

제이콘텐트리 (036420)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	9,500원 (I)
현재주가 (3/16)	7,860원
상승여력	21%

시가총액	8,966억원
총발행주식수	114,068,982주
60일 평균 거래대금	167억원
60일 평균 거래량	2,534,258주
52주 고	7,860원
52주 저	3,605원
외인지분율	2.17%
주요주주	중앙미디어네트워크 외 1인 33.23%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.3	46.6	89.4
상대	7.4	26.5	30.0
절대(달러환산)	14.4	49.9	101.1

JTBC 투자확대 + 넷플릭스/중국 모멘텀 수혜

투자포인트 (1) : JTBC 드라마 투자 확대

JTBC는 2017년 순이익단에서 흑자를 달성하며 2017년 12월부터 드라마 편성블록을 기존 1개 → 2개로 확대. 광고매출 확대에 현금흐름에 여유가 생기게 되자, 프로그램 투자를 확대한 것으로 해석

JTBC 드라마 방영편수는 2017년 6.5편 → 2018년 13편으로 증가 예상. JTBC의 드라마 블록이 많아질수록, 제이콘텐트리와 JTBC콘텐츠허브(연결자회사)의 드라마 투자/제작/유통 Capa는 확대. 따라서, 제이콘텐트리의 드라마 관련 매출은 2018년 최소 2배 이상 증가 가능 구조

향후, 중앙그룹의 방송 관련 기업들은 CJ E&M과 스튜디오드래곤의 성장스토리를 재현할 것으로 전망. CJ E&M 드라마국(2016년 5월 이후부터 스튜디오드래곤)은 2015~16년 '드라마 시청률 상승 → 광고단가 상승 → 제작비 상승 → 특급배우 출연 → 시청률 상승'의 선순환 구조 형성을 통해 급성장. 스튜디오드래곤은 '드라마 제작비 상승 → 드라마 질적성장 → 국내시장 VOD 판매 및 해외 플랫폼향 판매 확대'를 통해 2016년부터 본격적인 영업이익 급증 국면 진입. 제이콘텐트리도 2018년부터 JTBC 드라마의 질적 성장에 양적 성장이 더해지는 관계로 이익 레버리지 효과 본격 기대

투자포인트 (2) : 넷플릭스 및 중국 OTT향 판매 기대

넷플릭스 : 제이콘텐트리는 2017년 JTBC 드라마 『맨투맨』을 회당 35만달러에 넷플릭스에 판매. 2018년부터 넷플릭스향 판매 본격화 전망. 향후 넷플릭스향 판가는 넷플릭스 경쟁 OTT들의 아시아 지역 투자확대, 양질의 한국 콘텐츠에 대한 구매경쟁이 발생하면서 추가적인 상승 예상

중국 OTT : 중국 대표 OTT인 Youku는 한국 드라마관에 2017년 JTBC 드라마 『맨투맨』과 『언터처블』, 2018년 JTBC 드라마 『미스티』의 예고편 아이콘 형성. 중국 관영언론은 2018년 3월 9일, 문화 섹션 한면 전체를 할애해 『미스티』에 대한 호평 기사 작성. 중국 한한령의 해제 조짐으로 해석

중국 한한령 해제에 대비한 선제적인 비중국 확대 전략 권고

동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 9,500원으로 커버리지 개시. 목표주가 9,500원은 2018E PER 31배, 2019E PER 23배에 해당. 향후 중국 한한령이 해제되고 중국 OTT들의 한국 드라마 구매가 본격화되면, 동사 이익 추정치의 추가 상승 가능 판단. 현재의 중국 기대감 및 중국 관련 실적 추정치는 2016년도 한국 드라마 판가에 기반해 형성되어 있기 때문

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,262	45.3	4.3	1,244	1.5
영업이익	74	43.7	-13.6	103	-27.7
세전계속사업이익	77	50.3	225.6	97	-20.7
지배순이익	37	4.1	376.6	69	-47.0
영업이익률 (%)	5.9	-0.1 %pt	-1.2 %pt	8.3	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	-1.1 %pt	+2.3 %pt	5.5	-2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,352	4,203	5,875	7,063
영업이익	289	333	608	750
지배순이익	192	64	350	462
PER	25.3	139.3	25.6	19.4
PBR	5.7	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA	17.8	31.5	15.6	12.5
ROE	26.3	5.0	18.4	20.0

자료: 유안타증권

Contents

결론 / 3

Valuation / 5

실적 전망 / 9

투자포인트 (1) : JTBC 드라마 편성 강화 수혜 / 12

1) JTBC 실적 : 2017년 흑자 전환 / 12

2) JTBC 프로그램 편성 / 14

3) JTBC 시청률 / 15

4) JTBC 광고단가 / 17

5) tvN 과 스튜디오드래곤 사례 (2015~17년) / 18

6) 제이콘텐트리, 스튜디오드래곤의 뒤를 잇는다 / 21

투자포인트 (2) : 넷플릭스향 드라마 판매확대 / 23

투자포인트 (3) : 중국 OTT 향 판매 재개 기대 / 26

[참고] 메가박스 영화관 및 투자배급 / 29

결론 : JTBC 투자확대 + 넷플릭스/중국 모멘텀 수혜

투자의견 Buy,
목표주가 9,500원으로
커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 9,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 9,500원은 Sum-of-the-parts(SOTP) 방식을 통해 산출했다. 동 목표주가는 2018E PER 31배, 2019E PER 23배에 해당한다.

동사는 중앙그룹 지주사인 중앙홀딩스(유한회사)의 자회사로 그룹의 유일한 상장사이면서 『독점 규제 및 공정거래에 관한 법률』에 따른 지주회사이다. 그룹 내에선 중간지주사의 역할을 수행하고 있다.[그림1~2] 본사는 2017년부터 JTBC 드라마 및 메가박스플러스엠 배급영화에 대한 IP 투자만을 하고 있다. 콘텐츠 IP는 다양한 분야의 2차 창작물로 활용될 수 있어 부가가치가 높다. 동사의 주요 자회사로는 국내 3대 멀티플렉스인 메가박스(지분율 77%)와 JTBC를 기반으로 드라마제작, 콘텐츠유통, 온라인 사업 등을 영위하고 있는 JTBC콘텐츠허브(지분율 42.4%) 등 2개사가 있다. 본사 IP 투자사업과 2개 자회사 지분은 동사 기업가치의 핵심을 이루고 있다.

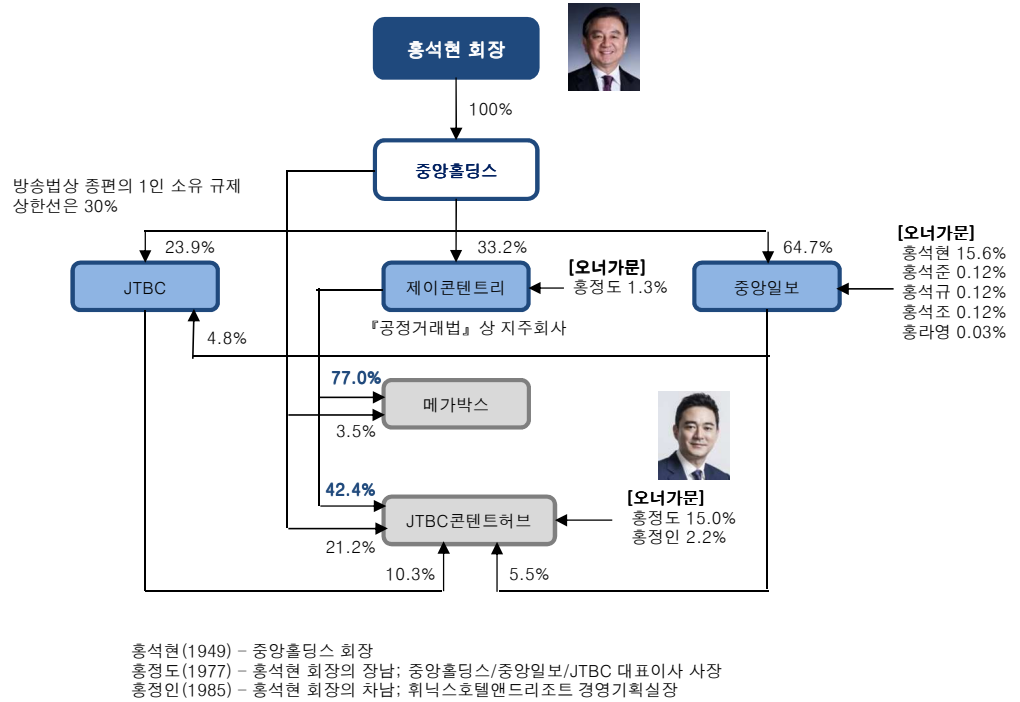
동사의 2대 사업은 방송(JTBC 드라마 투자/제작/유통 + 예능 유통)과 영화(메가박스 + 영화 투자배급)이다. 방송은 JTBC 드라마 중심의 성장사업이다. JTBC의 드라마 투자 → 제작 → 플랫폼 → 유통의 밸류체인 중에서, 본사는 드라마의 투자, JTBC콘텐츠허브는 드라마의 제작과 유통을 담당한다. 메가박스는 Cash-Cow 사업으로 사모투자회사와의 계약상 2021년까지 IPO를 완료할 예정에 있다. 메가박스는 2015년 제이콘텐트리로의 완전 인수 이후, 2016~17년 빠른 사이트 확장을 추구했던 바 있으나 현재는 수익성 관리 중심의 경영으로 전환된 상태이다.

[투자포인트]

- 1) JTBC 경쟁력 강화
- 2) 넷플릭스형 드라마 판매확대
- 3) 중국 OTT 형 드라마 판매재개

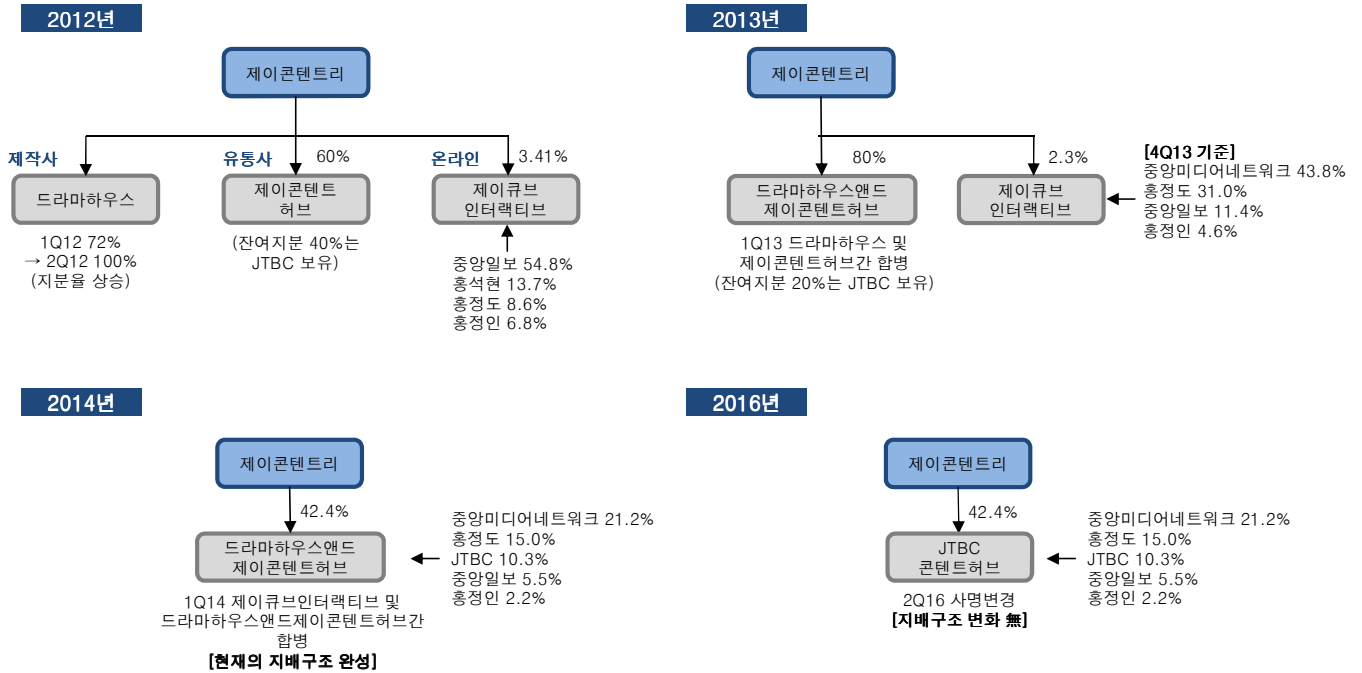
동사의 투자포인트는 다음과 같다. **1) JTBC의 2017년 흑자전환에 따른 투자확대 수혜가 예상된다.** JTBC는 2017년 순이익단에서 흑자를 기록한 것으로 확인된다. JTBC는 2017년 12월 드라마 편성블록을 기존 1개 → 2개로 확대시켰다. 광고매출이 확대되면서 현금흐름에 여유가 생기게 되자, 프로그램 투자를 확대한 것으로 해석된다. ‘시청률 상승 → 광고매출 상승 → 제작비 확대’의 흐름이 나타나고 있는 것이다. JTBC의 드라마 블록이 많아질수록, 제이콘텐트리와 JTBC콘텐츠허브의 드라마 투자/제작/유통 Capa는 확대된다. 이 점에서, 중앙그룹의 방송 관련 기업들은 CJ E&M과 스튜디오드래곤의 성장스토리를 재현할 것으로 기대된다. CJ E&M은 2015~16년 ‘tvN 드라마 시청률 상승 → 드라마 광고매출 상승 → 드라마 제작비 확대 → 드라마 제작 스튜디오 설립(스튜디오드래곤)’의 수순을 통해 글로벌 OTT 시장에서 콘텐츠 기업으로써 높은 평가를 받고 있다. 2017년 7월엔 tvN 수목드라마 블록을 부활시키기도 했다. 스튜디오드래곤은 캡티브 방송국의 드라마 블록 확대를 기반으로 투자/제작드라마를 확대하고 있다. **2) 2018년 넷플릭스형 드라마 판매증가가 기대된다.** 동사는 2017년 JTBC 드라마 『맨투맨』을 회당 35만달러에 넷플릭스에 판매했다. 동 계약은 한국과 중국을 제외한 전세계 190여개국에 대한 독점 공급권과 JTBC 및 넷플릭스간의 동시 방영조건을 포함시킨 계약이었다. 넷플릭스는 2017년을 기점으로 한국 콘텐츠에 대한 투자를 확대하고 있다. JTBC콘텐츠허브는 2018년 대부분의 JTBC 드라마를 넷플릭스에 판매할 것으로 예상된다. **3) 2018년 중국 OTT형 드라마 판매가 재개될 것으로 전망된다.** 중국의 대표 OTT인 Youku는 최근 들어 한국 드라마관에 2017년 JTBC 드라마 『맨투맨』과 『언터처블』, 2018년 JTBC 드라마 『미스티』의 예고편 아이콘을 형성시켰다. 중국 관영언론인 신경보(新京報)는 2018년 3월 9일, 문화섹션 한면 전체를 할애해 『미스티』에 대한 호평 기사를 내보냈다. 중국 한한령의 해제 조짐이 나타나고 있는 것이다.

