 종합하여, 27E EPS \$ 2.01에 Target Multiple 27.1x를 곱한 Target Price \$ 54.59, Upside 54%, 세후 IRR 42%, 투자 의견 "Must Buy"를 제시한다.

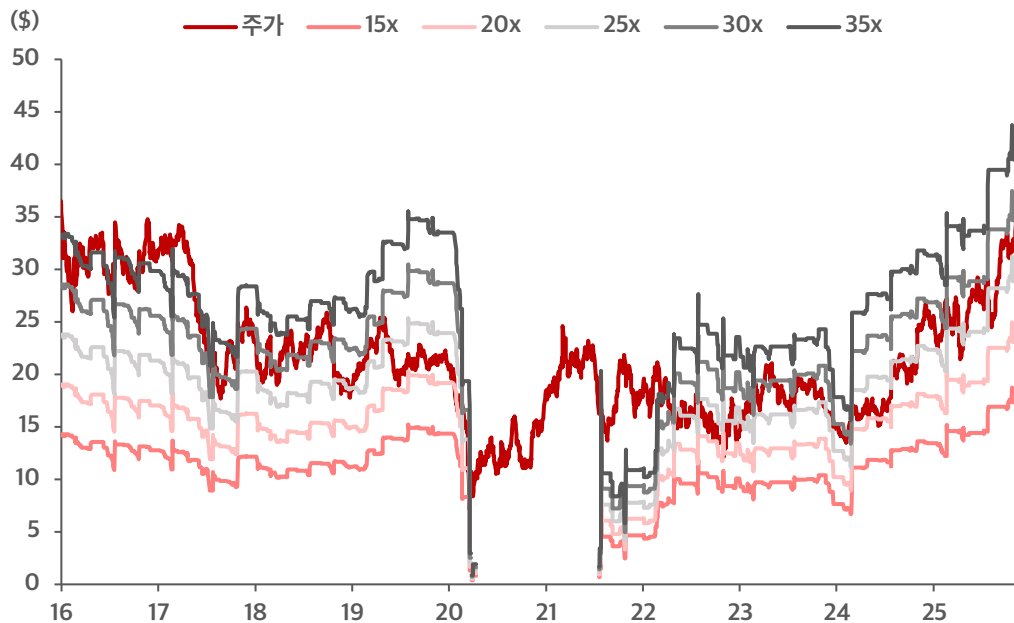
Valuation - PER Method (2027E)		Estimated IRR (26E)	
2027E Net income attributable to common shareholders (\$ k)	108,261	Current Price	35.40
Shares outstanding (3Q25)	53,798,934	Target Price	54.59
2027E EPS (\$)	2.01	Pre-tax Gain	19
Target PER Multiple	27.1x	Capital Gains Tax rate (%)	22%
Target Price (\$)	54.59	Net Gain	14.97
Current Price (\$)	35.40	Estimated IRR (%)	42%
Upside (%)	54%		

(5) Target Multiple 및 Target Price에 대한 소고

본서가 제시한 Target Multiple은 최소한의 Upside만을 보여주는 보수적인 수치이다. 오직 EPS 성장만으로 54%의 Upside가 나온 셈이다. 그러나 최근 주가 상승 랠리가 이어지며 12MF PER Multiple 역시 연간 최고치 부근에 도달하여 있다. 이는 동사의 미래 실적에 대한 시장의 긍정적 전망이 반영되어 있으며, 동사의 추가적인 EPS 성장이 Multiple Re-Rating까지 이어질 수 있음을 시사한다. 또한 동사가 쓰러져 가는 영화 산업의 유일한, 독보적인 Key Player라는 점을 감안하였을 때 역시 Multiple Re-Rating에 대한 가능성을 배제할 수 없다. 만약 시장 참여자들이 상기 요소들을 고려하게 된다면, 동사 주가의 추가적인 Upside를 기대해 볼 수 있다.

6. Appendix

6.1. 12MF PER Band



6.2. BS

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In Thousands of USD)	2021	2022	2023	2024
Total assets	883,247	821,154	814,669	830,398
Cash and cash equivalents	189,711	97,401	76,200	100,592
Accounts receivable, net of allowance for credit losses	110,050	136,142	136,259	107,669
Financing receivables, net of allowance for credit losses	141,049	129,384	127,154	119,885
Variable consideration receivables, net of allowance for credit losses	44,218	44,024	64,338	82,593
Inventories	26,924	31,534	31,584	32,840
Prepaid expenses	11,802	12,343	12,345	13,121
Film assets, net of accumulated amortization	4,241	5,277	6,786	8,686
Property, plant and equipment, net of accumulated depreciation	260,353	252,896	243,299	240,133
Investment in equity securities	1,087	1,035	-	-
Other assets	17,799	15,665	20,879	22,441
Deferred income tax assets, net of valuation allowance	13,906	9,900	7,988	14,499
Goodwill	39,027	52,815	52,815	52,815
Other intangible assets, net of accumulated amortization	23,080	32,738	35,022	35,124
Total liabilities	452,875	491,386	469,080	452,183
Accounts payable	15,943	25,237	26,386	19,803
Accrued and other liabilities	111,896	117,286	111,013	100,916
Deferred revenue	81,281	70,940	67,105	52,686
Revolving credit facility borrowings, net of unamortized debt issuance costs	2,472	36,111	22,924	36,356
Convertible notes and other borrowings, net of unamortized discounts and debt issuance costs	223,641	226,912	229,131	229,901
Deferred income tax liabilities	17,642	14,900	12,521	12,521
Commitments, contingencies and guarantees	758	722	658	680
Non-controlling interests	758	722	658	680
Total shareholders' equity	429,614	329,046	344,931	377,535
Capital stock common shares — no par value. Authorized — unlimited number.	409,979	376,715	389,048	401,420
Other equity	174,620	185,678	185,087	185,268
Statutory surplus reserve	3,932	3,932	3,932	4,051
Accumulated deficit	(234,975)	(293,124)	(292,845)	(274,675)
Accumulated other comprehensive loss	2,527	(9,846)	(12,081)	(16,598)
Non-controlling interests	73,531	65,691	71,790	78,069
Total liabilities and shareholders' equity	883,247	821,154	814,669	830,398

