

제이콘텐트리 (036420)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

8,200

유지

현재주가

4,650

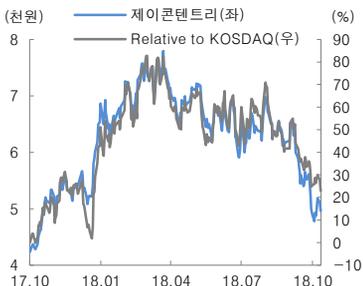
(18.11.06)

미디어업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	691.55
시가총액	670십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	72십억원
52주 최고/최저	8,054원 / 3,946원
120일 평균거래대금	113억원
외국인지분율	2.38%
주요주주	중앙홀딩스 외 1인 33.32% 국민연금 8.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.2	-24.9	-31.3	17.8
상대수익률	-11.8	-15.1	-15.0	19.9



MB가 끌어 준 최고 실적

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 8,200원 유지

- 12M FWD EPS 291원에 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 8,900원

3Q18 Review: 메가박스가 이끌어 준 역대 최고 실적

- 매출 1,600억원(+36% yoy, +41% qoq), OP 182억원(+71% yoy, +120% qoq) 달성
 - 당사 추정 영업이익 203억원에 소폭 미달한 이유는, 기존 드라마 판권에 대한 조기 상각을 진행하였기 때문. 드라마 판권은 무형자산으로 인식 후 1.5년 동안 상각하지만, 향후 유통가능성을 감안하여 일부 작품의 경우 조기 상각을 진행하면서 비용이 증가하는 경우 발생. 하지만, 오히려 장기 실적에는 긍정적
 - 메가박스 매출 1,000억원(+21% yoy, +58% qoq), OP 150억원(+48% yoy, +79% qoq) 달성. 처음으로 매출 1,000억원 돌파. OPM도 14.7%로 개선. '14년까지는 17% 수준을 유지했으나, '15년 하반기 이후 직영점을 15개 출점하면서(기존 28개 대비 53% 증가) 초기 비용 부담으로 OPM은 8% 수준까지 감소했으나, 투자비 회수되면서 마진 개선 중
 - 방송 매출 555억원(+49% yoy, -14% qoq), OP 33억원(+49% yoy, -50% qoq). 드라마 유행 슬롯 추가에 따른 방영권 및 <라이프> 넷플릭스 판매, <미스티> 중국 판매 등 유통 매출 증가에 따라 전년 동기 대비 큰 폭의 매출 증가. 판권 감액으로 이익은 감소

- '19년에는 수목 드라마 슬롯을 추가하면서 JTBC의 드라마 편성이 '18년 대비 2개 증가한 14개 전망. 또한, 성공적인 유상증자로 '19년 텐트폴 작품 2~3개가 제작될 예정이고, 연내 작품에 대한 윤곽이 드러날 것으로 전망
 - 드라마 편성 증가 반영한 2019년 방송 매출은 2,600억원(+44% yoy) 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q17	2Q18	3Q18				4Q18			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	116	111	159	157	35.6	41.1	152	131	8.0	-16.7
영업이익	11	8	20	18	70.9	119.6	21	14	61.2	-23.6
순이익	-1	2	14	10	흑전	291.3	11	10	1,235.9	5.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	335	420	509	608	687
영업이익	29	33	44	60	72
세전순이익	35	24	51	74	88
총당기순이익	22	11	39	56	66
지배지분순이익	19	6	27	43	51
EPS	169	56	213	298	354
PER	22.9	96.8	21.9	15.6	13.1
BPS	736	1,389	2,412	2,710	3,064
PBR	5.3	3.9	1.9	1.7	1.5
ROE	26.3	5.3	10.7	11.6	12.3

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

구분	2016	2017	2018(F)			Growth		
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	335	420	523	509	-2.7	506	25.4	21.0
영업이익	29	33	47	44	-5.7	48	15.2	33.1
순이익	19	6	31	27	-13.5	25	-66.5	320.9

