

2021. 8. 6



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **국순용**

02. 6454-48899

soonyong.cook@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 51,000 원

현재주가 (8.6) 46,900 원

상승여력 8.7%

KOSPI 3,270.36pt

시가총액 8,274억원

발행주식수 1,764만주

유동주식비율 53.56%

외국인비중 8.50%

52주 최고/최저가 57,000원/24,000원

평균거래대금 62.3억원

주요주주(%)

중앙홀딩스 외 2인 45.55

국민연금공단 11.87

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.4 14.5 60.3

상대주가 -1.4 9.3 14.9

주가그래프



제이콘텐츠리 036420

다가올 미래에 대한 대책이 필요

- ✓ 2분기 영업적자는 187억원을 기록하며 기대치 하회
- ✓ 메가박스 예상 수준이나 드라마 부문 비용 인식되며 기대치 하회
- ✓ 2분기 제작비 수준의 감가상각 추정, 1분기 미반영 분까지 인식된 것으로 보임
- ✓ OTT 동시 방영된 미국 영화관 시장 영향, 한국 또한 예외 아닐 것
- ✓ 드라마 투자대안 증가, 할리우드 發 OTT 동시 개봉은 동사의 투자 매력도 낮춰

1분기 값 치룬 2분기

제이콘텐츠리의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,067억원(+39.7% YoY)과 -187억원(적지 YoY)로 기대치를 하회했다. 부문별로는 메가박스 -179억원(적지 YoY), 방송 부문은 -8억원(적전 YoY)으로 메가박스는 예상 수준이었으나 방송 부문이 예상치를 크게 하회했다. 1분기 대비 타이트한 감사가 진행되며 글로벌 OTT에서 동시방영되어 리콕이 완료된 작품들에 대한 가속 상각이 진행된 데 따른 결과다. 2분기 제작비 규모의 감가상각이 반영된 것으로 보여 1분기 비용을 미루어 두었던 작품들에 대한 가속 상각이 함께 이루어진 것으로 추정된다.

<블랙 위도우> 분쟁이 의미하는 것

<블랙 위도우> 주연 스칼릿 조핸슨은 디즈니플러스 상영에 따른 러닝개런티 손실이 약 5천만달러(약 570억원)에 달한다며 디즈니를 고소하겠다고 밝혔다. 디즈니플러스에 동시 개봉되었던 <블랙 위도우>의 개봉 첫주 대비 둘째주 북미 수익은 1/3 수준으로 역대 마블 영화 최고 하락폭을 기록했다. 개봉 직후 일정 시기를 기준으로 산정되는 러닝개런티는 할리우드 영화 시장의 중요 요소다. 기존 영화 시장의 큰 손이던 디즈니플러스, HBOmax(워너브라더스)가 OTT 시장에 본격적으로 진입하며 극장 개봉과 동시에 OTT release를 결정하고 있는데 이러한 영향의 부산물로 해석된다. 이는 영화관 산업에 위협으로 작용하고 있다.

방송 부문 또한 중소형 콘텐츠 업체들이 투자 대안으로 떠오르며 매력도가 낮아진 시점이다. 동사의 투자 포인트를 찾기까지 보수적인 시각을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	530.2	33.8	1.1	78	-63.2	22,129	494.2	1.7	9.2	0.3	176.2
2020	363.9	-56.8	-134.9	-8,422	-1,403.3	11,841	-4.5	3.2	32.3	-52.6	459.1
2021E	449.0	-48.2	-74.9	-4,387	-55.6	6,754	-10.7	6.9	21.0	-47.8	633.3
2022E	778.0	12.8	-18.9	-1,072	-79.8	5,682	-43.8	8.3	11.6	-17.2	786.3
2023E	849.9	41.9	3.8	215	-167.2	5,897	218.4	8.0	16.1	3.7	763.3