6.3. CF

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS				
(In Thousands of USD)	2021	2022	2023	2024
Net cash provided by operating activities	6,065	17,321	58,615	70,837
Net income (loss)	(9,577)	(19,877)	33,066	32,702
Adjustments to reconcile net income (loss) to cash provided by operating activities:				
Depreciation and amortization	56,082	56,661	60,022	65,503
Amortization of deferred financing costs	2,513	3,177	2,235	1,969
Credit loss (reversal) expense, net	(3,951)	8,547	1,759	(973)
Write-downs, including asset impairments	1,764	7,176	1,884	3,973
Deferred income tax benefit	2,996	(2,073)	(1,447)	(5,631)
Share-based and other non-cash compensation	26,079	27,573	24,230	23,209
Unrealized foreign currency exchange (gain) loss	256	1,108	(212)	(2,770)
Realized and unrealized investment gain	(5,340)	(70)	(465)	(127)
Changes in assets and liabilities:				
Accounts receivable	(52,453)	(29,003)	(1,907)	29,105
Inventories	11,451	(5,529)	(285)	(1,501)
Film assets	(14,810)	(19,598)	(20,394)	(25,122)
Deferred revenue	(6,591)	(11,572)	(3,882)	(14,308)
Changes in other operating assets and liabilities	(2,354)	801	(35,989)	(35,192)
Net cash used in investing activities	(7)	(53,291)	(31,790)	(41,216)
Purchase of property, plant and equipment	(3,590)	(8,424)	(6,491)	(8,428)
Investment in equipment for joint revenue sharing arrangements	(10,094)	(19,803)	(18,000)	(24,341)
Interest in film classified as a financial instrument	-	(4,731)	-	-
Acquisition of other intangible assets	(4,092)	(4,394)	(8,344)	(8,447)
Proceeds from sale of equity securities	17,769	-	1,045	-
Acquisition of SSIMWAVE, net of cash and cash equivalents acquired	-	(15,939)	-	-
Net cash used in financing activities	(132,720)	(58,514)	(48,530)	(6,041)
Proceeds from revolving credit facility borrowings	3,600	37,871	39,717	55,000
Proceeds from issuance of convertible notes, net	223,675	-	-	-
Debt issuance costs related to convertible notes	(1,161)	-	-	-
Repayments of revolving credit facility borrowings	(307,609)	(3,600)	(53,248)	(42,000)
Proceeds from other borrowings	(19,067)	-	322	-
Repayment of other borrowings	-	-	(53)	(874)
Credit facility amendment fees paid	(527)	(2,279)	(46)	-
Repurchase of common shares, IMAX Corporation	(13,905)	(80,124)	(26,823)	(17,855)
Repurchase of common shares, IMAX China	(10,060)	(3,043)	(15)	(116)
Taxes withheld and paid on employee stock awards vested	(3,660)	(3,687)	(6,466)	(4,978)
Common shares issued - stock options exercised	883	-	-	5,291
Principal payment under finance lease obligations	-	(948)	(480)	(509)
Dividends paid to non-controlling interests	(4,889)	(2,704)	(1,438)	-
Cash and cash equivalents, beginning of year	317,379	189,711	97,401	76,200
Effects of exchange rate changes on cash	(1,006)	2,174	504	812
Increase (decrease) in cash and cash equivalents during year	(127,668)	(92,310)	(21,201)	24,392
Cash and cash equivalents, end of year	189,711	97,401	76,200	100,592

6.4. 21년~3Q25 FFI 상영작

FFI 확정 리스트				
연도	번호	개봉일(연/월)	영화제목	Box Office 수익
2021	1	21.08	The Suicide Squad	\$168,717,425
	2	21.09	Shang-Chi	\$432,243,292
	3	21.09	No time to die	\$774,153,007
	4	21.10	DUNE	\$410,668,500
	5	21.11	The Eternals	\$402,064,899
2022	1	22.05	Top Gun: Maverick	\$1,495,696,292
	2	22.05	Doctor Strange: Multiverse of Madness	\$955,775,804
	3	22.07	Thor: Love and Thunder	\$760,928,081
	4	22.07	NOPE	\$171,235,592
	5	22.11	Black Panther: Wakanda Forever	\$859,208,836
2023	1	23.05	Guardians of the Galaxy	\$845,555,777
	2	23.07	Oppenheimer	\$975,811,333
	3	23.07	Mission Impossible - Dead Reckoning Part I	\$571,125,435
	4	23.08	Blue Beetle	\$130,788,072
	5	23.12	Aquaman and The Lost Kingdom	\$440,181,226
2024	1	24.02	DUNE: Part II	\$714,844,358
	2	24.03	Godzilla x Kong : The New Empire	\$572,050,016
	3	24.05	Captain America: New World Order	\$415,101,577
	4	24.10	Joker: Folie a deux	\$207,500,287
	5	24.11	Deadpool & Wolverine	\$1,338,073,645
~3Q25	1	25.04	Sinners	\$367,853,537
	2	25.05	Thunderbolts	\$382,436,917
	3	25.05	Final Destination:Bloodlines	\$315,730,814
	4	25.05	Mission Impossible The Final Reckoning	\$598,767,057
	5	25.06	How to Train Your Dragon	\$636,200,831
	6	25.06	F1	\$631,327,111
	7	25.07	Superman	\$616,684,465
	8	25.07	Fantastic 4	\$521,858,728