자료: 제이콘텐트리, WSEF, 대신증권 Research&Strategy 본부

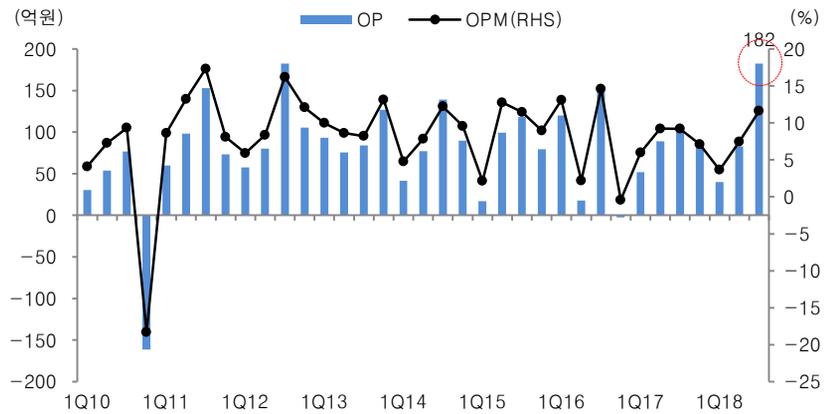
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	523	617	509	608	-2.7	-1.5
판매비와 관리비	216	265	212	262	-2.0	-1.1
영업이익	47	62	44	60	-5.7	-2.3
영업이익률	9.0	10.0	8.7	9.9	-0.3	-0.1
영업외손익	12	14	6	14	-44.3	0.0
세전순이익	59	76	51	74	-13.3	-1.8
지배지분순이익	31	44	27	43	-13.5	-1.8
순이익률	8.5	9.2	7.7	9.2	-0.8	0.0
EPS(지배지분순이익)	246	304	213	298	-13.5	-1.8

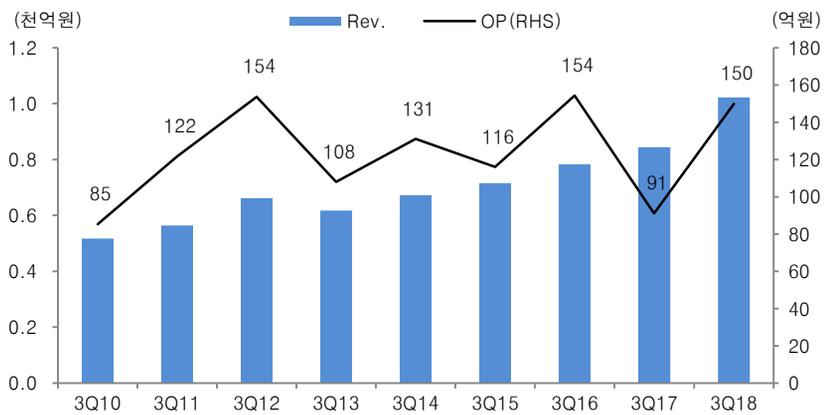
자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 역대 최고의 실적 달성. 3Q18 OP 182억원(+71% yoy, +120% qoq)



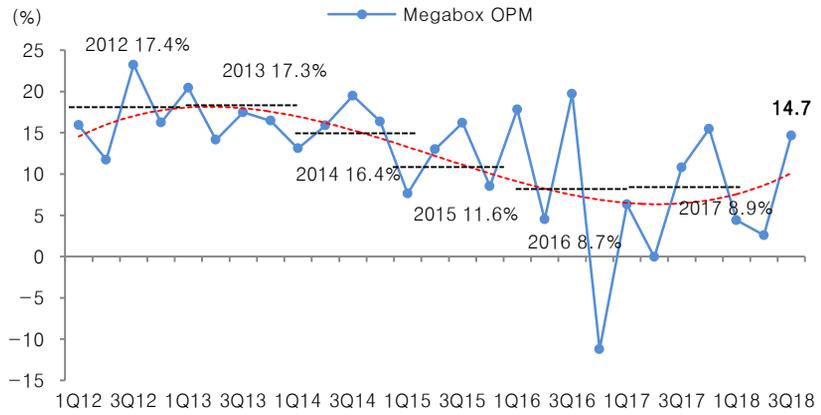
자료: JCon, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 2. 메가박스 3Q18 Rev. 1,022억원, OP 150억원. 처음으로 분기 매출 1천억원 돌파



