



죽음에서 돌아온 자, 제이콘텐츠리

0. Intro

1. 산업분석

2. 기업분석

3. 투자포인트 1: 지금은 K-Drama에 현실할 타이밍!

4. 투자포인트 2: 참을 만큼 참았다, 분노의 질주

5. ISSUE & RISK

6. Valuation – SOTP Method

7. Appendix

<Earning Table>

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	511,279	530,171	363,860	574,846	884,432
yoy(%)	21.6%	3.7%	-31.4%	58.0%	53.9%
매출원가	273,805	297,251	236,205	343,012	502,204
매출총이익	237,475	232,920	127,654	231,834	382,227
GPM(%)	46.4%	43.9%	35.1%	40.3%	43.2%
판매비와관리비	202,729	199,086	184,460	230,640	296,250
영업이익(손실)	34,746	33,834	-56,806	1,194	85,977
OPM(%)	6.8%	6.4%	-15.6%	0.2%	9.7%
금융수익	4,779	6,690	6,660	7,126	7,268
금융원가	8,294	15,803	93,059	25,994	26,514
지분법이익	-59	-624	-2,858	-1,180	-1,180
기타이익	13,508	6,569	7,196	6,285	6,285
기타비용	11,121	11,480	30,383	13,753	13,753
법인세비용차감전순이익(손실)	33,560	19,185	-169,251	-26,323	58,083
법인세비용	8,005	10,158	-20,859	-6,581	14,521
계속영업이익(손실)	25,555	9,028	-148,392	-19,742	43,562
중단영업이익(손실)	-	1,602	-5,630	-	-
당기순이익(손실)	25,555	10,629	-154,022	-19,742	43,562

Rating

Buy

목표주가: 74,500원

현재주가: 53,000원

상승여력

41.0%

12M 주가추이

시가총액 8,684억원



Balance sheet data

Net Asset	2,639억
PBR	4.82
ROE (*)	-52.61%

Earning data

12M EPS (*)	-221 원
당기순이익(2020)	-1,540 억원

주요 주주

중앙홀딩스	37.57%
중앙일보	2.87%
홍정도	0.93%

SMIC 1팀

팀장 42기 최준우

팀원 42기 심희준

43기 박성준

43기 신희원

43기 이재민

0. Intro

거대 OTT 기업 넷플릭스의 뒤를 이어 디즈니, 애플 등 대형 기업들이 OTT 시장에 발을 들이고 있다. 이들은 북미, 유럽 시장을 넘어 OTT 시장이 성장하고 있는 아시아 시장에서 점유율을 높이기 위해 매력적인 콘텐츠 확보를 위한 치열한 경쟁을 벌인다.

한편, 이들이 목표로 하고 있는 아시아 시장에서는 한국 드라마가 크게 인기를 얻고 있다. 따라서 OTT 기업들 간 한국 드라마 확보 경쟁으로 한국 드라마 제작사의 위상은 점점 높아지고 있으며 드라마 판권 가격 역시 상승하고 있다.

그렇다면 드라마 제작사 중 왜 동사인가? 드라마 제작사의 수익성은 텐트폴 드라마를 만들 수 있는 자본력을 보유하고 있는지와 어떤 사업 모델을 유지하고 있는지에 결정된다. 안정적인 드라마 슬롯을 보유한 캡티브 채널을 보유하고 있으며, 최근 4,000억 원의 유상증자를 통해 대작 드라마 제작 여건이 조성된 동사가 가장 큰 수혜를 받을 것이다.

동사의 또다른 사업부분인 영화관 사업은 COVID-19로 인해 2020년 큰 침체를 맞보았다. 그러나 가속화되는 백신 접종률 및 2020년 COVID-19의 영향으로 연기된 할리우드 대작들이 2021년과 2022년에 대거 포진되어 있다는 점으로 보아 영화 관람객 수가 빠른 속도로 회복될 것이 전망된다. 또한 COVID-19로 인한 영화관 경영난으로 인해 영화관 티켓 가격을 인상한 것 역시 향후 영화관 사업 매출 회복으로 이어질 것이다.

동사의 모든 사업부분의 호황이 예상되는 지금, 동사에 투자하는 것이 어떠한가.

그림 0-1. 상대주가 분석



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

1. 산업분석

1.1. 드라마 제작업 개괄

드라마 제작사
매출 분류

드라마 제작사의 수익은 방송사에 판권을 판매하는 방영권 매출, OTT 등에 판매하는 유통 매출, PPL 및 OST 등을 통한 기타 매출을 통해 나온다. 방영권 매출은 캡티브 채널로부터 발생하는 것과 비캡티브 채널로부터 발생하는 것으로 나눌 수 있다. 캡티브 채널을 가진 드라마 제작사는 동사(JTBC), 스튜디오 드래곤(tvN, OCN), IHQ(코미디TV)가 있다.

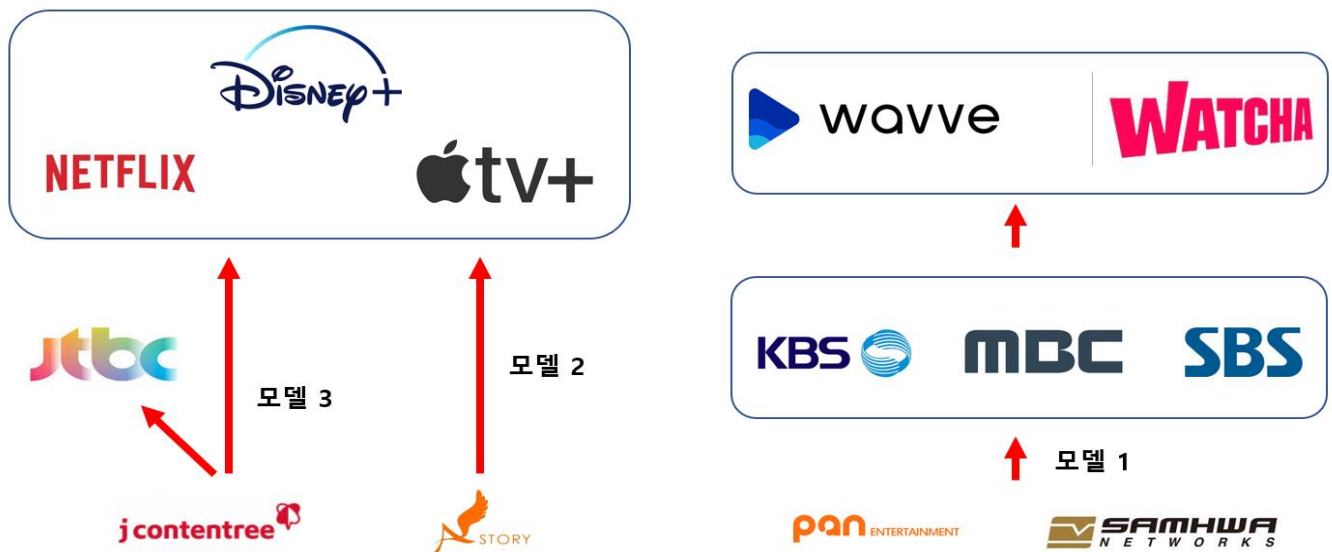
OTT 등장 이전 드라마 제작사 사업 모델은 제한된 방송사에 드라마를 판매하는 구조로 일원화되어 있었다. 드라마 수요는 제한되어 있고 드라마를 공급하려는 제작사는 많아 드라마 제작사는 을의 입장에 있었다.

OTT가 등장하고 판매처가 다각화되자 드라마 제작사의 사업 모델이 크게 3가지로 나뉘게 되었다. 각 사업 모델은 '리쿠플'과 '드라마 IP 보유 여부'에 차이가 있다. 여기서 리쿠플이란 제작비 대비 방송사 또는 OTT로부터 받는 금액 비율을 말하며, 리쿠플이 얼마나 높게 책정되는지에 따라 드라마 제작사의 수익성이 결정된다. 드라마 IP는 드라마의 판권, OST 등 드라마 모든 것에 대한 배타적 권리를 뜻하며, 이 IP를 OTT 등에 판매하여 유통 매출, 기타 매출을 창출할 수 있다.

드라마 제작사의
세 가지 BM

첫 번째 사업 모델은 국내 방송사 외주제작사 역할을 하며, 드라마 제작비를 방송사와 PPL로 충당하여 드라마를 제작하고 방영권과 IP를 방송사에 제공하는 방식이다. 두 번째 사업 모델은 글로벌 OTT의 외주제작사 역할을 하여 OTT로부터 제작비에 약정된 이익을 더한 대가를 받고 드라마를 제작한 뒤 판권과 IP를 OTT에 제공하는 방식이다. 세 번째 사업 모델은 제작사 자체 자본으로 드라마를 제작하고 국내 방송사에 방영권을 판매하지만 IP는 드라마 제작사에 귀속되는 방식이다.

그림 1-1. 드라마 제작사 사업 모델 요약



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

세 번째 모델의 수익률은 높지만 대형 제작사만 가능

보통 첫 번째 모델의 리쿠폰율이 가장 낮고, 세 번째 모델의 리쿠폰율이 가장 높다. 또한 첫 번째 모델과 두 번째 모델은 외부로부터 자금을 받아 드라마를 제작하는 반면, 세 번째 모델은 드라마 제작사의 자체 자본을 먼저 투입하고, 제작 후에 방송사 및 OTT에 판권을 판매함으로써 매출이 발생하므로 **자본 여력이 있는 대형 드라마 제작사만이 채택할 수 있다.**

1.2. 드라마 제작업 특징

드라마 제작사의 이익은 시청률과 무관!

드라마 제작사의 수익성을 결정하는 요인에 대해 오해할 수 있는 지점이 제작된 드라마의 시청률이나 흥행 여부에 따라 드라마 제작사의 이익이 결정된다는 것이다. 그러나 **드라마의 리쿠폰율은 드라마의 시청률 또는 흥행 결과가 드러나기 이전에 계약된다.** 따라서 드라마 제작사의 수익성을 결정하는 것은 얼마나 많은 제작비를 투입할 수 있는지, 그리고 투입한 제작비에 대해 얼마나 높은 리쿠폰율을 받아낼 수 있는지에 달려 있다.

드라마 제작사의 CAPA는 늘리기 어려움

또한 **드라마 제작사는 쉽게 CAPA를 늘릴 수 없다는 특징을 가진다.** 드라마를 제작하기 위해서는 양질의 시나리오를 쓸 수 있는 작가진, 시나리오를 영상으로 구현해내기 위해 전 과정을 지휘하는 연출진 등의 인적 요소와 이를 가능하게 하는 자본력이 필요하다. 인적 요소를 양성하는 것이나 자본을 확충하는 것 모두 단기간에 달성할 수 없는 것이기 때문에 **드라마 제작사의 CAPA는 수요가 높거나 드라마 판가가 높다고 해도 빠르게 증가할 수 없다.**

2. 기업분석

2.1. 기업개요

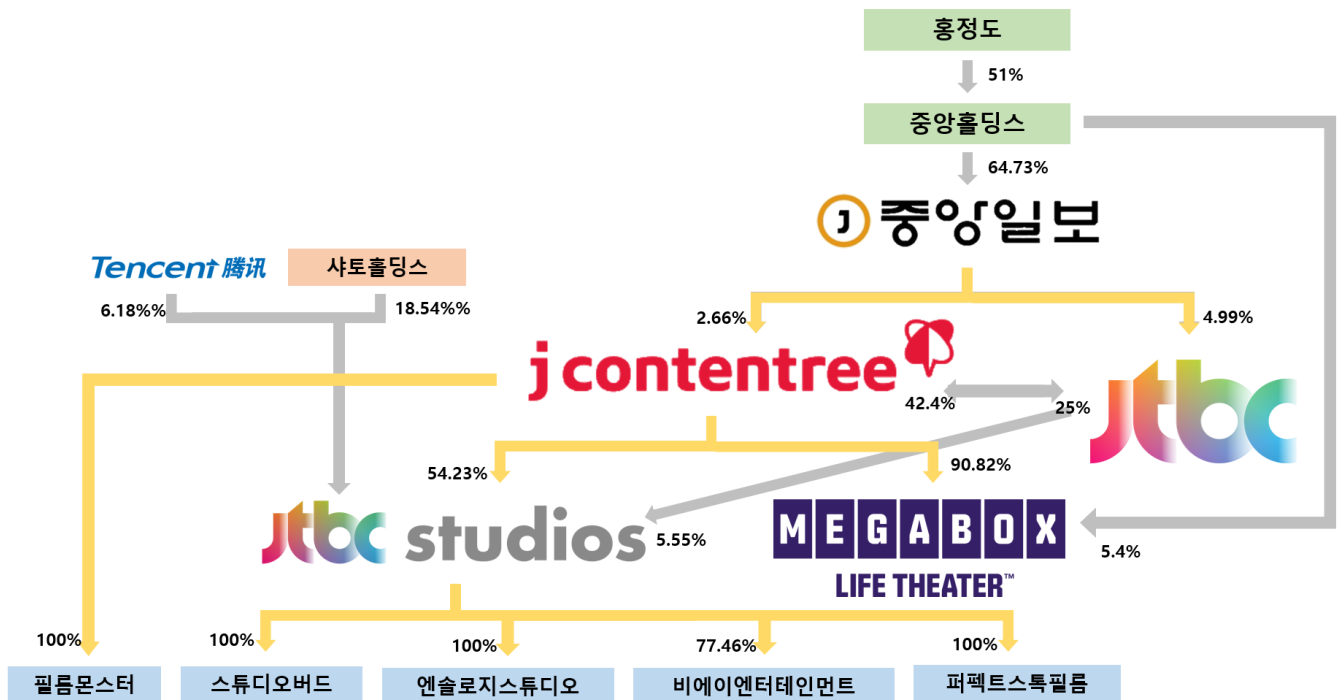
동사는 각종 콘텐츠 투자 사업 중심의 기업이다. 종속회사를 통하여 방송용 프로그램의 제작 및 유통과 극장운영 등을 영위하고 있다.

2000년 코스닥 시장에 상장된 상호명 한길무역의 독립사업체였으나 2001년 한국일보에 인수되어 일간스포츠로 상호가 변경됐다. 현재 상호명인 '제이콘텐츠리'로 이름을 바꾼 연도는 2011년이다. 2005년 중앙일보에 인수된 후 신문발행을 주요 사업으로 영위했지만, 2009년 일간스포츠를 물적분할하고 2014년 매각하였다. 2016년 12월 30일 매거진사업부문을 영업양도 하며 완전한 콘텐츠 투자 사업 위주 기업으로 변모했고 2019년 10월 코스피 시장으로 이전 상장했다.

자회사 제이티비씨콘스튜디오(주)는 드라마를 제작하고, 드라마를 포함한 시사, 예능 프로그램 유통을 주업을 한다. 콘텐츠를 제작하고 유통까지 함께하는 기업이 많지 않은 시장 환경에서 동사는 관계사인 JTBC에 드라마를 제작, 공급하고 JTBC에서 방영하는 드라마를 포함한 기타 프로그램까지 유통하는 안정적인 사업구조를 가지고 있다.

또한 자회사 메가박스중앙(주)는 영화상영과 영화관 운영을 주업으로 한다. 2020년말 기준 메가박스는 총110개 극장을 운영 중이다. 이중 메가박스가 직접 설비투자하고 운영하여 매출과 비용을 각각 인식하는 직영 상영관은 50개고, 나머지 60개는 메가박스가 극장주로부터 운영을 위임받아서 위탁수수료를 수수하는 위탁 상영관이다.

