

제이콘텐트리 (036420)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

8,200

유지

현재주가

(18.10.12)

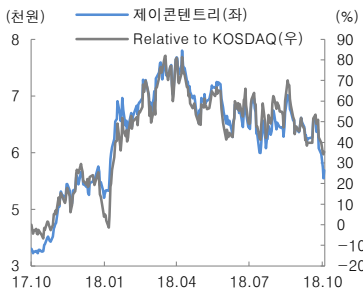
5,410

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	731.5
시가총액	779십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	72십억원
52주 최고/최저	8,054원 / 3,580원
120일 평균거래대금	120억원
외국인지분율	2.33%
주요주주	중앙홀딩스 외 1인 33.32% 국민연금 8.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.5	-19.9	-28.0	51.1
상대수익률	-5.7	-10.3	-13.2	37.7



극장도 웃고, 방송도 웃고

투자의견 매수(Buy), 목표주가 8,200원 유지

- 12M FWD EPS 294원에 PER 28배 적용('11년 이후 PER 평균 23배 대비 20% 프리미엄 적용). 메가박스의 성장 및 이익 개선이 나타나고, JTBC 흑자 전환 이후 드라마 투자가 더 활발해질 것으로 전망됨에 따라 프리미엄 적용. RM 기준 7,200원

극장도 웃고, 방송도 웃고

- 최근 주가 조정은 실적에 대한 우려가 반영되었지만, 분기 최대 실적이 전망되기 때문에, 과도한 주가 하락이라 판단. 추석 시즌 주요 한국 영화의 기대에 부응하지 못한 성과가 전반적인 극장가 부진으로 비춰졌고, 4Q18 JTBC의 기대작인 <뷰티 인사이드>가 전작들보다 낮은 2.9%로 시작했으며, 3Q18 TV 최대 화제작이었던 tN의 <미스터 션샤인>이 증명되면서 전반적으로 콘텐츠에 대한 기대도 낮아진 것이 주가 하락의 원인

- 영화. 추석 시즌에 개봉한 주요 한국 영화들의 성과가 좋지는 않았지만, 국내외 다양한 작품의 개봉과 연휴 효과로 3Q18 전체 관객수 +4.5% yoy, BO +11.5% yoy의 호황

- 메가박스. 지난 3년간 1천석 이상의 대형관을 7개 출점한 영향으로(28개 대비 15개 추가 출점, 1천석 이상 7개) 시장 이상의 성장을 보여주고 있는 중. 3Q18 메가박스 직영 관객수는 +16.8% yoy, BO는 +24.6%로 시장 성장의 두 배를 상회하는 성과 달성. 3Q18 매출 1,050억원, OP 178억원의 최고 실적 전망

- 방송. 주요 작품의 시청률은 주가에 단기적으로 영향을 줄 수 있지만, 작품 하나가 실적에 큰 영향을 미치는 것은 아님. 10/1 시작한 <뷰티 인사이드>는 2.9%로 시작했지만, 4회 4.3%로 빠르게 상승 중. 오히려, 처음으로 지상파와 직접 경쟁하는 21:30에 편성했음에도 불구하고, 동시간대 KBS2와 MBC 보다 높은 3위의 시청률은 고무적인 성과

- 방송. 전반적으로 JCon이 드라마에 대한 직접 투자를 시작한 2017년 이후 평균 시청률은 4.7%로 이전 2.4%의 두 배. 특히, 아직 중국과의 공식적인 관계 개선이 나타나기 전임에도 불구하고 JCon은 중국 온라인 플랫폼에 드라마 판매를 재개하였고, 성공적인 유증 이후 2019년 텐트폴 작품 2개 신규 제작 및 편성 확대(2018년 12편, 2019년 14편)로 방송 매출은 47% 성장한 2,400억원 전망