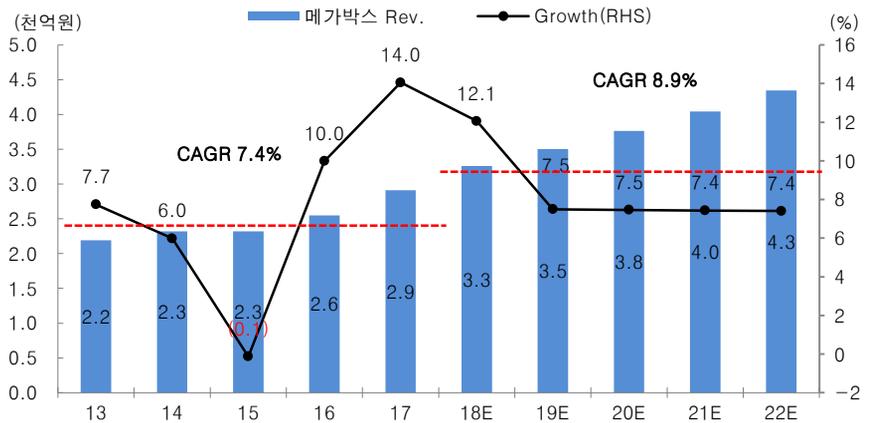
자료: JCon, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 수익성 관리하면서 메가박스 OPM도 개선 중



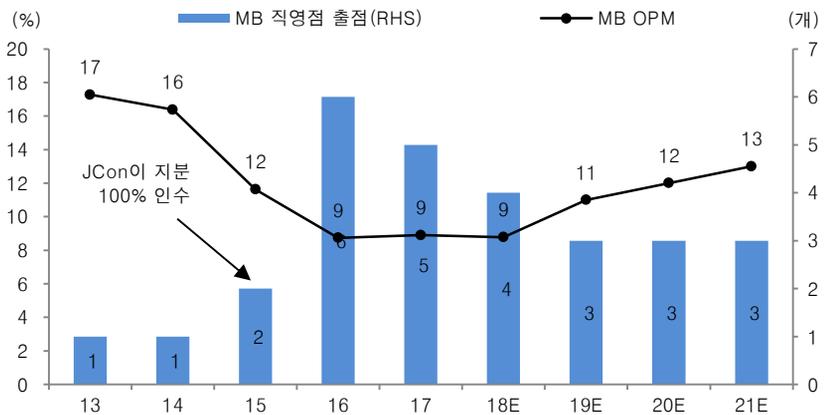
자료: JCon, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 메가박스, 향후 5년간 CAGR 8.9% 성장 전망



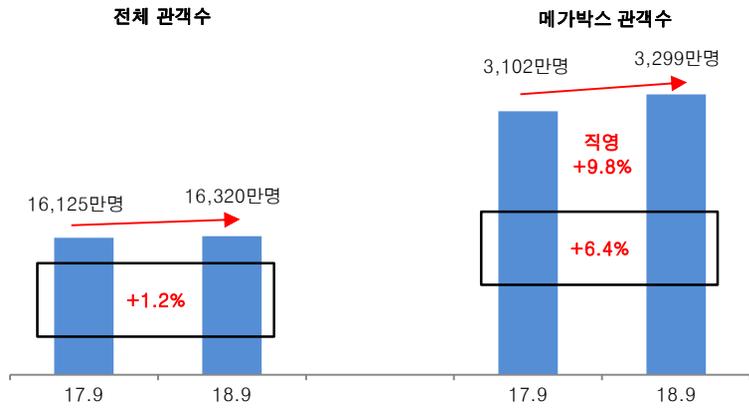
자료: JCon, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 메가박스, 출점 관리를 통해 수익성은 꾸준히 개선될 것으로 전망