그림 2-1. 동사 지배구조



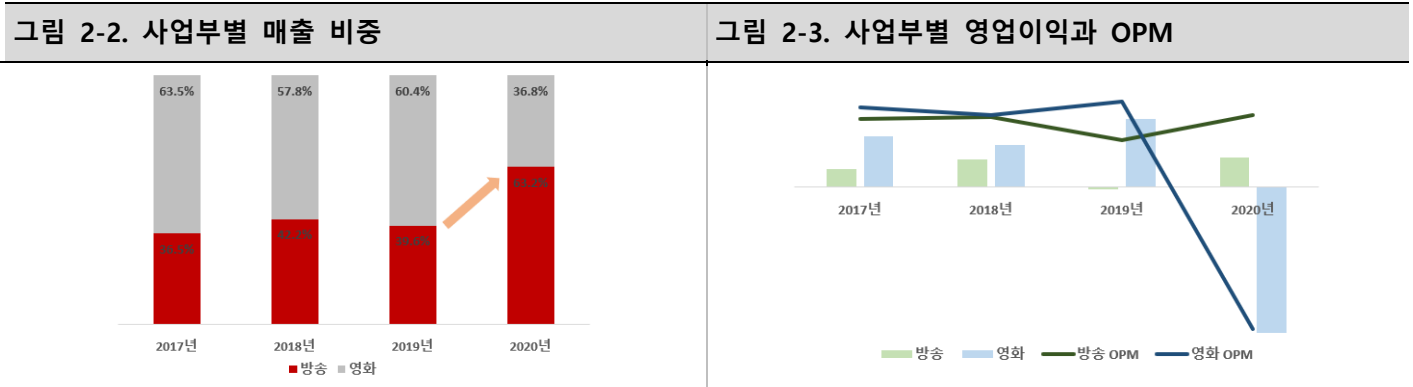
출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2.2.사업부 분석

방송 부문은 크게 드라마제작부문, 콘텐츠유통부문으로 나눌 수 있다. 드라마제작부문에 서 드라마를 제작하여 방송사에 납품하고, JTBC 및 계열회사의 콘텐츠를 유통부문에서 국내외로 유통한다. 드라마제작 부문은 드라마제작 후 각 방송사에 판매하고 콘텐츠유통 부문은 각 채널의 콘텐츠를 다른 방송사에 판매 영업하고 대행수수료를 매출로 인식한다

영화 부문의 매출은 크게 티켓 매출, 매점 매출, 광고 매출, 유통 수수료, 배급 및 투자 매출로 나눌 수 있다. 티켓 매출은 영화 관람객 수에 가장 직접적인 영향을 받는 매출이다. 배급 및 투자 매출 외 다른 세 매출은 티켓매출 추이와 연동되어 움직인다.

2016년 매거진사업부문을 매도한 이후, 방송 사업부와 영화 사업부의 매출 비중은 대략 40%와 60%로 비교적 일정하게 유지됐다. 그러나 2020년에는 COVID-19의 영향으로 영화 부문 매출이 큰 폭으로 감소하면서 처음으로 방송 사업부의 매출이 영화 사업부 매출을 넘어섰다. 영업이익의 경우 OPM의 변동성이 심해 일정한 경향을 보이지 않는다.

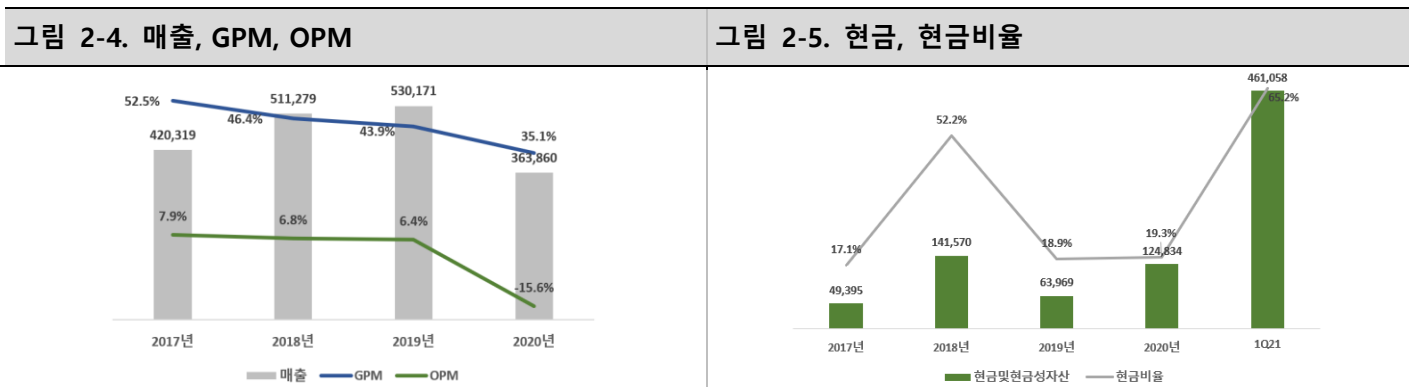


출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2.3.재무 분석

동사의 GPM과 OPM은 각각 45%와 7%로 비교적 일정하게 유지되다가 2020년 COVID-19의 영향으로 크게 하락했다. 또한 2021년 1분기 국내 사모펀드 프랙시스캐피탈과 Tencent에게 투자금을 유치하여 현금 보유액이 크게 증가했다.



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

3. 투자포인트 1: 지금은 K-Drama에 현실할 타이밍!

3.1. OTT들이 쏠어가는 K-드라마

동남아시아 시장은 해외 대형 OTT 기업 입장에서 아주 매력적인 시장이다. 그런데 동남아 시장에서 한국 드라마의 인기가 폭발하고 있다. 따라서 해외 OTT들은 동남아시아 시장 점유율을 차지하기 위해서는 한국 드라마에 대한 투자를 늘려야만 한다. 한국 드라마 수요가 폭증할 것으로 기대된다.

3.1.1. 동남아시아 OTT 시장의 성장 가능성

동남아시아 OTT 시장 성장 가능성

동남아시아 인구는 약 6억 5500만 명으로 집계되는데, 구독형 VOD 구독자는 2400만명으로 OTT 구독률이 3.7%에 불과하다. 한국 넷플릭스 구독률 7.8%, 미국 넷플릭스 구독률 20%를 고려하면 성장할 여지가 높은 시장이라고 할 수 있다. MPA에 따르면 동남아시아 OTT 매출액은 2020년 68억 달러에서 2025년 153억 달러로 연평균 17% 이상 성장할 것으로 예측하고 있다.

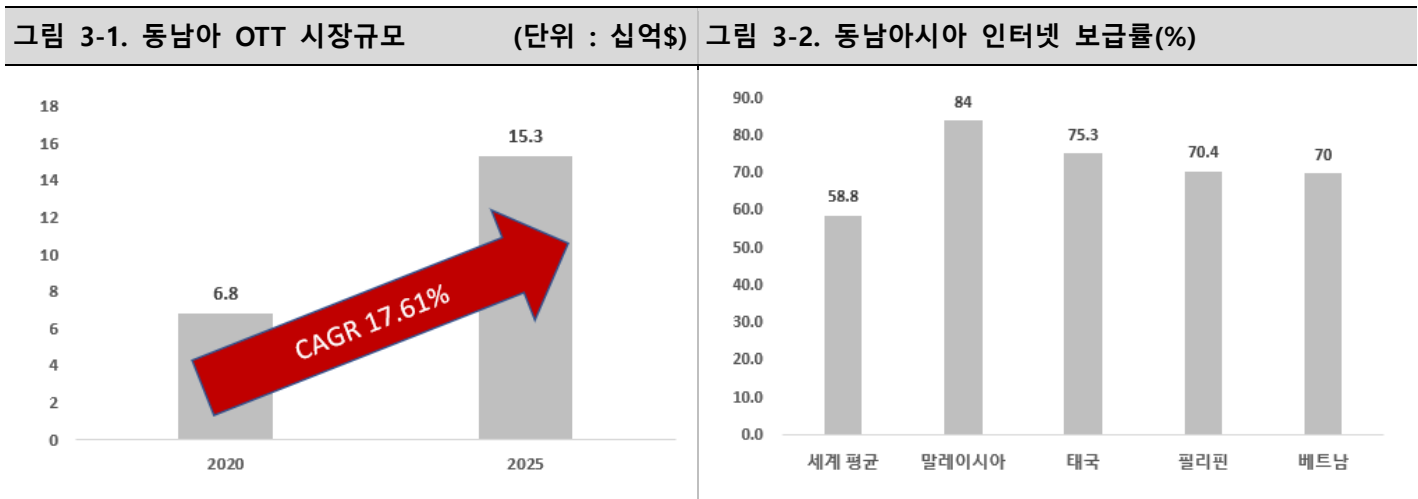
매출 성장을 위해 동남아 진출 필요

OTT입장에서는 구독료*구독자 수가 매출이라고 할 수 있는데, 구독료를 늘리는 것은 한정되어 있다. 소비자 저항에 부딪히기 때문이다. 결국 구독자 수를 늘려 규모의 경제를 달성해야 한다. 가장 성장 여력이 높은 동남아 시장에 진출할 수밖에 없는 것이다

높은 인터넷 보급률

-> 높은 접근성

또한, 동남아시아는 인터넷 보급률이 높다. 전세계 인터넷 보급률 평균이 58.8% 수준인데 동남아시아 주요 국가들의 인터넷 보급률은 70%를 상회하는 모습을 보인다. 높은 성장성과 OTT 인프라가 잘 갖추어져 있다는 점은 대형 OTT들이 동남아시아 시장을 눈독들이게 만드는 이유다.



출처: MPA, SMIC 1팀

출처: KOTRA, SMIC 1팀

3.1.2. 동남아시아 내 한국 드라마의 인기 폭발!

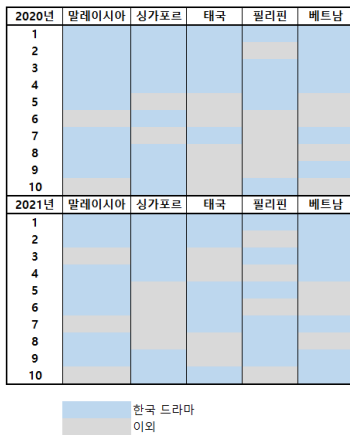
동남아시아 내 한국 드라마 인기

글로벌 OTT의 타겟 시장인 동남아시아에서 가장 인기있는 콘텐츠는 무엇일까? 바로 한

국 드라마이다. 2020년 기준 전체 비디오 스트리밍 시간의 34%가 한국 드라마이며, 동남아 OTT 1위 플랫폼 넷플릭스의 TOP 10에서도 한국 드라마의 인기를 실감할 수 있다. 한국국제문화교류진흥원의 조사에 따르면 친숙하지만 매력적인 배우의 외모, 짜임새 있고 탄탄한 스토리, 다양한 소재와 장르로 한국 드라마가 동남아시아에 어필할 수 있는 것으로 밝혀졌다.

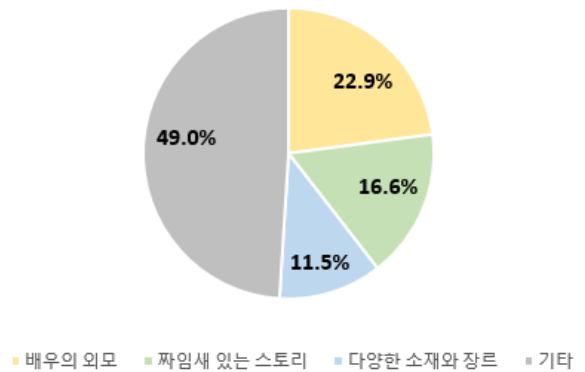
사실 왜 한국 드라마가 인기가 많은지는 중요하지 않다. 중요한 것은, 한국 드라마가 인기가 많다는 사실이고, 그 사실에 근거해 글로벌 OTT의 한국 드라마 투자가 늘어날 것이라는 점이다.

그림 3-3. 동남아시아 주요 국가 넷플릭스 TOP 10



출처: FlixPatrol, SMIC 1팀

그림 3-4. 한국드라마의 인기 이유



출처: 한국국제문화교류진흥원, SMIC 1팀

3.1.3. 한국 콘텐츠에 대한 투자 확대

해외 OTT들의 한국 콘텐츠 투자 확대

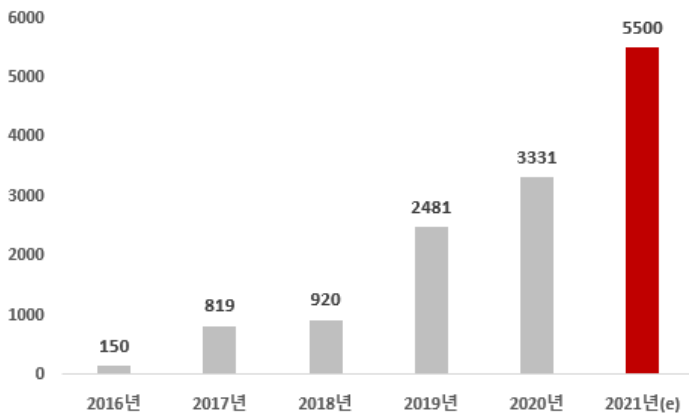
이러한 배경에 힘입어 해외 OTT들의 한국 콘텐츠에 대한 투자가 확대되고 있다. 이미 한국 콘텐츠 확보에 적극적이었던 넷플릭스는 2020년 3,331억 원이었던 투자액을 2021년 약 5,500억 원까지 늘릴 것으로 발표했다. 2020년 '스위트홈'의 제작비가 약 300억 원이라는 점을 고려할 때 엄청난 규모의 투자이다. 하지만 넷플릭스의 한 해 투자액 20조 원에서 차지하는 비중은 2.75%밖에 되지 않는다. 한국 콘텐츠 투자액이 높아질 여력이 많은 것이다.

또한 디즈니플러스와 Apple tv+도 올해부터 각 두 편 씩의 한국 드라마 구매 계약을 마친 것으로 알려졌다. 이 둘의 한 해 콘텐츠 투자액이 15.6조 원에 달하는 것을 고려하면 넷플릭스 정도로만 한국 콘텐츠 비중을 늘려도 4290억원이라는 투자액을 기대할 수 있다. 추가적으로 아이치이 등 중국계 OTT 또한 동남아시아 진출을 위해 한국 드라마를 경쟁적으로 구매하고 있다.

OTT들 간 경쟁으로 드라마 제작사 협상력 상승

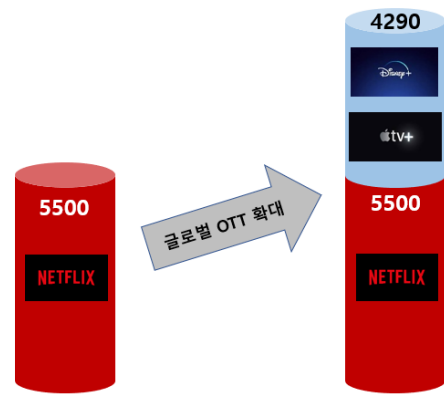
그리고 이렇게 동남아시아 진출을 노리는 해외 OTT들의 경쟁이 치열해지면 당연히 수요는 급증하게 되지만, 그들이 원하는 S급 드라마의 공급 여력은 제한되어 있다. 지금은 협상력이 드라마 제작사에게로 넘어오는 시기이다.