6.5. 4Q25~27년 FFI 예정작 (확정)

FFI 예정 리스트				
연도	번호	개봉일(연/월)	영화제목	특이사항
4Q25	1	25.10	Tron Ares	TRON(1982), TRON:Legacy(2010) 에 이은 세번째 / 이미 상영 중
	2	25.12	Made In Yiwu	중국 현지 언어 영화, 무명지배 유니버스 공유
	3	25.12	Escape from the Outland	중국 현지 언어 영화, 선아오(申奧) 감독 <고주일척>, <난징사진관>
2026	1	26.01	Mercy	스릴러, 감독 : Timur Bekmambetov / 전작 스릴러 <원티드.2008>, <나이트워치,2004>, <데이 워치,2006>, <프로필,2018>
	2	26.03	Bride	몬스터 영화, 감독 매기 질렌할
	3	26.03	Project Hail Mary	SF영화, 마션의 원작자 앤디 위어의 소설 <프로젝트 헤일메리>, 감독 Phil Lord & Christopher Miller
	4	26.05	Mortal Kombat II	90년대 이미 영화화 됐던 비디오 게임(대전 격투 게임) 원작, 21년에 리부트 됨
	5	26.05	Star Wars: The Mandalorian & Grogu	디즈니+ 드라마 시리즈 Mandalorian 의 스펀오프 속편 개념의 극장판. 감독 존 파브로 / 드라마가 영화화 된 케이스 조사 필요
	6	26.06	Supergirl: Woman of Tomorrow	감독 : craig gillespie, 전작 : <아이,토나>, <크루엘라>
	7	26.07	The Odyssey	DCU 세계관의 하나로 첫번째 영화가 <슈퍼맨>
	8	26.08	Flowervale Street	감독 : Christopher Nolan / <인터스텔라>, <다크나이트>, <오펜하이머> 놀란 작품 중 가장 많은 제작비 들어감
	9	26.11	Narnia: The Magician's Nephew	80년대 배경 가족 어드벤처 스릴러, 감독 : David Rober Mitchell
	10	26.12	Dune: Part Three	넷플릭스판 나니아 연대기 첫번째 영화, 감독 : Greta Gerwig <바비> <작은 아씨들>
2027	1	27.01	Child of Blood and Bone	툰 마지막 시리즈 / 감독 : Denis Villeneuve
	2	27.03	Godzilla X Kong: Spervova	흑인 영화
	3	27.05	Legend OF Zelda	킹콩 시리즈의 몬스터버스 시리즈 중 4번째
	4	27.05	Star Wars: Starfighter	닌텐도 게임 기반
	5	27.06	How to Train Your Dragon2	스타워즈 시리즈 스펀오프 중 6번째
	6	27.07	Man of Tomorrow	드래곤 길들이기 실사화 2편
	7	27.07	MINECRAFT2	슈퍼맨 시리즈 Superman
	8	27.08	Miami Vice	마인크래프트2편
	9	27.10	The Batman 2	06년도 작품 리부트
	10	27.12	Avengers: Secret Wars	더 배트맨 2편

6.6. 4Q25~27년 DMR 예정작 (확정)

DMR 확정 리스트 (4Q25~2027)

DMR	번호	개봉일(연/월)	영화제목	특이사항
4Q25	1	25.10	Avatar: The way of water	IMAX 3D 로 1주일간 특별 상영
	2	25.10	Springsteen: Deliver me from nowhere	
	3	25.10	Depeche Mode: M	디페쉬 모드의 23년 Memento Mori World Tour 멕시코 시티 공연 실황
	4	25.10	Back to the future: 40th Anniversary	40주년 특별판 (IMAX + 일반 상영 동시)
	5	25.10	Sinners	IMAX 로 1주일 재상영
	6	25.11	Predator Badlands	
	7	25.11	Running Man	11월 5일 개봉 / 액션 어드벤처 공상과학 스릴러
	8	25.11	Wicked for Good	11월 21일 개봉 예정 /뮤지컬 로맨스
	9	25.11	Zootopia 2	11월 26일 개봉 예정 / 1편 2016년 개봉
	10	25.12	Rollingstones at the max	롤링스톤즈 1990 Steel Wheels/Urban Jungle Tour 실황 영화
	11	25.12	The shining	IMAX 특별 상영 / 1980년 원작
	12	25.12	Avatar: Fire and Ash	아바타 3편 / 감독 : 제임스 카메론
2026	1	26.04	The Super Mario Galaxy Movie	슈퍼마리오브라더스(23.5개봉)의 속편
	2	26.04	Michael	마이클 잭슨 전기 영화
	3	26.06	Toy Story 5	
	4	26.07	Minions 3	
	5	26.07	Moana (Live-action Remake)	1편 6.4억 / 2편 10.59억
	6	26.09	Resident Evil (Live-action	동반 상영 전망, 시리즈 직접 후속편이라기 보다 새출발 형태 제작
	7	26.10	Street Fighter	캡콤의 유명 대전 격투 게임 원작으로 한 실사 리부트 영화
	8	26.11	Hunger Games: Sunrise on the reaping	
	9	26.12	Avengers: Doomsday	end game 이 전작
2027	1	27.04	Star Wars: A New Hpoe 50th Anniversary	50주년 기념
	2	27.06	Spider-Man: Beyond the Spider - Verse	스파이더맨 애니메이션 3편
	3	27.06	Sherk 5	슈렉 5편 (예전 IR자료에 있던 작품이라 우선 포함
	4	27.11	Frozen 3	겨울왕국 3편