[그림 1] 중앙그룹 핵심기업 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] JTBC 콘텐츠허브 설립 과정 (제작/유통/온라인 회사 합병)



자료: 유안타증권 리서치센터

Valuation

동사의 목표주가 9,500원은 SOTP 방식을 통해 산출했다. 계산식은 “**영업자산가치 6,106억원 (주당 5,400원) + 투자자산가치 5,727억원(주당 5,100원) - 순차입금 1,123억원(주당 1,000원)**” 이다.[표1 참조] 목표주가 9,500원은 2018E PER 31배, 2019E PER 23배에 해당한다.

영업자산가치 6,106억원

영업자산가치 6,106억원은 2019년 예상 본사 세후영업이익 174억원에 Target PER 35배를 적용해 산출했다. 본사 세후영업이익 174억원은 대부분 드라마 IP투자사업 관련 실적이다. 중국향 드라마 판매효과를 온기로 반영하기 위해 2019년을 기준연도로 설정했다.

투자자산가치 5,727억원

투자자산가치 5,727억원의 계산식은 “메가박스 지분가치 2,553억원 + 메가박스플러스엠 가치 650억원 + JTBC콘텐츠허브 지분가치 1,889억원 + 투자부동산 603억원 + 매도가능금융자산 32억원” 이다.

▶**메가박스 지분가치 2,553억원은 메가박스 적정가치 4,737억원에 지분을 77% 및 할인을 30%(비상장사)를 적용해 산출했다.** 메가박스 적정가치 4,737억원은 후술할 3가지 방식을 통해 산출된 가치의 단순 평균이다. 1)제이콘텐트리 2015년 KMIC 지분 95.8%를 1,520억원에 인수했다. 당시 KMIC는 메가박스 지분 50%를 보유 중에 있었다. 당시 거래를 기준으로 KMIC 순차입금을 감안해 역산한 메가박스 가치는 **5,148억원**이다. 2)제이콘텐트리는 2017년 권면총액 399억원에 교환사채를 발행했다. 동 교환사채의 교환대상 자산은 메가박스 지분 6.9%이다. 동 교환사채 기준으로 역산한 메가박스 가치는 **5,768억원**이다. 참고로, 동 교환사채에는 오는 2021년까지 메가박스 IPO를 완료해야 하는 약정이 포함되어 있다. 3)메가박스의 2018년 예상 EBITDA는 412억원으로 추정된다. 미주/유럽 영화관 Peer들의 2018E EV/EBITDA 평균인 8배를 Target Multiple로 적용시, 메가박스의 적정가치는 **3,296억원**으로 산출된다.

▶**메가박스플러스엠 가치는 적정가치 1,206억원에 메가박스 지분을 77% 및 할인을 30%(비상장사)를 적용해 산출했다.** 적정가치 1,206억원은 배급사 NEW의 시가총액에 할인을 50%를 적용한 값이다. 메가박스플러스엠은 메가박스의 영화 투자/배급사업으로 독립법인이 아니다. 동 사업의 배급수수료는 메가박스 실적에 포함되나, 투자손익은 메가박스가 출자하는 SPC에 귀속된다. 참고로, 메가박스플러스엠의 2017년 한국 박스오피스 M/S는 7.6%로 NEW의 M/S 7.0%를 소폭 상회했다.

▶**JTBC콘텐츠허브 지분가치 1,889억원은 JTBC콘텐츠허브 적정가치 6,365억원에 지분을 42.4% 및 할인을 30%(비상장사)를 적용해 산출했다.** JTBC콘텐츠허브 적정가치 6,365억원은 2019년 예상 세후영업이익 182억원에 Target PER 35배를 적용해 산출했다. 본사 영업자산가치 산출방식과 마찬가지로, 중국향 드라마 판매효과를 온기로 반영하기 위해 2019년을 기준연도로 설정했다.

순차입금 1,123억원

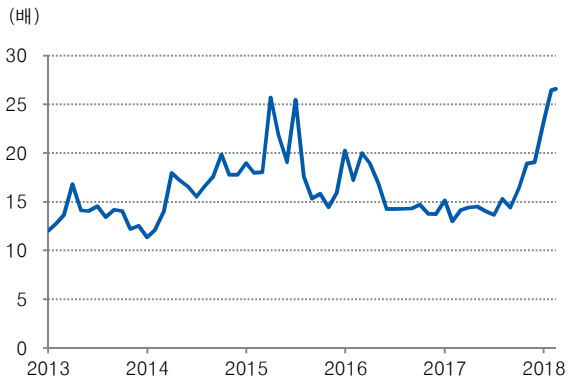
순차입금 1,123억원의 계산식은 “본사 642억원 + 메가박스 484억원 - JTBC콘텐츠허브 3억원” 이다. 메가박스 순차입금은 4Q17 연결 순차입금에서 본사 순차입금을 차감해 역산한 수치에 지분을 77% 및 할인을 30%(비상장사)를 적용해 계산한 값이다. JTBC콘텐츠허브의 순현금 3억원은 3Q17 기준 순현금에 지분을 42.4% 및 할인을 30%(비상장사)를 적용해 계산한 값이다.

[표 1] 제이콘텐트리, 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

		가 치		비 고
(A)	영업자산가치	6,106 억원		
	본사 드라마 IP 투자	6,106 억원		2019E 세후영업이익 174 억원 x Target PER 35 배
(B)	투자자산가치	5,727 억원		
	메가박스 (영화관)	2,553 억원	4,737 억원 5,148 억원 5,768 억원 3,296 억원	지분을 77% 및 비상장사 할인율 30% 적용 단순 평균 (1~3 번) 1) 제이콘텐트리의 2015 년 KMIC 인수시점 기준 Valuation 2) 제이콘텐트리의 2017 년 교환사채 권면총액 기준 Valuation 3) 2018E 메가박스 EBITDA 412 억원 x Target EV/EBITDA 8 배
	메가박스플러스엠 (영화 투자/배급)	650 억원	1,206 억원	지분을 77% 적용 및 비상장사 할인율 30% 적용 배급사 NEW 시가총액 x 할인율 50%
	JTBC 콘텐츠허브	1,889 억원	6,365 억원	지분을 42.4% 적용 및 비상장사 할인율 30% 적용 2019E 세후영업이익 182 억원 x Target PER 35 배
	투자부동산	603 억원		4Q17 기준
	매도가능금융자산	32 억원		4Q17 기준
(C)	순차입금	1,123 억원		
	본사		642 억원	4Q17 기준
	메가박스		484 억원	4Q17 메가박스 순차입금 추정치 x 지분을 77% x 할인율 30%
	JTBC 콘텐츠허브		-3 억원	3Q17 JTBC 콘텐츠허브 순차입금 x 지분을 42.4% x 할인율 30%
(D)	기업가치	10,710 억원		(A) + (B) - (C)
(E)	주식수	11,257 만주		발행주식수 11,407 만주 - 자기주식 150 만주
	목표주가	9,500 원		(D) / (E)

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 제이콘텐트리 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



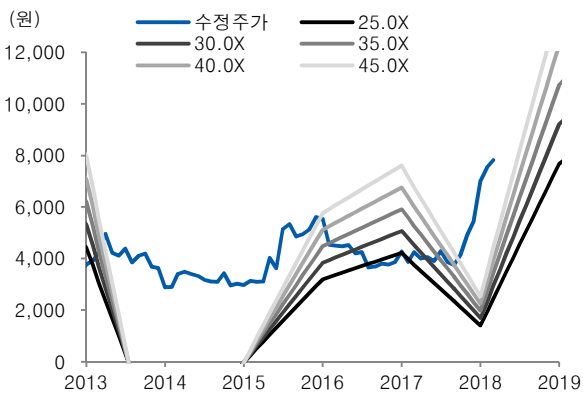
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 제이콘텐트리 12MF PBR 추이 (컨센서스 기준)



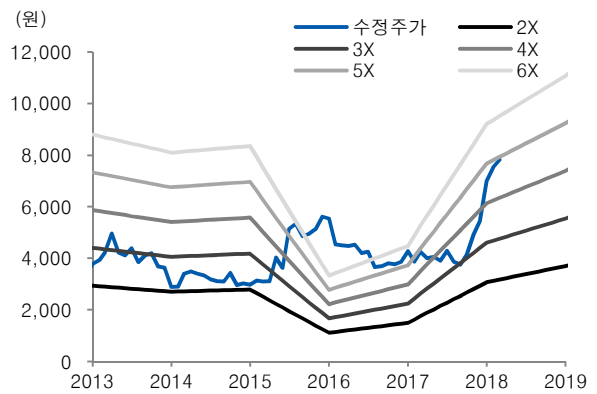
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 제이콘텐트리 PER Band Chart



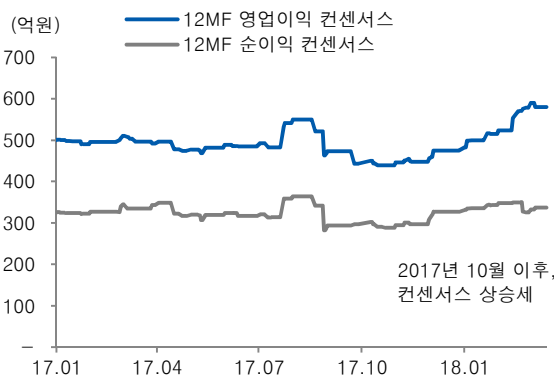
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 제이콘텐트리 PBR Band Chart



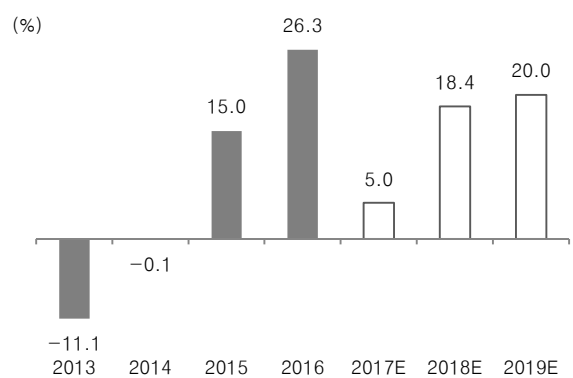
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 제이콘텐트리 12MF 영업이익 및 순이익 컨센서스 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 제이콘텐트리 ROE 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 제이콘텐트리, Peer 실적 및 Valuation 비교

		종목코드	단위	시총	2018E					2019E				
					매출액		영업이익	순이익	매출액		영업이익	순이익		
콘텐츠 Peer	제이콘텐트리	253450 KS	(억원)	8,966	5,875		608	350	7,063		750	462		
	스튜디오드래곤	036420 KS	(억원)	27,196	3,806		730	583	4,806		1,160	917		
	IHQ	003560 KG	(억원)	4,180	1,338		229	178	1,501		313	246		
	CJ E&M	130960 KS	(억원)	35,827	20,282		1,327	1,405	21,881		1,647	1,722		
	넷플릭스	NFLX US	(백만달러)	138,191	15,843		1,589	1,435	19,413		2,575	2,073		
	화치미디어	300133 CH	(백만달러)	3,496	1,063		140	125	1,276		183	163		
	화이브라더스	300027 CH	(백만달러)	4,272	761		193	171	900		227	201		
	화록백남	300291 CH	(백만달러)	1,575	389		-	55	435		-	63		
	탕더잉스	300426 CH	(백만달러)	1,298	266		71	70	335		95	93		
	신문화	300336 CH	(백만달러)	960	302		74	65	375		92	76		
영화관 Peer	CJ CGV	079160 KS	(억원)	14,495	19,480		1,083	504	21,891		1,563	1,070		
	Regal Entertainment	RGC US	(백만달러)	3,610	3,249		327	189	3,320		343	207		
	Cinemark Holdings	CNK US	(백만달러)	4,555	3,125		430	279	3,300		473	309		
	AMC Entertainment	AMC US	(백만달러)	1,815	5,359		250	5	5,563		317	60		
	Marcus Corporation	MCS US	(백만달러)	843	639		79	52	664		86	56		
	Cineplex	CGX CN	(백만달러)	1,508	1,277		-	59	1,356		-	69		
	Village Roadshow	VRL AU	(백만달러)	399	773		37	13	798		51	26		
	Cineworld Group	CINE LN	(백만달러)	4,723	4,037		503	315	4,808		612	457		
					2018E					2019E				
					PER	PBR	ROE	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA	PSR
	제이콘텐트리		(배, %)		25.6	4.3	18.4	15.6	1.5	19.4	3.5	20.0	12.5	1.3
콘텐츠 Peer	스튜디오드래곤		(배, %)		46.7	6.3	14.6	33.5	7.1	29.7	5.2	19.3	20.3	5.7
	IHQ		(배, %)		23.6	1.7	7.4	-	3.1	17.0	1.5	9.4	-	2.8
	CJ E&M		(배, %)		25.5	1.6	6.8	9.0	1.8	20.8	1.5	7.5	8.0	1.6
	넷플릭스		(배, %)		103.6	30.1	26.0	73.5	8.7	65.3	21.6	28.0	47.6	7.1
	화치미디어		(배, %)		28.1	2.9	10.7	23.6	3.3	22.1	2.6	12.6	18.8	2.7
	화이브라더스		(배, %)		25.9	2.5	10.0	20.6	5.6	23.4	2.2	10.8	19.5	4.7
	화록백남		(배, %)		21.5	1.5	5.3	23.6	3.9	15.4	1.4	5.9	20.9	3.5
	탕더잉스		(배, %)		16.3	5.0	26.7	-	4.9	13.1	3.7	26.7	-	3.9
신문화		(배, %)		14.9	1.8	12.0	12.4	3.2	12.5	1.5	12.8	10.4	2.6	
콘텐츠 Peer 평균			(배, %)		32.9	5.8	13.3	23.6	4.5	23.7	4.5	14.8	17.6	3.9
영화관 Peer	CJ CGV		(배, %)		28.8	3.5	16.6	10.7	0.7	13.5	2.8	22.5	8.9	0.7
	Regal Entertainment		(배, %)		20.7	-	-20.7	9.0	1.1	19.5	-	-30.9	8.8	1.1
	Cinemark Holdings		(배, %)		16.3	2.8	19.0	8.0	1.5	14.8	2.5	17.8	7.4	1.4
	AMC Entertainment		(배, %)		4,733.3	0.9	0.8	7.3	0.3	27.4	0.8	3.5	6.7	0.3
	Marcus Corporation		(배, %)		16.4	1.8	10.8	8.4	1.3	15.4	1.7	10.7	7.9	1.3
	Cineplex		(배, %)		25.5	2.9	11.0	9.9	1.2	21.1	2.9	14.0	9.0	1.1
	Village Roadshow		(배, %)		30.7	1.2	8.3	6.7	0.5	15.5	1.1	5.7	5.7	0.5
	Cineworld Group		(배, %)		12.8	1.3	12.4	5.9	1.2	10.9	1.2	13.0	4.7	1.0
영화관 Peer 평균			(배, %)		610.2	2.1	7.3	8.2	1.0	17.9	2.0	7.0	7.5	0.9

주: 제이콘텐트리, 스튜디오드래곤, CJ E&M, CJ CGV는 당사 추정치 기준. 기타 기업들은 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실적 전망 : 2018E 영업이익 608억원(+82% YoY)

2018E 영업이익 608억원
(+82% YoY)

영화 282억원(+14% YoY)
방송 326억원(+279% YoY)

2018년 연결실적은 매출액 5,875억원(+40% YoY), 영업이익 608억원(+82% YoY), 당기순이익(지배주주) 350억원(+444% YoY)으로 추정된다.