표1 제이콘텐트리 분기별 실적 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
JTBC스튜디오 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)												
매출액	43.4	53.0	56.2	55.3	84.1	77.5	64.7	77.9	188.9	207.9	304.2	409.1
작품 방영 매출	12.1	10.6	26.6	24.5	26.9	19.8	13.3	20.1	53.2	73.8	80.0	119.0
작품당 매출액	4.4	4.0	7.7	6.4	6.5	6.9	7.4	6.3	5.3	5.5	6.7	7.0
작품수 (편)	2.8	2.6	3.4	3.8	4.1	2.9	1.8	3.2	10.0	12.7	12.0	17.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	2.8	2.6	1.7	1.9	2.1	1.4	0.9	1.6	12.0	13.0	12.0	16.0
VOD매출	18.4	20.0	16.0	17.5	16.8	28.3	16.1	16.8	15.8	18.9	22.1	32.5
드라마	5.4	2.5	5.4	5.4	5.5	6.3	5.5	4.7	15.8	18.9	22.1	32.5
편당 VOD	2.0	1.0	1.6	1.4	1.3	2.2	3.1	1.5	1.3	1.5	1.8	2.0
드라마 외	12.9	17.5	10.5	12.1	11.3	21.9	10.5	12.1	58.6	53.0	55.8	55.8
해외판권	18.1	16.9	21.3	29.5	34.2	21.6	27.5	25.2	59.6	85.8	108.5	156.1
드라마 (중국 외)	16.0	11.0	15.0	18.5	29.6	18.7	20.9	13.7	42.0	60.5	82.9	129.1
중국 向	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
드라마 외	2.1	5.9	6.3	11.0	4.6	2.9	6.6	11.5	15.6	25.3	25.7	27.0
영업이익	-0.7	6.7	7.7	1.0	13.1	-0.8	4.0	4.5	17.3	14.7	20.7	22.1
영업이익률(%)	-1.8	12.6	13.8	1.8	15.5	-1.1	6.1	5.7	9.1	7.1	6.8	5.4
IP투자 (드라마 및 영화투자)												
매출액	13.7	11.0	3.2	0.8	-	-	-	-	73.4	28.7	-	-
% YoY	-20.5	-46.6	-82.1	-95.6	-	-	-	-	5.0	-60.9	-	-
영업이익	-1.9	2.4	1.5	-0.4	-	-	-	-	-13.4	1.6	-	-
영업이익률(%)	-13.7	21.7	46.0	-57.2	-	-	-	-	-18.2	5.4	-	-
메가박스												
매출액	41.1	13.9	29.5	21.3	18.1	23.1	32.2	47.3	327.9	105.8	120.7	369.0
상영매출	22.7	6.3	14.0	11.0	12.5	12.6	16.7	27.9	190.4	54.0	69.8	279.7
매점매출	6.8	2.4	4.3	2.7	0.7	1.7	4.5	9.7	61.6	16.2	16.6	60.6
기타매출	6.0	3.3	4.6	2.0	3.8	4.7	9.2	8.2	34.7	15.9	25.9	17.3
% YoY	-44.3	-83.0	-67.8	-73.6	-56.0	65.8	9.3	122.4	3.4	-67.7	14.1	205.6
상영매출	-47.5	-87.0	-73.7	-75.8	-44.9	100.1	19.6	154.8	9.3	-71.7	14.1	205.6
매점매출	-51.8	-84.8	-73.4	-82.9	-89.8	-26.0	4.8	257.5	11.7	-73.7	29.4	300.7
기타매출	-13.8	-66.5	-52.3	-75.7	-36.6	41.5	99.2	315.0	13.6	-54.1	2.6	264.6
영업이익	-12.2	-22.3	-15.1	-15.8	-19.0	-17.9	-16.8	-16.3	39.1	-65.5	-70.0	-7.7
영업이익률(%)	-29.8	-160.2	-51.3	-74.5	-105.1	-77.3	-52.3	-34.4	11.9	-61.9	-58.0	-2.1
Total												
매출액	103.0	76.3	93.1	91.3	120.1	106.7	96.9	125.3	554.2	364.4	449.0	778.0
JTBC콘텐츠허브	43.4	53.0	56.2	55.3	84.1	77.5	64.7	77.9	188.9	207.9	304.2	409.1
IP투자	13.7	11.0	3.2	0.8	-	-	-	-	73.4	28.7	-	-
메가박스	41.1	13.9	29.5	21.3	18.1	23.1	32.2	47.3	327.9	105.8	120.7	369.0
연결조정	4.8	-1.5	4.2	14.0	18.0	6.1	-	-	-36.0	22.0	24.1	-
영업이익	-15.6	-14.2	-7.8	-19.1	-3.7	-18.7	-13.9	-11.8	35.4	-53.5	-48.2	12.8
JTBC콘텐츠허브	-0.7	6.7	7.7	1.0	13.1	-0.8	4.0	4.5	17.3	14.7	20.7	22.1
IP투자	-1.9	2.4	1.5	-0.4	-	-	-	-	-13.4	1.6	-	-
메가박스	-12.2	-22.3	-15.1	-15.8	-19.0	-17.9	-16.8	-16.3	39.1	-65.5	-70.0	-7.7
연결조정	-0.8	-1.0	-2.0	-3.8	2.2	-0.0	-1.0	-	-7.5	-3.7	1.2	-1.6