그림 3-5. 넷플릭스 한국 콘텐츠 투자액 (단위 : 억 원)



출처: Netflix, SMIC 1팀

그림 3-6. 글로벌 OTT의 한국 콘텐츠 투자액 예상



출처: SMIC 1팀

3.2. 드라마 제작사 BM의 구조적 변화

과거의 드라마 제작사는 시청률에 따라 실적의 변동성이 크고, 마진이 박한 하청업체의 위치에 있었다. 3.2에서는 드라마 제작사의 BM이 구조적으로 변화해, 굉장히 안정적인 이익을 창출하고, 성장성이 높은 산업으로 변모했음을 밝힐 것이다.

3.2.1. 드라마 수익구조 변화

드라마 BM 별 리콥율

앞서 산업분석에서 설명했듯이 현재 한국 드라마 수익구조에는 세 가지 모델이 있다. ① 국내 방송사의 외주제작사(IP없음) ② 글로벌 OTT의 외주제작사(IP없음) ③ 국내 방송사+ 해외 OTT 동시방영(IP있음)이다. 각 모델별로 기대되는 리콥율이 다른데, 일반적으로 1번 모델은 100%~110%, 2번 모델이 115%~125%정도의 리콥율을 기대한다. 3번 모델은 120%~160%의 리콥율이 기대된다.

드라마 제작사 수익은 시청률과 상관없이 결정

모든 모델은 시청률과 전혀 상관없이 투입된 제작비와 사전에 결정된 리콥율에 따라 대부분의 수익이 결정된다. 리콥율은 제작비 규모, 배우, 작가, 연출 역량 등을 종합한 성공 확률에 따라 결정된다. 예를 들면, 2020년 역대 비지상파 시청률 1위를 기록한 '부부의 세계'는 국내 방영만 한 1번 모델이므로 큰 수익을 얻지 못했다.

각 BM의 특징과 장단점

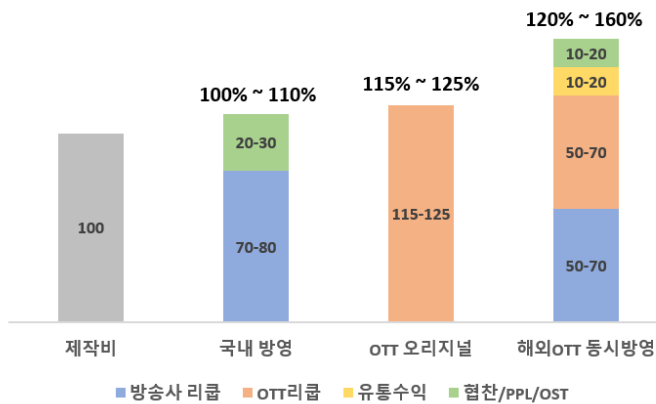
2번 모델의 장점은 리콥율이 낮은 대신 일정 마진이 무조건 보장되고, 글로벌 OTT 특성상 제작비가 크다는 것이다.

3번 모델은 레버리지를 싣는 방식이다. 제작사 자체 자본으로 드라마를 제작한 뒤 방송사 및 OTT에 동시방영권을 판매하여 제작비를 회수한다. 손익분기점을 넘길 경우는 수익성이 급격히 좋아지지만 판권을 판매하지 못했을 경우 그대로 손실로 이어진다. 그래서 지금까지 안정적인 캡티브 채널(tvn, JTBC)과 자본 여력이 있는 대형 제작사만이 3번 모델을 누려 왔다.

글로벌 OTT가 등장하며 2,3번 모델이 폭발적으로 증가했다. 2020년 JTBC스튜디오에서

제작/투자한 작품 14편 중 5편이 넷플릭스, 4편이 아이치이에 동시방영되었다. 3번 모델의 비중이 높아진 것이다.

그림 3-7. 드라마 수익구조별 리콥율



출처: SMIC 1팀

그림 3-8. 2020년 JTBC스튜디오 제작/투자 현황

제목	슬롯	회	직접제작	동시방영
날씨가 좋으면 찾아가겠어요	월화	16	X	
야식남녀	월화	12	X	
모범형사	월화	16	O	
18어게인	월화	16	O	아이치이
라이브 온	월화	8	O	아이치이
쌍갑포차	수목	12	O	넷플릭스
우리, 사랑했을까	수목	16	O	넷플릭스
사생활	수목	16	X	넷플릭스
런 온	수목	16	O	넷플릭스
이태원 클라쓰	금토	16	O	넷플릭스
부부의 세계	금토	16	O	
우아한 친구들	금토	16	O	
경우의 수	금토	16	O	아이치이
허쉬	금토	16	O	아이치이

출처: SMIC 1팀

3.2.2. 드라마 제작비 증가로 수익성 상승

글로벌 OTT 진입으로 드라마 제작비 증가 추세

최근 글로벌 OTT에 판매하는 드라마가 늘어나면서 전반적인 드라마 제작비가 증가하는 추세이다. 평균 드라마 제작비 넷플릭스가 진출한 첫해인 2016년에 회당 약 4억 원에서 2020년에는 회당 약 8억 원까지 급증했다.

그 이유는 크게 세 가지가 있다. 첫째, 과거에 비해 한국 드라마 시장 규모가 거대해졌다. 예전에는 드라마의 판매가 방송사와 VOD(IPTV)에 국한되었다. 따라서 높은 제작비를 감당할 수요처가 없었다. 그러나 현재는 투자여력이 높은 글로벌 OTT에게 판매할 수 있게 되었다.

둘째, 드라마 수요 증가로 배우와 작가의 몸값이 점차 높아지고 있다. 이는 S급 배우와 작가진의 공급이 부족해지면서 생긴 현상이다.

셋째, 드라마계의 블록버스터라 할 수 있는 '텐트폴'의 수요가 점차 늘고 있다. 보통 텐트폴은 제작비가 200억 이상 투자된 드라마를 말한다. 텐트폴을 보며 점차 시청자의 눈높이가 높아지고 있고, 이에 맞추려면 또다시 거액을 투자해야 하는 상황에 놓인 것이다.

제작비 증가 -> 매출 / 리콥율 상승 및 판관비율 하락

드라마 제작비 증가 트렌드는 드라마 제작사의 매출의 증가로 이어진다. 제작비*리콥율이 매출이기 때문이다. 매출의 증가는 판관비율을 낮춘다. 뿐만 아니라 드라마 제작 규모가 커질수록 평균 리콥율 역시 상승하고 있다. 3번 모델에서 일반적인 드라마의 리콥율은 120~130% 수준임에 반해, 텐트폴의 리콥율은 140%가 넘는 수준으로 알려져 있다.

3.2.3. 제 4의 모델?

3번 모델은 드라마, 특히 텐트폴 제작비가 높아질수록 방송사들이 부담하는 비용이 높아

진다는 점에서 지속성에 의문이 생길 수 있다. 드라마 제작비 상승률에 비해 방송사들이 방영을 통해 수취하는 광고매출의 상승률은 더디기 때문이다.

기존 BM과는 다른 새로운 모델 등장

하지만, 본 보고서는 최근 OTT 시장의 경쟁 심화로 제 4의 모델이 등장하고 있다고 판단한다. 결론부터 말하자면, 120%의 리콥율은 보장하는 오리지널 작품임에도 국내 방영권은 보장해주는 모델이다. 넷플릭스 오리지널을 국내 방송사에서 방영한다고 생각하면 된다. 이러한 제 4의 모델의 장점은, 제작비가 증가해 국내 방송사의 리콥율이 다소 낮아져도 기존의 OTT 외주제작사 모델보다 수익성이 높다는 것이다.

최근 스튜디오드래곤이 제작한 아이치이 오리지널 <간 떨어지는 동거>는 아이치이에게 120%의 리콥율을 보장받았다. 여기까지는 넷플릭스 오리지널과 비슷하다. 차이점은, 국내 방영권에 대한 수익을 추가적으로 부여하는 것이다.

제 4의 모델은 OTT간 경쟁 심화의 결과

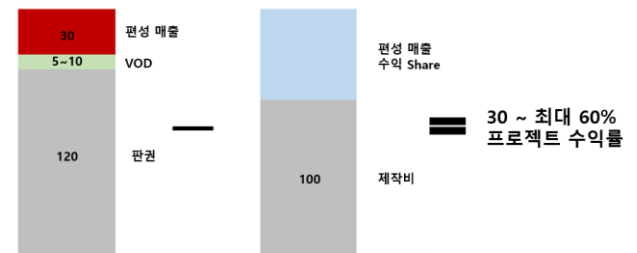
이는 한국 콘텐츠에 대한 경쟁 심화에 따른 것으로 해석되며, OTT 시장의 후발주자인 디즈니+, 애플 TV도 장기적으로 비슷한 모델을 따를 것으로 판단한다. S급 콘텐츠인 텐트폴의 경우 한국 구독자 증가효과는 무시해도 될 만큼 글로벌 구독자 증가효과가 크기에 더욱 가능성이 높다.

그림 3-9. OTT오리지널+tvn수목드라마 간 떨어지는 동거



출처: tvn, SMIC 1팀

그림 3-10. 4번 모델의 수익구조



출처: 메리츠증권, SMIC 1팀

3.2의 논의를 종합하면 가장 높은 수익성을 위해서는 제작사가 직접 드라마에 투자해 국내 방송사+해외 OTT에게 판매해야 한다. 자본과 캡티브 채널(JTBC, tvn)를 동시에 보유한 대형사가 유리하다.

3.3. 왜 지금, 왜 제이콘텐츠리인가?

3.3.1. 이제는 대형사에 투자해야 할 차례!

2021년은 넷플릭스 뿐만 아니라 디즈니플러스, 애플tv 플러스, HBO Max 등 여러 대형 해외 OTT 기업들이 한국 드라마 투자를 늘리는 초입이다. 이는 드라마제작사에 투자할

완벽한 타이밍이다.

해외 OTT 투자 증가로 인한 수혜는 대형 제작사에

이러한 환경 변화는 중소형 제작사와 대형 제작사에게 각각 다르게 영향을 미친다. 중소형 제작사는 손익분기점 근처에 머무르는 BM에서 글로벌 OTT향 오리지널에 적극적으로 참여해 일정 마진을 보장받을 수 있는 구조로 변화했다. 하지만 캡티브 채널과 자본이 부족해, 3번 모델을 채택한 텐트폴은 연간 1편을 제작하는 데 머무르는 것이 한계이다.

반면 대형사에게는 국내 채널과 글로벌 OTT의 동시방송이라는 3번 모델을 확대할 절호의 기회이다. 3번 모델의 확대는 평균 리콥율의 상승으로 이어진다. 즉 마진이 높아진다. 또한 제작비*리콥율 = 매출 공식에서 Q에 해당하는 제작비가 늘어나는 트렌드의 수혜를 받게 된다.

동사의 캡티브 채널 향 드라마 판매도 증가

이에 더해 동사의 캡티브 채널인 JTBC는 2020년 5월부터 수목 드라마 슬롯을 확대했고, 수목드라마 방영작은 무조건 넷플릭스에서 동시방영하는 계약을 체결했다. 따라서 2021년은 수목 드라마 확장 효과도 온전히 누릴 수 있을 것이다.

종합하면 2021년은 동사의 마진율과 제작비가 동시에 높아지게 되고, 이를 통해 올해 영업이익이 대폭 상승할 것이다. 또한, 이러한 변화가 메가트렌드라는 점을 다시 상기해야 한다. 1~2년 증가하고 끝나는 사이클이 아니다. 동사 방송부문의 이익체력은 계속 증가할 것이다.

3.3.2. 동사의 약점을 덮어줄 유상증자!

부족한 자금은 동사의 약점

앞서 보았듯이 동사의 전략은 동사가 드라마 제작비를 전액 투자하여 IP를 확보하고 이를 방송사와 OTT에 판매하는 것이다. 하지만 동사는 JTBC향 드라마의 물량을 우선적으로 채워야 하기 때문에 동사의 기존 자금으로는 드라마의 편당 제작비가 제한될 수밖에 없었다. 부족한 자금, 이것이 항상 동사의 약점으로 지적되었다.

유상증자로 동사 약점 극복

그러나 올해 동사는 드라마 제작 자회사 JTBC스튜디오의 유상증자를 통해 1.6조원의 기업가치를 인정받고 4,000억원의 현금을 마련하였다. 그중 1000억원이 중국의 Tencent인 점이 흥미로운데, 이는 3.4에서 다룰 것이다.

2018년의 유증과 달리 전액 드라마 제작에 사용할 것

동사는 지난 2018년에도 1560억원의 유상증자를 통해 제작 역량을 한 단계 끌어올린 바 있다. 18년도의 유상증자와 21년도의 유상증자의 가장 큰 차이점은 유상증자의 주체가 다르다는 것이다. 18년도는 제이콘텐트리가 유상증자를 단행했고, 21년도는 JTBC스튜디오에서 유상증자를 진행했다. 따라서 18년도는 유상증자 자금의 사용처가 영화, 차입금 상환 등으로 분산될 수밖에 없었다. 하지만 21년도는 명백히 JTBC스튜디오에게 자금이 들어온 만큼, 전액 드라마 제작과 타 제작사 인수 등에 사용될 것이다.

그림 3-11. 2021년 4000억원의 유상증자

유상증자결정(종속회사의 주요경영사항)

종속회사인	제이티비서비스주식회사	의 주요경영사항 신고
1. 신주의 종류와 수	보통주식(주) 종류주식(주)	- 24,925,226
2. 1주당 액면가액(원)		500
3. 증자전 발행주식 총수(주)	보통주식(주) 종류주식(주)	60,730,203 -
4. 자금조달의 목적	시설자금(원)	-
	영업양수자금(원)	-
	운영자금(원)	400,000,026,848
	채무상환자금(원)	-
5. 증자방식	타법인 증권 취득자금(원)	-
	기타자금(원)	-
		제3자배정증자

출처: DART, SMIC 1팀

그림 3-12. 2018년 유상증자 자금 사용 계획(단위: 십억원)

구분	세부 내역	2018(E)	2019(E)	2020(E)	합계
드라마 콘텐츠	드라마 IP투자 확대 및 텐트폴 투자	-	32.0	19.2	51.2
영화 콘텐츠	영화 투자규모 및 펀드투자 확대	3.0	10.0	9.5	22.5
원전 IP확보	웹소설, 웹툰 등 IP투자, 작가, 제작사 투자 등	1.0	16.3	10.0	27.3
유통 파이프라인 고도화	국내외 OTT플랫폼 사업 투자 및 공동 제휴 등	-	5.0	10.0	15.0
치입금 상환	치입금 상환	3.0	37.0	-	40.0
합계		7.0	100.3	48.7	156.0

출처: 동사 투자설명서, SMIC 1팀

3.3.3. 2022년에는 대작들이 기다린다.

동사는 2022년에 유상증자 자금을 활용해 본격적인 제작 규모 확대에 나설 것이다. 제작비 250억 이상의 텐트폴을 연 2회에서 4회로 확대할 것이고,

3.4. 한한령이 해제된다면...?