1)영화사업 예상실적은 매출액 3,143억원(+8% YoY), 영업이익 282억원(+14% YoY)이다. 주 가정은 메가박스 직영점 관객수 2,479만명(+6% YoY), 직영점 점포수 44개(+4개 YoY), 메가박스 스피러스엠 흑자이다. 메가박스 지분을 77%만큼 당기순이익(지배주주)에 기여하는 구조이다.

2)방송사업 예상실적은 매출액 2,731억원(+64% YoY), 영업이익 326억원(+279% YoY)이다. 주 가정은 드라마 투자/제작/판매 13~14편, 넷플릭스형 드라마 판매매출 150억원(50억원 x 3편), 중국 OTT형 드라마 판매매출 100억원(50억원 x 2편)이다.

[표 3] 제이콘텐츠리 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,932	3,804	3,695	3,058	3,352	4,203	5,875	7,063	7,555
영화	2,034	2,191	2,347	2,327	2,568	2,909	3,143	3,269	3,400
방송	798	996	909	766	791	1,670	2,731	3,794	4,155
- 본사(IP 투자)	-	-	-	-	-	348	894	1,442	1,536
- JTBC 콘텐츠허브	-	-	686	601	791	1,269	1,837	2,352	2,619
매거진	655	560	519	451	-	-	-	-	-
기타	596	396	246	-	-	-	-	-	-
영업이익	426	380	365	329	289	333	608	750	852
영화	354	378	380	274	221	247	282	280	282
방송	55	78	-14	50	84	86	326	470	570
- 본사(IP 투자)	-	-	-	-	-	18	142	230	292
- JTBC 콘텐츠허브	-	-	17	31	84	99	184	240	278
매거진	52	0	3	-4	-	-	-	-	-
기타	-14	-23	-17	-	-	-	-	-	-
OPM	11%	10%	10%	11%	9%	8%	10%	11%	11%
영화	17%	17%	16%	12%	9%	9%	9%	9%	8%
방송	7%	8%	-2%	6%	11%	5%	12%	12%	14%
- 본사(IP 투자)	-	-	-	-	-	5%	16%	16%	19%
- JTBC 콘텐츠허브	-	-	2%	5%	11%	8%	10%	10%	11%
매거진	8%	0%	1%	-1%	-	-	-	-	-
기타	-2%	-6%	-7%	-	-	-	-	-	-
순이익(지배)	116	-100	-1	114	192	64	350	462	554
NIM	3%	-3%	0%	4%	6%	2%	6%	7%	7%
[성장률; YoY]									
매출액	187%	-3%	-3%	-17%	10%	25%	40%	20%	7%
영업이익	1098%	-11%	-4%	-10%	-12%	15%	82%	23%	14%
순이익(지배)	-36%	적전	적지	흑전	68%	-67%	444%	32%	20%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 제이콘텐트리 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018(e)	2019(e)
매출액	918	797	1,057	580	869	966	1,158	1,211	1,262	1,258	1,728	1,626	4,203	5,875	7,063
영화	656	533	756	623	683	573	844	808	739	634	1,016	754	2,909	3,143	3,269
방송	183	182	174	252	203	542	372	553	523	625	712	872	1,670	2,731	3,794
- 본사(IP 투자)	-	-	-	-	37	127	90	93	164	201	221	308	348	894	1,442
- JTBC 콘텐츠허브	191	194	184	262	165	414	282	409	359	423	491	564	1,269	1,837	2,352
영업이익	120	18	154	-2	52	89	107	86	74	84	280	170	333	608	750
영화	117	31	120	-47	43	10	81	114	38	12	179	52	247	282	280
방송	27	15	17	24	10	90	22	-36	36	72	100	118	86	326	470
- 본사(IP 투자)	-	-	-	-	-1	21	0	-2	2	29	49	62	18	142	230
- JTBC 콘텐츠허브	27	15	17	24	11	69	22	-3	35	43	51	56	99	184	240
OPM	13%	2%	15%	0%	6%	9%	9%	7%	6%	7%	16%	10%	8%	10%	11%
영화	18%	6%	16%	-8%	6%	2%	10%	14%	5%	2%	18%	7%	9%	9%	9%
방송	15%	8%	10%	10%	5%	17%	6%	-6%	7%	12%	14%	14%	5%	12%	12%
- 본사(IP 투자)	-	-	-	-	-2%	16%	0%	-3%	1%	14%	22%	20%	5%	16%	16%
- JTBC 콘텐츠허브	14%	8%	9%	9%	7%	17%	8%	-1%	10%	10%	10%	10%	8%	10%	10%
순이익(지배)	51	-17	113	45	35	32	-10	8	37	45	164	104	64	350	462
NIM	6%	-2%	11%	8%	4%	3%	-1%	1%	3%	4%	9%	6%	2%	6%	7%
[성장률; YoY]															
영업수익	15%	2%	3%	29%	-5%	21%	10%	109%	45%	30%	49%	34%	25%	40%	20%
영업이익	540%	-82%	31%	적전	-57%	405%	-31%	흑전	44%	-6%	163%	97%	15%	82%	23%
순이익(지배)	1023%	적전	38%	1134%	-31%	흑전	적전	-83%	4%	43%	흑전	1256%	-67%	444%	32%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 메가박스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018(e)	2019(e)
[실적 지표]															
한국 극장관객수(만명)	4,948	4,514	7,238	5,000	5,228	4,500	6,396	5,862	5,280	4,649	7,238	5,050	21,986	22,218	22,662
메가박스 직영점 관객수(만명)	479	459	705	542	560	475	653	658	594	514	772	600	2,346	2,479	2,578
한국 극장관객수(YoY)	-2%	1%	-1%	2%	6%	0%	-12%	17%	1%	3%	13%	-14%	1%	1%	2%
메가박스 직영점 관객수(YoY)	0%	8%	1%	13%	17%	3%	-7%	21%	6%	8%	18%	-9%	7%	6%	0%
메가박스 직영점 점포수(개)	28	29	31	35	36	37	40	40	40	41	43	44	40	44	47
매출액	641	514	783	612	683	573	844	808	739	634	1,016	754	2,909	3,143	3,269
영업이익	115	28	154	-69	43	10	102	125	38	12	179	52	280	282	280
OPM	17.9%	5.5%	19.7%	-11.2%	6.3%	1.7%	12.0%	15.5%	5.2%	1.9%	17.7%	6.9%	9.6%	9.0%	8.6%
EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	410	412	410
Margin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.0%	13.1%	12.5%
[성장률; YoY]															
매출액	27%	8%	9%	4%	7%	11%	8%	32%	8%	11%	20%	-7%	14%	8%	4%
영업이익	200%	-55%	3%	적전	-62%	-65%	-34%	흑전	-11%	18%	77%	-58%	22%	1%	0%

주: 2017년 EBITDA는 당사 추정치임

자료: 유안타증권 리서치센터

3)방송사업 연결실적은 본사 실적(드라마 IP투자)과 JTBC콘텐츠허브 실적(드라마 제작, 드라마/예능 유통, 온라인)으로 구분된다. 본사 실적은 100% 당기순이익(지배주주)에 기여하는 반면, JTBC콘텐츠허브 실적은 지분율 42.4%만큼만 당기순이익(지배주주)에 기여하는 구조이다.

2018E 방송 영업이익 326억원
(본사 142억원 + 허브 184억원)

2018년 방송사업 예상 영업이익 326억원은 본사 142억원, JTBC콘텐츠허브 184억원으로 구성된다. [표6~7]은 제이콘텐트리 본사 및 JTBC콘텐츠허브의 실적 추정치이다. 동 실적 추정모델은 JTBC콘텐츠허브가 유통매출 순증액의 약 20%를 이익으로 취하고, 남은 80%의 절반을 외주제작사, 나머지 절반을 제이콘텐트리 본사에 정산한다는 가정 하에 구성됐다. 여기서, 핵심 체크사항은 JTBC콘텐츠허브의 유통매출이다. **JTBC콘텐츠허브 유통매출은 2017년(e) 588억원 → 2018년(e) 920억원(+332억원)으로 증가하는 것으로 가정했다.** 유통매출 순증액 332억원은 넷플릭스형 드라마 판매 150억원, 중국 OTT형 드라마 판매 100억원, 기타 82억원이다.

[표 6] 제이콘텐트리 본사 분기별 실적 추이 및 전망 (드라마 IP 투자)

(단위: 억원)

	2017년				2018년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018(e)	2019(e)
JTBC 드라마 슬롯(편)	1.6	1.6	1.6	1.7	3.3	3.3	3.3	4.9	6.6	14.6	19.5
매출액	37	127	90	93	164	179	192	305	348	894	1,442
- JTBC 향	30	83	73	55	146	146	146	219	241	658	1,092
- JTBC 콘텐츠허브향	-	38	10	30	10	26	39	78	78	207	321
- 기타	7	6	7	8	7	7	7	7	29	29	29
매출원가	31	100	85	89	150	150	150	223	305	728	1,186
매출총이익	6	27	5	4	14	30	43	82	43	166	256
판관비	7	6	5	7	6	6	6	6	25	24	26
영업이익	-1	21	0	-2	2	29	49	62	18	142	230
OPM	-2%	16%	0%	-3%	1%	14%	22%	20%	5%	16%	16%

주: JTBC 향 매출은 방영권 매출, JTBC 콘텐츠허브향 매출은 드라마 IP 투자에 대한 정산매출임

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] JTBC 콘텐츠허브 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018(e)	2019(e)
[드라마 연간 판매기]															
- 넷플릭스형 판매 매출													-	150	300
- 중국 OTT 형 판매 매출													-	100	200
매출액	191	194	184	262	165	414	282	409	359	423	491	564	1,269	1,837	2,352
- 드라마하우스(제작)	42	46	44	59	22	160	65	90	130	130	130	195	337	585	780
- 제이콘텐트허브(유통)	101	99	93	122	83	181	125	199	165	215	265	274	588	920	1,223
- 제이큐브인터렉티브(온라인)	48	49	47	81	60	74	91	120	64	78	95	95	345	332	348
영업이익	27	15	17	24	11	69	22	-3	35	43	51	56	99	184	240
- 드라마하우스(제작)	4	1	2	3	0	35	5	0	7	7	7	10	40	29	39
- 제이콘텐트허브(유통)	19	12	14	11	7	28	15	-13	25	32	40	41	36	138	184
- 제이큐브인터렉티브(온라인)	4	2	1	10	3	6	2	10	3	4	5	5	21	17	17
OPM	14%	8%	9%	9%	7%	17%	8%	-1%	10%	10%	10%	10%	8%	10%	10%
- 드라마하우스(제작)	9%	3%	5%	5%	1%	22%	8%	0%	5%	5%	5%	5%	12%	5%	5%
- 제이콘텐트허브(유통)	19%	12%	15%	9%	8%	15%	12%	-7%	15%	15%	15%	15%	6%	15%	15%
- 제이큐브인터렉티브(온라인)	8%	5%	3%	13%	6%	8%	2%	8%	5%	5%	5%	5%	6%	5%	5%

주: 4Q17 부문별 세부실적은 당사 추정치임. 자료: 유안타증권 리서치센터

투자포인트 (1) : JTBC 드라마 편성 강화 수혜

제이콘텐트리는 중앙그룹 방송사업의 『투자 → 제작 → 플랫폼 → 유통』 밸류체인 중에서 드라마의 투자(본사), 제작(허브)과 드라마/예능의 유통(허브)을 담당하고 있다. 플랫폼은 JTBC이다. 플랫폼인 JTBC의 투자 및 편성전략은 동사의 방송사업 실적 방향성에 절대적인 영향을 미치는 구조에 있다.

JTBC, 프로그램
제작/투자에 적극적

JTBC는 한국 방송사 중에서 프로그램 제작 및 투자에 가장 적극적인 2개 방송사(CJ E&M, JTBC) 중 하나이다. 지상파 방송사들은 뉴미디어로의 광고주 이동과 글로벌 스포츠중계권 관련 비용부담에 따른 실적부진을 PCM(Premium CM) 광고 도입과 제작비 통제를 통해 방어하고 있다. 투자확대보단 현상유지에 중점을 두고 있는 것이다. JTBC는 신군부의 언론 통폐합 정책으로 인해 KBS에 합병됐던 지상파 방송국 TBC(1964~1980)의 후신을 표방하는 종편이다. 그동안 JTBC는 대규모 적자발생에도 불구하고, 드라마를 포함한 다양한 프로그램에 대한 투자를 지속해왔다. 반면, JTBC의 경쟁 종편들은 신문사 계열 방송국인 장점을 살려 제작비 리스크가 낮은 보도프로그램 중심의 편성전략을 고수 중이다. CJ E&M은 16개 채널을 보유한 MPP로 방송제작비 예산이 2017년 4,500억원 → 2018년 5,000억원으로 증액되고 있다. 하지만, CJ 계열을 제외한 나머지 PP들은 자체 프로그램 제작엔 적극적이지 않은 편이다.

JTBC 드라마 편성편수 :
2017년 6.5편 → 2018년(e) 13편

JTBC의 드라마 편성편수는 2017년 6.5편 → 2018년 13편으로 증가할 것으로 전망된다. JTBC 월화드라마 블록이 2017년 12월에 부활했기 때문이다. JTBC 월화드라마 블록이 안정화된 이후엔, JTBC 수목드라마 블록도 부활할 가능성이 있다. 2018년 제이콘텐트리 및 JTBC콘텐츠허브의 드라마 관련 매출은 최소 2배 이상 확대 가능한 조건이다.

1) JTBC 실적 : 2017년 흑자 전환

JTBC의 매출액은 대부분 광고매출, 매출원가는 방송제작비이다. JTBC는 2012~14년 방송제작비가 광고매출을 큰 폭으로 초과하면서 매출총이익단에서 대규모 적자를 발생시켰다.[표8] 2012~14년 JTBC 드라마들의 시청률은 매우 낮은 수준에서 형성됐다. 광고매출 부진으로 인해, 제작비 리스크가 높은 드라마 블록들은 신설과 폐쇄를 반복했다. 2013~14년엔 유상증자까지 해야 했다. 하지만, JTBC는 2014년 12월 이후, 자본잠식 현상이 지속되는 어려운 환경 속에서도 최소 1개 이상의 드라마 블록(금토드라마)을 유지하고 있다.