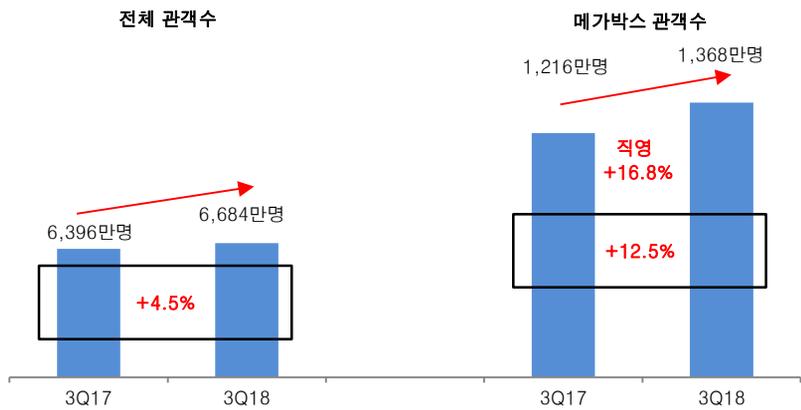
자료: JCon, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 18.9월 누적 관객수. 메가박스 직영 +9.8% yoy vs. 시장 전체 +1.2% yoy



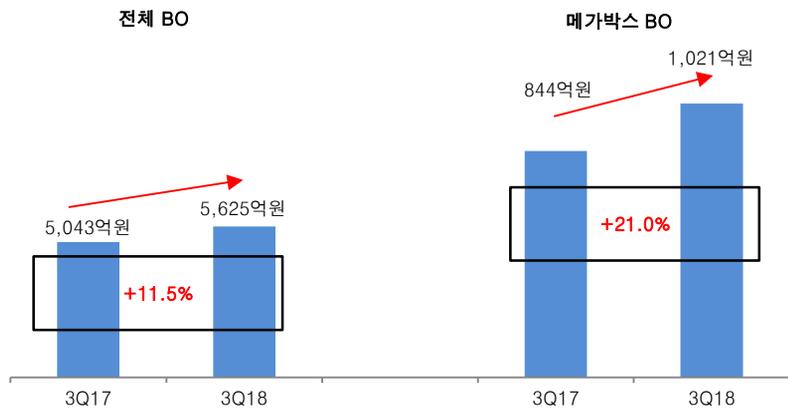
자료: JCon, 영화진흥위원회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 3Q18 관객수. 메가박스 직영 +16.8% yoy vs. 시장 전체 +4.5% yoy



자료: JCon, 영화진흥위원회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 3Q18 BO. 메가박스 +21.0% yoy vs. 시장 전체 +11.5% yoy



자료: JCon, 영화진흥위원회, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 주요 주주 현황

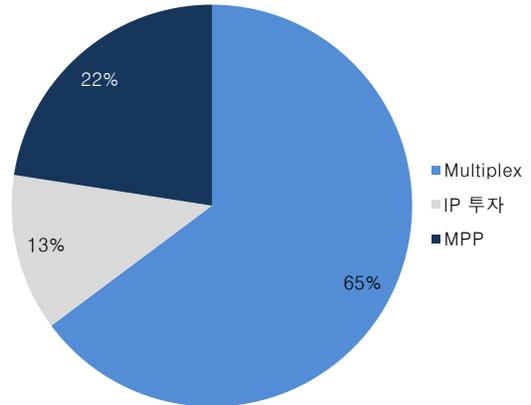
- 2017년 매출 4,203억원, 영업이익 333억원, 당기순이익 109억원
- 3Q18 기준 사업부문별 매출 비중 Multiplex 65%, MPP 22%, IP 투자 13%
- 2Q18 기준 주요 주주는 (주)중앙일보사 33.23%, 국민연금공단 7.3%

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

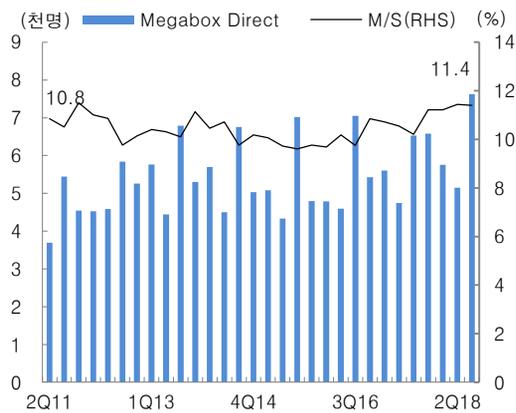
사업부문별 매출 비중(3Q18)