중국은 THAAD 배치에 대한 반발로 2016년 이후 한국 문화에 대한 금지령을 내렸고, 그 결과 중국 내 한국 드라마 방영이 중단되었다. 하지만 시진핑 중국 국가주석의 방한이 한한령 해제로 이어질 것이라는 기대감이 있다. 최근 한미정상회담 이후 시진핑 중국 국가주석 방한도 코로나가 안정되면 추진할 것으로 밝히기도 했다. 본 보고서는 한한령의 해제 가능성이 아닌, 한한령 해제 시 동사의 수혜 강도에 초점을 맞추었다.

중국 내 한국 드라마 인기는 여전히 높음

먼저 중국 내에 한국 드라마의 인기는 여전히 높으며, 비공식적으로 시청하고 있는 것으로 보인다. 한국 드라마 속 중국 내수용 상품 PPL이 그것을 반증한다. 또한 '호텔 델루나'가 방영될 당시 아이치이(iQiyi) 대만 버전에 평소보다 4배 이상 많은 시청자가 몰렸는데, 이는 한국 드라마를 보기 위한 중국인들이 우회하여 접속한 것으로 분석되었다.

한한령 해제 시 리콥울 상승할 것

한한령이 해제된다면 드라마 제작사의 리콥울은 대폭 상승할 것이다. 중국은 현재 자국 OTT만 허용하고 있어, 중국 OTT에게 추가로 방영권을 판매할 수 있기 때문이다. 한한령 이전 한국 드라마 방영권의 리콥울은 60%대에 이르렀다. 한한령 해제 직후 리콥울이 이전과 유지될 것으로 보긴 어려울 수 있으나, 적어도 기존 리콥울에서 30%P이상은 추가로 상승할 것이다. 일반 동시방영작 리콥울은 120%에서 150%로 상승하고, 마진은 20%에서 50%로 두 배 이상 상승할 것이다.

그림 3-13. 한국 드라마 내 중국 상품 PPL



출처: tvN, 한국경제

그림 3-14. 한한령 이전 한국 드라마 판권



출처: 언론자료, 하나금융투자

3.5. 방송 매출추정

방송 매출추정은 제이콘텐츠리 내의 드라마 제작, 투자, 유통을 일원화한 JTBC스튜디오의 매출을 추정하였다. 매출 추정의 기본 논리는 다음과 같다.

- ① JTBC스튜디오의 매출원가를 상세하게 알 수 없어 전부 드라마 제작원가라고 가정했다. 이는 스튜디오드래곤도 비슷하다.
- ② **평균리쿠플과 총 제작원가가 중요하다. 총 제작원가*평균리쿠플이 매출이기 때문이다.**
- ③ **평균리쿠플은 결국 총 수익/제작원가이다.** 과거 3년 CAGR인 2.74%를 적용해 21년 평균리쿠플을 추정했다. 21년은 해외 OTT향 동시방영작이 증가하고, 리쿠플이 높은 텐트폴의 제작이 늘어나는 해이다. 과거 평균 CAGR을 적용하는 것은 전혀 무리한 추정이 아니다. 하지만 22년은 리쿠플이 높은 텐트폴을 4편으로 가정했으나 리쿠플이 낮은 넷플릭스 오리지널 작품이 3편 예정되어 있어 평균 리쿠플을 2021년과 동일하게 추정했다.
- ④ **총 제작원가는 작품당 평균 제작원가*작품 수를 곱해서 산출하였다.** 다만 작품당 평균 제작원가는 일반 작품당 평균 제작원가와 텐트폴 및 오리지널 드라마의 제작원가를 가중평균하였다. 21,22년 일반 작품당 평균 제작원가는 텐트폴의 존재감이 미미하던 과거 3년치 CAGR을 적용하였다. CAGR은 7.07%로 21,22년에 제작비 증가 트렌드가 계속되는 점에 비추어 볼 때 무리한 수치는 아니라고 판단한다.
- ⑤ 21년 특별히 고려해야 할 작품은 시지프스(250억), 설강화(250억)를 꼽을 수 있다. 일반 드라마 14편과 텐트폴 2편을 더해 총 제작원가를 구했다. 22년 특별히 고려해야 할 작품은 편당 250억원의 텐트폴 4편 및 안나라 수마나라(150억), 종이의집 한국판(300억), 지금 우리 학교는(250억) 등 넷플릭스 오리지널 3편이다. 일반 드라마 11편과 텐트폴 4편, 넷플릭스 오리지널 3편을 더해 총 제작원가를 구했다. JTBC 한 해 드라마 슬롯이 15~16편 정도라는 점을 고려하였다.

⑥ 이렇게 구한 매출, 제작원가에 지난 2020년 8월 합병한 제이콘텐츠리스튜디오 실적을 더해주었다. 이전의 매출 자료가 없고, 비교적 비중이 미미하므로 21,22년 모두 동일하게 적용하였다.

그림 3-15. 방송 매출추정 (단위: 백만 원)						그림 3-16. 제이콘텐츠리스튜디오 실적	
	2018	2019	2020	2021(E)	2022(E)		2020
매출	134,979	161,941	207,887	306,824	432,558	매출	10,565
YoY%		20.0%	28.4%	47.6%	41.0%	매출원가	6,796
제작원가	108,320	124,984	158,043	226,012	319,152	매출총이익	3,769
YoY%		15.4%	26.5%	43.0%	41.2%	판관비	46
작품 수(편)	11	13	14	16	18	영업이익	3,724
작품당 매출	12,271	12,457	14,849	18,516	23,444		
작품당 제작원가	9,847	9,614	11,289	13,701	17,353		
평균 리튬율%	124.6%	129.6%	131.5%	135.1%	135.1%		

출처: SMIC 1팀

출처: 제이콘텐츠리스튜디오 사업보고서

4. 투자포인트 2: 참을 만큼 참았다, 분노의 질주

De-rating 요소 영화관 사업

COVID-19의 예상치 못한 창궐과 장기화로 영화관을 향하는 발길에 끊기며, 국내 영화관은 몸살을 앓고 있다. 그 탓에, 3대 영화 멀티플렉스 Mega Box를 운영하는 동사는 스튜디오 드래곤, IHQ, SBS 등 국내 제작사들에 비해서 **상대적으로 주가가 회복하지 못하였다**. 하지만, 글로벌 OTT의 등장에도 불구하고 “개봉작 상영”이라는 영화관 비즈니스는 지속될 것이기에, **COVID-19 상황만 호전되면** 극장은 다시 활기를 띠 것이다.

COVID-19로부터 회복하며 이익체력 상승 기대

따라서, 관객수 회복이 확인되면, 동사의 De-rating 요소가 해소됨에 따라 제이콘텐츠리의 드라마 사업 부문도 적정 평가를 받고, **동사 주가 역시 빠르게 정상궤도에 오를 것**으로 전망한다.

4.1. 영화 보러 가게 하는 Key Driver

영화수요 견인하는 것은?

영화관 수요는 여행산업과 같이 **단순히 보복 소비의 성격으로 설명되지 않는다**. 따라서, 영화관 실적이 진짜 Turn-Around를 할 것인지 예측하기 위해, **영화관을 보러 가게 되는 주요 요인들을 파악하는 것이 매우 중요하다**. 이에 본 절에서는 COVID-19 이후 **영화관 관람객 수를 견인하는 Key Driver**들을 선정하고자 한다.

4.1.1. 영화 수요 견인하는 Key Driver 선정

→1인당 관람횟수, 스크린, 관람객 수

영화 수요를 견인하는 Key Driver 및 요인은 크게 1) 대작 개봉 수, 1-2) 성수기/비수기, 2) 멀티플렉스 Traffic의 세 가지로 요약할 수 있다. Key Driver들은 1인당 관람횟수, 스크린수, 점유율, 그리고 영화 관람객수 등의 수치들에 반영된다.

1) 대작 수 : Top 30가 전체 70%

1) **대작이 많이 개봉할수록 관객들은 영화관을 더 많이 찾는다**. 실제로 연도별 Top30 관객수는 전체 관객수의 70%를 구성한다. 이때, 대작은 일반적으로 Hollywood의 5대 배급사 (Disney, Warner Bro, Columbia, Universal, Paramount)와 한국의 4대 배급사(쇼박스, 롯데, CJ ENM, NEW)에서 발표하는 200억 이상의 제작비가 드는 영화를 일컫는다.

1-2) 비수기/성수기

1-2) **영화사업은 기본적으로 비수기/성수기(계절성)이 있으며**, 1) 대작 수와 연관성을 가진다. 비수기에는 대작 개봉수가 적은 반면, 성수기에는 막대한 제작비(BEP)를 회수해야 하는 대작들이 주로 개봉하는 경향성이 있다. 다만, **2019년부터는 대작이 비수기에도 개봉하며, 비수기/성수기의 구분이 많이 불명확해진 상황**이다.

2) 멀티플렉스 traffic 지수

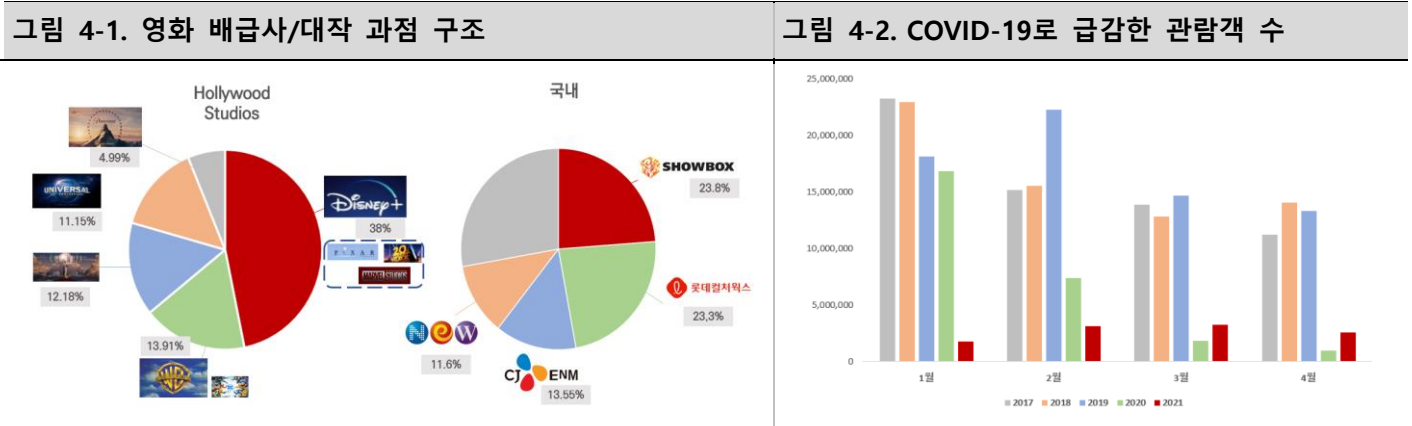
2) 2020년 말 기준, 전국 3,015의 스크린 중 2,908개가 멀티플렉스의 형태로 운영된다. 즉, 신세계, 현대 등 멀티플렉스를 방문하는 소비자 traffic이 늘수록 **영화관에 유입되는 관람객 수도 늘어날 가능성이 크다**. 특히, 한국은 여가로서 “극장나들이를 즐기기” 때문에, 멀티플렉스관의 소비 지수가 상당히 유의미하다.

1), 2) Key Driver 중요도 ↑

하지만, COVID-19의 창궐로 2020년 기점으로 1) 개봉하는 대작 수도 기하급수적으로 줄어들었으며, 대작이 개봉 안되니 비수기/성수기 경계가 더욱 흐려졌으며, 2) 멀티플렉스에

향하는 소비자들의 발걸음이 멈추며 영화관 관람객 수도 급감하였다.

따라서, 결국 중요한 것은 1)과 2) **Key Driver**이 **관람객 수**를 **예측하는 유효한 지표**인지, 그리고 **앞으로 이 Key Driver들이 과연 회복할 지**의 여부이다.



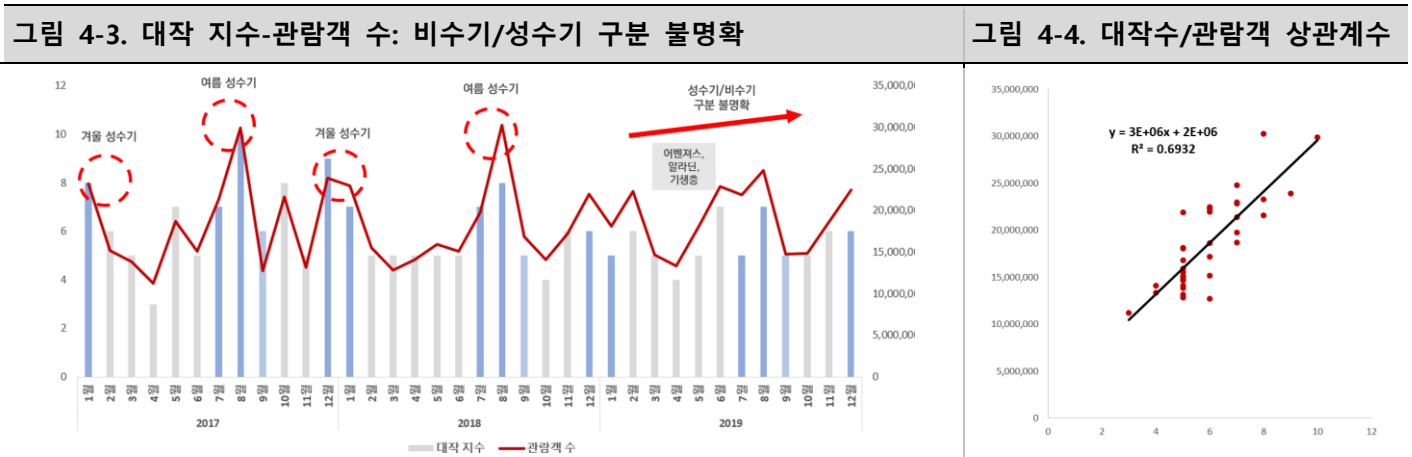
출처: 영화진흥위원회, SMIC 1팀

출처: 영화진흥위원회, SMIC 1팀

4.1.2. 지표와 동행하는 영화관람객수

영화관 수요가 21-22년도에 회복세로 접어들지 예측하기 앞서, 1) 대작 개봉수, 그리고 2) 멀티플렉스 traffic 지수가 실제로 영화 관람객 지수와 연동된다는 것을 검증하고자 한다.

1) 대작과 비수기/성수기, 관람객수 상관관계



출처: 영화진흥위원회, SMIC 1팀

출처: 영화진흥위원회, SMIC 1팀

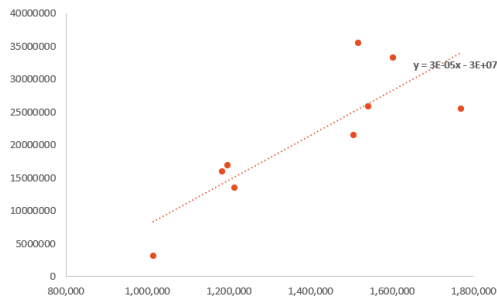
[그림 4-3.]와 [그림 4-4.]에서 확인할 수 있듯, 2017-2019년도 사이 **대작 지수와 관람객 수는 연동되어 움직인다**. 일반적으로 성수기는 1월(설날), 7-9월(여름방학, 추석), 12월(연말)로, 그 외가 비수기(4월, 10월)로 여겨진다. 이때, [그림 4-3.]에서 주목해야 할 점은 2019년에 성수기에 유의미하게 관람객 수가 오르지 않고, 비수기 실적이 올라왔다는 것이다. 이는 비수기인 3-5월에 <캡틴 마블>, <어벤저스:엔드게임>, <알라딘>, <기생충> 등 굵직한 대작들이 관람객 수를 받쳐주었기 때문이다.