3Q18 Preview: 극장과 방송 모두 좋은 성과

- 매출 1,600억원(+37% yoy, +42% qoq), OP 203억원(+91% yoy, +145% qoq) 전망
- 메가박스는 역대 최고 실적, 방송도 국내외 판권 판매에 의한 호실적 전망. 판권은 무형자산으로 인식 후 1.5년 상각을 진행하지만, 향후 유통가능성을 감안하여 일부 작품의 경우 조기 상각을 진행하면서 비용이 증가하는 경우 발생. 오히려 장기 실적에는 긍정적

(단위: 십억원, %)

구분	3Q17	2Q18	3Q18(F)					4Q18		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	116	111	159	159	36.9	42.4	156	143	18.4	-9.5
영업이익	11	8	22	20	90.6	144.9	23	15	68.2	-28.6
순이익	-1	2	15	14	흑전	447.7	12	11	1,278.3	-22.3

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	335	420	523	523	0.0	516	25.4	24.4
영업이익	29	33	49	47	-3.3	50	15.2	41.2
순이익	19	6	32	31	-2.7	26	-66.5	386.4

자료: 제이콘텐트리, WSEF, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	335	420	523	617	699
영업이익	29	33	47	62	74
세전순이익	35	24	59	76	90
총당기순이익	22	11	45	57	67
지배지분순이익	19	6	31	44	52
EPS	169	56	246	304	360
PER	22.9	96.8	22.0	17.8	15.0
BPS	736	1,389	2,441	2,745	3,105
PBR	5.3	3.9	2.2	2.0	1.7
ROE	26.3	5.3	12.3	11.7	12.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy본부

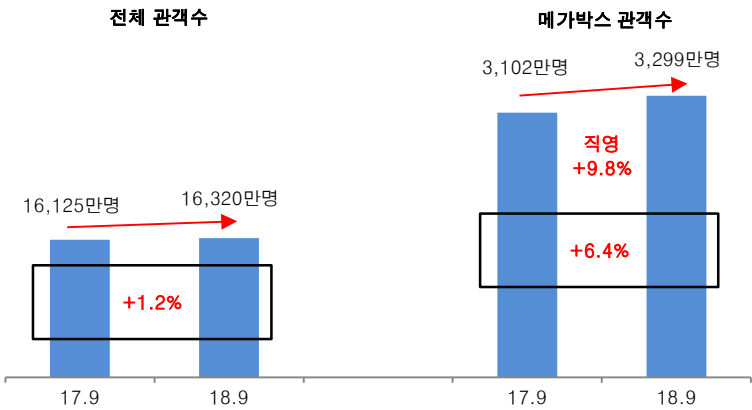
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	523	617	523	617	0.0	0.0
판매비와 관리비	216	265	216	265	0.0	0.0
영업이익	49	62	47	62	-3.3	0.0
영업이익률	9.3	10.0	9.0	10.0	-0.3	0.0
영업외손익	12	14	12	14	0.0	0.0
세전순이익	60	76	59	76	-2.7	0.0
지배지분순이익	32	44	31	44	-2.7	0.0
순이익률	6.2	7.1	6.0	7.1	-0.2	0.0
EPS(지배지분순이익)	252	304	246	304	-2.7	0.0

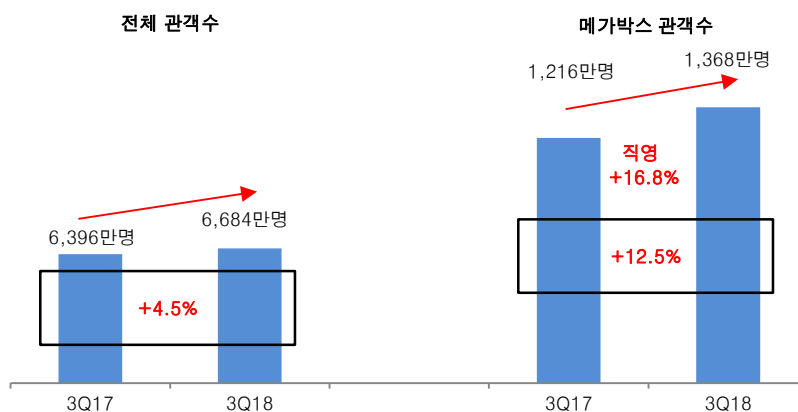
자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 18.9월 누적 관객수. 메가박스 직영 +9.8% yoy vs. 시장 전체 +1.2% yoy