6.7. 26년 개봉 예정작 중 DMR 후보 판정

26년 개봉 예정작 중 DMR 후보 판정

개봉일(연/월)	영화제목	전작 Box Office	제작비	감독	주연	장르	IP파워	DMR 후보 판정	
26.01	The Plague			Charlie Polinger	Everett Blunck, Kayo Martin	스릴러			
	Labyrinth		\$25,000,000	Jim Henson	David Bowie, Jennifer Connelly	모험, 판타지			
	Primate			Johannes Roberts	Johnny Sequoyah, Troy Kotsur	호러, 스릴러			
	Greenland: Migration	\$52,300,000		Ric Roman Waugh	Gerard Butler, Morena Baccarin	재난, 스릴러			
	Soulm8te			Kate Dolan	Lily Sullivan, David Rysdahl	에로틱 스릴러		합격	
	I Was a Stranger			Brandt Andersen	Yasmine Al Massri, Omar Sy	드라마			
	Night Patrol			Ryan Prows	Jermaine Fowler, Justin Long	스릴러, 범죄		합격	
	A Private Life			Rebecca Zlotowski	Jodie Foster, Daniel Auteuil	미스터리, 스릴러			
	Hamnet			Chloé Zhao	Jessie Buckley, Paul Mescal	시대극			
	Signing Tony Raymond			Glen Owen	Mira Sorvino, Michael Mosley	코미디			
	28 Years Later: The Bone Temple		\$60,000,000	Nia DaCosta	Ralph Fiennes, Jack O'Connell	SF, 좀비	28일 후 시리즈		합격
	Return to Silent Hill	\$55,362,705		Christophe Gans	Jeremy Irvine, Hannah Emily Anderson	호러	KONAMI 공포 게임		합격
	Clika			Michael Greene	Jay Dee	음악, 드라마			합격
	The Love That Remains			Hlynur Pálmason	Saga Borgeirsdóttir, Sverrir Gudnason				
26.02	Send Help			Sam Raimi	Rachel McAdams, Dylan O'Brien	호러, 스릴러		합격	
	Shelter			Ric Roman Waugh	Jason Statham, Bill Nighy	액션, 스릴러		합격	
	Good Luck, Have Fun, Don't Die			Gore Verbinski	Sam Rockwell, Haley Lu	SF 액션 어드벤처			
	Mimics			Matt Martellare	Lily Collins, James Fleet	호러, 코미디		합격	
	Calle Malaga			Maryam Touzani	Carmen Maura, Marta Etura	드라마, 코미디			
	Buffalo Kids			Pedro Solís & Juan Galocha	Alisha Weir	애니메이션, 모험			
	Solo Mio			Chuck Kinnane	Kevin James, Alyson Hannigan	로맨틱 코미디			
	Dracula			Luc Besson	Caleb Landry Jones	판타지, 호러	소셜 드라마클라	합격	
	Wuthering Heights			Emerald Fennell	Margot Robbie	드라마, 로맨스			
	Midwinter Break			Polly Findlay	Lesley Manville, Ciarán Hinds	드라마			
	Three Bags Full: A Sheep Detective Movie			Kyle Balda	Hugh Jackman, Emma Thompson	애니메이션, 모험			
	I Can Only Imagine 2	\$86,086,881	\$7,000,000	Andrew Erwin & Brent McCorkle	John Michael Finley, Milo Ventimiglia	드라마, 전기		합격	
	Psycho Killer			Gavin Polone	Georgina Campbell, Logan Mille	호러, 스릴러		합격	
	Scream 7	\$166,577,232		Kevin Williamson	Neve Campbell, Courtney Cox	호러		합격	
26.03	Hoppers			Daniel Chong	Piper Curda, Jon Hamm, Bobby	애니메이션, 코미디		합격	
	Reminders of Him			Vanessa Caswil	Maika Monroe, Tyriq Withers	로맨스, 드라마			
	The Breadwinner		\$1,000,000	Nora Twomey	Saara Chaudry, Soma Bhatia	애니메이션, 드라마	소셜 파르바나	합격	
	The Undertone			Ian Tuzson	Nina Kiri, Kris Holden-Ried	호러		합격	
	The Pout-Pout Fish			Ricard Cussó & Rio Harrington	Nick Offerman, Nina Oyama	애니메이션, 모험			
	Whitney Springs			Trey Parker	Kellan Teltow, Preston Galli	뮤지컬 코미디			
	They Will Kill You			Kiril Sokolov	Zazie Beetz	호러, 스릴러		합격	
26.04	The Dog Stars			Ridley Scott	Jacob Elordi	아포칼립스, SF			
	The Drama		\$30,000,000	Kristoffer Borgli	Zendaya, Robert Pattinson	로맨틱 코미디			
	Cliffhanger	\$255,000,211	\$70,000,000	Renny Harlin	Sylvester Stallone, John Lithgow	액션, 모험, 스릴러		합격	
	You & Me & Tuscany			Kat Coiro	Halle Bailey, Rege-Jean Page	로맨틱 코미디			
	Ready or Not: Here I Come	\$57,600,000	\$6,000,000	Matt Bettinelli-Olpin & Tyler Gillett	Samara Weaving	코미디, 호러		합격	
26.05	4 Kids Walk Into a Bank			Frankie Shaw	Liam Neeson, Talia Ryder	블랙코미디			
	Animal Friends			Peter Atencio	Ryan Reynolds, Jason Momoa	라이브액션, 애니메이션			
	The Devil Wears Prada 2	\$326,554,910		David Frankel	Meryl Streep, Anne Hathaway, Emily Blunt	코미디, 드라마		합격	
26.06	Is God Is			Aleshea Harris	Kara Young, Mallori Johnson	스릴러, 드라마		합격	
	Power Ballad			John Carney	Paul Rudd, Nick Jonas	뮤지컬 코미디		합격	
26.07	Scary Movie 6	\$78,378,744		Michael Tiddes	Anna Faris, Regina Hall	호러, 코미디		합격	
	Shiver			Tommy Wirkola	Phoebe Dynevor, Whitney Peak	서바이버 스릴러		합격	
26.08	Cut Off		\$50,000,000	Jonah Hill	Jonah Hill, Kristen Wiig	코미디, 드라마			
	Evil Dead Burn	\$147,133,054		Sébastien Vanichek	Hunter Doohan, Luciane Buchanan	호러	소셜 악마는 프라다를 입는다	합격	
	One Night Only			Will Gluck	Monica Barbaro, Callum Turner	코미디			
26.09	PAW Patrol: The Dino Movie	\$205,098,869		Cal Brunker	Mckenna Grace, Jennifer Hudson	애니메이션	TV 시리즈 퍼피 구조대	합격	
	Clayface		\$40,000,000	James Watkins	Tom Rhys Harries	슈퍼히어로	DC 코믹스 배트맨 속 악당	합격	
	Practical Magic 2	\$46,735,439		Susanne Bier	Sandra Bullock, Nicole Kidman	판타지, 코미디		합격	
26.10	Forgotten Island			Joel Crawford & Januel Mercado	Liza Soberano, Dave Franco	애니메이션		합격	
	Verity			Michael Showalter	Anne Hathaway, Dakota Johnson	드라마, 스릴러		합격	
	Other Mommy			Rob Savage	Jessica Chastain, Jay Duplass	호러, 스릴러		합격	
	The Legend of Aang: The Last Airbender		O	Lauren Montgomery & William Mata	Eric Nam, Dionne Quan	애니메이션	니켈로디언 TV 시리즈	합격	
26.11	Whalefall		\$49,000,000	Brian Duffield	Brian Duffield, Daniel Kraus	서바이벌, 스릴러			
	Remain		\$30,000,000	M. Night Shyamalan	Jake Gyllenhaal, Phoebe Dynevor	스릴러			
	The Cat in the Hat	\$133,960,541		Bo Welch	Mike Myers, Alec Baldwin	판타지, 코미디		합격	
26.12	Ebenezer: A Christmas Carol			Ti West	Johnny Depp, Andrea Riseborough	호러, 판타지	소셜 크리스마스 캐럴		
	Hexed			Josie Trinidad & Jason Hand	Frank Welker	애니메이션			
	Violent Night 2	\$76,004,405		Tommy Wirkola	David Harbour, Daniela Melchior	액션, 코미디		합격	
	Jumanji 3	\$801,693,929	O	Jake Kasdan	Dwayne Johnson, Jack Black	어드벤처	주만지 시리즈	합격	
26.12	The Angry Birds Movie 3	\$352,300,000		Clay Kaytis & Fergal Reilly	Jason Sudeikis, Josh Gad, Danny McBride	애니메이션	모바일 게임 앵그리버드	합격	
	Werewolf			Robert Eggers	Aaron Taylor-Johnson, Lily-Rose Depp	호러			