**관람객 수
대작 수 직결**

따라서, 비수기/성수기가 무효한 것은 아니나, **개봉 대작에 대한 기대감이 보다 중요한 Key Driver임을 확인할 수 있다.** (이때, 대작 지수는 개봉시점과 누적 관객수를 고려하여 산정한 것으로, 매출 기준 해당 년도 Top 10 안에 드는 대작들은 Multiple을 부여하였다.)

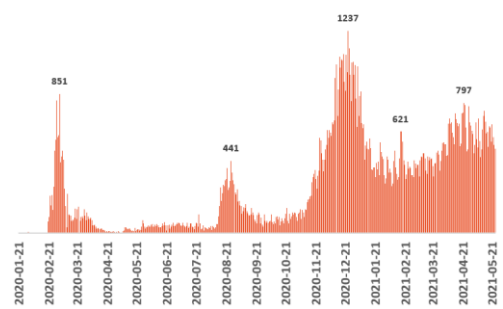
2) 멀티플렉스 traffic/영화관 관람객 상관관계와 COVID-19

그림 4-5. 신세계 매출/영화관 관람객 상관관계



출처: 신세계 사업보고서, 영화진흥위원회, SMIC 1팀

그림 4-6. 대한민국 일일 COVID-19 확진자 추이



출처: Our World in Data, SMIC 1팀

**멀티플렉스traffic
관람객 수와
정적 상관관계**

멀티플렉스 매출과 전체 영화관 관람객 수 사이의 정적 상관관계를 [그림 4-5]에서 확인할 수 있다. 영화를 보기 위해 극장을 가는 것이 아닌, 극장에 가기 위해 영화를 보는 한국시장 특성상 멀티플렉스의 traffic증가가 곧 영화관람객 증가로 이어지기 때문이다.

**백신 접종률 ↑
→ 관람객 수 회복**

그러나 COVID-19 확산 이후 실외에서의 여가생활을 자제하자는 사회적 분위기가 형성되면서 멀티플렉스의 traffic이 줄었다. 따라서 백신 접종률이 높아짐에 따라, ‘극장 나들이’를 하는 소비자들이 돌아온다면 영화 관람객 역시 상당 부분 회복할 가능성이 높다. 따라서, 백신 접종률은 현재의 낮은 영화관 관람객 수를 COVID-19 발생 이전 정상 수치로 되돌릴 수 있는 Key Driver이다.

4.2. Key Driver, 질주할 시동중!

**본격적인
Turn-Around
시점**

앞의 논리에 따라, 본 보고서에서는 영화관 회복에 유의미한 지표로 1) 대작 수와 2) 백신 접종 속도라고 판단하였다. 향후, **백신 접종율이 가속화되고, 미루어졌던 한국/Hollywood 대작들이 개봉되며 동사 Mega Box의 실적도 2021-2022년에 걸쳐 Turn-Around 할 것이다.**

4.2.1. 21년도말이면 집단면역 달성!

**2021년 집단면역?
실현 가능??**

정부는 2021년 11월까지 COVID-19 집단면역을 이루기 위한 계획을 수립했다. 이론적으로 전 국민의 70% 이상이 접종을 완료하면 집단면역을 달성할 수 있다. 구체적인 계획은 2분기 1차 접종 1300만 명, 3분기 내 1차 접종 3600만명, 11월까지 접종률 70% 달성이다. 과연 정부의 이 시간표는 실현가능한 일정일까?

4.2.1.1. 집단면역 현실화 가능성

1) 백신은 충분!

우선 2021년 내 집단면역 가능성을 판단하기 위해 **백신 보유 물량을 고려해야** 한다. 한국은 현재 총 1억 9200만 분량의 백신 계약이 체결되어 있다. 현재까지 1,081회 분의 백신이 도입되었고 6월말까지 추가적으로 757만회 정도의 백신이 추가적으로 공급될 예정이다. 3·4분기에 순차적으로 도입될 백신 물량이 각각 8천만과 9천만 정도라는 점을 고려하면, **접종률 70% 달성을 위한 백신 물량은 충분한 것으로 보인다.**

2) 일일 접종 가능 인원 > 100만

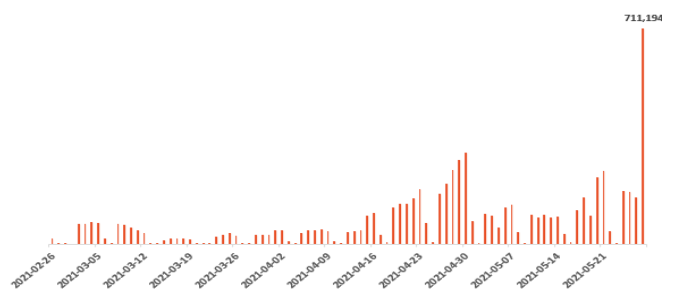
두번째는 **백신 접종 가능인원**이다. 5/27 기준 신규 백신 접종자 수만 71만명이 넘는다. 백신 접종 확대를 위해 정부가 예방접종센터와 위탁의료기관 가동 수를 늘리면서 **현재 하루 최대 100만명 이상 접종이 가능하다.** 따라서 산술적으로는 전 국민의 70%가 백신을 맞을 때까지 37일 밖에 걸리지 않는다.

그림 4-7. COVID-19 백신 보유 물량 (단위: 만 회분)

백신 종류	계약 물량	도입 완료	추가 도입 예정		
			2분기	3분기	4분기
코백스	AZ	2000	126.7	83.5	
	PF		41.4	-	
AZ	2000	537.6	342.8	8000	9000
PF	6600	375	325		
모더나	4000				
노바백스	4000	-	271		
얀센	600				
합계	19200	1081	757	8000	9000
누적	-	1081	1838	10000	19000

출처: 질병관리청, SMIC 1팀

그림 4-8. 일일 COVID-19 백신 접종자 수



출처: 질병관리청, SMIC 1팀

3) 백신 거부감 ↓

현재 백신 접종 확대에 있어 가장 큰 장애물은 **백신에 대한 거부감**이다. 그러나 백신 접종 초기에 비해 현재 백신에 대한 공포는 **상당히 완화**됐다. 백신 접종 대상군의 높은 사전 예약율과 잔여 백신 예약에 대한 뜨거운 관심이 이를 방증한다. 특히 정부가 백신 접종을 완료한 사람에게 마스크와 모임 제한이 해제한다는 지침을 발표하자 백신 접종 거부율이 높았던 20·30대가 백신 접종에 적극적으로 변하고 있다.

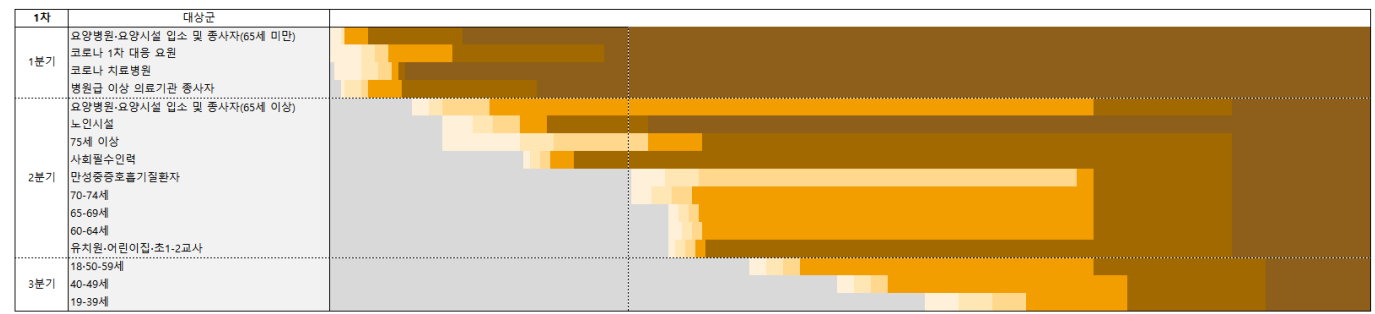
4.2.1.2. 백신 접종률 추정

집단면역 달성 시점 추정

앞서 확인했듯, 집단면역 달성을 위한 기본적인 준비가 끝났다. 이제, 아래의 가정에 따라 백신 접종 추이와 **집단면역 달성 시점을 구체적으로 추정**해 보았다.

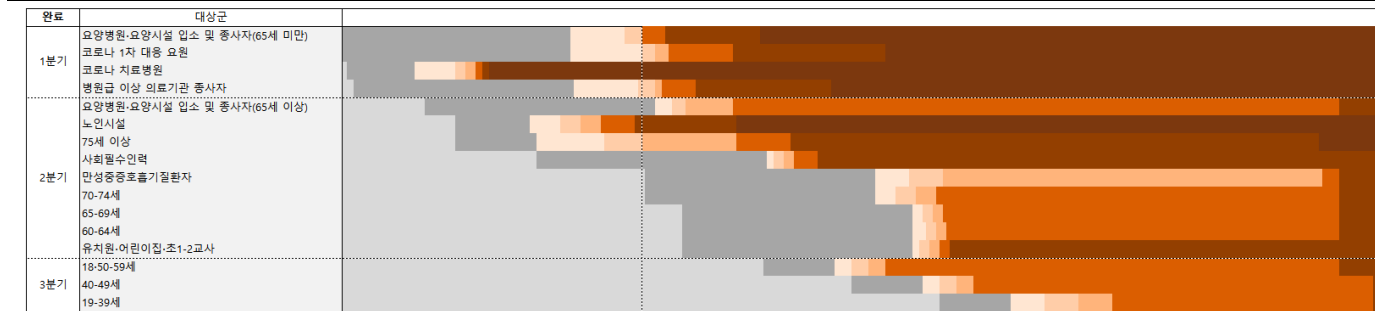
1. 과거 자료를 토대로, 아스트라제네카는 1차 접종 시작 후 68일이 지난 시점부터, 화이자는 21일이 지난 시점부터 2차 접종이 시작된다고 가정한다.
2. 사전 예약 시스템이 도입됐기 때문에 대상군별 백신 접종률은 일정하다고 가정한다.
3. 2차 접종 예약시스템과 과거 자료를 토대로 2차 접종 추이는 1차 추이와 유사하다고 가정한다.
4. 화이자의 계약 물량이 아스트라제네카보다 3배 이상 많지만, 1·2분기 접종 대상군의 대부분은 아스트라제네카를 접종 받았기 때문에 3분기 접종 대상군인 19·49세는 모두 화이자를 접종한다고 가정한다.

그림 4-9. COVID-19 백신 1차 접종 추이 추정



출처: 질병관리청, SMIC 1팀

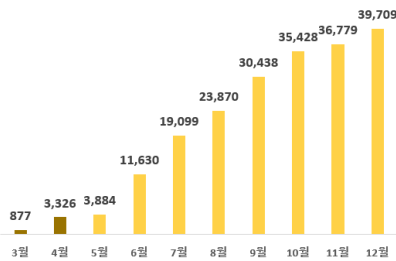
그림 4-10. COVID-19 백신 접종 완료 추이 추정



출처: 질병관리청, SMIC 1팀

[그림4-9], [그림4-10]을 기반으로 추정한 월별 COVID-19 백신 접종률은 아래와 같다. 결론적으로 2021년 12월이면 집단면역 달성이 가능할 것으로 전망한다.

그림 4-11. COVID-19 백신 1차 접종 인원 추정



출처: 중앙방역대책본부, SMIC 1팀

그림 4-12. COVID-19 백신 접종 완료율 추정



출처: 질병관리청, SMIC 1팀

4.2.2. 대작들이 번호표 뽑고 줄 서 있다!

관객 모을 화제작 부재했던 2020년

2020년은 COVID-19 장기화 탓에 영화관이 위기를 맞으며 국내 투자배급사들은 개봉 스케줄을 일제히 재정비했다. 한국, Hollywood 텐트폴들은 개봉이 연기되었고, 그럼에도 개봉을 강행한 영화는 어쩔 수 없이 저조한 관객 동원수를 감내해야 했다. COVID-19로 영화관을 가기도 어려웠으나, 무엇보다 불만한 영화들이 없었던 것이다.

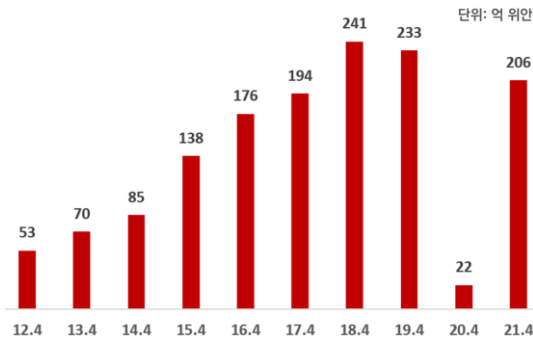
하지만, 21년 하반기부터는 다르다. 중국을 선두로 전세계 영화시장이 COVID-19로부터 회복하며, 21년에는 1-2년 이상 미루어졌던 Hollywood 개봉작들이, 22년에는 한국 대작들까지 합세하여 쏟아져 나올 것이기 때문이다.

4.2.2.1. 중국은 이미 역대 최고 수준의 BO 달성

중국 이미 21.1월 Turn-Around

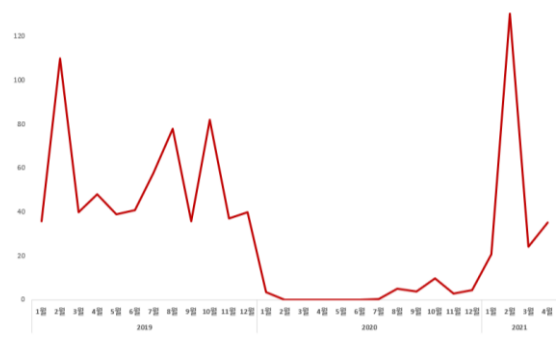
중국 영화시장은 이미 가파르게 회복하고 있다. 중국은 20년 2~6월 일시적 폐쇄 후, 7월 부터 영화관 영업을 부분 재개한 이래, 빠르게 회복세를 보이며 21년 1월 영화 매출이 33억 위안(YoY +49%)을 기록하였다. 심지어 1Q 매출은 181억 위안으로 역대 최고 수준을 달성하였는데, 이는 중국 영화 비중이 현재 91%(과거 평균 60%)라는 점을 감안하면 역대급 수치이다. 따라서, 앞서 추정 한 바와 같이, **올해 말까지 집단면역을 달성한다면, 한국 시장의 박스오피스도 충분히 반등할 수 있을 것이다.**

그림 4-13. 중국 4월 누적 박스오피스 매출 비교



출처: www.endata.com,cn, SMIC 1팀

그림 4-14. 중국 박스오피스 매출 추이



출처: the_numbers, SMIC 1팀

세계 영화시장1위 중국 회복 →Hollywood 대작 개봉 가능성

중국의 회복 사례는 단순히 한국 영화 시장도 회복할 수 있다는 사례지표이기 때문에 의미 있는 것이 아니다. **전세계 영화 시장 1위인 중국의 박스오피스 매출 회복은 곧, Hollywood 대작들 개봉이 앞당겨질 가능성이 있다는 것을 의미한다.**

Hollywood 대작의 경우, 평균 제작비가 2.2천억원에, 글로벌 BEP는 1.3조원에 달한다. 거기다, 개봉이 연기되면 배급사들은 수백억 원의 이자비용을 지불해야 하는 구조인 탓에, 전세계 박스오피스 기준 매출 1조원가량이 회수 가능하다고 여겨지면, 개봉을 앞당길 것이다. 즉, **중국 박스오피스 회복은 곧 Hollywood 대작 상영을 시사한다.**

4.2.2.2. 못 간게 아니라, 볼 게 없어서 안 간거라고!