2017년 JTBC 흑자 전환

홍정도 JTBC 대표이사의 2018년 신년사에 의하면, **JTBC는 2017년 창사 이래 최초로 순이익단에서 흑자 전환했다.** JTBC의 2015~16년 영업적자 규모가 500억원대에 달했던 점을 감안하면, 괄목할만한 성과로 평가된다. 후술하겠지만, JTBC의 시청률과 광고단가는 2017년 들어 대폭 상승했다. 2017년 JTBC 감사보고서(2018년 4월 공시 예정)를 확인해야겠지만, 광고매출이 대폭 상승했을 가능성이 높다. 제일기획에 의하면, 2017년 국내 케이블/종편 광고시장은 1.84조원(+5.2% YoY)으로 성장했다. 2017년 들어 지상파 광고의 일부가 JTBC로 이동했을 가능성이 높아 보인다.

[표 8] 종편 기업별 실적 추이 비교

(단위: 억원)

	구분	2012	2013	2014	2015	2016	3Q17(누적)
JTBC	매출액	642	891	1,306	1,972	1,995	-
	매출원가	1,645	2,029	1,694	1,907	1,920	-
	매출총이익	-1,003	-1,138	-389	66	75	-
	판관비	395	416	472	630	609	-
	영업이익	-1,397	-1,553	-861	-564	-534	-
	부채총계	337	366	449	615	1,202	-
	자본총계	2,597	1,597	1,428	870	250	-
TV 조선	매출액	513	716	883	1,137	1,306	-
	매출원가	883	733	773	809	941	-
	매출총이익	-369	-18	110	329	365	-
	판관비	174	216	232	284	288	-
	영업이익	-543	-233	-122	-45	77	-
	부채총계	100	129	147	175	153	-
	자본총계	2,527	2,358	2,290	2,377	2,483	-
채널 A	매출액	480	672	924	1,139	1,320	-
	매출원가	950	707	719	812	1,045	-
	매출총이익	-470	-35	205	327	275	-
	판관비	268	330	343	336	292	-
	영업이익	-738	-365	-138	-9	-17	-
	부채총계	167	85	96	114	189	-
	자본총계	3,262	2,933	2,844	2,848	2,884	-
MBN	매출액	628	783	928	1,110	1,305	908
	매출원가	849	878	897	940	989	731
	매출총이익	-221	-95	31	170	316	177
	판관비	199	208	215	237	233	169
	영업이익	-419	322	-165	-67	83	8
	부채총계	177	211	221	199	264	235
	자본총계	3,688	3,486	3,400	3,381	3,459	3,402

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 국내 광고시장, 2016~18E 매체별 광고비

(단위: 억원)

구분	매체	광고비			성장률(%)		구성비(%)	
		2016	2017	2018E	2017	2018E	2017	2018E
방송	지상파 TV	17,312	15,223	15,965	-12.1	4.9	13.7	13.8
	라디오	3,040	2,785	2,850	-8.4	2.3	2.5	2.5
	케이블/종편	17,474	18,376	18,956	5.2	3.2	16.5	16.3
	IPTV	846	915	1,029	8.2	12.5	0.8	0.9
	기타(위성, DMB 등)	1,814	2,004	2,062	10.5	2.9	1.8	1.8
	방송 계	40,485	39,303	40,862	-2.9	4.0	35.3	35.2
인쇄	신문	14,712	14,056	13,850	-4.5	-1.5	12.6	11.9
	잡지	3,780	3,438	3,400	-9.1	-1.1	3.1	2.9
	인쇄 계	18,492	17,494	17,250	-5.4	-1.4	15.7	14.9
디지털	PC	16,372	16,245	16,600	-0.8	2.2	14.6	14.3
	모바일	17,453	22,157	24,710	27.0	11.5	19.9	21.3
	디지털 계	33,825	38,402	41,310	13.5	7.6	34.5	35.6
OOH	옥외	3,512	3,392	3,400	-3.4	0.2	3.0	2.9
	극장	2,251	2,280	2,400	1.3	5.3	2.0	2.1
	교통	4,328	4,352	4,700	0.5	8.0	3.9	4.1
	OOH 계	10,091	10,024	10,500	-0.7	4.8	9.0	9.1
제작		6,425	6,072	6,080	-5.5	0.1	5.5	5.2
총 계		109,318	111,295	116,002	1.8	4.2	100.0	100.0

자료: 제일기획

2) JTBC 프로그램 편성

현재, JTBC의 주력 프로그램들은 오후 7시 55분의 『JTBC 뉴스룸』부터 시작되고 있다. JTBC는 『JTBC 뉴스룸』에 이어 오후 9시대 프로그램 1개, 오후 11시대 프로그램 1개씩을 편성하고 있다. 오후 9시대엔 예능과 교양 프로그램, 오후 11시대엔 드라마, 예능, 교양프로그램이 편성 중에 있다. 이 중에서, **드라마 프로그램은 월화 11시, 금토 11시에 편성되고 있다.** 지상파의 드라마 편성시간대엔 예능, 예능 편성시간대엔 드라마를 배치하는 방식이다.

[표 10] JTBC 편성표 - 『JTBC 뉴스룸』부터 자정대까지 주력 프로그램 본방송 편성

	2018-02-26(월)	2018-02-27(화)	2018-02-28(수)	2018-03-01(목)	2018-03-02(금)	2018-03-03(토)	2018-03-04(일)
19시	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸	19:55 (보도) JTBC 뉴스룸
20시							
21시	21:30 (예능) 냉장고를 부탁해	21:30 (예능) 몽쳐야 뜬다	21:30 (교양) 차이나는 클라스	21:30 (교양) 이규연의 스포트라이트	21:00 (예능) 착하게 살자	21:00 (예능) 아는 형님	21:00 (예능) 효리네 민박2
22시							22:40 (예능) 슈가맨 2
23시	23:00 (드라마) 오라차차 와이키키	23:00 (드라마) 오라차차 와이키키	23:00 (예능) 한끼줍쇼	23:00 (교양) 썰전	23:00 (드라마) 미스티	23:00 (드라마) 미스티	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 11] 방송국별 프로그램 편성 현황 (금토 프라임시간대)

	3월 2일 (금)				3월 3일 (토)			
	20시	21시	22시	23시	20시	21시	22시	23시
KBS2	일일드라마 인형의집 (17.6%)	연예가 중계 (6.1%)	VJ 특공대 (4.6%)	건반 위의 하이에나 (1.3%)	황금빛 내 인생 (41.2%)	배틀 트립 (3.8%)		1%의 우정 (3.1%)
MBC	MBC 뉴스데스크	랭킹쇼 123 (4.2%)	발칙한 동거 빈방있음 (3.5%)	나 혼자 산다 (1부 - 11.7%) (2부 - 15.5%)	MBC 뉴스데스크	데릴남편 오작두(1회) (9.1%)	데릴남편 오작두(2회) (11.4%)	전지적 참견 시점 (3.9%)
SBS	SBS 8 뉴스	궁금한 이야기 Y (9.9%)	정글의 법칙 (1부 - 9.4%) (2부 - 11.0%)	백종원의 골목식당 (1부 - 4.5%) (2부 - 5.0%)	SBS 8 뉴스 / 맨 인 블랙박스 (3.4%)	착한 매녀전 (1회 - 7.6%) (2회 - 9.5%)	착한 매녀전 (3회 - 9.9%) (4회 - 11.1%)	그것이 알고 싶다 (6.6%)
JTBC	JTBC 뉴스룸 (5.7%)	착하게 살자 (2.5%)		미스티 (9회) (6.0%)	JTBC 뉴스룸 (3.6%)	아는 형님 (6.2%)		미스티 (10회) (7.8%)
tN	너의 목소리가 보여 5 (2.0%)	윤식당 2 (12.3%)		슈퍼 TV	화유기 (6.8%)		짬내투어 (3.6%)	

주: 괄호의 숫자는 시청률임. 파란색 음영은 각사의 드라마 프로그램을 의미

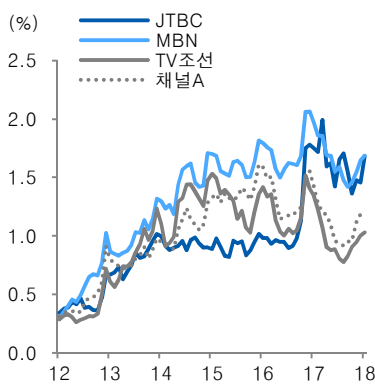
자료: TNMS, 유안타증권 리서치센터

3) JTBC 시청률

JTBC 월간 시청률,
중편 4사 중 1~2위권 도약

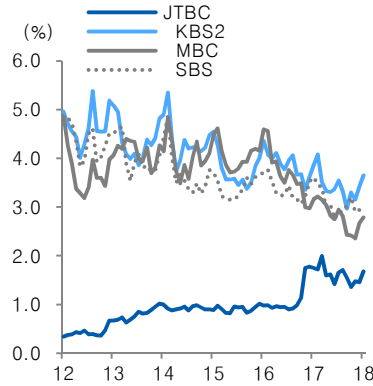
JTBC의 월간 시청률은 2014~16년 0.9%대 수준에서 큰 변화가 없었다. 동 기간 경쟁 중편들의 월간 시청률은 모두 JTBC 보다 높았다. 하지만, JTBC의 시청률은 2016년 9~10월에 시작된 국정농단 게이트를 기점으로 가파른 상승국면에 진입했다. JTBC의 월간 최고시청률은 2017년 3월의 1.99%이다. **2017년 5월의 조기 대선 이후에도, JTBC의 월간 시청률은 1.5%대 수준을 유지 중에 있다.** 이는 4개 중편 중에서 1~2위를 다투는 시청률이다. CJ E&M의 간판채널인 tvN의 시청률도 이미 추월한 상태이다.

[그림 9] JTBC 및 중편 채널 월간시청률 비교



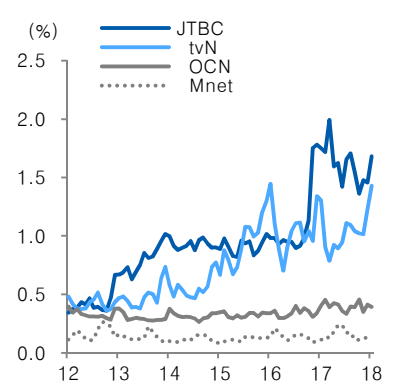
자료: AGB Nielsen

[그림 10] JTBC 및 지상파 채널 월간시청률 비교



자료: AGB Nielsen

[그림 11] JTBC 및 CJ 계열 채널 월간시청률 비교

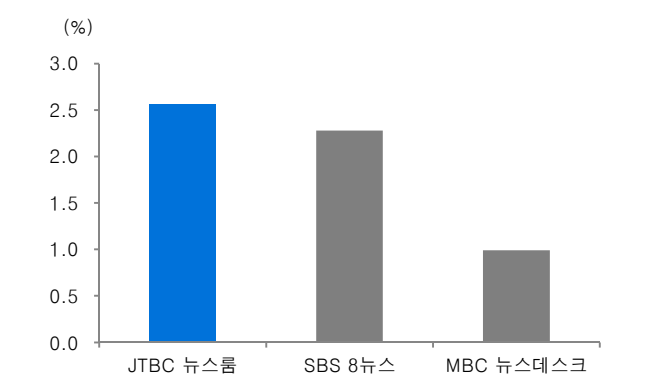


자료: AGB Nielsen

JTBC의 프라임 시간대
편성 안정화

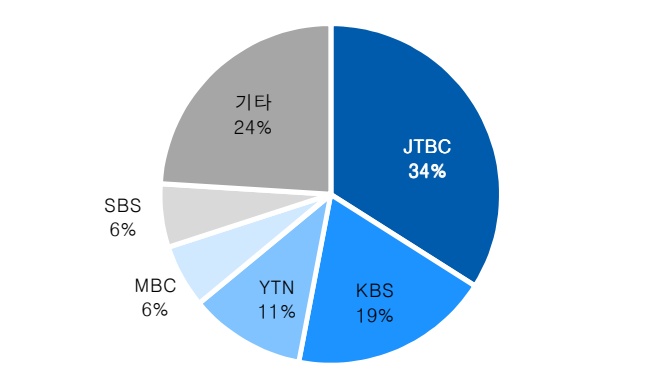
JTBC의 메인뉴스 프로그램인 『JTBC 뉴스룸』의 시청률은 20~40대 시청자층에서 SBS와 MBC를 추월하고 있다. 한국갤럽의 4Q17 설문조사에 의하면, 『JTBC 뉴스룸』은 한국인이 가장 선호하는 뉴스 프로그램으로 자리잡았다. 이는 오후 9시대의 후속 프로그램 시청률에 긍정적인 영향을 미치게 된다. 오후 9시대에 주로 편성되는 JTBC 예능 프로그램 시청률은 대부분 4~5%대를 유지하고 있다. 지상파의 메인뉴스(KBS) 및 드라마 프로그램(오후 9~11시)에 맞서 고무적인 성과를 올리고 있는 것이다. 여기에, JTBC 금토드라마는 2017년 2월 『힘쎈여자 도봉순』을 기점으로 편성시간대를 기존 8시반 → 11시로 변경하면서 평균시청률이 2016년 1.8% → 2017년 4.1%로 상승하는 성과를 올렸다. 이로써, **JTBC의 프라임 시간대 편성은 2017년을 기점으로 안정화된 것으로 평가된다.**

[그림 12] 주요 방송사 메인뉴스 타겟시청률 비교 (2049 남녀)



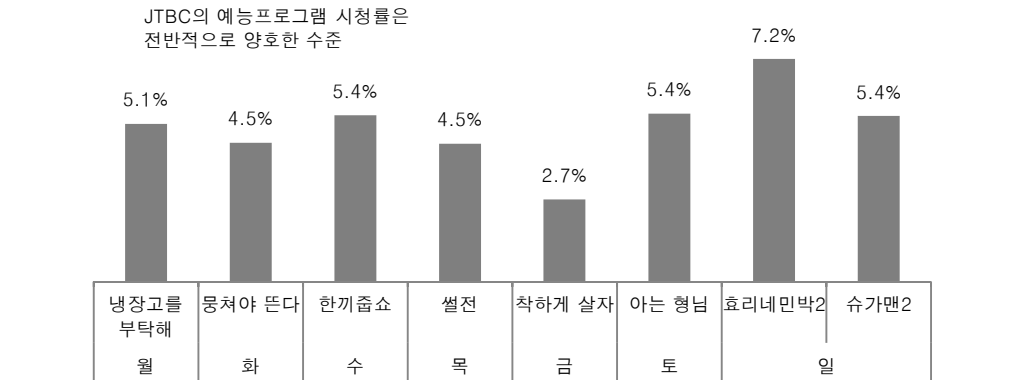
주: 수도권 기준. 2017년 10월 1일 ~ 18년 1월 9일, 월~목요일 기준
 자료: AGB Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 4Q17 방송사별 뉴스 선호도 설문조사