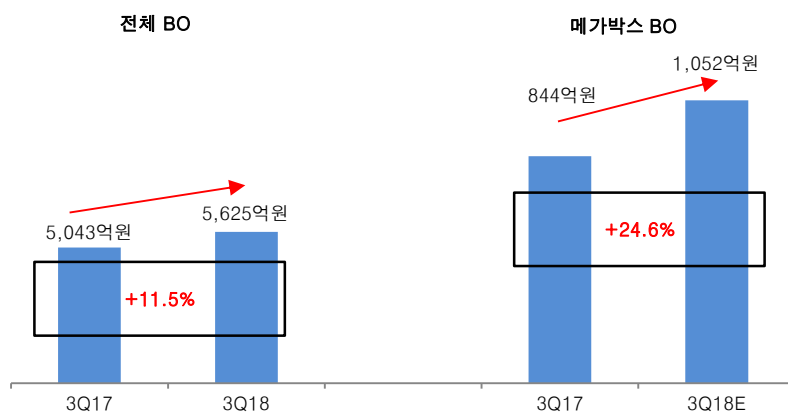
자료: JCon, 영화진흥위원회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 3Q18 관객수. 메가박스 직영 +16.8% yoy vs. 시장 전체 +4.5% yoy



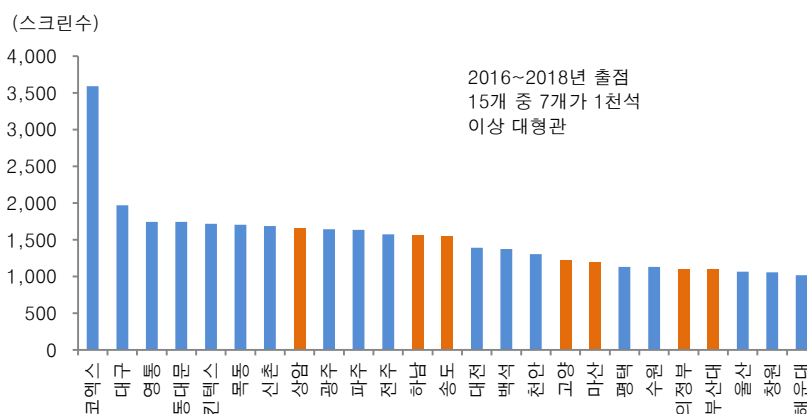
자료: JCon, 영화진흥위원회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 3Q18 BO. 메가박스 직영 +24.6% yoy vs. 시장 전체 +11.5% yoy



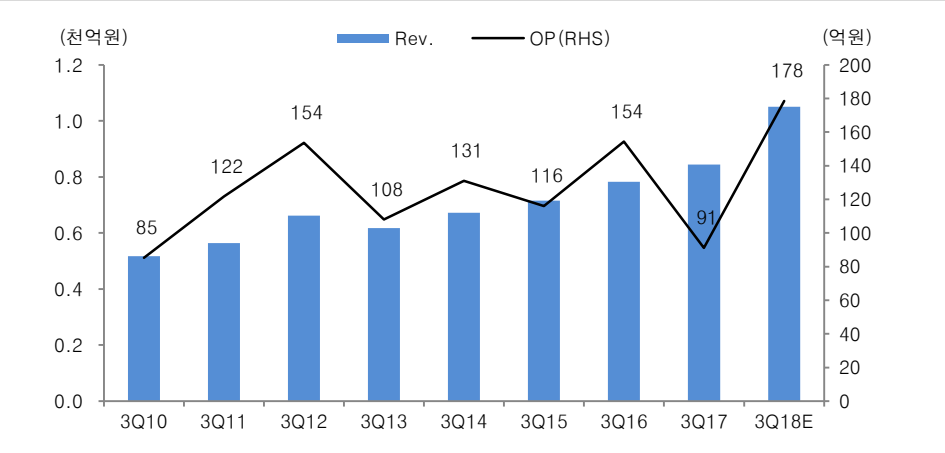
자료: JCon, 영화진흥위원회, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 2016년 이후 15개 직영점 출점 중 7개가 1천석 이상 대형관