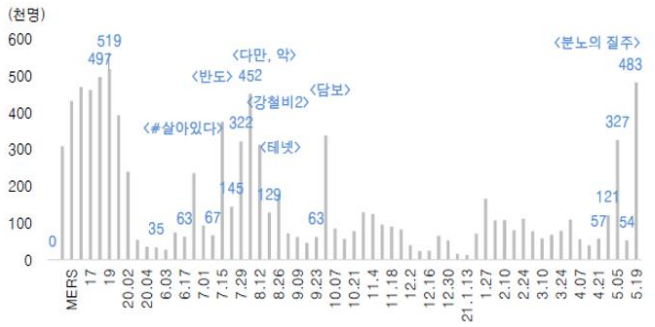
그렇다면, 한국의 개봉 스케줄은 어떨까? 역학 통제가 안정화되면 영화 수요는 회복할까?

1) 대작 영화 관람 수요가 건재하다는 것을 보여준 <분노의 질주>

볼거리만 있다면 극장은 찾는다!

한국 대작 영화에 대한 수요는 건재하다. 이는 개봉 첫날 관객 수를 통해 확인할 수 있다. COVID-19가 아직 기세를 떨치던 20년 7월 당시 <반도>가 38만명, <다만, 악에서 구하소서>는 45만명을 개봉일에 달성하였다. 더불어, 팬데믹 이후 등장하게 된 제대로 된 블록버스터 대작 <분노의 질주: 더 얼티메이트>는 **개봉일 약 48만명의 관객을 모았다. 19년 수요일 개봉 영화의 평균 관객 동원수인 52만명의 약 90% 수준까지 회복한 것이다.** 누적 관람객 수만 따지면, 팬데믹으로부터 정상화되기까지는 아직 시간이 걸릴 듯 하나, 볼거리가 풍부한 대작만 있다면, **극장 수요는 확실히 존재한다는 것에 대한 반증이다.**

그림 4-15. 주요 개봉작 첫날 관객수 80%까지 회복!



출처: 대신증권

그림 4-16. 21년 3월부터 주간 관객수 반등



출처: 대신 증권 Research Center

2) Hollywood 영화 개봉작이 즐비!

외화 대작 영화
공급도 ↑

2019년 국내 총 영화 관람객수는 2.2억명 가운데 외화 관객이 약 48.7%에 달했으며, 2018년 Marvel 영화 관람객만 총 1억명을 넘었다. 즉, 한국 시장에서 외화 대작 없이는 실적을 내기가 사실상 불가능한 구조라는 것이다. 이러한 상황에서 앞으로 이미 수차례 개봉이 연기된 Hollywood 대작들이 대거 개봉하며 콘텐츠 절벽이 해소될 전망이다.

Hollywood 대작
하반기부터 대거
출동

Hollywood 대작들이 개봉할 수밖에 없는 근거는 다음과 같다. 우선, 앞서 설명하였듯, 외화 대작들은 연기 개봉 시 수백 억원 수준의 이자 비용을 내야 하기 때문에, “글로벌 박스오피스 기준” 매출 1조원 수준을 넘길 시 제작비 회수를 위해 빠르게 개봉을 할 것이다. 미국의 백신접종률도 이미 40%를 돌파하였으며, 중국 수요도 회복하는 것으로 보아, 올해 여름 시즌 7월을 기점으로 외화 대작이 본격 증가하는 것은 당연한 수순이다.

그림 4-17. 2021년 주요 개봉 예정작 타임라인

개봉일	작품명	배급사
6월 3일	컨저링 3	Warner Brothers
6월 16일	콰이어트 플레이스 2	UPI
6월 18일	루카	Disney
6월 23일	발신제한	CJ ENM
6월 23일	킬러의 보디가드 2	TCO
7월 8일	블랙 위도우	Disney
7월 15일	스페이스 잼: 새로운 시대	Warner Brothers
7월 21일	신데렐라	Sony
7월 21일	스피릿 연대임드	UPI
7월 22일	스네이크 아이즈: 지 아이 조 오리진	롯데
7월 29일	정글 크루즈	Disney
8월 5일	더 주여사이드 스워드	Warner Brothers
8월 11일	몬스터 호텔: 뒤바뀐 세계	Sony
8월 11일	프리 가이	Disney
8월 26일	비틀즈: 썬 벡	Disney
8월 미정	모가나슈	롯데
9월 3일	상치 엔드 더 레전드 오브 더 텀 링즈	Disney
9월 15일	보스 베이비 2	UPI
9월 16일	배닝: 옛 데어 비 카니지	Sony
10월 1일	눈	Warner Brothers
10월 6일	007 노타임 투 다이	UPI
10월 14일	더 라스트 듀얼	Disney
11월 4일	고스트 버스터즈 라이즈	Sony
11월 5일	이터널스	Disney
11월 18일	탐간: 메버릭	롯데
11월 24일	구찌	UPI
12월 2일	레지던트 이블: 라쿤시티	Sony
12월 10일	웨스트 사이드 스토리	UPI
12월 16일	스파이더맨: 노 웨이 홈	Sony
12월 22일	매트릭스 4	Warner Brothers
12월 29일	킹스맨: 퍼스트 에이전트	Disney
12월 미정	연칸토: 마법의 세계	Disney
12월 미정	비상선언	쇼박스

출처: SMIC 1팀

불거리 풍부하고
많은 하반기

또한, 해외 개봉 예정작들은 말 그대로 '많고' '화려하다'. Marvel 영화의 경우에도 7월 <블랙 위도우>를 시작으로 2021년 하반기만 4편으로, 그 어느 때보다 많은 예정작들이 대기하고 있다. 거기에 연내로 <스파이더 맨 4>, <007 시리즈>, <킹스맨>, <이터널스>,

22년에는 <토르>, <블랙팬서>, <미션 임파서블 7> 등이 연달아 개봉한다. 따라서, **21년의 박스오피스 매출은 Hollywood 블록버스터 라인업이 견인할 것이다.**

한국 대작은 2022년 본격 개봉

한편, **2022년에는 연기된 한국 대작들까지 가세할 전망이다.** 21년 여름 성수기 시장에 해외 블록버스터들이 개봉하기 시작하며, 올 여름한국 텐트폴작들은 **경쟁**을 피할 것으로 보인다. 더불어, 한국 영화는 기본 영화 매출이 한국 시장에 국한되어 있어, 제작비 회수를 위해 **한국 영화 시장이 충분히 회복했다는 확신이 필요하다.** <서복>(36.8만명) 등 한국 영화들이 충분한 관객수를 동원하지 못한 탓에 한국 대작은 22년도 개봉을 전망한다.

21: Hollywood, 22: 한국영화 가세

따라서, **21년은 Hollywood 대작들이 이끌고, 22년에 COVID-19에서 벗어나며, <영웅>, <외계인>, <비상선언>, <해적> 등 한국 기대작들도 개봉할 것으로 전망한다.**

4.3. 미디어 시장의 구조적 변화, 영화 가망 있을까?

OTT에서만 영화 개봉? NO!

Key Driver인 멀티플렉스 traffic과 개봉 대작 수는 회복 국면으로 돌아섰다. 하지만 일각에서는 **COVID-19로 OTT 개봉을 택하는 영화들이 늘어나며, 영화 산업의 존속에 대해 의구심을 품고 있다.** 따라서 본 절에서는 영화관의 위치가 견고함을 증명하고자 한다.

4.3.1. OTT는 극장을 대체할 수 없다!

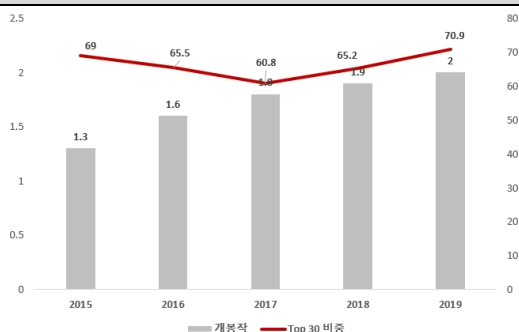
Q는 견고하다!

앞으로도 극장과 OTT 동시개봉을 할 수 있으나, OTT는 장시간 시청을 요하는 드라마와 구작영화를 중심으로, **영화관은 개봉작 상영을 중심으로 각자의 영역을 확보할 것이다.**

OTT, 현실적으로 영화 16편밖에 못 사! 수익성도 글썽

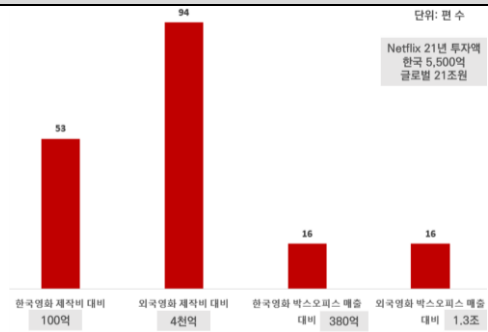
우선, **OTT에서 개봉작을 사들이기에는 현실적으로 한계가 있다.** Netflix은 21년 연간 21조원, 한국 콘텐츠 투자에 5,500억원을 집행할 것이라고 밝혔다. 단순히 제작비만 보면, 한국 영화 최대 60편, 글로벌 시장에서 약 4천억원 규모의 Marvel 영화 50편을 사들일 수 있다. 하지만, **박스오피스 매출 기준에서 보면, 한국영화는 약 16편(약 380억원), Hollywood 영화도 16편(약 1.3조원)밖에 못 산다.** 단지 국내외 대작 월 1편씩 시청하기 위해 OTT 구독료 약 월 1만원을 지불/가입하는 신규 구독자도 그리 많지 않을 것이다.

그림 4-18. Top 30의 관객수 비중 70%



출처: 영화진흥위원회, SMIC 1팀

그림 4-19. Netflix 콘텐츠 투자비 대비 구매가능 개봉작 수



출처: 대신 증권 Research Center, SMIC 1팀

OTT 개봉은 투자 배급사에게도 손해

그렇다면, **영화 배급사들 입장에서 OTT 개봉을 추진하는 것이 이득인가? 그렇지도 않다.** 한국영화는 총매출의 75%가 영화관 매출로, 전체 시장 규모는 연평균 2.2억명 규모이다. 전체의 약 70%를 차지하는 Top 30 기준, 한국영화는 약 450만명, 외국영화가 약

680만명 수준 매출을 벌어들인다. 거기다 한국은 부율(매출 55% 배급사)로 분배하기 때문에, 단순히 Production Fee를 받는 해외보다 흥행 성공 시 더 많은 수익을 올릴 수 있는 구조다. 만약, OTT 개봉을 한다면, 제작비는 회수할 수 있을 지 몰라도, 배급제작사는 계약금 외 1차, 2차(OTT IP 판권 구매) 시장 수익은 일체 지급받지 못하게 되는 것이다.

앞으로도 개봉작은 영화관에서!

따라서, OTT 투자액 기준 기대 매출에 상응하는 대가를 지불하는 것은 Netflix 수지에 안 맞으며, 배급사 입장에서 영화관 매출은 포기하기 어려운 승부처이다. 따라서, 당장 21년까지 OTT 동시개봉이 지속될지언정, 대작 개봉작들이 향후 영화관에서 상영되지 않고, OTT만을 통해서 공개될 가능성은 거의 없다.

4.3.2. P도 계속 오르고 있다!

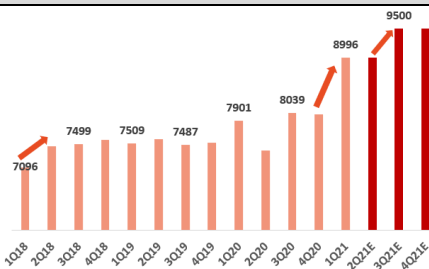
Mega Box ATP 인상 역사

현재 CGV, 롯데, Mega Box 등 전체 스크린의 97% 이상을 점유하는 업체들이 담합해 상영료를 올리는 구조다. 실제로 Mega Box는 17년부터 지금까지 영화관람료를 두 차례 인상했는데, 두 경우 모두 먼저 가격을 인상한 CGV를 뒤따라 같은 폭만큼 가격을 올렸다.

21년 관람료 인상 예정

21년 4월 CGV가 영화 관람료를 다시 한 번 인상했기 때문에 Mega Box 역시 곧이어 인상할 것으로 전망한다. 과거 데이터를 고려하면, 예상 시기는 7월 즈음으로, 인상 폭은 구조적으로 유사한 20년 12월 인상분 수준일 것이다. 더불어, 한국의 ATP는 GDP 대비 2.2bp, 글로벌 평균인 3.3bp 대비 매우 낮기에 티켓 인상이 유지될 것으로 보인다.

그림 4-20. ATP 증가 추이



출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

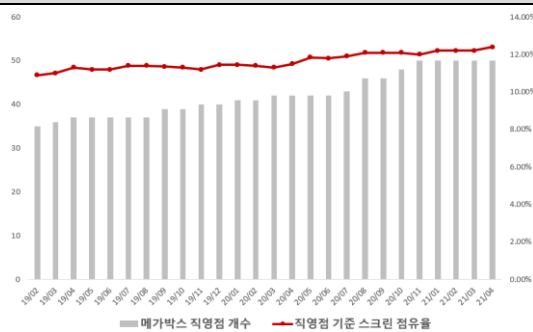
그림 4-21. Mega Box 영화 관람료 인상 비교

	2018년 4월	2020년 12월	2021년 7월(예측)
가격 인상 폭	1000원	1000~2000원 평균 1000원	1000~2000원 평균 1000원
청소년 요금 변경 여부	X	O	O
일반시간 대 외 변경 여부	X	O	O
Mega Box ATP 상승폭	423	987	987

출처: Mega Box, CGV, SMIC 1팀

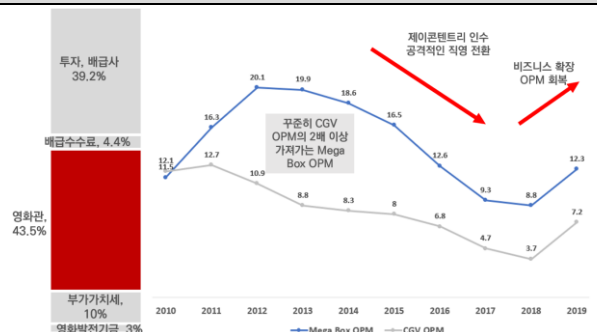
4.3.3. Mega Box, 회복세 그대로 이어받는다!

그림 4-22. Mega Box 직영점유율 증가/



출처: 동사 소개 자료, SMIC 1팀

그림 4-23. 국내 영화산업 배급 수입 구조/동사 OPM



출처: 동사 사업 보고서, SMIC 1팀

**Mega Box
점유율 24%**

백신 접종율의 가속화와 국내외 대작 개봉으로 영화관은 곧 정상화 될 것이며, OTT 강세 에도 불구하고 영화관의 지위는 견고할 것이다. 동사가 영위하는 Mega Box는 과점시장 에서 3대 영화관 체인(전체 점유율 24%, 직영 13%)으로, 진입장벽도 있어, 이 흐름을 그 대로 탈 것이다. 더불어 꾸준히 CGV 대비 2배 이상의 OPM 유지해왔던 터라, **영화관 수 요가 회복함에 따라 Mega Box는 동사의 안정적인 Cash Cow 역할을 할 것이다.**

4.4. Mega Box 매출 추정

Mega Box의 매출 추정은 투자포인트 2의 논리에 따라 아래의 순서로 진행하였다.