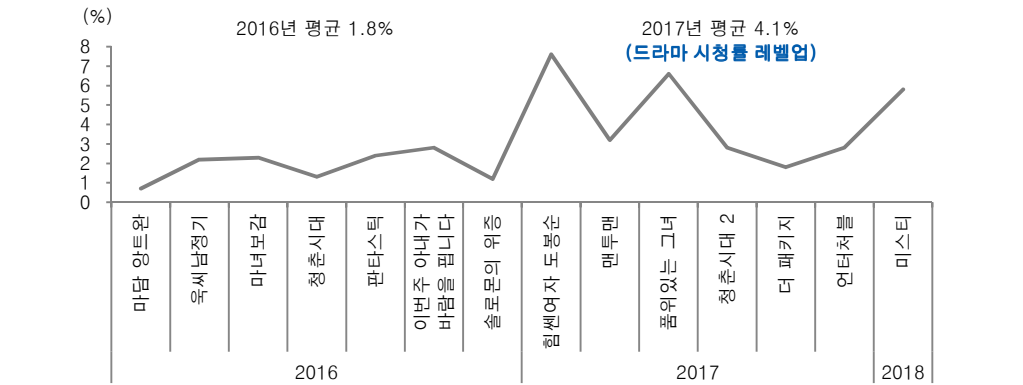
주: 전국 성인 3,014명에게 요즘 어느 방송사 뉴스를 가장 즐겨보는지를 묻은 결과
 자료: 한국갤럽, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] JTBC의 예능프로그램 시청률



주: 2017년 12월 이후 평균 시청률. 『썰전』은 시사/교양프로그램으로 분류되는 프로그램이나, 목요일 예능이 없는 관계로 동 차트에 포함
 자료: TNMS, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] JTBC 금토드라마 평균 시청률(2016~18년)



주: 금토드라마 편성시간은 2017년 『험한여자 도봉순』부터 기존 8시반 → 11시로 이동
 자료: 유안타증권 리서치센터

4) JTBC 광고단가

금토드라마 중간광고 단가,
2억원으로 상승

JTBC의 시청률 상승은 광고단가 상승으로 이어지고 있다. JTBC 광고패키지 상품의 중간광고 최고단가는 2016년 4월 1.2억원(『냉장고를 부탁해』, 『슈가맨』) → 2017년 4월 2억원(금토드라마; 『힘쎈여자 도봉순』, 『맨투맨』) → 2018년 2월 3억원(『효리네민박2』)으로 상승했다. **금토드라마 중간광고 단가도 2016년 4,500만원 → 2017년 최대 2억원 수준으로 수직상승세이다. 2017년 12월부터 신설된 월화드라마 중간광고 단가도 1.2억원에 달하고 있다.**

[표 12] JTBC 프로그램 광고단가 상승

(단위: 만원)

	프로그램	중 CM	PIB1	PIB2	전후 CM
2016년 4월	냉장고를 부탁해, 슈가맨	12,000	8,000	6,000	2,000
↓	비정상회담, 남파함께2	8,500	5,000	4,000	1,500
	썰전, 국가대표 세프원정대, 내 친구의 집은 어디인가	4,500	3,000	2,000	-
2017년 4월	힘쎈여자 도봉순(금토드라마), 맨투맨(금토드라마)	20,000	14,000	12,000	5,000
↓	아는형님, 썰전	12,000	8,000	6,000	2,000
	냉장고를 부탁해, 비정상회담, 한끼줍쇼, 뭉쳐야 뚝다	8,500	5,000	4,000	1,500
	남파함께2, 이규연의 스포트라이트	4,500	3,000	2,000	-
2018년 2월	효리네민박2	30,000	20,000	18,000	8,000
	미스티(금토드라마), 아는형님, 슈가맨2	20,000	14,000	12,000	5,000
	으라차차와이키키(월화드라마), 썰전, 한끼줍쇼, 냉장고를 부탁해, 뭉쳐야 뚝다, 밤도깨비	12,000	8,000	6,000	2,000
	착하게살자, 이방인	8,500	5,000	4,000	1,500
	이규연의 스포트라이트, 차이닝의 클래스	4,500	3,000	2,000	-

주: 15 초 1 회 기준. PIB1 은 전 CM End~End-1, 후 CM Top~Top+1, PIB2 는 전 CM End-2~End-3, 후 CM Top+2~Top+3

자료: JTBC, 유안타증권 리서치센터

[표 13] JTBC 드라마 패키지광고 평가 추이

(단위: 만원)

	금토드라마	중 CM	PIB1	PIB2	전후 CM	월화드라마	중 CM	PIB1	PIB2	전후 CM
2016년 5월	육싸남정기 → 마녀보감	4,500	3,000	2,000	-	월화드라마 미편성				
2016년 6월	마녀보감	4,500	3,000	2,000	-					
2016년 7월	마녀보감 → 청춘시대	4,500	3,000	2,000	-					
2016년 8월	청춘시대	4,500	3,000	2,000	-					
2016년 9월	판타스틱	4,500	3,000	2,000	-					
2016년 10월	판타스틱	4,500	3,000	2,000	-					
2016년 11월	이번주 아내가 바람을 핍니다	4,500	3,000	2,000	-					
2016년 12월	솔로몬의 위증	4,500	3,000	2,000	-					
2017년 1월	솔로몬의 위증	4,500	3,000	2,000	-					
2017년 2월	솔로몬의 위증	4,500	3,000	2,000	-					
2017년 3월	힘쎈여자 도봉순	8,500	5,000	4,000	1,500					
2017년 4월	힘쎈여자 도봉순 → 맨투맨	20,000	14,000	12,000	5,000					
2017년 5월	맨투맨	20,000	14,000	12,000	5,000					
2017년 6월	맨투맨 → 품위있는 그녀	20,000	14,000	12,000	5,000					
2017년 7월	품위있는 그녀	20,000	14,000	12,000	5,000					
2017년 8월	품위있는 그녀	12,000	8,000	6,000	2,000					
2017년 9월	청춘시대2	12,000	8,000	6,000	2,000					
2017년 10월	더팩티지	12,000	8,000	6,000	2,000					
2017년 11월	-	-	-	-	-					
2017년 12월	언터처블	20,000	14,000	12,000	5,000	그냥 사랑하는 사이	12,000	8,000	6,000	2,000
2018년 1월	언터처블 → 미스티	20,000	14,000	12,000	5,000	그냥 사랑하는 사이	12,000	8,000	6,000	2,000
2018년 2월	미스티	20,000	14,000	12,000	5,000	으라차차 와이키키	12,000	8,000	6,000	2,000
2018년 3월	미스티 → 밥잘사주는 예쁜누나	20,000	14,000	12,000	5,000	으라차차 와이키키	12,000	8,000	6,000	2,000

주: 금토드라마 편성시간은 『힘쎈여자 도봉순』부터 기준 오후 8 시반 → 11 시로 이동

자료: JTBC, 유안타증권 리서치센터

5) CJ E&M 사례 : tvN 과 스튜디오드래곤 (2015~17년)

제이콘텐트리는 자회사 JTBC콘텐츠허브를 통해 캡티브 방송국인 JTBC에 드라마를 공급한다. JTBC의 실적 개선 및 투자확대는 제이콘텐트리에 있어 Capa 확대로 작용한다. JTBC의 실적이 좋아지게 되면, 드라마 제작비 예산 상승으로 이어지면서 글로벌향 대작드라마의 제작도 시도될 수 있다.

드래곤의 과거와 현재는
제이콘텐트리의 미래

제이콘텐트리는 스튜디오드래곤의 드라마 투자/제작기능에 CJ E&M의 드라마/예능 유통기능을 포함시킨 회사로 볼 수 있다. 그동안 제이콘텐트리는 JTBC의 자본잠식 이슈로 인해 제대로된 성장의 기회를 갖지 못했으나, 2018년부터 JTBC 실적 안정화 및 투자확대 효과로 인해 한층 달라진 모습을 보여줄 것으로 기대된다.

스튜디오드래곤의 영업이익은 2015년(CJ E&M 드라마국 시절) 26억원 → 2016년(물적분할 이전 포함) 212억원 → 2017년 330억원으로 증가했다. **스튜디오드래곤도 2014~15년까지 별다른 이익을 내지 못했지만, tvN 드라마의 시청률이 상승세를 타게 되자 2016년부터 가파른 레버리지 효과를 보여주기 시작한 것이다.** 그동안 제이콘텐트리의 방송사업 영업이익도 2016년 84억원 → 2017년 86억원으로 크지 않았지만, 2018년부터 본격적인 레버리지 효과를 낼 수 있을 것으로 기대된다.

[표 14] 스튜디오드래곤 실적 추이

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017
총제작편수(편)	-	16	19	22
매출액	1,031	974	1,955	2,868
- 편성	581	548	878	1,312
- 판매	402	390	754	1,118
- 기타	48	36	323	437
[판매매출]				
- 국내	155	151	312	446
- 해외	247	239	442	672
매출원가	947	911	1,683	2,397
매출총이익	84	63	272	470
GPM	8%	6%	14%	16%
판매비	42	37	60	141
영업이익	42	26	212	330
OPM	4%	3%	11%	11%

주: 2016년 5월 CJ E&M 으로부터 분사(물적분할 설립). 2016년 실적은 분사 이전인 1~4월 실적 합산.

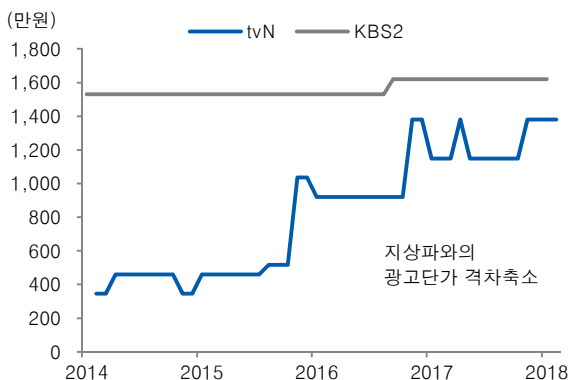
분사 이전의 실적은 삼정회계법인으로부터 검토받은 수치

자료: 스튜디오드래곤, 유안타증권 리서치센터

여기서, CJ E&M의 드라마국과 스튜디오드래곤의 2015~17년 성장사례를 살펴볼 필요가 있다. JTBC와 제이콘텐트리의 미래 성장 방향성을 보여주기 때문이다.

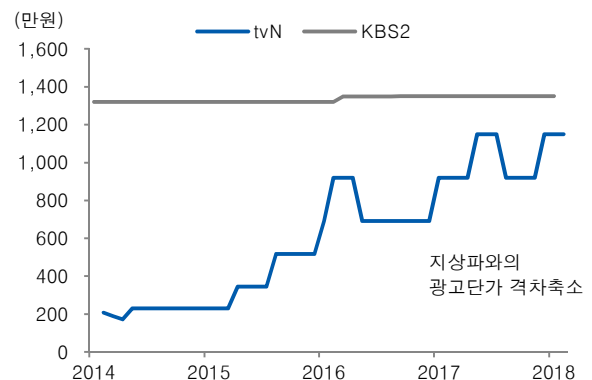
CJ E&M의 드라마는 2013년까지만 해도 『응답하라』 시리즈를 제외시, 시청률 측면에서 인상적인 성과를 내지 못했다. 그 결과, tvN 드라마의 광고단가는 2014년 기준으로 지상파 광고단가의 15~20% 수준에 그쳤다.[그림16~17] 당시 tvN 드라마 출연진 중에는 S급 배우로 평가받는 출연자가 좀처럼 발견되지 않는다. 광고단가가 낮았던 만큼, 드라마 제작비도 지상파 대비 낮았을 것으로 추정된다.

[그림 16] tvN 및 KBS2 월화드라마 광고단가 추이



자료: CJ E&M, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] tvN 금토/토일드라마 및 KBS 주말드라마 광고단가 추이



자료: CJ E&M, 유안타증권 리서치센터

CJ E&M 드라마, 2016년부터
특급배우 출연

→ 시청률 상승 + VOD 판매증가
+ 해외수요 확대

CJ E&M은 2014년 『미생』, 2015년 『응답하라 1988』를 성공시킨 이후, 2016년엔 다수의 작품에서 한자릿수 중후반의 양호한 시청률을 달성하면서 지상파 드라마를 위협하기 시작했다. tvN 드라마의 광고단가는 2015년 지상파의 30~40% 수준 → 2016년 지상파의 60% 수준으로 상승했다. 2016년부터 특급배우들이 tvN 드라마에 출연하는 빈도가 늘어났다. 2016년 tvN 드라마의 대표 배우로는 『시그널』의 김혜수, 『디어 마이 프렌즈』의 고현정, 『굿와이프』의 전도연, 『도깨비』의 공유 등이 있다. 시청률 상승 → 광고단가 상승 → 제작비 상승 → 특급 배우 출연 → 시청률 상승의 선순환 구조가 형성된 것이다.

CJ E&M은 2016년 5월 드라마국을 물적분할해 드라마 전문제작사 스튜디오드래곤을 설립했다. 스튜디오드래곤은 캡티브 방송국인 CJ E&M의 광고수입 확대효과에 힘입어 CJ E&M의 드라마국 시절 대비 제작비가 높은 드라마를 제작하기 시작했다. 이로써, 드라마 제작비 상승 → 드라마 질적성장 → 국내시장 VOD 판매 및 해외 플랫폼향 판매 확대로 이어지는 새로운 이익창출 기회가 형성된다. 스튜디오드래곤의 2016~17년 이익 레버리지 효과는 국내 및 해외향 드라마 판매확대에서 발생하고 있다.