주: 2021년 기점으로 제이콘텐트리 IP 투자 부문(제이콘텐트리 스튜디오)은 JTBC스튜디오로 흡수합병됨
 자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표2 제이콘텐츠리 2Q21 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	106.7	76.3	39.7	120.1	-11.2	95.5	11.7	101.5	5.1
영업이익	-18.7	-14.2	적지	-3.7	405.3	-6.5	188.2	-8.9	110.4
세전이익	-28.5	-32.5	적지	-7.1	301.5	-7.7	270.4	N/A	N/A
지배순이익	-30.9	-23.0	적지	-5.9	422.6	-6.0	415.2	N/A	N/A

자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권 리서치센터

표3 2020~2021 JTBC 드라마 라인업

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2020	이태원 클래스	1.31-3.21	쇼박스, 지음	광진	김성윤	박서준, 김다미	16부	금토
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	2.24-4.14	에이스팩토리	한가람	한지승	서강준, 박민영	16부	월화
	부부의 세계	3.27-5.16	JTBC S	주현	모완일	박해준, 김희애	16부	금토
	아식남녀	5.25-6.30	JTBC S, 블러썸스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	12부	월화
	쌍갑포차	5.20-6.25	JTBC S, 삼화네트웍스	하윤아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목
	닥터 포스터	5.22-7.4	<부부의 세계> 원작인 BBC 작품				10부	금토
	모범형사	7.6-8.25	JTBC S, 블러썸스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	16부	월화
	우아한 친구들	7.10-9.5	스튜디오앤뉴, 제이씨엔	박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	17부	금토
	우리, 사랑했을까	7.8-9.2	JTBC S, 길픽처스	이승진	김도형	송지호, 손호준	16부	수목
	18 어게인	9.21-11.10	JTBC S	김도연, 안은빈, 최이륜	하병훈	김하늘, 윤상현	16부	월화
	사생활	10.7-11.26	도레미엔터테인먼트	유성열	송지원	서현, 고경표, 김효진	16부	수목
	경우의 수	9.25-11.28	JTBC S, 콘텐츠지음	조승희	최성범	옹성우, 신예은	16부	금토
	라이브온	11.17-21.1.12	키이스트, JTBC S	방유정	김상우	정다빈, 황민현	8부	화
	현온	12.16~2.4	메이스, 콘텐츠지음	박인숙	이재훈	임시완, 신세경, 최수영	16부	수목
허쉬	12.11-2.6	키이스트, JTBC S	김정민	최규식	황정민, 윤아	16부	금토	
2021	선배, 그 립스틱 바르지마요	1.18-3.9	JTBC S	채윤	이동윤	원진아, 로운	16부	월화
	시지프스: the myth	2.17-4.8	JTBC S	이제민, 전찬호	진혁	조승우, 박신혜	16부	수목
	괴물	2.19-4.10	셀트리온엔터, JTBC S	김수진	심나연	신하균, 여진구	16부	금토
	경로를 이탈하였습니다	3.15-3.16	JTBC S(드라마하우스)	최이소	장지연	남지현, 박지영	2부	월화
	아이를 찾습니다	3.22-3.23	JTBC S(드라마하우스)	김보라	조용원	박혁권, 장소연	2부	월화
	로스쿨	4.14-6.9	공감동하우스, 스튜디오피닉스, JTBC S	서인	김석윤	김명민, 류혜영, 이정은	16부	수목
	언더커버	4.23-6.12	Story TV, JTBC S	백철현, 송지훈, 정혜은	송현욱	지진희, 김현주	16부	금토
	월간 집	6.16-8.5	JTBC S(드라마하우스)	명수현	이창민	김지석, 정소민	16부	수목
	알고 있지만	6.19-8.21	비온드, 스튜디오N, JTBC S	정원	김가람	송강, 한소희	10부	토
	날아올라라 나비	9월예정	셀트리온엔터, JTBC S	박연선	김다예, 김보경	김향기, 최다니엘, 오윤아	16부	월화
	인간실격	9.4-10.24	씨제스엔터, JTBC S(드라마하우스)	김지혜	허진호, 박홍수	전도연, 류준열	16부	금토
	너를 닮은 사람	10월 예정	셀트리온엔터, JTBC S	유보라	임현욱	고현정, 신현빈, 김재영	16부	수목
	구경이	10.30-12.5	키이스트	성초이	이정흠	이영애	12부	금토
	공작도시	11월 예정	하이스토리디앤씨, JTBC 스튜디오	손세동	황기용	수애, 김강우	16부	수목
한사람만	12.11-22.02.12	키이스트, JTBC 스튜디오	문정민	오현중	안은진, 박수영(레벨 조이)	16부	금토	
지금 우리 학교는	4Q21	필름몬스터 by JTBC S	천성일	이재규, 김남수	윤찬영, 박지후, 조이현	6부	Netflix	