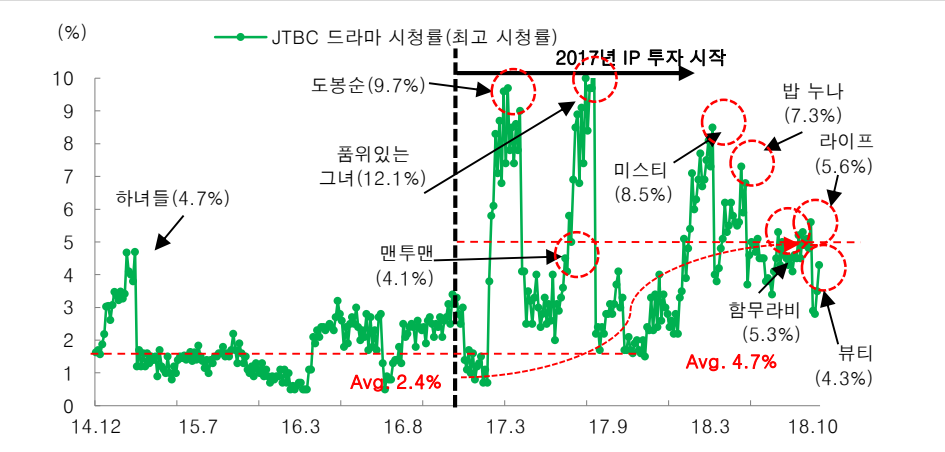
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 메가박스 3Q18 최대 실적 전망



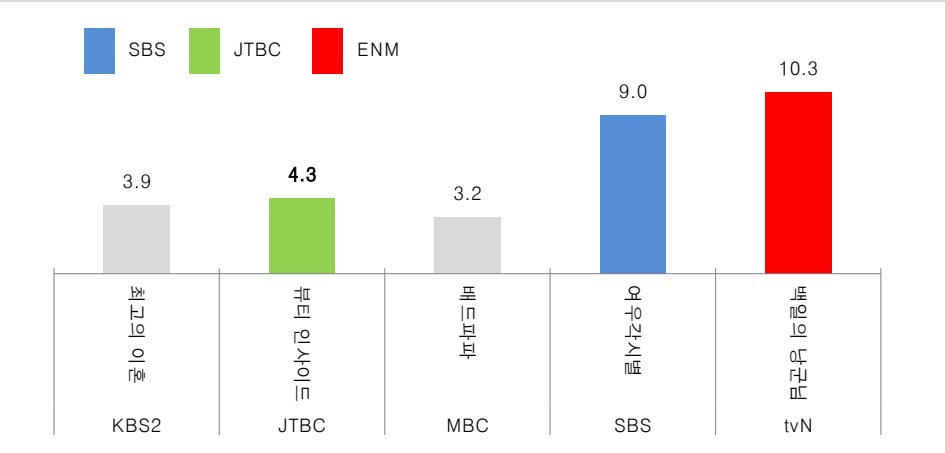
자료: 제이콘텐트리, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 2017년 IP 투자 시작 후 평균 시청률 2배



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. JTBC 월화 <뷰티 인사이드>, 동시간대 3위