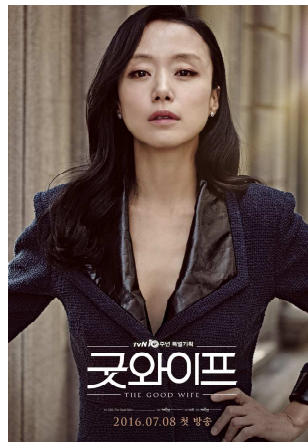
[표 15] tvN 드라마 시청률 추이

월화드라마	편성기간	시청률		금토/토일드라마	편성기간	시청률	
		평균	최고			평균	최고
로맨스가 필요해3	2014.01.13~2014.03.04	1.0%	1.4%	응급남녀	2014.01.24~2014.04.05	3.6%	5.1%
마녀의 연애	2014.04.14~2014.06.10	1.4%	1.7%	갑동이	2014.04.11~2014.06.21	1.8%	2.3%
고교처세왕	2014.06.16~2014.08.11	1.4%	1.7%	연애 말고 결혼	2014.07.04~2014.08.23	2.0%	3.3%
마이 시크릿 호텔	2014.08.18~2014.10.14	0.9%	1.2%	아홉수 소년	2014.08.29~2014.10.11	1.0%	1.4%
라이아게임	2014.10.20~2014.11.25	0.9%	1.3%	미생	2014.10.17~2014.12.20	5.7%	8.4%
일리있는 사랑	2014.12.01~2015.02.03	0.9%	1.2%	하트 투 하트	2015.01.09~2015.03.07	1.5%	2.4%
호구의 사랑	2015.02.09~2015.03.31	1.1%	1.4%	슈퍼대디 열	2015.03.13~2015.05.02	1.4%	1.9%
식사를 함시다2	2015.04.06~2015.06.02	2.0%	3.0%	구여친클럽	2015.05.08~2015.06.13	0.8%	1.2%
신분을 숨겨라	2015.06.16~2015.08.04	2.0%	2.5%	오 나의 귀신님	2015.07.03~2015.08.22	4.1%	7.3%
막돼먹은 영애씨14	2015.08.10~2015.10.05	2.6%	3.5%	두번째 스무살	2015.08.28~2015.10.17	5.4%	7.2%
풍선껌	2015.10.26~2015.12.15	1.2%	1.7%	응답하라 1988	2015.11.06~2016.01.16	12.4%	18.8%
치즈인더트랩	2016.01.04~2016.03.01	6.0%	7.1%	시그널	2016.01.22~2016.03.12	8.8%	12.5%
피리부는 사나이	2016.03.07~2016.04.26	2.1%	3.6%	기억	2016.03.18~2016.05.07	2.9%	3.8%
또 오해영	2016.05.02~2016.06.28	6.9%	10.0%	디어마이프렌즈	2016.05.13~2016.07.02	5.1%	8.1%
싸우자 귀신아	2016.07.11~2016.08.30	3.4%	4.3%	굿와이프	2016.07.08~2016.08.27	4.7%	6.2%
혼술남녀	2016.09.05~2016.10.25	3.6%	5.0%	The K2	2016.09.23~2016.11.12	4.9%	6.6%
막돼먹은 영애씨15	2016.10.31~2017.01.03	2.6%	3.9%	도깨비	2016.12.02~2017.01.21	12.8%	18.7%
내성적인 보스	2017.01.16~2017.03.14	2.0%	3.2%	내일 그대와	2017.02.03~2017.03.25	1.7%	3.9%
그녀는 거짓말을 너무 사랑해	2017.10.09~2017.11.28	1.5%	2.0%	시카고타자기	2017.04.07~2017.06.03	2.2%	2.8%
서클: 이어진 두 세계	2017.05.22~2017.06.27	2.1%	2.9%	비밀의 숲	2017.06.10~2017.07.30	4.6%	6.6%
하백의신부 2017	2017.07.03~2017.08.22	3.1%	3.7%	명불허전	2017.08.12~2017.10.01	5.4%	6.9%
아르곤	2017.09.04~2017.09.26	2.7%	3.1%	변혁의사랑	2017.10.14~2017.12.03	2.9%	3.8%
이번생은 처음이라	2017.10.09~2017.11.28	3.5%	4.9%	세상에서 가장 아름다운 이별	2017.12.09~2017.12.17	4.2%	6.2%
막돼먹은 영애씨16	2017.12.04~2018.01.23	2.9%	3.6%	화유기	2017.12.23~2018.03.04	5.4%	6.9%

주: 금토드라마는 『비밀의 숲』부터 토일드라마로 변경

자료: AGB Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 2016년 tvN 드라마 대표 출연 배우



자료: 유안타증권 리서치센터

6) 제이콘텐츠리, 스튜디오드래곤의 뒤를 잇는다

JTBC 드라마,
2017년 이후 호성적 지속

JTBC의 금토드라마는 2017년 들어 다수의 작품에서 **한자릿대 중후반의 시청률**을 달성 중에 있다. 이를 반영해, JTBC 드라마 **광고단가는 큰 폭으로 상승**했다. 여기에, 지상파 및 tvN에 못지 않은 **특급배우들의 출연빈도도 증가**하고 있다. 2017년 드라마엔 『힘쎈여자 도봉순』의 박보영, 『품위있는 그녀』의 김희선과 김선아 등이 대표 배우로 출연했다. 『힘쎈여자 도봉순』의 평균 시청률은 7.6%, 『품위있는 그녀』의 평균 시청률은 6.6%에 달한다. 2018년에도 첫작품인 『미스티』에 김남주가 출연하고 있다. 『미스티』의 평균 시청률은 6% 수준이다. 2Q18엔 『밥 잘 사주는 예쁜 누나』의 손예진, 『미스 함무라비』의 고아라 등이 대기하고 있다. 2016년 tvN 드라마처럼, 2017~18년 JTBC 드라마엔 질적성장의 바람이 불고 있는 것이다.

[그림 19] 2017~18년 JTBC 드라마 출연 배우



자료: JTBC, 유안타증권 리서치센터

JTBC는 2017년 12월 월화드라마 블록을 부활시켰다. 향후 월화드라마 블록이 안정되면 수목드라마 블록도 부활시킬 것으로 보인다. 이 경우, JTBC의 연간 드라마 편성 Capa는 16부작 기준으로 6.5편(1개 블록) → 13편(2개 블록) → 19.5편(3개 블록)으로 증가하게 된다.

2018년 JTBC 드라마
질적/양적성장

JTBC의 2018년 드라마 방영편수는 13편으로 예상된다. 따라서, 제이콘텐츠리의 2018년 JTBC 향 드라마 투자/제작/유통편수는 최대 13편에 달할 것으로 전망된다. **2018년은 드라마의 질적 성장에 양적성장이 더해지는 해가 된다.** 따라서, 제이콘텐츠리의 방송사업 실적은 2018년부터 본격적인 상승국면에 진입할 것으로 기대된다. 2016년의 스튜디오드래곤처럼, 이익 레버리지 발생이 가능해지는 것이다.

[표 16] JTBC 드라마 블록별 역대 드라마 리스트

편성 슬롯	드라마타이틀	횟수 (회)	편성기간	연출	극본	출연	시청률		제작	제이콘텐트리 투자
							평균	최고		
일일	가시꽃	120	2013.02.04~2013.08.01	김도형	이흥구	장신영, 강경준, 김사희	-	2.5%	O	-
	더 이상은 못 참아	111	2013.08.05~2014.01.09	이민철, 윤재원	서영명, 박병욱	백일섭, 선우유녀, 이영은	1.7%	2.3%	O	-
	귀부인	114	2014.01.13~2014.07.04	한철수	호영욱	서지혜, 박정아, 현우성	2.2%	3.2%	O	-
일요일	세계의 끝	12	2013.03.16~2013.05.05	안판석	박혜련	윤제균, 장경아, 장현성	0.4%	0.8%	O	-
주말	인수대비	60	2011.12.03~2012.06.24	이태곤, 노종찬 등	정하연	채시라, 김미숙, 김영호	1.6%	2.9%	O	-
	장미가 없는 꽃집	11	2012.09.02~2012.10.14	나카에 이사오 등	노지마 신지	카토리 싱고, 다케우치 유코	-	-	X	-
	무자식 상팔자	40	2012.10.27~2013.03.17	정을영	김수현	이순재, 서우림, 유동근	5.9%	9.2%	X	-
	궁중잔혹사: 꽃들의 전쟁	50	2013.03.23~2013.09.08	노종찬	정하연	김현주, 이덕화, 송선미	2.2%	4.3%	O	-
	만이	54	2013.09.04~2014.03.16	이관희	김정수	윤정희, 재희, 오윤아	2.9%	4.6%	X	-
	12 년만의 재회: 달래 된, 장국	26	2014.03.22~2014.06.29	김도형	김이경	이소연, 남궁민, 이태임	1.0%	1.7%	O	-
	송곳	12	2015.10.24~2015.11.29	김석운, 옥정용	이남규, 김수진	지현우, 안혜상	1.6%	2.2%	X	-
월화	빠담빠담.. 그와 그녀의 심장 박동소리	20	2011.12.05~2012.02.07	김규태	노희경	정우성, 한지민, 김범	1.6%	2.1%	X	-
	신드림	20	2012.02.13~2012.04.17	이성주, 고재현	김솔지	한혜진, 송창의, 조재현	1.2%	1.6%	X	-
	해피엔딩	24	2012.04.23~2012.07.16	곽영범, 신윤선	김윤정	최민수, 심혜진, 이송연	1.3%	1.7%	X	-
	우리가 결혼할 수 있을까	20	2012.10.29~2013.01.01	김윤철	하명희	정소민, 김성민, 정애연	1.4%	2.6%	O	-
	무정도시	20	2013.05.27~2013.07.30	이정호, 장용우	유성열	정경호, 남규리, 이재운	0.8%	1.0%	X	-
	그녀의 신화	20	2013.08.05~2013.10.08	이승렬	김정아	김정훈, 최정원, 손은서	1.7%	2.9%	X	-
	네 이웃의 아내	22	2013.10.14~2013.12.24	이태곤	강지연, 유원 등	염정아, 정준호, 신은경	2.4%	2.9%	O	-
	우리가 사랑할 수 있을까	20	2014.01.06~2014.03.11	김윤철	박민정	엄태웅, 유진, 김성수	2.0%	3.1%	O	-
	밀회	16	2014.03.17~2014.05.13	안판석	정성주	김희애, 유아인, 박혁권	3.7%	5.4%	O	-
	유니의 거리	50	2014.05.19~2014.11.11	임태우, 김재홍	김운경	김옥빈, 이희준	2.2%	2.8%	O	-
	그냥 사랑하는 사이	16	2017.12.11~2018.01.30	김진원	유보라	이준호, 원진아, 이기우	1.7%	2.4%	X	O
	으라차차 와이키키 (방영 중)	20	2018.02.05~2018.04.17	이창민	김기호	김정현, 이이경, 손승원	1.8%	2.2%	O	O
	미스 함무라비 (예정)	-	2018 년 상반기	곽정환	문유석	고아라, 김명수, 성동일	-	-	X	O
	일단 뜨겁게 청소하라 (예정)	-	2018 년 하반기	노종찬	한희정	김유정, 안효섭, 송재림	-	-	O	O
수목	발효가족	24	2011.12.07~2012.02.23	박찬홍	김지우	송일국, 박진희, 이민영	-	-	X	-
	아내의 자격	16	2012.02.29~2012.04.19	안판석	정성주	김희애, 이성재, 이태란	2.8%	4.0%	O	-
	러브 어게인	16	2012.04.25~2012.06.20	황인뢰	김은희	김지수, 류정환, 이아현	1.2%	1.6%	O	-
	천애하는 당신에게	16	2012.06.27~2012.08.16	조현탁	김지은	박솔미, 홍종현, 김민준	0.6%	0.7%	O	-
수요일	선암여고 탐정단	14	2014.12.16~2015.03.18	여운혁, 유정환	신광호	진지희, 강민아, 헤리	0.8%	1.2%	X	-
금토	하녀들	20	2014.12.12~2015.03.28	조현탁	조현경	정유미, 오지호, 김동욱	3.1%	4.7%	O	-
	순정에 반하다	16	2015.04.03~2015.05.23	지영수	유희경	정경호, 김소연, 윤현민	1.3%	1.7%	X	-
	사랑하는 운동아	16	2015.05.29~2015.07.18	이태곤, 김재홍	백미경	주진모, 김사랑, 김태훈	1.4%	1.8%	O	-
	라스트	16	2015.07.24~2015.09.12	조남국	한지훈	윤계상, 이범수, 박원상	1.5%	2.2%	O	-
	디데이	20	2015.09.18~2015.11.21	장용우	황은경	김영광, 정소민, 하석진	1.2%	1.9%	X	-
	미담 앙트완	16	2016.01.22~2016.03.12	김윤철	홍진아	한예슬, 성준, 정진운	0.7%	1.1%	O	-
	옥새남정기	16	2016.03.18~2016.05.07	이형민	주현	이요원, 윤상현	2.2%	3.2%	O	-
	마녀보감	20	2016.05.13~2016.07.16	조현탁	양혁문	윤시윤, 김세론, 이성재	2.3%	3.0%	O	-
	청춘시대	12	2016.07.22~2016.08.27	이태곤, 김상호	박연선	한예리, 한승연, 박은빈	1.3%	2.5%	O	-
	판타스틱	16	2016.09.02~2016.10.22	조남국	이상은	김현주, 주상욱, 박시연	2.4%	2.7%	X	-
	이번 주 아내가 바람을 핍니다	12	2016.10.28~2016.12.03	김석운, 임현욱	이남규, 김효신 등	이선균, 송지효, 김희원	2.8%	3.4%	O	-
	솔로몬의 위증	12	2016.12.16~2017.01.28	강일수, 한현희	김호수	김현수, 장동윤, 서지훈	1.2%	1.7%	X	-
	힘쎈여자 도봉순	16	2017.02.24~2017.04.15	이형민	백미경	박보영, 박형식, 지수	7.6%	9.7%	O	O
	맨투맨	16	2017.04.21~2017.06.10	이창민	김원석	박해진, 박성웅, 김민정	3.2%	4.1%	O	O
	품위있는 그녀	20	2017.06.16~2017.08.19	김윤철	백미경	김희선, 김선아, 정상훈	6.6%	12.1%	O	O
	청춘시대 2	14	2017.08.25~2017.10.07	이태곤, 김상호	박연선	한예리, 한승연, 박은빈	2.8%	4.1%	O	O
	더 패키지	12	2017.10.13~2017.11.18	전창근	천성일	정용화, 이연희	1.8%	2.4%	O	X
	언터처블	16	2017.11.24~2018.01.20	조남국	최진원	진구, 김성균, 정은지	2.8%	4.0%	O	O
	미스티 (방영 중)	16	2018.02.02~2018.03.24	모완일	제인	김남주, 지진희, 전혜진	6.0%	7.7%	X	O
	밥 잘 사주는 예쁜 누나 (예정)	-	2018 년 3 월~	안판석	김은	손예진, 정해인, 김해연	-	-	O	O
	스케치 (예정)	-	2018 년 5 월~	임태우	강현성	비, 이동건	-	-	O	O
	라이프 (예정)	-	2018 년 7 월~	홍종찬	이수연	이동욱, 조승우, 원진아	-	-	X	O

주: 『선암여고 탐정단』은 1~7 회 화요일 드라마, 8~14 회 수요일 드라마로 편성. 회색 음영은 제이콘텐트리가 드라마 IP 투자를 개시한 『힘쎈여자 도봉순』 이후의 작품들

자료: 유안타증권 리서치센터

투자포인트 (2) : 넷플릭스향 드라마 판매확대

넷플릭스는 2016년 한국시장에 진출한 이후, 2017년부터 본격적인 한국 드라마 콘텐츠 구매에 나서기 시작했다. 넷플릭스가 고가에 구매한 최초의 한국 드라마 콘텐츠는 JTBC의 『맨투맨』과 tvN의 『비밀의 숲』으로 회당 판가는 각각 20만달러, 35만달러 수준인 것으로 알려지고 있다. 이들 작품들에 대한 계약은 한국과 중국을 제외한 전세계 190여개국에 대한 독점 공급권, 한국 방송사 및 넷플릭스간의 동시 방영조건을 포함시킨 계약이다.