주: 1) 제이콘텐츠리는 '힘센여자 도봉순'부터 IP투자를 시작함. 이후 작품은 '더 패키지'를 제외하고 모두 제이콘텐츠리 본사가 IP보유

2) 'JTBC S'는 JTBC 스튜디오를 의미함

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

제이콘텐츠리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	530.2	363.9	449.0	778.0	849.9
매출액증가율 (%)	3.7	-31.4	23.4	73.3	9.2
매출원가	297.3	236.2	300.5	466.4	492.7
매출총이익	232.9	127.7	148.5	311.6	357.2
판매관리비	199.1	184.5	196.7	298.8	315.3
영업이익	33.8	-56.8	-48.2	12.8	41.9
영업이익률	6.4	-15.6	-10.7	1.6	4.9
금융손익	-9.1	-86.4	-23.1	-21.3	-16.4
중속/관계기업손익	-0.6	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.9	-23.2	-11.5	-11.5	-11.5
세전계속사업이익	19.2	-169.3	-82.8	-20.0	14.0
법인세비용	10.2	-20.9	-9.9	-4.8	3.8
당기순이익	10.6	-154.0	-72.9	-15.2	10.2
지배주주지분 손이익	1.1	-134.9	-74.9	-18.9	3.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	39.8	39.1	75.3	171.4	78.9
당기순이익(손실)	10.6	-154.0	-72.9	-15.2	10.2
유형자산상각비	48.6	53.5	63.9	47.4	32.8
무형자산상각비	39.7	49.9	68.8	79.4	22.8
운전자본의 증감	-59.4	13.9	15.5	59.8	13.1
투자활동 현금흐름	-101.2	-344.6	-117.6	-11.9	-18.7
유형자산의증가(CAPEX)	-69.9	-42.2	-10.0	-10.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-17.7	-14.8	-130.5	-1.9	-13.7
재무활동 현금흐름	-16.2	366.4	-45.4	4.7	1.0
차입금의 증감	338.6	465.1	-45.4	4.7	1.0
자본의 증가	-3.8	9.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-77.6	60.9	-87.6	164.3	61.3
기초현금	141.6	64.0	124.8	37.2	201.5
기말현금	64.0	124.8	37.2	201.5	262.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	236.8	330.0	247.5	519.7	609.5
현금및현금성자산	64.0	124.8	37.2	201.5	262.7
매출채권	67.4	58.4	72.1	124.9	136.4
재고자산	25.6	26.3	32.5	56.3	61.5
비유동자산	924.9	1,145.5	1,153.2	1,038.3	996.5
유형자산	257.9	273.6	219.6	182.3	149.5
무형자산	133.9	272.8	204.0	124.6	101.9
투자자산	99.3	111.3	241.8	243.6	257.3
자산총계	1,161.6	1,475.5	1,400.7	1,558.1	1,606.0
유동부채	339.2	645.2	452.9	610.1	644.4