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

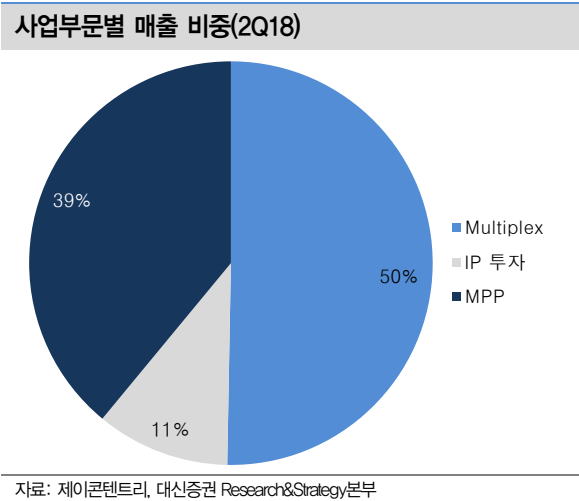
기업 및 주요 주주 현황

- 2017년 매출 4,203억원, 영업이익 333억원, 당기순이익 109억원
- 2Q18 기준 사업부문별 매출 비중 Multiplex 50%, MPP(드라마 제작 및 유통) 11%, IP 투자 39%
- 2Q18 기준 주요 주주는 중앙홀딩스 31.89%, 국민연금공단 7.3%

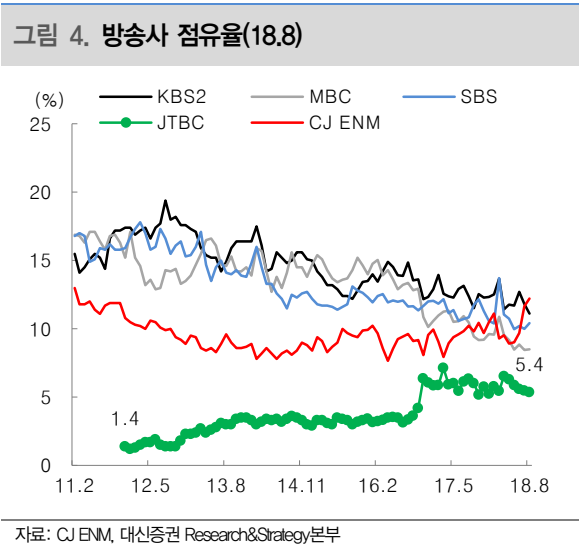
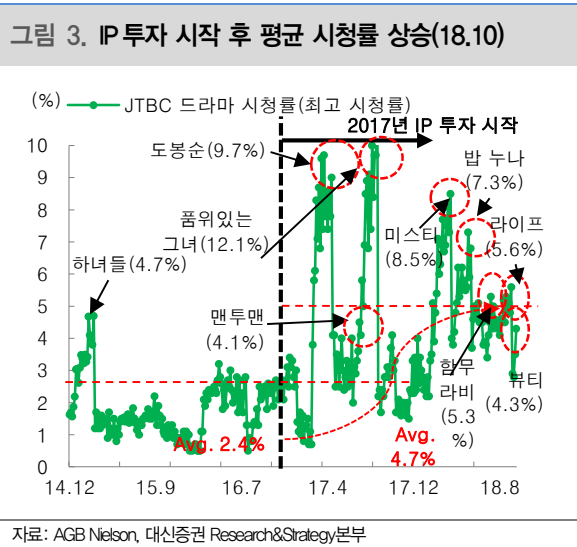
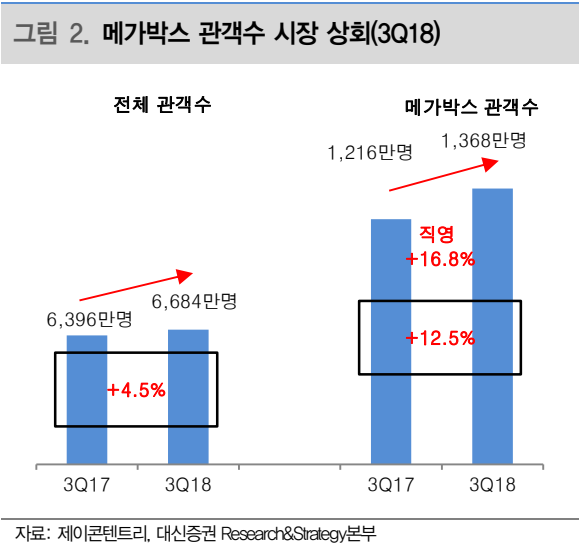
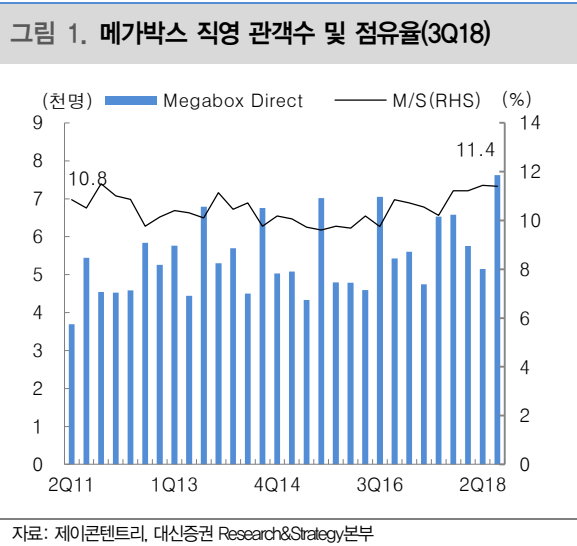
주가 코멘트