6.8. 콘서트 IMAX 상영작

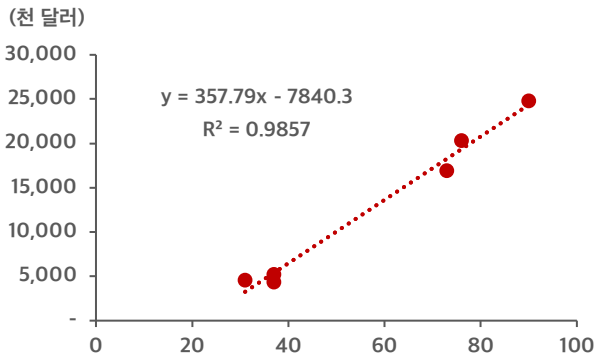
콘서트 IMAX 상영작 리스트

Concert	연도	가수	제목	비고
국내	2023	아이유	더 골든 아워	국내 최초 공연 실황 영화 @ IMAX 포맷만 개봉
	2023	BTS	Yet to Come in Cinemas	부산 콘서트 실황
	2024	제이홉	HOPE on the Street The Movie	BTS 제이홉의 솔로 다큐멘터리 및 투어 영화
	2024	임영웅	아임 히어로 더 스타디움	공연 실황 최초 IMAX, ScreenX 동시 개봉
	2024	Blackpink	Blackpink World Tour[Born Pink] in Cinemas	데뷔 8주년 기념 월드투어 실황 영화
	2024	TXT	Hyperfocus: TXT VR concert	VR콘서트 영화
	2025	아이유	더 위닝	2024년 월드투어의 앙코르 콘서트 실황 영화
	2025	제이홉	HOPE on the Stage The Movie	BTS 제이홉 첫 솔로 월드투어 콘서트 실황 영화
국외	1991	Rolling Stones	The Rolling Stones - At the Max	세계 최초 장편 IMAX 콘서트 영화
	2007	U2	U2 3D	IMAX 3D 포맷으로 제작된 U2의 콘서트 영화
	2009	Michael Jackson	Michael Jackson's This is it	마이클 잭슨의 미공개 리허설 영상 담은 영화
	2013	Metallica	Metallica Through the Never	메탈리카의 콘서트 영화
	2022	Coldplay	Live Broadcast from Buenos Aires	콜드플레이 월드투어 실황 영화
	2023	Taylor Swift	The Eras Tour	테일러 스위프트 디 에라스 투어 실황 영화
	2023	Beyonce	Renaissance: A film by beyonce	비욘세의 르네상스 월드 투어 실황 영화
	2023	Depeche mode	Memento Mori	디페쉬 모드의 메멘토 모리 투어 실황 영화
	2023	Talking Heads	Stop Making Sense	DMR IMAX 재개봉
	2025	Rolling Stones	The Rolling Stones - At the Max	DMR IMAX 재개봉