티켓 매출 Q 추정

1) 티켓매출 Q 추정: 21년은 월별 대작 수를 계산하여, 과거 3년 중 같은 대작수가 개봉 된 전국 월 관람객 평균을, 22년은 3년간의 전국 관람객 월별 최솟값 채택. 이렇게 구한 총 관람객에 일정하게 유지돼온 Mega Box 점유율을 곱해 관람객 추산. 추가로 COVID-19로 인한 De-rating 수치 곱하여 최종 Mega Box 월별 관람객 산출. 2021년은 백신 접 종률과 반비례한 De-rating을, 22년은 COVID-19의 영향력으로부터 완벽히 벗어나지 못할 가능성으로 10% 일괄 적용.

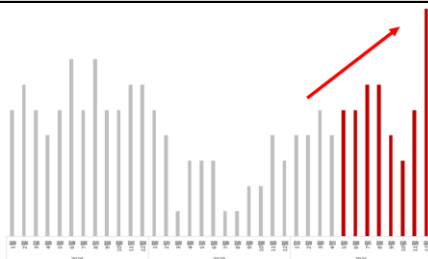
티켓 매출 P 추정

2) 티켓매출 P 선정: 21년 2분기까지는 낮은 관객수로 인해 특수관 비중이 높아져 ATP 8000원 유지. 3분기부터 관객수는 회복세이나, 영화관람료가 인상되므로 ATP 9500원. 이 후 ATP 변동 없음.

외 부문 매출 추정

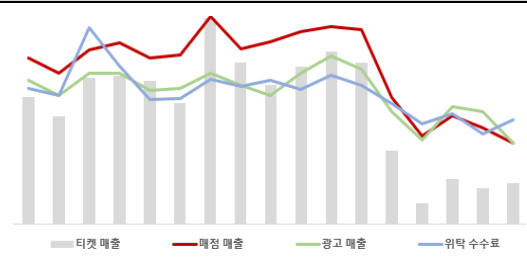
3) 티켓매출 외 매점, 광고, 위탁수수료 매출은 티켓매출과 상관관계가 있기 때문에 회귀 분석을 이용하여 계산. 배급투자매출은 3년 평균 이용. (구체적인 내용은 Valuation 참고)

그림 4-24. 2021년 대작 Index 추정



출처: 영화진흥위원회, SMIC 1팀

그림 4-25. 매점·광고·위탁수수료매출/티켓매출 상관관계



출처: SMIC 1팀

그림 4-26. Mega Box 매출 추정

(단위: 백만 원)

	2021												2022											
	1Q			2Q			3Q			4Q			1Q			2Q			3Q			4Q		
	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월			
전국 영화관 관람객 수	2,562,137	4,276,087	14,705,581	16,749,445	16,749,445	13,707,160	11,214,167	14,705,581	26,883,511	21,440,386	17,670,296	13,776,216	12,873,124	17,544,793	17,683,087	21,016,766	28,309,914	14,759,160	16,839,883	16,302,186	22,764,280			
메가박스 직영점 점유율	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%			
메가박스 영화관 관람객수	333,078	555,891	1,911,726	2,177,428	2,177,428	1,781,931	1,457,842	1,911,726	3,494,856	2,787,250	2,297,138	1,790,908	1,673,506	2,280,823	2,298,801	2,732,180	3,680,289	1,918,691	2,189,185	2,119,284	2,959,356			
COVID-19 Effect Discount Rate			62.0%	50.4%	43.1%	32.9%	25.2%	23.1%	18.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%			
최종 관람객 수	333,078	555,891	726,382	1,078,955	1,239,701	1,195,628	1,090,742	1,470,301	2,846,289	2,508,525	2,067,425	1,611,817	1,506,156	2,052,741	2,068,921	2,458,962	3,312,260	1,726,822	1,970,266	1,907,356	2,663,421			
ATP	8996	8996	8996	8996	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493			
%																								
최종 매출(백만 원)	2,996	5,001	6,535	10,243	11,768	11,350	10,354	13,958	27,020	23,813	19,626	15,301	14,298	19,487	19,640	23,343	31,443	16,393	18,704	18,107	25,284			
분기별 관람객	1,116,000	1,615,352		3,514,285			5,407,331			6,187,767			5,627,817			7,498,043			6,541,043					
분기별 매출(백만 원)	10,040	14,532		33,361			51,332			58,740			53,425			71,179			62,094					
	2021년 109,264												2021년 245,438											

출처: SMIC 1팀

5. Issue & Risk

5.1. JTBC스튜디오 IPO

JTBC스튜디오는 동사가 68%의 지분을 가지고 있는 동사의 자회사이다. JTBC스튜디오는 2020년 12월 29일 프랙시스캐피탈과 텐센트 출자법인인 Aceville Pte. Ltd.로부터 각각 3,000억 원과 1,000억 원의 자금을 유치했다는 공시를 냈다. 이는 **상장 전 지분투자(Pre-IPO) 명목**으로, JTBC스튜디오는 투자자들에게 3년 내지 5년 내 기업공개 하는 조건을 보장한 것으로 알려졌다.

이번 유상증자에서 신주 발행가액은 16,048원으로, JTBC스튜디오의 기업가치를 약 1.4조 원으로 인정한 것이다. JTBC스튜디오가 기대하던 기업가치 1.0조 원~1.2조 원을 상회하는 가치를 인정받은 것이다. 이번 증자로 인정받은 JTBC스튜디오 가치에 동사의 지분율을 곱하고 20%를 할인하여도 7,616억 원이다. 현재 동사의 시가총액이 8,684억 원임을 고려하면 JTBC스튜디오의 IPO는 동사 주가 상승의 모멘텀이 될 수 있을 것이다.

또한 1,000억 원을 증자한 Aceville은 텐센트가 출자한 법인으로, 중국 내 1위 OTT 플랫폼인 텐센트 비디오를 보유하고 있다. 텐센트 비디오는 게임 위주의 콘텐츠로 성장해 왔지만, 다른 부분의 콘텐츠에서 경쟁사 대비 열위에 있다. **드라마 제작 능력을 가진 동사와 OTT사인 텐센트는 훌륭한 시너지를 낼 것으로 기대된다.**

6. SOTP Valuation

6.1 Valuation 선정 논리

동사는 JTBC Studio로 대표되는 콘텐츠 제작 사업과 Megabox로 대표되는 극장 사업을 영위하고 있다. 보고서의 논리에 따르면, 콘텐츠 제작 사업 부문은 해외 OTT의 아시아 진출 경쟁 심화로 인한 평가 상승, 막대한 자본력을 바탕으로 한 콘텐츠 제작 수 증가를 통해 성장해 나갈 것이다. 극장 사업부문의 경우, 백신 접종의 가속화와 해외 대작들의 개봉으로 인해 과거 영광을 되찾을 것으로 예상된다. 이처럼 두 사업은 서로 다른 시장을 대상으로 하고, 향후 성장성 및 손익 구조가 상이하기에 SOTP Valuation Method를 통해 기업 가치를 산정하였다.

6.2 매출 추정

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
메가박스 부문	317,804	332,793	104,488	216,537	400,389
JTBC Studio 부문	134,979	161,941	207,887	306,824	432,558
기타 부문	58,496	35,437	51,485	51,485	51,485
매출액	511,279	530,171	363,860	574,846	884,432

Megabox	2021												2022												
	1Q	2Q			3Q			4Q			1Q	2Q			3Q			4Q							
	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월				
티켓 매출	10,040	2,996	5,001	6,535	10,243	11,768	11,350	10,354	13,958	27,020	20,128	16,862	14,218	12,455	17,651	16,771	21,966	27,529	14,128	15,633	14,612	24,376			
ATP(원)	8996	8996	8996	8996	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493	9493			
직영점 관람객(명)	1,116,000	333,078	555,891	726,382	1,078,955	1,239,701	1,195,628	1,090,742	1,470,301	2,846,289	2,120,326	1,776,223	1,497,777	1,312,058	1,859,331	1,766,682	2,313,870	2,899,976	1,488,227	1,646,817	1,539,244	2,567,746			
매점 매출	702	899	1,500	1,960	3,073	3,531	3,405	3,106	4,187	8,106	6,038	5,059	4,266	3,737	5,295	5,031	6,590	8,259	4,238	4,690	4,384	7,313			
광고 매출	775	2,308	2,645	2,903	3,435	3,678	3,612	3,453	4,027	6,106	5,009	4,489	4,068	3,788	4,614	4,474	5,301	6,187	4,054	4,293	4,131	5,685			
배급투자 매출	290	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466	466			
위탁 수수료 매출	3,807	2,989	3,245	3,441	3,846	4,031	3,981	3,860	4,296	5,878	5,044	4,648	4,328	4,114	4,744	4,637	5,266	5,940	4,317	4,499	4,376	5,558			
월별 극장총매출		9,659	12,857	15,305	21,063	23,475	22,814	21,240	26,934	47,576	36,686	31,524	27,346	24,560	32,770	31,380	39,589	48,382	27,203	29,582	27,968	43,398			
분기별 극장총매출	15,614	37,821			67,352			95,751			95,556			88,711			115,174			100,948					
		2021년 216,537												2022년 400,389											

JTBC Studio	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출	134,979	161,941	207,887	306,824	432,558
YoY%		20.0%	28.4%	47.6%	41.0%
제작원가	108,320	124,984	158,043	226,012	319,152
YoY%		15.4%	26.5%	43.0%	41.2%
작품 수	11	13	14	16	18
작품당 매출	12,271	12,457	14,849	18,516	23,444
작품당 제작원가	9,847	9,614	11,289	13,701	17,353
평균 리콥율	124.6%	129.6%	131.5%	135.1%	135.1%

JTBC Studio와 메가박스 매출 추정 논리는 앞선 투자포인트에서 설명하였다. 기타 매출은 영화 제작사, 영화 투자사, 콘텐츠 제작사, 콘텐츠 유통사로 구성되어 있다. 각 기업에 대한 자료가 공시되어 있지 않아, 기타 매출액 부분은 2020년 수준을 flat하게 적용하였다. 앞으로 동사의 영화, 콘텐츠 산업이 성장해감에 따라 자회사들도 수혜를 입을 것으로 예상되기에, 이는 오히려 보수적인 추정이다.

6.3 매출원가 추정

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	511,279	530,171	363,860	574,846	884,432
매출원가	273,805	297,251	236,205	343,012	502,204
매출원가율	53.6%	56.1%	64.9%	59.7%	56.8%

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
메가박스 부문	124,691	127,137	37,178	76,016	142,068
JTBC Studio 부문	108,320	124,984	158,043	226,012	319,152
기타 부문	40,794	45,130	40,984	40,984	40,984
합 계	273,805	297,251	236,205	343,012	502,204

6.3.1 메가박스 매출원가 추정 논리

메가박스 매출원가

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
재고자산변동	14,113	16,083	5,163	10,130	15,098
영화부금	85,933	92,051	25,966	52,294	104,469
광고매출원가	1,642	2,243	1,645	1,843	1,843
배급매출원가	1,936	0	3,300	1,745	1,745
기타매출원가	21,066	16,759	1,093	10,003	18,913
매출원가 합계	124,691	127,137	37,167	76,016	142,068

1. 코로나 19로 인한 영화 상영 감소로 기타매출원가, 재고자산의 비용이 크게 감소하였다. 2021년부터는 부분정상화, 2022년부터는 정상화될 것이라는 가정하에 2021년은 2020년과 2018~2019년의 평균값을 2022년은 2019~2019년 평균값을 활용하였다.

2. 영화부금의 경우, 동사의 티켓 판매가격과 관람객 수를 독립 변인으로 갖는 변수이다. 동사의 티켓 판매가격은 2021년의 경우 2019년 대비 23.5%, 2022년의 경우 2019년 대비 26.1% 상승할 것으로 예상된다. 관람객 수의 경우, 2021년 값의 경우 2019년 대비 46%, 2022년의 경우 2019년 대비 90% 수준으로 유지될 것으로 추정된다. 따라서 티켓 단가 상승분과 관람객 감소분을 곱한 값을 2019년 값에 곱해주어 추정해주었다.

3. 그 외의 값은 합리적인 추정이 어려워 3개년 평균값을 flat 처리하였다.

6.3.2 JTBC Studio 매출원가 추정 논리

JTBC Studio	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출	134,979	161,941	207,887	306,824	432,558
YoY%		20.0%	28.4%	47.6%	41.0%
제작원가	108,320	124,984	158,043	226,012	319,152
YoY%		15.4%	26.5%	43.0%	41.2%
작품 수	11	13	14	16	18
작품당 매출	12,271	12,457	14,849	18,516	23,444
작품당 제작원가	9,847	9,614	11,289	13,701	17,353
평균 리콥율	124.6%	129.6%	131.5%	135.1%	135.1%

JTBC Studio 제작원가 추정 논리는 투자포인트 1에서 설명하였다. 기타 항목 매출원가의 경우, 기타 항목에 대한 매출을 flat하게 추정만큼 기타 매출원가도 flat하다고 추정하였다.

6.4 판매관리비 추정

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
판매관리비 총액	202,729	199,086	184,460	230,640	296,250
메가박스 부문	166,132	166,663	135,485	167,974	212,664
JTBC Studio 부문	21,088	25,180	35,674	49,365	70,286
기타 부문	15,509	7,243	13,301	13,301	13,301

6.4.1 메가박스 판매관리비 추정 논리

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
합 계	166,132	166,663	135,485	167,974	212,664
합 계(상각비 제외)	120,326	120,006	85,681	115,972	158,304
급여	40,842	40,999	25,673	33,297	40,921
퇴직급여	2,039	2,752	2,418	2,407	2,396
복리후생비	5,664	6,157	5,368	5,639	5,910
교육훈련비	168	188	57	118	178
여비교통비	1,235	1,233	638	936	1,234
통신비	932	839	924	905	886
수도광열비	8,935	8,867	6,990	7,945	8,901
차량유지비	79	54	35	51	67
접대비	87	126	81	94	107
광고선전비	5,838	5,484	5,455	5,558	5,661
운반비	107	75	55	73	91
수선비	927	898	450	682	913
도서인쇄비	24	18	7	14	21
영업비	135	167	105	128	151
소모품비	3,856	3,226	1,894	2,717	3,541
세금과공과	717	767	1,032	887	742
임차료	20,194	19,533	16,289	18,076	19,863
보험료	255	249	314	283	252
지급수수료	27,039	27,211	17,369	35,296	65,263
감가상각비	45,069	45,798	48,615	50,492	52,440
무형자산상각비	737	859	1,189	1,511	1,919
조사연구비	220	247	120	177	234
대손상각비	12	-217	-3	-53	-102
행사비	300	318	37	173	309
회의비	625	687	348	502	656
잡비	7	7	3	5	7
시장조사비	87	120	23	63	104

1. 급여관련 항목(급여, 복리후생비), 교육훈련비, 여비교통비, 수도광열비, 차량유지비, 접대비, 운반비, 수선비, 도서인쇄비, 영업비, 소모품비, 세금과 공과, 임차료, 행사비, 회의비, 잡비, 시장조사비의 경우 앞서 논리에서 밝혔듯이 코로나 19로 인해 2020년 대폭 삭감되는 모습을 보였다. 영화 업계에 회복 속도에 따라, 이러한 비용들도 정상화될 것이라는 가정하에 2021년은 2020년과 2018~2019년의 평균값을 2022년은 2018~2019년 평균값을 활용하였다.