매입채무	18.4	2.2	2.7	4.6	5.0
단기차입금	72.3	238.5	238.5	238.5	238.5
유동성장기부채	99.1	232.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	401.8	566.4	756.8	772.2	775.6
사채	40.6	179.8	366.1	366.1	366.1
장기차입금	10.0	21.6	21.6	21.6	21.6
부채총계	741.1	1,211.6	1,209.7	1,382.3	1,420.0
자본금	72.0	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	154.5	154.3	154.3	154.3	154.3
기타포괄이익누계액	14.3	15.0	15.0	15.0	15.0
이익잉여금	83.4	-51.9	-126.7	-145.6	-141.9
비지배주주지분	101.8	69.9	71.9	75.6	82.0
자본총계	420.6	263.9	191.0	175.8	186.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,800	22,716	26,308	44,105	48,180
EPS(지배주주)	78	-8,422	-4,387	-1,072	215
CFPS	8,735	3,289	4,283	7,261	4,871
EBITDAPS	8,480	2,912	4,956	7,912	5,522
BPS	22,129	11,841	6,754	5,682	5,897
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	494.2	-4.5	-10.7	-43.8	218.4
PCR	4.4	11.5	11.0	6.5	9.6
PSR	1.0	1.7	1.8	1.1	1.0
PBR	1.7	3.2	6.9	8.3	8.0
EBITDA	122.2	46.6	84.6	139.6	97.4
EV/EBITDA	9.2	32.3	21.0	11.6	16.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	-52.6	-47.8	-17.2	3.7
EBITDA 이익률	23.0	12.8	18.8	17.9	11.5
부채비율	176.2	459.1	633.3	786.3	763.3
금융비용부담률	2.7	6.5	6.7	3.8	3.5
이자보상배율(x)	2.4	-2.4	-1.6	0.4	1.4
매출채권회전율(x)	7.3	5.8	6.9	7.9	6.5
재고자산회전율(x)	18.1	14.0	15.3	17.5	14.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.09	기업브리프	Trading Buy	46,000	이효진	-23.1	-17.1	
2019.10.17	산업브리프	Hold	40,000	이효진	-5.6	2.1	
2020.01.09	산업브리프	Buy	50,000	이효진	-29.7	-12.9	
2020.04.10	산업브리프	Buy	38,000	이효진	-9.2	-6.7	
2020.05.11	기업브리프	Buy	42,000	이효진	-25.3	-17.1	
2020.08.10	기업브리프	Buy	36,000	이효진	-25.0	-8.6	
2020.10.19	산업브리프	Buy	31,000	이효진	-12.4	4.4	
2020.11.17	산업분석	Hold	31,000	이효진	10.3	42.4	
2021.01.22	산업브리프	Hold	46,000	이효진	1.5	23.9	
2021.06.03	산업분석	Hold	51,000	이효진	-	-	