자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy본부

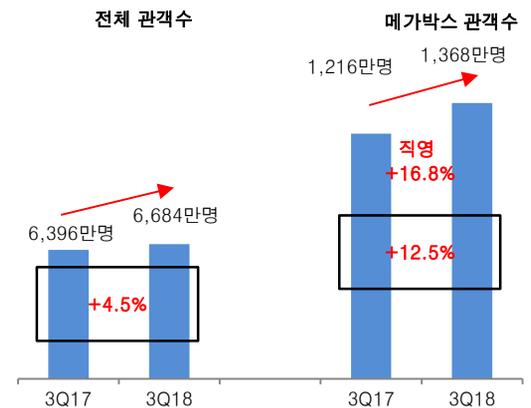
2. Earnings Driver

그림 11. 메가박스 직영 관객수 및 점유율(3Q18)



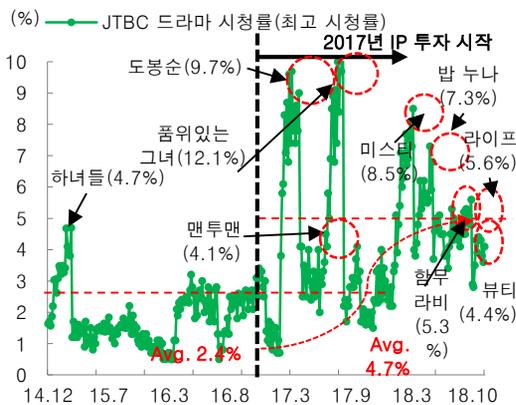
자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 메가박스 관객수 시장 상회(3Q18)



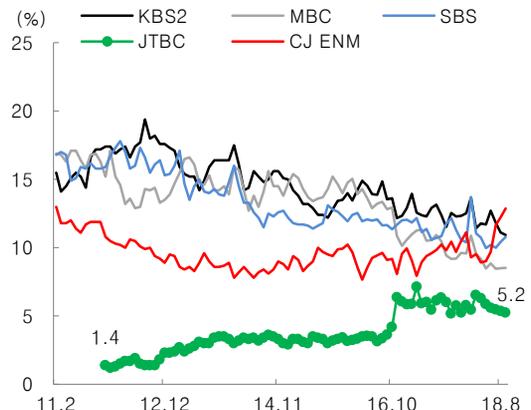
자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. IP 투자 시작 후 평균 시청률 증가(18.10)



자료: AGB Nielson, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 14. 방송사 점유율(18.9)



자료: CJ ENM, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	27	43	51	57	64	72	81	90	101	113
- 2018~2027년 CAGR 17%, 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 텐트플 작품 2개 포함, 2020년 이후 매년 1편씩 추가 가정										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	348	390	441	499	544	595	647	705	770	843
추정ROE	10.7	11.6	12.3	11.5	11.8	12.1	12.5	12.8	13.1	13.4
III 필요수익률 ^(주3)	4.9									
무위험이자율 ^(주4)	2.1									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.70									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	5.8	6.7	7.4	6.6	6.9	7.2	7.6	7.9	8.2	8.5
V 필요수익	8	17	19	22	24	27	29	32	35	38
VI 잔여이익(I-V)	19	26	32	36	40	45	51	59	67	75
현가계수	1.00	0.95	0.91	0.86	0.82	0.78	0.75	0.71	0.68	0.65
잔여이익의 현가	19	25	29	31	33	35	38	42	45	49
VII 잔여이익의 합계	346									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	783									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	158									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,288									
총주식수(천주)	122,914									
XI 적정주당가치(원)	8,938									
현재가치(원)	4,650									
Potential (%)	92.2%									