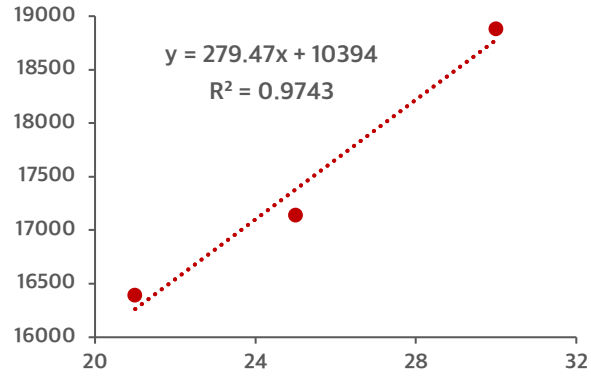
6.9. 22~24년 IMAX 상영작 GBO

2022년 IMAX 영화 GBO			2023년 IMAX 영화 GBO			2024년 IMAX 영화 GBO		
번호	영화 제목	개봉일	개봉일	매출액	개봉일	매출액	개봉일	매출액
1	The Pirates: The Last Royal Treasure	1	1	\$10,258,331	1	\$615,023,132	1	\$10,824,208
2	The Beatles: Get Back - The Rooftop Concert	1	2	\$2,206,846	2	\$670,491,959	2	\$162,619,535
3	The Battle at Lake Changjin II	2	3	\$626,571,697	3	\$133,558,974	3	\$484,768
4	Nice View	2	4	\$211,019,042	4	\$136,784,593	4	\$2,617,870
5	Only Fools Rush In	2	5	\$128,846	5	\$112,583,450	5	\$19,077,748
6	Moonfall	2	6	\$67,319,703	6	\$476,071,180	6	\$3,800,771
7	Death on the Nile	2	7	\$137,307,235	7	\$276,148,615	7	\$96,221,061
8	Uncharted	2	8	\$407,141,258	8	\$134,138,006	8	\$433,606,094
9	The Batman	3	9	\$772,245,583	9	\$15,835,414	9	\$306,899,794
10	Notre-Dame on Fire	3	10	\$6,059,835	10	\$447,142,521	10	\$250,921,235
11	R.R.R.	3	11	\$166,602,994	11	\$137,987	11	\$422,878,491
12	Everything Everywhere All at Once	3	12	\$142,804,136	12	\$205,460,387	12	\$100,498,764
13	Morbis	4	13	\$167,460,961	13	\$1,360,879,735	13	\$100,050,498
14	Turning Red	4	14	\$21,813,358	14	\$32,407,471	14	\$714,844,358
15	Ambulance	4	15	\$52,303,589	15	\$12,337,378	15	\$201,967,521
16	K.G.F. Chapter 2	4	16	\$89,123,940	16	\$106,771,806	16	\$572,050,016
17	Fantastic Beasts: The Secrets of Dumbledore	4	17	\$407,150,844	17	\$117,141,585	17	\$6,791,851
18	Detective Conan: The Bride of Halloween	4	18	\$72,699,093	18	\$45,656,468	18	\$371,226
19	Seventeen Power of Love: The Movie	4	19	\$2,823,989	19	\$5,035,633	19	\$52,945
20	Doctor Strange in the Multiverse of Madness	5	20	\$955,775,804	20	\$845,555,777	20	\$108,136,957
21	Shin Ultraman	5	21	\$32,137,136	21	\$704,875,015	21	\$2,635,333
22	The Roundup	5	22	\$101,166,707	22	\$5,369,273	22	\$127,268,065
23	Top Gun: Maverick	5	23	\$1,495,696,292	23	\$569,642,672	23	\$80,426,848
24	Jurassic World Dominion	6	24	\$1,001,978,080	24	\$83,410,298	24	\$96,119,408
25	Dragon Ball Super: Super Hero	6	25	\$86,562,140	25	\$690,824,738	25	\$17,095,773
26	Lightyear	6	26	\$226,425,420	26	\$441,656,550	26	\$181,073,291
27	Elvis	6	27	\$288,670,284	27	\$271,433,313	27	\$397,378,150
28	Kin We El Gin	6	28	\$532,854	28	\$487,637,474	28	\$2,619,279
29	Minions: The Rise of Gru	7	29	\$940,482,695	29	\$383,963,057	29	\$174,375,791
30	Thor: Love and Thunder	7	30	\$760,928,081	30	\$301,857,043	30	\$404,550,184
31	Kingdom 2: Far and Away	7	31	\$34,963,395	31	\$250,318,788	31	\$1,698,863,816
32	Alienoid	7	32	\$12,109,608	32	\$571,125,435	32	\$125,857,438
33	Nope	7	33	\$171,235,592	33	\$282,422,186	33	\$261,907,653
34	Shamshera	7	34	\$608,342	34	\$373,044,244	34	\$1,743,858
35	Hansan: Rising Dragon	7	35	\$57,490,985	35	\$975,811,333	35	\$972,021,410
36	Moon Man	7	36	\$460,237,662	36	\$36,851,831	36	\$174,308,156
37	Emergency Declaration	8	37	\$21,400,327	37	\$128,818,285	37	\$132,885
38	Satan's Slaves 2: Communion	8	38	\$992,483	38	\$36,259,522	38	\$1,883,599
39	Bullet Train	8	39	\$239,268,602	39	\$5,207,157	39	\$54,114,815
40	Warriors of Future	8	40	\$10,490,328	40	\$532,600,264	40	\$422,307,398
41	One Piece Film: Red	8	41	\$171,315,305	41	\$122,076,738	41	\$372,262,265
42	Laal Singh Chaddha	8	42	\$12,093,536	42	\$130,788,072	42	\$1,338,073,645
43	E.T. the Extra-Terrestrial	8	43	\$797,307,407	43	\$191,067,560	43	\$32,224,616
44	Jaws	9	44	\$490,736,300	44	\$28,499,044	44	\$88,270
45	Brahmastra	9	45	\$50,164,785	45	\$269,867,073	45	\$33,017,367
46	The Woman King	9	46	\$97,562,514	46	\$122,290,456	46	\$69,859
47	Moongae Daydream	9	47	\$13,095,781	47	\$1,447,138,421	47	\$350,865,342
48	Don't Worry Darling	9	48	\$87,609,403	48	\$118,779,552	48	\$36,934
49	Ponniyin Selvan: I	9	49	\$21,888,295	49	\$189,404,720	49	\$24,109,306
50	Home Coming	9	50	\$277,106	50	\$141,589,956	50	\$2,485,281
51	Amsterdam	10	51	\$31,245,810	51	\$104,272,136	51	\$4,004,296
52	Halloween Ends	10	52	\$104,374,176	52	\$36,900	52	\$452,000,435
53	Black Adam	10	53	\$393,452,111	53	\$136,294,607	53	\$25,557
54	Sword Art Online Progressive: Scherzo of Deep Night	10	54	\$9,071,701	54	\$261,656,269	54	\$129,408,392
55	Suzume	11	55	\$221,184,739	55	\$6,978,436	55	\$14,387,154
56	Black Panther: Wakanda Forever	11	56	\$859,208,836	56	\$158,772,599	56	\$334,537,187
57	Fall	11	57	\$18,039,979	57	\$2,608,477	57	\$7,361,414
58	Devotion	11	58	\$21,768,133	58	\$113,761,296	58	\$153,429,899
59	Violent Night	12	59	\$76,004,405	59	\$206,136,825	59	\$701,902
60	The First Slam Dunk	12	60	\$246,880,077	60	\$11,713,932	60	\$207,500,287
61	Avatar: The Way of Water	12	61	\$2,343,096,253	61	\$347,628,052	61	\$4,211,032
62	Babylon	12	62	\$65,287,448	62	\$97,476,565	62	\$478,937,618
63	합계		63	\$16,393,938,195	63	\$222,435,664	63	\$5,866,875
			64		64	\$6,129,032	64	\$171,436,592
			65		65	\$383,532	65	\$741,268
			66		66	\$43,989,684	66	\$186,000,759
			67		67	\$92,850,291	67	\$462,180,717
			68		68	\$634,502,312	68	\$757,961,815
			69		69	\$109,222	69	\$1,059,242,164
			70		70	\$440,181,226	70	\$154,621,981
			71		71	\$59,629,242	71	\$62,076,533
			72		72	\$11,958,548	72	\$20,758,572
			73		73	\$159,776,483	73	\$722,631,756
			74		74		\$492,162,604	
			75		75		\$50,448,428	
			76		76		\$140,508,652	
			77		77		\$181,764,515	
			78		78		\$25,492,893	
			합계		합계		\$17,145,032,773	