최근 한국 드라마의
넷플릭스향 판가는
회당 20~50만달러 추정

넷플릭스는 tvN의 『화유기』도 고가에 구매한 것으로 확인되고 있다. 복수의 업계 소식통에 따르면, 『화유기』의 회당 판가는 회당 50만달러 수준인 것으로 추정된다. 『화유기』 계약은 한국, 중국, 일본향 공급권이 제외됐고, 해외시장에서의 1주일 홀드백 조건이 붙어 있는 계약인 것으로 파악된다. 2017년의 사례를 참고하면, 넷플릭스는 양질의 한국 드라마 신작에 대해 해외시장 독점 공급권과 동시 방영권 확보, 또는 이에 준하는 조건을 확보할 경우, 20~50만달러 수준의 회당 판가를 제시하고 있는 것으로 보인다.

[표 17] 넷플릭스의 한국 드라마 구매가격

제작사	드라마 제목	방송국	회차	편성기간	판가
스튜디오드래곤	비밀의 숲	tvN	16	2017.06.10~2017.07.30	회당 20만달러
	화유기	tvN	20	2017.12.23~2018.03.04	회당 50만달러(추정)
드라마하우스	맨투맨	JTBC	16	2017.04.21~2017.06.10	회당 35만달러
에프엔씨에드컬처	마이온리러브송(웹드라마)	-	20	-	회당 7.5만달러

자료: 언론보도 정리, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 넷플릭스의 글로벌 커버리지 - 중국 등을 제외한 전세계 190여개국에 서비스 제공



자료: 넷플릭스

[표 18] 넷플릭스의 JTBC 드라마 업로드 현황 (2018년 3월 기준)

구분	드라마제목	회차	JTBC 편성기간	비고
구작	우리가 결혼할 수 있을까	20	2012.10.29~2013.01.01	-
	12 년만의 재회	26	2014.03.22~2014.06.29	-
	밀회	16	2014.03.17~2014.05.13	-
	순정에 반하다	16	2015.04.03~2015.05.23	-
	사랑하는 은동아	16	2015.05.29~2015.07.18	-
	라스트	16	2015.07.24~2015.09.12	-
	욱씨 남장기	16	2016.03.18~2016.05.07	-
	마녀보감	20	2016.05.13~2016.07.16	-
	청춘시대	14	2016.07.22~2016.08.27	-
	판타스틱	16	2016.09.02~2016.10.22	-
	이번주 아내가 바람을 핍니다	12	2016.10.28~2016.12.03	-
	솔로몬의 위증	12	2016.12.16~2017.01.28	-
신작 (제이콘텐트리 본사 IP 투자 이후)	힘센여자 도봉순	16	2017.02.24~2017.04.15	-
	맨투맨	16	2017.04.21~2017.06.10	총액 약 36 억원에 판매
	품위있는 그녀	20	2017.06.16~2017.08.19	-
	청춘시대 2	14	2017.08.25~2017.10.07	-

자료: 넷플릭스, 유안타증권 리서치센터

2018년 동사 드라마,
대부분 넷플릭스향
판매 예상

국내 1위 드라마제작사인 스튜디오드래곤은 CJ E&M의 OTT 플랫폼인 티빙의 글로벌화 전략으로 인해 2018년 라인업의 일부만 넷플릭스로 판매할 것으로 예상된다. 반면, **국내 2위 드라마제작사인 JTBC콘텐츠허브는 그룹 내 OTT 플랫폼이 없기 때문에 2018년 드라마의 대부분을 넷플릭스로 판매할 것으로 보인다.** 넷플릭스향 판매액은 JTBC콘텐츠허브가 총액을 인식한 이후, 유통수수료와 일부 제작마진을 떼고 제이콘텐트리 본사 및 외부 공동제작사에 정산해주는 구조이다. 제이콘텐트리 및 외부 공동제작사간의 이익분배율이 관건이겠지만, 2018년 제이콘텐트리와 JTBC콘텐츠허브의 실적은 넷플릭스 효과로 인해 전년대비 대폭 확대될 수 있다.

넷플릭스향 신작드라마 판매편수는 동사의 수익추정에 있어 중요한 상수로 작용한다. 참고로, 당사는 2018년 JTBC콘텐츠허브의 넷플릭스향 드라마 판매총액을 150억원으로 가정했다. 16부작 드라마 3편을 회당 판가 30만달러에 판매한다는 가정이다. 『맨투맨』의 판가가 회당 35만달러였던 점을 감안시, 충분히 보수적인 가정이다. 2018년 드라마 13편 중에서 3편은 전체 실적에 의미있는 영향을 미치는 고가 판매, 나머지 10편은 패키지 판매를 가정했다. 동사의 넷플릭스향 드라마 판매가정은 주요 드라마 사업자들의 판매정보가 업데이트될 때마다 조정될 수 있다.

[표 19] 넷플릭스향 드라마 판매편수 시나리오별 매출 변화

(단위: 억원)

	1 편	2 편	3 편	4 편	5 편	6 편	7 편	8 편	9 편	10 편
회당 20 만달러	34	67	101	134	168	202	235	269	302	336
회당 30 만달러	50	101	151	202	252	302	353	403	454	504
회당 40 만달러	67	134	202	269	336	403	470	538	605	672
회당 50 만달러	84	168	252	336	420	504	588	672	756	840

주: 당사는 2018년 JTBC 콘텐츠허브의 넷플릭스향 판매드라마를 3 편으로 가정. 여가 판매작은 판매편수에 미포함. 원/달러 환율은 1,050 원 가정
자료: 유안타증권 리서치센터

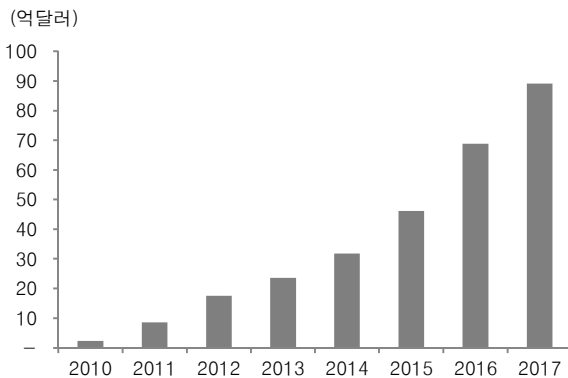
넷플릭스향 드라마 판가는
상승세 지속 가능

향후, 넷플릭스향 한국드라마 판가는 지속적으로 상승할 것으로 예상된다. 넷플릭스에 대항하는 경쟁 OTT들이 콘텐츠 투자를 확대하고 있기 때문이다.

넷플릭스의 콘텐츠 투자 예산은 2017년 60억달러 → 2018년 80억달러로 대폭 증가했다. 마침, 넷플릭스의 경쟁사인 아마존의 콘텐츠 투자 예산도 2017년 45억달러 → 2018년 50억달러로 증가한 상황이다. 아마존은 자체 OTT인 프라임비디오의 유료가입자를 온라인 쇼핑으로 유인하는 전략을 펴고 있다. 향후, 아마존의 아시아 지역 투자확대가 본격적으로 진행되면, 양질의 한국 드라마 확보를 위해 넷플릭스와 아마존간의 경쟁구도가 형성될 수 있다. 여기에, 콘텐츠 사업에 10억달러 투자를 발표한 애플도 미래엔 넷플릭스의 경쟁자가 될 수 있다.

말레이시아의 아이플릭스(iflix), 홍콩의 뷰(viu)를 비롯한 동남아 OTT들의 급성장도 주목할 필요가 있다. 이들 OTT는 『푸른 바다의 전설』, 『도깨비』 등을 고가에 구매한 이력이 있다. 이들은 양질의 독점콘텐츠 확보를 기반으로 유료가입자 확대에 적극적인 사업자들이다.

[그림 21] 넷플릭스의 스트리밍 콘텐츠 관련 현금지출액 추이 (전세계 기준)



자료: 넷플릭스, 유안타증권 리서치센터

[표 20] 글로벌 플랫폼들의 콘텐츠 투자 예산

	2013년	2015년	2017년	2018년(E)
넷플릭스	24억달러	49억달러	60억달러	80억달러
아마존프라임비디오	12억달러	27억달러	45억달러	50억달러
홀루	8억달러	15억달러	25억달러	-

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] Iflix 에서 전송되는 『푸른 바다의 전설』



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 23] Viu에서 전송되는 『도깨비』



자료: 유안타증권 리서치센터

투자포인트 (3) : 중국 OTT향 판매 재개 기대

중국 한한령
해제 징후 포착

중국의 대표 OTT인 Youku는 2018년 3월 들어 한국 드라마관에 JTBC 드라마 『미스티』의 예고편 아이콘을 형성시켰다. 동 아이콘을 클릭시, 『미스티』의 클립 영상으로 연결된다. 중국 관영 신경보(新京報)는 2018년 3월 2일과 3월 9일에 각각 한국드라마 특집 기사를 내보냈다. 특히, 3월 9일엔 문화섹션 전면을 할애해 『미스티』를 심층보도했다. 여기에, 한국 콘텐츠비즈니스 상담회는 3월 7~8일, 베이징에서 중국 제작사 및 콘텐츠 유통업체들의 참석 하에 역대 최대 규모로 치뤄졌다. 중국 정부의 입장을 반영하는 관영언론의 보도 기조와 민간사업자들의 반응을 봤을때, 중국 정부의 한한령 해제시점이 멀지 않은 것으로 추론할 수 있다. 중국 정부의 한한령 해제를 대비한 선제적인 투자판단이 필요해진 시점이다.

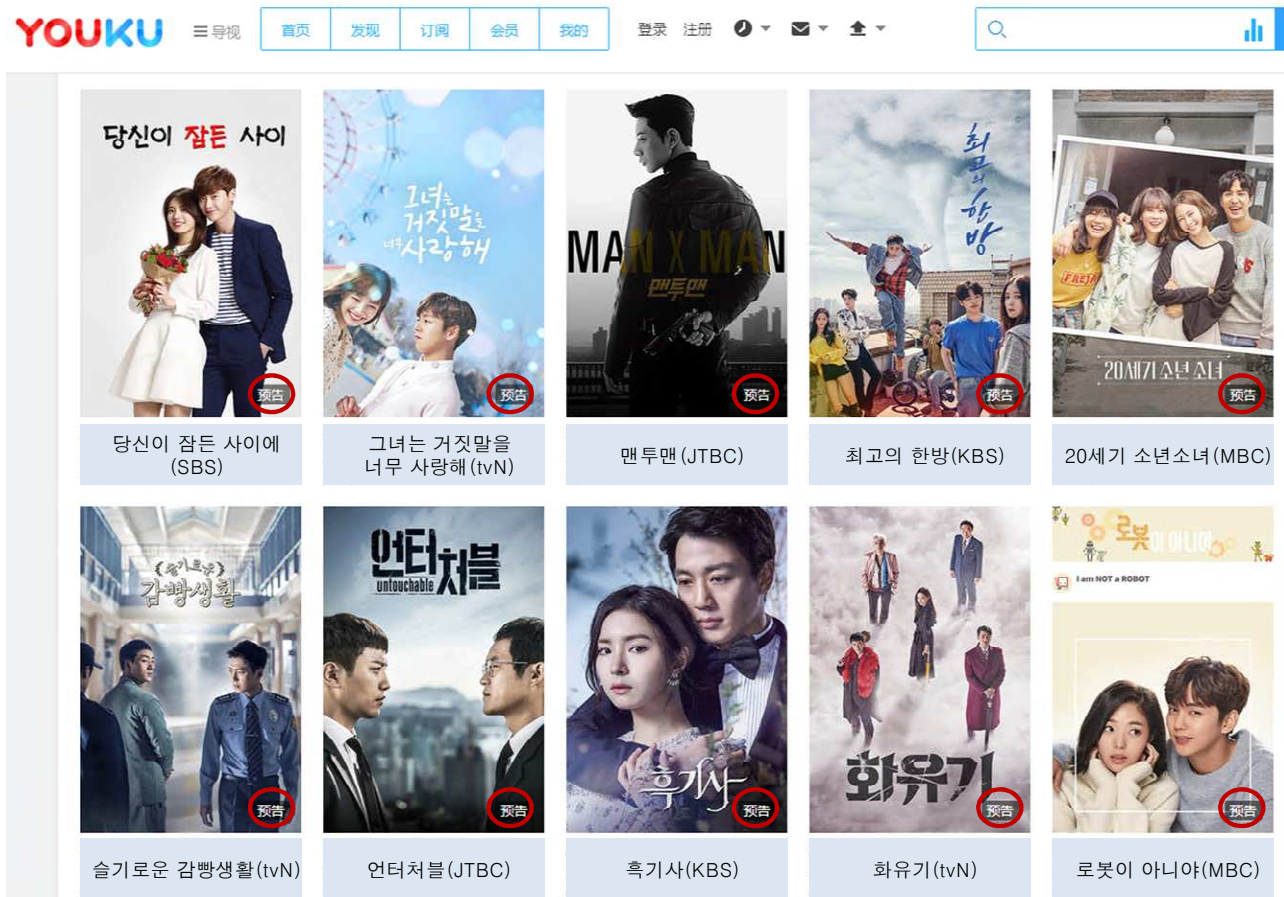
[그림 24] JTBC 『미스티』, Youku에 예고편 아이콘 생성 → 중국 관영 언론 심층 보도기사 등장



자료: 유안타증권 리서치센터

Youku의 한국 드라마관에는 현재 2017년 한국드라마 예고편 아이콘이 10개 형성되어 있다. 당사가 2Q17부터 관찰해본 바에 의하면, 과거엔 예고편 아이콘이 올라오더라도 작품 포스터 사진이 없이 제목만 올라오는 사례가 많았고, 예고편 아이콘을 클릭시 대부분 에러 화면으로 전환됐었다. 현재는 모든 작품의 예고편 아이콘이 작품 포스터 사진을 포함하고 있으며, 대부분 클립 영상으로 연결된다. 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리, IHQ 등 상장사들에 확인한 바에 의하면, Youku는 아직까지 이들 작품에 대한 구매논의를 시작하지 않은 상태이다. 하지만, 한국 드라마 신작에 대한 Youku의 관심이 커지고 있다는 점은 분명해 보인다.

[그림 25] Youku 한국관에 2017년 한국드라마 10편의 예고편 아이콘 생성 상태



자료: 유인타증권 리서치센터

중국 OTT들의 한국 드라마 구매가 재개될 경우, 제이콘텐트리 등 드라마제작사들의 주가는 한 번 더 도약할 것으로 기대된다. 넷플릭스가 한국 및 중국을 제외한 나머지 국가향 독점 전송권을 전제로 콘텐츠를 구매한다면, 중국 OTT는 중국향 독점 전송권만으로도 넷플릭스 이상의 판가에 콘텐츠를 구매하는 사업자이기 때문이다.