- 대규모 유상증자 발표 후에도 견조한 주가 흐름 보이는 중. JTBC 흑자 전환에 따른 드라마 편성 증대, 넷플릭스의 한국 콘텐츠 확대 분위기 속에서, 텐트폴 작품 포함한 드라마 라인업 확대를 위한 유상증자여서 주가가 긍정적으로 반응

자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy본부



2. Earnings Driver



주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)										(단위: 십억원, 원, %)
	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	31	44	52	58	65	73	82	92	103	115
- 2018~2027년 CAGR 16%, 연간 관객수 성장률 1%, 메가박스 점유율 연평균 0.5%p 상승 가정. 메가박스 매출 연평균 9.0% 성장, 2017년 OPM 9.6%, 2018년 이후 매년 OPM 1%p 개선 - 드라마 2018년 12편 제작, 2019년 14편 및 텐트폴 작품 2개 포함, 2020년 이후 매년 1편씩 추가 가정										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	352	395	447	506	552	604	656	715	781	855
추정ROE	12.3	11.7	12.3	11.5	11.8	12.1	12.5	12.8	13.1	13.4
III 필요수익률 ^(주3)	6.0									
무위험이자율 ^(주4)	2.3									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.92									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	6.3	5.7	6.3	5.5	5.8	6.1	6.5	6.8	7.1	7.4
V 필요수익	9	21	24	27	30	33	36	39	43	47
VI 잔여이익(Ⅰ-V)	22	23	28	31	35	40	46	52	60	68
현가계수	0.99	0.93	0.88	0.83	0.78	0.74	0.70	0.66	0.62	0.59
잔여이익의 현가	22	21	25	26	27	29	32	34	37	40
VII 잔여이익의 합계	294									
VIII 추정기간이후 현가	588									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	158									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,040									
총주식수(천주)	117,301									
XI 적정주당가치(원)	7,222									
현재가치(원)	5,410									
Potential (%)	33.5%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	335	420	523	617	699
매출원가	153	200	259	290	342
매출총이익	183	221	263	327	357
판매비와관리비	154	187	216	265	283
영업이익	29	33	47	62	74
영업이익률	8.6	7.9	9.0	10.0	10.6
EBITDA	43	59	66	82	94
영업외손익	6	-9	12	14	16
관계기업손익	7	0	3	3	2
금융수익	8	4	7	8	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9	-9	-7	-5	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-4	9	8	9
법인세비용차감전순이익	35	24	59	76	90
법인세비용	-9	-13	-14	-19	-22
계속사업순이익	26	11	45	57	67
중단사업순이익	-3	0	0	0	0
당기순이익	22	11	45	57	67
당기순이익률	6.7	2.6	8.5	9.2	9.6
비지배지분순이익	3	4	13	13	15
지배지분순이익	19	6	31	44	52
매도가능금융자산평가	2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	25	9	43	55	66
비지배지분포괄이익	3	4	13	13	15
지배지분포괄이익	22	5	30	42	51