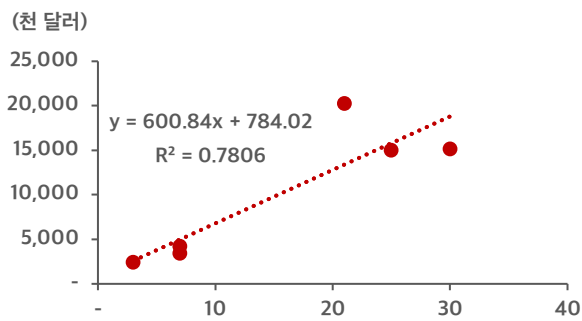
6.10. IMAX 상영작 수 - Film Asset Amortization 회귀분석



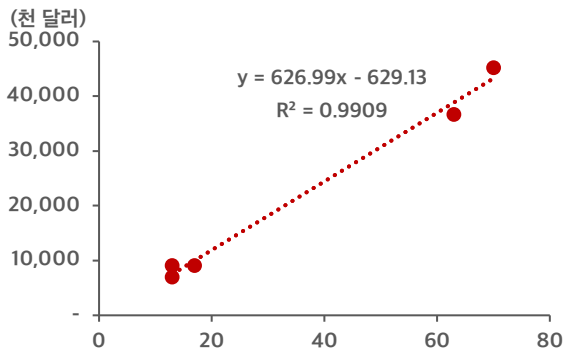
6.11. GBO 2억 달러 이상 영화 수 - IMAX 상영 영화 GBO 회귀분석