중국 OTT 향 판가는
최소 회당 40만달러
(사전제작 드라마 기준)

중국 OTT향 드라마 판가는 사전제작 드라마 기준으로 최소 회당 40만달러에서 형성될 것이다.
2016년 SBS 사전제작드라마 『보보경심 려』의 판가가 회당 40만달러였던 것으로 파악된다. IHQ의 사전제작드라마 『당신이 잠든 사이에』의 판가도 회당 40만달러였던 것으로 추정된다. 참고로, IHQ는 2017년 1월, 텐센트비디오와 『당신이 잠든 사이에』의 중국 인터넷전송권 판매 계약을 체결했다. 『당신이 잠든 사이에』는 2017년 9~11월에 SBS에서 방영됐으며, 텐센트비디오향 판매매출은 3Q17에 인식된 것으로 파악된다. 하지만, 텐센트비디오는 중국 정부의 한한령 여파로 인해 『당신이 잠든 사이에』의 인터넷 전송서비스를 아직까지 개시하지 못하고 있는 상황이다. **텐센트비디오가 『당신이 잠든 사이에』의 인터넷 전송서비스를 개시할 경우, 중국 정부의 한한령은 완전히 해제된 것으로 해석해도 될 것이다.**

[표 21] 2014~17년 한국 주요 드라마의 중국향 판매가격

프로그램	방송사	편성기간	제작사	회당 판매가격(만달러)	중국 구매자
별에서 온 그대	SBS	2013.12~2014.2	HB 엔터테인먼트	3.5	아이치이
쓰리데이즈	SBS	2014.3~2014.5	골드픽처스	5	유쿠투도우
닥터 이방인	SBS	2014.5~2014.7	아우라미디어	8	유쿠투도우
괜찮아 사랑이야	SBS	2014.7~2014.9	GT 엔터테인먼트, CJ E&M	12	유쿠투도우
운명처럼 널 사랑해	MBC	2014.7~2014.9	넘버스픽처스, 페이지원필름	12	소후
내겐 너무 사랑스러운 그녀	SBS	2014.9~2014.11	에이스토리	20	유쿠투도우
니쁜 녀석들	OCN	2014.10~2014.12	얼반웍스미디어	10	유쿠투도우
피노키오	SBS	2014.11~2015.1	IHQ	28	유쿠투도우
하이드 지킬, 나	SBS	2015.1~2015.3	KPJ, H E&M	10	유쿠투도우
프로듀사	KBS2	2015.5~2015.6	초록됰미디어	20	소후
태양의후예	KBS2	2016.2~2016.4	NEW	25 + RS	아이치이
함부로 애틀하게	KBS2	2016.7~2016.9	삼화네트웍스, IHQ	25	유쿠투도우
보보경심 려	SBS	2016.8~2016.11	바람이분다	40	유쿠투도우
당신이 잠든 사이에	SBS	2017.9~2017.11	IHQ	40	텐센트

주: 『당신이 잠든 사이에』는 SBS의 PCM 도입으로 인해 16부작이 32부작으로 쪼개져 편성. 상기 회당 판가는 16부작 기준으로 역산한 것
자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

[참고] 메가박스 영화관 및 투자배급

[표 22] 한국 영화관 체인별 점포수 비교 (2017년 기준)

(단위: 개)

			극장수	비중	스크린수	비중	좌석수	비중	운영형태			
									직영점	직영비중	위탁점	위탁비중
멀티플렉스	3대 멀티플렉스	CGV	145	32%	1,085	39%	177,087	40%	99	68%	46	32%
		롯데	114	25%	810	29%	135,371	31%	92	81%	22	19%
		메가박스	95	21%	650	23%	96,218	22%	39	41%	56	59%
		소계	354	78%	2,545	92%	408,676	93%	230	65%	124	35%
	기타 멀티플렉스		7	2%	60	2%	9,862	2%	-	-	-	-
	총계		361	80%	2,605	94%	418,538	96%	-	-	-	-
비 멀티플렉스			91	20%	161	6%	19,244	4%	-	-	-	-
영화관 총계			452	100%	2,766	100%	437,782	100%	-	-	-	-

자료: 영진위

[표 23] 한국 영화관 관객 지표

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
전국관객수	(만명)	15,964	19,412	21,340	21,501	21,731	21,701	21,986
메가박스 관객수	(만명)	3,169	3,693	3,950	3,959	3,843	4,082	4,272
	직영점 (만명)	1,620	1,887	2,094	-	2,086	2,186	2,346
메가박스 M/S	(%)	18.5	18.9	18.5	18.4	17.7	18.8	19.4
	직영점 (%)	10.1	9.7	9.8	-	9.6	10.1	10.7
CGV 관객수	(만명)	6,779	8,420	9,782	10,447	10,587	10,371	10,380
	직영점 (만명)	4,787	5,969	7,182	7,778	7,850	8,088	8,067
CGV M/S	(%)	42.5	43.4	45.8	48.6	48.7	47.8	47.2
	직영점 (%)	30.0	30.8	33.7	36.2	36.1	37.3	36.7
메가박스 직영점 점포수	(개)	21	21	22	25	27	35	40
CGV 직영점 점포수	(개)	51	57	71	78	87	93	99

자료: 영진위, 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 24] 메가박스 실적 추이 (K-GAAP 기준)

(단위: 억원, 개)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	1,603	1,919	2,061	2,133	2,265	2,509
- 영화	1,020	1,198	1,250	1,287	1,341	1,456
- 상품	254	332	391	402	401	425
- 기타	329	389	420	444	523	628
매출총이익	963	1,174	1,278	1,343	1,453	1,627
- 영화	468	563	595	633	661	723
- 상품	192	252	292	297	306	324
- 기타	303	360	391	413	485	580
GPM	60%	61%	62%	63%	64%	65%
- 영화	46%	47%	48%	49%	49%	50%
- 상품	75%	76%	75%	74%	76%	76%
- 기타	92%	92%	93%	93%	93%	92%
판매비	702	790	868	946	1,078	1,310
SG&A Ratio	44%	41%	42%	44%	48%	52%
- 인건비	145	147	153	185	207	251
- 임차료	304	290	300	301	315	363
- 감가상각비	66	64	84	91	104	123
- 지급수수료	100	152	194	227	245	320
- 광고선전비	11	19	18	17	72	103
- 기타	75	118	119	125	135	151
영업이익	261	385	410	398	375	317
OPM	16%	20%	20%	19%	17%	13%
당기순이익	142	252	256	275	303	222
NIM	9%	13%	12%	13%	13%	9%
EBITDA	330	452	497	492	484	445
Margin	21%	24%	24%	23%	21%	18%
[점포수]						
전체 점포	53	54	59	64	75	85
직영점	21	21	22	25	27	35
위탁점	32	33	36	39	48	50

자료: 메가박스, 유안타증권 리서치센터

[표 25] 메가박스플러스엠의 역대 투자/배급작품

작품	개봉일	감독	출연	관객수(만명)
제보자	2014.10.02	임순례	박혜일 유연석 이경영	174
워킹걸	2015.01.07	정범식	조여정 클라라 김태우	15
미쓰 와이프	2015.08.13	강효진	엄정화 송승헌	98
동주	2016.02.17	이준익	강하늘 박정민	117
국가대표 2	2016.08.10	김종현	수애 오달수 오연서	70
미생: 사라진 여자	2016.11.30	이연희	엄지원 공효진	115
박열	2017.06.28	이준익	이제훈 최희서	236
기억의 밤	2017.11.29	장항준	강하늘 김무열 문성근	139

자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[표 26] 2018년 메가박스플러스엠 라인업

영화명	장르	감독	캐스팅	메인투자	개봉시점	시놉시스
리틀 포레스트	드라마	임순례	김태리, 류준열, 문소리, 진기주	O	2018.02.28	잠시 쉬어가도, 달라도, 평범해도 괜찮아! 모든 것이 괜찮은 청춘들의 아주 특별한 사계절 이야기
덕구	드라마	방수인	이순재, 정지훈, 장광, 성병숙	X	2018.04.05	어린 손자와 살고 있는 일흔살 덕구 할배는 자신에게 주어진 시간이 얼마 남지 않음을 알게 되면서 남겨질 두 아이들을 위해 특별한 선물을 준비하는 이야기
기묘한 가족	코미디	이민재	정재영, 김남길, 엄지원, 이수경	O	2018년	어느날 갑자기 나타난 정체불명의 특별한 놈(?)으로 인해 개성 넘치는 가족과 조용했던 시골마을이 발칵 뒤집히게 되면서 벌어지는 기상천외한 코미디
명당	사극	박희곤	조승우, 지성, 김성균, 백윤식, 문채원, 유재명, 이원근	O	2018년	2명의 왕을 배출할 '천하길지 대명당'을 둘러싼 욕망과 암투를 통해 왕이 되고 싶은 자들의 뒷자리 쟁탈전을 그린 영화
변산	드라마	이준익	박정민, 김고은, 장항선, 정규수	O	2018년	도통 되는 일이 하나 없는 무명 래퍼 학수(박정민)가 한 통의 전화를 받고 고향 변산으로 돌아가, 초등학교 동창 선미(김고은)를 만나게 되면서 벌어지는 웃음과 감동의 이야기
도어락	스릴러/드라마	이권	공효진, 김예원, 김성오	O	2018년	원룸에 혼자 살고 있는 경민(공효진)의 집에 낯선 사람의 침입 흔적과 함께 살인사건이 발생하면서 시작되는 스릴러

주: 파란색 음영은 총제작비 100 억원 이상 작품을 의미. 라인업의 순서는 개봉일자와 관계 없음

자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 2018년 메가박스플러스엠 라인업



자료: 유안타증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	3,352	4,203	5,875	7,063	7,555
매출원가	1,526	1,998	2,633	3,157	3,351
매출총이익	1,825	2,206	3,241	3,906	4,203
판매비	1,536	1,872	2,633	3,157	3,351
영업이익	289	333	608	750	852
EBITDA	429	363	724	869	971
영업외손익	61	-90	25	62	103
외환관련손익	-1	-2	0	0	0
이자손익	-12	1	25	62	103
관계기업관련손익	75	0	0	0	0
기타	0	-89	0	0	0
법인세비용차감전순이익	351	244	633	811	955
법인세비용	92	135	153	196	231
계속사업순이익	258	109	479	615	724
중단사업순이익	-34	0	0	0	0
당기순이익	224	109	479	615	724
지배지분순이익	192	64	350	462	554
포괄순이익	246	109	480	616	725
지배지분포괄이익	215	52	90	115	135

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,363	1,732	2,485	3,158	3,799
현금및현금성자산	553	372	857	1,318	1,871
매출채권 및 기타채권	472	610	790	932	991
재고자산	233	256	344	414	443
비유동자산	4,139	4,490	4,494	4,494	4,495
유형자산	2,130	1,802	1,806	1,806	1,807
관계기업 등 자본관련자산	5	5	5	5	5
기타투자자산	668	161	161	161	161
자산총계	5,502	6,222	6,979	7,652	8,294
유동부채	3,296	2,624	2,892	3,104	3,192
매입채무 및 기타채무	675	868	890	1,134	1,161
단기차입금	1,934	1,596	1,841	1,809	1,870
유동성장기부채	348	26	26	26	26
비유동부채	956	1,099	1,099	1,099	1,099
장기차입금	242	723	723	723	723
사채	350	0	0	0	0
부채총계	4,252	3,724	3,991	4,204	4,291
지배지분	839	1,728	2,078	2,540	3,093
자본금	570	570	570	570	570
자본잉여금	-511	313	313	313	313
이익잉여금	686	751	1,101	1,562	2,116
비지배지분	411	770	909	909	909
자본총계	1,250	2,498	2,987	3,449	4,002
순차입금	2,356	1,686	1,446	953	461
총차입금	2,937	2,426	2,671	2,639	2,700

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	184	-293	139	555	571
당기순이익	224	109	479	615	724
감가상각비	131	29	116	120	120
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-22	0	0	0	0
자산부채의 증감	-54	-600	-881	-604	-696
기타현금흐름	-95	168	424	424	424
투자활동 현금흐름	-439	-621	-36	-36	-36
투자자산	160	-38	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-909	-310	-120	-120	-120
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	310	-273	84	84	84
재무활동 현금흐름	481	1,028	245	-32	61
단기차입금	335	-1,105	245	-32	61
사채 및 장기차입금	152	623	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-6	1,509	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-295	137	-26	-43
현금의 증감	226	-182	485	461	553
기초 현금	327	553	372	857	1,318
기말 현금	553	372	857	1,318	1,871
NOPLAT	289	333	608	750	852
FCF	-610	-732	-424	-36	-51

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

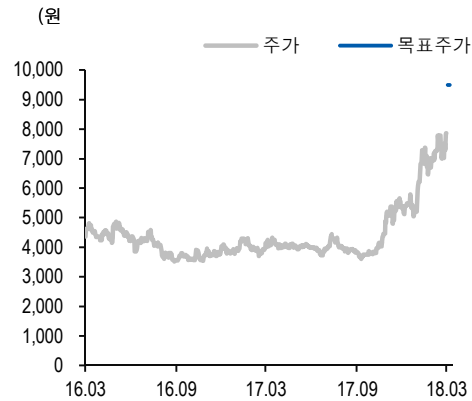
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
EPS	169	56	307	405	485
BPS	746	1,535	1,846	2,256	2,748
EBITDAPS	376	318	635	762	852
SPS	2,938	3,685	5,150	6,192	6,623
DPS	0	0	0	0	0
PER	25.3	139.3	25.6	19.4	16.2
PBR	5.7	5.1	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	17.8	31.5	15.6	12.5	10.6
PSR	1.5	2.1	1.5	1.3	1.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	9.6	25.4	39.8	20.2	7.0
영업이익 증가율 (%)	-12.0	15.2	82.3	23.3	13.6
지배순이익 증가율 (%)	68.4	-66.5	443.9	31.9	19.9
매출총이익률 (%)	54.5	52.5	55.2	55.3	55.6
영업이익률 (%)	8.6	7.9	10.3	10.6	11.3
자배순이익률 (%)	5.7	1.5	6.0	6.5	7.3
EBITDA 마진 (%)	12.8	8.6	12.3	12.3	12.9
ROIC	9.3	5.6	16.7	19.8	22.4
ROA	3.8	1.1	5.3	6.3	6.9
ROE	26.3	5.0	18.4	20.0	19.7
부채비율 (%)	340.1	149.1	133.6	121.9	107.2
순차입금/자기자본 (%)	280.6	97.6	69.6	37.5	14.9
영업이익/금융비용 (배)	3.1	20.2	8.6	10.8	12.0

제이콘텐트리 (036420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-03-19	BUY	9,500	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.4
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	13.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-03-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.