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	169	56	246	304	360
PER	22.9	96.8	22.0	17.8	15.0
BPS	736	1,389	2,441	2,745	3,105
PBR	5.3	3.9	2.2	2.0	1.7
EBITDAPS	376	519	520	566	655
EV/EBITDA	16.6	14.4	12.7	9.9	8.2
SPS	2,938	3,685	4,103	4,281	4,853
PSR	1.3	1.5	1.3	1.3	1.1
CFPS	340	539	638	661	755
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	9.6	25.4	24.4	18.0	13.4
영업이익 증가율	-12.0	15.2	41.2	31.2	19.4
순이익 증가율	14.1	-51.4	309.7	27.4	18.5
수익성					
ROIC	7.7	4.5	10.0	12.3	14.2
ROA	5.8	5.5	6.0	7.0	8.4
ROE	26.3	5.3	12.3	11.7	12.3
안정성					
부채비율	340.1	180.8	109.5	81.1	73.7
순차입금비율	183.4	65.1	-4.2	-9.8	-16.2
이자보상배율	3.1	3.8	6.3	12.8	16.6

자료: 제이코넨트리, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	136	208	434	387	437
현금및현금성자산	55	49	260	199	237
매출채권 및 기타채권	47	85	100	114	126
재고자산	23	24	24	24	24
기타유동자산	10	50	50	50	50
비유동자산	414	454	464	470	474
유형자산	213	193	209	219	228
관계기업투자금	1	0	0	0	0
기타비유동자산	200	260	255	250	245
자산총계	550	662	899	856	911
유동부채	330	289	315	271	276
매입채무 및 기타채무	67	127	131	135	138
차입금	193	60	80	30	30
유동성채무	35	81	83	86	88
기타유동부채	34	20	20	20	20
비유동부채	96	138	155	113	110
차입금	59	94	112	69	67
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	36	43	43	43	43
부채총계	425	426	470	383	387
자배지분	84	158	352	395	447
자본금	57	57	72	72	72
자본잉여금	-51	14	161	161	161
이익잉여금	69	75	106	150	202
기타지분변동	9	12	12	12	12
비지배지분	41	77	77	77	77
자본총계	125	236	429	473	525
순차입금	229	153	-18	-47	-85

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	18	-4	48	62	74
당기순이익	22	11	45	57	67
비현금항목의 가감	16	51	37	38	41
감가상각비	14	26	19	20	21
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	5	24	17	18	21
자산부채의 증감	-5	-42	-18	-17	-16
기타현금흐름	-15	-23	-15	-16	-18
투자활동 현금흐름	-66	-75	-38	-33	-33
투자자산	10	-5	0	0	0
유형자산	-91	-33	-30	-25	-25
기타	15	-38	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	70	73	322	30	120
단기차입금	34	-133	20	-50	0
사채	35	59	20	-40	0
장기차입금	14	41	-3	-3	-3
유상증자	0	0	162	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-12	106	123	123	123
현금의 증감	23	-6	211	-62	38
기초 현금	33	55	49	260	199
기말 현금	55	49	260	199	237
NOPLAT	21	15	36	46	55
FCF	-57	7	25	41	51

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김희재)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

제이콘텐트리(036420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	18.10.15	18.07.20	18.07.01	18.05.14	18.02.13	17.10.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	8,200	8,200	7,800	8,600	7,100	6,200
과리율(평균.%)		(23.28)	(15.43)	(19.84)	2.01	(17.68)
과리율(최대/최소.%)		(13.78)	(10.36)	(14.00)	12.93	13.38

제시일자	17.04.16	16.10.16
투자의견	6개월 경과	Buy
목표주가	6,200	6,200
과리율(평균.%)	(38.93)	(39.77)
과리율(최대/최소.%)	(31.69)	(33.46)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181010)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	82.5%	15.3%	1.1%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상