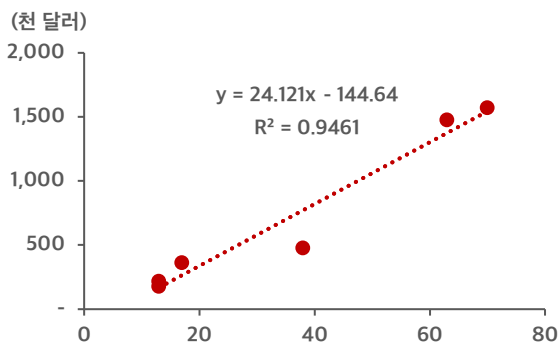
6.12. GBO 2억 달러 이상 개봉작 수 - Marketing and other selling expenses 회귀분석



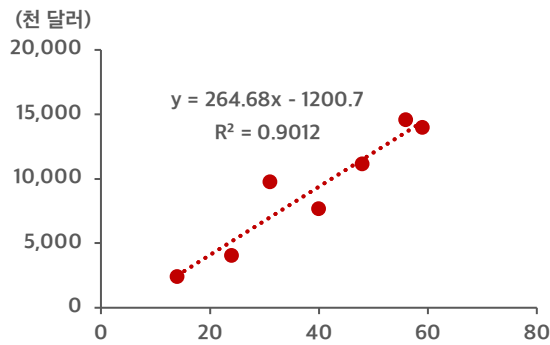
6.13. Sales Arrangements 설치 수 - Manufacturing and Installing of IMAX System 회귀분석



6.14. Sales Arrangements 설치 수 - Sales Commissions 회귀분석



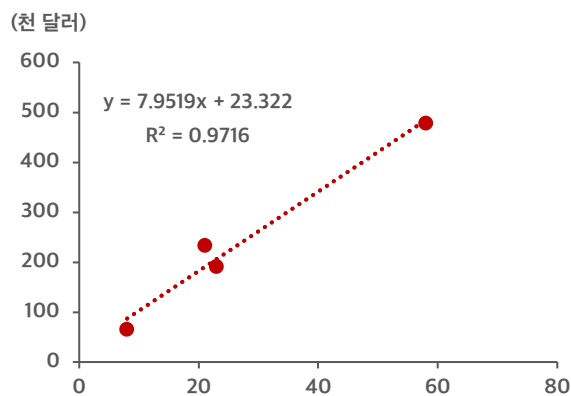
6.15. JRSA 설치 건수 - 1년 전 JRSA CapEx 회귀분석



6.16. Estimated Depreciation of systems supporting JRSA

Estimated Depreciation of systems supporting JRSA			
(In Thousands of USD)	2025E	2026E	2027E
Capex before 1Y	24,341	34,538	38,549
Depreciation	24,939	29,873	35,380

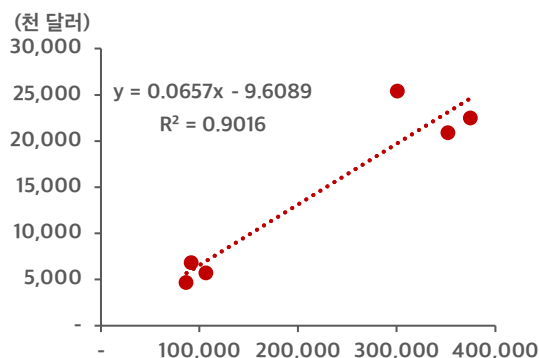
6.17. JRSA 설치 건수 - Sales Commissions 회귀분석



6.18. Estimated Depreciation of Other PP&E

Estimated Depreciation of Other PP&E			
(In Thousands USD)	2025E	2026E	2027E
CapEx	7,781	7,781	7,781
Depreciation	8,941	9,914	10,886

6.19. Revenue - Shares-Based Compensation 회귀분석



6.20. Amortization of Other intangible assets 금액 및 안분 비율 추정

Estimated Amortization of Other intangible assets				Intangible Asset Amortization Allocation Ratio						
(In Thousands USD)	2025E	2026E	2027E	(In Thousands USD)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CapEx	7,062	7,062	7,062	SG&A	1,274	1,374	1,212	1,513	1,718	1,923
Amortization	8,704	9,880	11,057	% of amortization	21%	23%	17%	17%	17%	17%
				Separately	4,829	4,578	5,758	7,190	8,162	9,135
				% of amortization	79%	77%	83%	83%	83%	83%
				Gross	6,103	5,952	6,970	8,704	9,880	11,057

6.21. 금융손익 및 법인세비용

Estimate Interest Income							
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Interest-earning Assets	97,401	76,200	100,592	97,069	97,069	97,069	97,069
Cash and cash equivalents	97,401	76,200	100,592	97,069	97,069	97,069	97,069
유효이자율 (%)	1.5%	3.3%	2.2%	2.3%		2.3%	2.3%
Interest Income	1,428	2,486	2,180	558	2,769	2,231	2,231
Estimate Interest Expenses							
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Interest Bearing Debt	263,023	252,055	266,257	266,257	266,257	266,257	266,257
Revolving credit facility borrowings	36,111	22,924	36,356	36,356			
Convertible notes and other borrowings	226,912	229,131	229,901	229,901			
유효이자율 (%)	2.2%	2.7%	3.0%	2.7%		2.7%	2.7%
Interest Expenses	(5,877)	(6,821)	(8,084)	(1,770)	(7,330)	(7,080)	(7,080)
Estimate Income Tax Expenses							
(In Thousands of USD)	2022	2023	2024	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Income (loss) before taxes	(9,769)	46,117	37,698	19,595	83,583	124,588	179,167
Income tax expense	(10,108)	(13,051)	(4,996)	(4,445)	(18,133)	(28,262)	(40,643)
Statutory tax rate	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
Effective tax rate	-103.5%	28.3%	13.3%	22.7%	21.7%	22.7%	22.7%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.