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

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	335	420	509	608	687
매출원가	153	200	252	285	335
매출총이익	183	221	256	323	352
판매비외관리비	154	187	212	262	279
영업이익	29	33	44	60	72
영업이익률	8.6	7.9	8.7	9.9	10.5
EBITDA	43	59	64	80	93
영업외손익	6	-9	6	14	16
관계기업손익	7	0	1	3	2
금융수익	8	4	6	8	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9	-9	-8	-5	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-4	7	8	9
법인세비용차감전순이익	35	24	51	74	88
법인세비용	-9	-13	-12	-19	-22
계속사업순이익	26	11	39	56	66
중단사업순이익	-3	0	0	0	0
당기순이익	22	11	39	56	66
당기순이익률	6.7	2.6	7.7	9.2	9.7
비지배지분순이익	3	4	12	13	15
지배지분순이익	19	6	27	43	51
매도가능금융자산평가	2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	25	9	37	54	65
비지배지분포괄이익	3	4	12	12	15
지배지분포괄이익	22	5	26	42	50

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	169	56	213	298	354
PER	22.9	96.8	21.9	15.6	13.1
BPS	736	1,389	2,412	2,710	3,064
PBR	5.3	3.9	1.9	1.7	1.5
EBITDAPS	376	519	499	557	645
EV/EBITDA	16.6	14.4	11.5	8.8	7.2
SPS	2,938	3,685	3,992	4,218	4,766
PSR	1.3	1.5	1.2	1.1	1.0
CFPS	340	539	583	651	745
DPS	0	0	0	0	0

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	9.6	25.4	21.0	19.5	13.0
영업이익 증가율	-12.0	15.2	33.1	36.1	19.9
순이익 증가율	14.1	-51.4	259.7	42.4	18.9
수익성					
ROIC	7.7	4.5	9.6	12.1	14.0
ROA	5.8	5.5	5.7	6.9	8.2
ROE	26.3	5.3	10.7	11.6	12.3
안정성					
부채비율	340.1	180.8	110.4	81.9	74.4
순차입금비율	183.4	65.1	-3.6	-9.1	-15.5
이자보상배율	3.1	3.8	5.8	12.5	16.3

자료: 제이콘텐트리, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	136	208	430	381	431
현금및현금성자산	55	49	258	195	233
매출채권 및 기타채권	47	85	98	113	124
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	894	851	905
유동부채	330	289	314	270	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	469	383	386
자배지분	84	158	348	390	441
자본금	57	57	72	72	72
자본잉여금	-51	14	161	161	161
이익잉여금	69	75	102	145	196
기타지분변동	9	12	12	12	12
비지배지분	41	77	77	77	77
자본총계	125	236	425	468	519
순차입금	229	153	-15	-42	-80

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	18	-4	44	60	74
당기순이익	22	11	39	56	66
비현금항목의 가감	16	51	35	38	41
감가상각비	14	26	19	20	21
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-2	0	0	0	0
기타	5	24	16	18	20
자산부채의 증감	-5	-42	-17	-18	-16
기타현금흐름	-15	-23	-13	-15	-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	208	-63	38
기초 현금	33	55	49	258	195
기말 현금	55	49	258	195	233
NOPLAT	21	15	34	45	54
FCF	-57	7	23	40	50

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 부부 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							투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181104)			
							구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
							비율	84.3%	14.7%	1.0%
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 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상			
제시일자	18.11.07	18.07.20	18.07.01	18.05.14	18.02.13	17.11.13				
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과				
목표주가	8,200	8,200	7,800	8,600	7,100	6,200				
과리율(평균.%)		(27.18)	(15.43)	(19.84)	201	(11.51)				
과리율(최대/최소.%)		(13.78)	(10.36)	(14.00)	12.93	13.38				
제시일자	17.05.13	16.11.13								
투자의견	6개월 경과	Buy								
목표주가	6,200	6,200								
과리율(평균.%)	(38.79)	(38.90)								
과리율(최대/최소.%)	(24.77)	(33.46)								
제시일자										
투자의견										
목표주가										
과리율(평균.%)										
과리율(최대/최소.%)										