2. 지급수수료의 경우 매출액과 연동되는 모습을 보여, 2021년과 2022년에 매출액 대비 비율 평균 비율인 16.3%를 각 해에 곱해주었다.

3. 무형자산상각비와 감가상각비의 경우, 앞으로 메가박스의 저작물과 건물에 대한 투자가 확대되는 추세를 따라갈 것이라는 가정 하에 2018~2020년 CAGR를 곱해주어 향후 2년간 비용을 추정하였다.

6.4.2 JTBC Studio 판매관리비 추정 논리

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
판매관리비 총액	21,088	25,180	35,674	49,365	70,286
급여	3,585	4,945	6,600	8,956	12,152
상여	391	179	489	547	612
퇴직급여	354	528	762	1,118	1,640
복리후생비	1,150	1,182	1,910	2,461	3,172
운반비	46	44	53	48	48
통신비	94	114	153	195	248
신문도서비	14	10	6	10	10
여비교통비	598	693	336	542	542
영업비	274	379	257	303	303
차량유지비	2	4	18	8	8
소모품비	62	81	150	233	363
세금과공과	110	228	203	181	181
조사연구비	105	137	325	573	1,010
교육훈련비	75	78	36	63	63
행사비	-	-	41	41	41
회의비	328	342	436	369	369
광고선전비	2,556	3,412	2,953	2,974	2,974
감가상각비	255	318	761	1,315	2,270
무형자산상각비	934	240	36	403	403
대손상각비	34	-214	12	-56	-56
판매수수료	70	-	138	104	104
지급수수료	9,203	11,587	16,876	27,178	41,807
임차료	573	630	2,785	1,329	1,329
접대비	235	209	201	215	215
보험료	39	53	136	255	475
잡비	-	-	1	-	-

1. 급여, 상여, 퇴직급여, 복리후생비, 통신비, 소모품비, 조사연구비, 감가상각비, 보험료는 동사가 지닌 자금력을 바탕으로 사업을 확장해 나가며 계속해서 증가해 나갈 것으로 예상돼 3개년 CAGR 값을 곱해주어 추정하였다.

2. 지급수수료는 매출액 대비 비중이 매년 증가추세에 있는 것을 보아, 비중의 증가율 CAGR 값을 고려하여 그 값을 예상 매출액에 곱해주었다.

3. 잡비를 제외한 그 외의 항목은 합리적인 추정이 어려워, 3개년 평균값을 적용하였다.

4. 잡비는 '0'으로 flat 처리하였다.

기타부문의 경우, 6.3과 같은 방식으로 추정하였다.

6.5 금융손익

금융수익

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자수익	4,742	6,688	6,660	7,126	7,268
파생상품거래이익	37	2	-	-	-
합 계	4,779	6,690	6,660	7,126	7,268

금융비용

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자비용	8,236	14,387	23,631	25,994	26,514
파생상품거래손실	58	15	69,428	-	-
사채상환손실		1,401	-	-	-
합 계	8,294	15,803	93,059	25,994	26,514

1. 이자수익의 경우, 현금성자산과 금융기관 예치금의 규모와 유효이자율을 적용해 추정해 주었고, 이자비용의 경우, 장단기 차입금과 사채의 규모와 유효이자율을 적용하여 추정해주었다.

2. 기타 항목은 합리적인 추정이 어려워 '0'으로 flat처리하였다.

6.6 기타손익

기타수익

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유형자산처분이익	100	-	48	-	-
채무면제이익	-	0	0	-	-
당기손익공정가치측정금융부채평가이익	-	3,265	-	-	-
금융보증부채환입	1,183	310	-	-	-
외환차익	413	544	680	546	546
외화환산이익	0	74	27	34	34
매도가능금융자산처분이익	0	0	0	-	-
기타의대손충당금환입	0	-	41	-	-
리스조정이익	0	123	7	-	-
당기손익-공정가치측정금융자산평가이익	0	-	1,380	-	-
당기손익-공정가치측정금융자산처분이익	0	-	485	-	-
잡이익	10,355	2,231	4,528	5,705	5,705
기타유동자산손상차손환입	1,456	20	-	-	-
합 계	13,508	6,569	7,196	6,285	6,285

기타비용

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차손	49	253	1,123	475	475
기부금	852	314	100	422	422
유형자산처분손실	94	1,390	2,875	1,453	1,453
유형자산폐기손실	1,811	-	-	-	-
매도가능금융자산손상차손	-	-	-	-	-
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	621	2,758	5,088	2,822	2,822
당기손익-공정가치측정금융자산처분손실	0	-	94	-	-
투자자평가보수	-9	-	-	-	-
금융보증부채전입액	0	-	-	-	-
기타의대손상각비	99	4,460	174	1,578	1,578
외화환산손실	13	92	2,547	884	884
유형자산손상차손	0	371	-	-	-
무형자산손상차손	0	-	3,581	-	-
기타유동자산손상차손	0	-	-	-	-
당기손익공정가치측정금융부채평가손실	3,575	891	13,890	6,119	6,119
리스조정손실	0	-	128	-	-
잡손실	2,701	951	782	-	-
기타	657	-	-	-	-
기타조정항목	659	-	-	-	-
합 계	11,121	11,480	30,383	13,753	13,753

1. 외환 관련 손익, 기부금, 잡이익, 유형자산 관련 손익, 금융부채평가손실, 잡이익은 매년 꾸준한 값이 발생해 3개년치 평균값을 flat하게 추정해주었다.
2. 그 외 항목은 합리적인 추정이 어려워 '0'으로 flat 처리하였다.

6.6 유효법인세율 추정 논리

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
법인세비용차감전순이익(손실)	33,560	19,185	-169,251	-26,323	58,083
법인세비용	8,005	10,158	-20,859	-6,581	14,521
유효법인세율(%)	24%	53%	N/A	25%	25%

동사는 일시적 차이에서 비롯된 이연 법인세 자산을 2019년, 2020년 충분히 축적해 놓았다. 따라서, 2021년과 2022년에는 정상적인 과세세율인 25%를 받을 것으로 추정하였다.

6.7 사업부문별 영업가치 추정

6.7.1 메가박스 영업가치 및 Target Multiple 선정 논리

Megabox

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	317,804	332,793	104,488	216,537	400,389
yoy(%)		5%	-69%	107%	85%
매출원가	124,691	127,137	37,178	76,016	142,068
매출총이익	193,113	205,656	67,310	140,521	258,320
GPM(%)	60.8%	61.8%	64.4%	64.9%	64.5%
판매비와관리비(상각비 제외)	120,326	120,006	85,681	115,972	158,304
기타손익	-5,592	-10,813	-15,879	-1,494	-1,494
기타수익	11,208	2,303	4,404	3,106	3,106
기타비용	8,195	4,461	6,047	4,599	4,599
EBITDA	67,196	74,837	-34,251	23,055	98,522

메가박스 지분가치 (단위: 백만원)	733,718
2022E EBITDA (단위: 백만원)	98,522
Target EV/EBITDA	8.20
지분율 (%)	90.8%

한국 영화 산업은 2019년 최대 관람객 수를 기록하며, 역사적인 한 해를 보냈었다. 투자자들의 심리 속에는 과연 2022년이 2019년만큼의 흥행을 기록할 것인가에 대한 의문이 있다. 하지만 앞서 투자포인트에서 밝혔듯, 백신 접종의 속도는 빨라지고 있고 할리우드 대작들의 개봉이 다가오고 있는 상황이다. 또한, 이번 사이클은 코로나 19 특수로 인한 티켓 판매단가 상승까지 동반된다.

2022년 실적에 대한 우려는 하반기 할리우드 대작의 상영과 백신 접종 상승에 따른 매출 호조에 의해 해소될 것이라 추정한다. 요약하자면, 본 보고서에서는 2022년의 호황이 2019년의 호황 그 이상이 될 것이라 판단한다.

따라서, 2017년~2018년 CJ CGV 평균 EV/EBITDA 값인 10.3을 20% 할인한 값인 8.2를 Target Multiple로 제시한다. 할인의 이유는 1위 업체 대비 할인이다. 현재 영화 산업은 롯데시네마, 메가박스, CJ CGV 세 업체로 과점을 이루었고 MS 변화가 적다는 점에서 이는 무리한 추정이 아니라고 판단한다.

(*) 기타손익에 관련된 사항은 Appendix에 기재해 놓았다.

6.7.2 JTBC Studio 영업가치 및 Target Multiple 선정 논리

JTBC Studio

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	134,979	161,941	207,887	306,824	432,558
<i>yoy(%)</i>		20.0%	28.4%	47.6%	41.0%
매출원가	108,320	124,984	158,043	226,012	319,152
매출총이익	26,659	36,957	49,844	80,812	113,406
<i>GPM(%)</i>	19.8%	22.8%	24.0%	26.3%	26.2%
판매비와관리비	21,088	25,180	35,674	49,365	70,286
영업이익	5,572	11,777	14,170	31,447	43,121
<i>OPM(%)</i>	4.1%	7.3%	6.8%	10.2%	10.0%
법인세비용차감전순이익(손실)	5,572	11,777	14,170	31,447	43,121
법인세비용	1,362	3,067	3,753	7,862	10,780
NOPLAT	4,209	8,710	10,417	23,585	32,341

JTBC Studio 지분가치 (단위: 백만원)	771,686
2022E NOPLAT (단위: 백만원)	32,341
Target PER	44.00
지분율 (%) - 전환우선주 제외	54.2%

동사의 Target PER Multiple은 시장 1위 업체인 스튜디오 드래곤의 12M F Multiple인 55를 20% 할인한 44로 선정하였다. 이유는 다음과 같다.

JTBC Studio는 4천억의 신주 증자를 바탕으로, 막대한 자금력을 확보하게 되었다. 콘텐츠

제작사의 매출은 결국 자본과 이로 인한 리쿠플로 결정됨으로, 동사의 매출은 앞으로 상승가도를 달릴 것이다. 또한, 해외 OTT의 아시아 진출 경쟁이 치열해짐에 따라 동사 콘텐츠의 판매 단가와 경로도 다변화될 예정이다. 완벽한 상황인 것이다. 앞서 언급한 여러 사항과 동사의 막대한 자본금을 고려해보았을 때 할인율 20%는 무리한 추정이 아니라고 판단한다.

(*) 법인세 추정 논리는 Appendix에 기재해 놓았다.

6.8 순차입금 추정

순차입금 추정 (단위: 백만원)	
2021년 3월말 기준 차입금	793,422
차입금	649,193
리스부채(장기 리스부채 제외)	144,229
2021년 3월말 기준 현금 및 현금성자산	461,058
2022E 순차입금	332,364

동사가 2021년 3월 신주 유상증자를 통해, 4천억의 자본을 확대한만큼 향후 추가적인 차입은 없을 것이라고 가정하였다.

6.9 목표주가 산정

(단위: 백만원)	지분율	Valuation	EV	비고
영업자산				
메가박스중앙	90.8%	EV/EBITDA	733,718	
JTBC Studio	54.2%	P/E	771,686	전환우선주 제외 지분율
비영업자산				
지분법손익				
하우픽쳐스	33.0%	장부가액	1,386	지분율 적용 21Q1 기말 장부가액에 30% 할인
콘텐츠지움	35.0%	장부가액	2,539	지분율 적용 21Q1 기말 장부가액에 30% 할인
엔피오엔터테인먼트	28.0%	장부가액	1,612	지분율 적용 21Q1 기말 장부가액에 30% 할인
ATWATER WHIP SPV LP	30.0%	장부가액	4,251	지분율 적용 21Q1 기말 장부가액에 30% 할인
티빙		장부가액	4,200	지분율 적용 21Q1 기말 장부가액에 30% 할인
투자부동산	100.0%	장부가액	33,016	투자부동산 30% 할인
순차입금			332,364	
목표 시가총액			1,220,042	
유통주식수			16,385,071	
목표주가			74,500 (원)	
현재주가			53,000 (원)	
상승여력			41%	

이에 본 보고서의 논의를 종합하여, 목표주가 74,500원 현재주가 53,000원 대비 상승여력 41%, 투자의견 Buy를 제시합니다.

7. Appendix

7.1 Earning Table

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	511,279	530,171	363,860	574,846	884,432
yoy(%)	21.6%	3.7%	-31.4%	58.0%	53.9%
매출원가	273,805	297,251	236,205	343,012	502,204
매출총이익	237,475	232,920	127,654	231,834	382,227
GPM(%)	46.4%	43.9%	35.1%	40.3%	43.2%
판매비와관리비	202,729	199,086	184,460	230,640	296,250
영업이익(손실)	34,746	33,834	-56,806	1,194	85,977
OPM(%)	6.8%	6.4%	-15.6%	0.2%	9.7%
금융수익	4,779	6,690	6,660	7,126	7,268
금융원가	8,294	15,803	93,059	25,994	26,514
지분법이익	-59	-624	-2,858	-1,180	-1,180
기타이익	13,508	6,569	7,196	6,285	6,285
기타비용	11,121	11,480	30,383	13,753	13,753
법인세비용차감전순이익(손실)	33,560	19,185	-169,251	-26,323	58,083
법인세비용	8,005	10,158	-20,859	-6,581	14,521
계속영업이익(손실)	25,555	9,028	-148,392	-19,742	43,562
중단영업이익(손실)	-	1,602	-5,630	-	-
당기순이익(손실)	25,555	10,629	-154,022	-19,742	43,562

7.2 메가박스 기타손익

기타손익		(단위: 백만원)					
기타수익	2018	2019	2020	2021E	2022E		
외환차익	1	0	3	-	-	-	
당기손익-공정가치측정금융자산평가이익	373	-	485	-	-	-	
유형자산처분이익	100	-	47	-	-	-	
자산재평가이익	353	-	-	-	-	-	
기타유동자산손상환입	-	20	-	-	-	-	
리스조정이익	175	169	5	116	116	116	
잔이익	10,207	2,114	3,864	2,989	2,989	2,989	
기타비용	8,195	4,461	6,047	4,599	4,599	4,599	
기타의 대손상각비	529	1,544	-	-	-	-	
외환차손	4	1	17	8	8	8	
외화환산손실	-	-	5	-	-	-	
유형자산처분손실	94	-	-	-	-	-	
유형자산폐기손실	1,811	1,388	2,636	1,599	1,599	1,599	
유형자산손상차손	371	-	-	-	-	-	
사용권자산손상차손	1,239	-	-	-	-	-	
기부금	262	104	58	141	141	141	
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	716	1,048	2,659	1,475	1,475	1,475	
당기손익-공정가치측정금융자산처분손실	-	-	85	-	-	-	
리스조정손실	562	46	128	245	245	245	
잠손실	2,607	330	459	1,132	1,132	1,132	

7.3 JTBC Studio 유효법인세

(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
법인세비용차감전순이익(손실)	5,572	11,777	14,170	31,447	43,121
법인세비용	1,362	3,067	3,753	7,862	10,780
유효법인세율(%)	24.5%	26.0%	26.5%	25%	25%

Notice.

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