

# 제이콘텐트리 (036420)

## 4분기보다 2019년

### 투자요건(유지)

### 매수

목표주가(12M,하향) **6,500원**

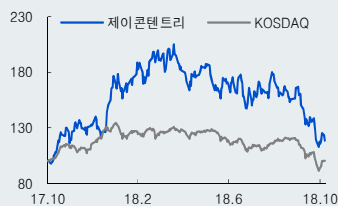
현재주가(18/11/06) 4,650원

상승여력 40%

영업이익(18F,십억원)	43
Consensus 영업이익(18F,십억원)	48
EPS 성장률(18F,%)	216.0
MKT EPS 성장률(18F,%)	11.6
P/E(18F,x)	27.6
MKT P/E(18F,x)	8.3
KOSDAQ	691.55

시가총액(십억원)	670
발행주식수(백만주)	144
유동주식비율(%)	65.6
외국인 보유비중(%)	2.3
베타(12M) 일간수익률	0.98
52주 최저가(원)	3,946
52주 최고가(원)	8,054

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.2	-31.3	17.8
상대주가	-11.8	-15.0	19.9



[미디어플랫폼/콘텐츠]

### 박정엽

02-3774-1652

jay.park@miraeasset.com

### 3Q18 Review: 메가박스 수익성 개선, 드라마 구작 상각비 반영

연결 매출액 1,570억원(+35.6% YoY, 이하 동), 영업이익 182억원(+71.3%)을 기록했다. **당사와 시장 전망치는 소폭 하회했지만 시장에 선 반영된 우려보다 나은 수준이다.** 부문별 이익은 영화 150억원, 방송 33억원이다. 메가박스 수익성 개선과 드라마 구작 상각비(약 30억원) 반영이 금번 실적에서 확인됐다.

극장: 매출액 1,022억원(+35.6%), 영업이익 150억원(+64.6%)이다. 전국 시장은 +11.5% 증가했다. 가격 인상(+6.7%)과 추석 효과(관객 수 +4.5%)가 있었다. 추석 효과는 기대보다 작았지만 동사는 점유율 확대(+1.1%p)로 직영 관객이 +16.6% 증가했다. **비용 효율화로 인한 수익성 개선(OPM 14.7%)**과, 일부 투자배급영화(너의 결혼식)의 이익 기여가 긍정적이다.

방송(JTBC CH + 본사): 매출액 555억원(+49.4%), 영업이익 33억원(+49.1%)이다. 월화 드라마 추가로 외형과 이익 성장을 이어갔다. 주요 판권은 넷플릭스형 '라이프'와 해외 '미스티' 추가 판매가 있었다. 한편 전분기에 이어 **구작 판권 조기 상각이 있었다(약 30억원)**. 당분기 판매 호조를 감안해 구작 가치를 보수적으로 평가한 것이다. 추후 상각비를 줄여줄 변수다. 제작력 발전과 수요처 다변화를 감안하면 이 같은 경우는 점차 줄어들 가능성이 높다.

### 4분기보다 2019년

19년 방송 부문에 대한 성장 기대는 여전히 유효하다. JTBC의 수목 드라마 신규 편성 가능성이 높아지고 있다. 외형(제작 편수)과 이익(판권) 변수가 좋아진다. 동사는 **증자 대금 집행으로 JTBC 편성 증가에 대응하는 한편, 텐트폴 콘텐츠를 더욱 높은 가격에 팔 수 있게 된다.**

공시에 따르면 유증 금액은 절반 이상(633억원)이 19년 집행될 계획이다. 웹소설/웹툰 IP 확보, 작가/제작사 투자에 76%(483억원)이 쓰일 전망이다. 실제로 동사는 2개 이상의 텐트폴 작품을 준비 중이며, 제작사 인수 검토도 활발하다. 영화에 비해 훨씬 짧은 드라마 제작/편성 기간(6-8개월)을 고려하면 제작비 증액에 따른 실적 레버리지를 연내에 기대할 수 있다.

다만 4분기 메가박스는 전년비 추석 시점 차이와, 전년 연말 흥행이 부담스럽다. 동사의 점유율과 수익성 관리는 잘 되고 있지만 BO 시장 전망치는 하회했다. 한편 4분기 드라마 판권은 '밥누나' 해외 추가 판매, '라이프' 일본 판매 인식 가능성이 높은 것으로 파악된다.

### 목표주가 하향, '매수' 의견 유지

**목표주가를 6,500원으로 하향하고 '매수' 의견을 유지한다.** 극장 부문의 가치를 하회했는데, 플랫폼 다변화에 따른 업종 디레이팅과 국내 시장 침체를 반영했다. 다만 수주-투자-판매에 이르는 19년 방송 부문의 3가지 변화는 상호 유기적이다. 드라마 슬롯 추가 및 신시장 판매 개 등 변화 감지 시 19년 실적 추정은 상향 조정될 수 있다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	369	306	335	420	514	628
영업이익 (십억원)	36	33	29	33	43	65
영업이익률 (%)	9.8	10.8	8.7	7.9	8.4	10.4
순이익 (십억원)	0	11	19	6	21	27
EPS (원)	-1	121	159	53	168	189
ROE (%)	-0.1	15.0	26.3	5.3	12.7	14.1
P/E (배)	-	44.2	23.1	97.5	27.6	24.6
P/B (배)	2.3	9.6	5.0	3.8	3.6	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 제이콘텐트리, 미래에셋대우 리서치센터

## 실적 추정 및 Valuation

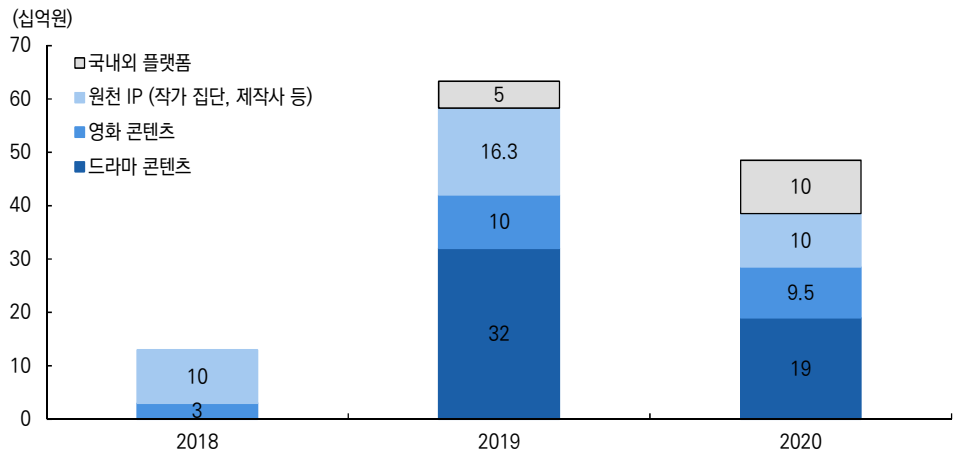
표 1. 제이콘텐트리 목표주가 산정

(십억원, 배)

Valuation - SOTP (19F)		
<b>현재주가 (원)</b>	<b>4,650</b>	
발행주식수 (백만주)	144.1	유상증자로 3천만주 증가
시가총액	670.1	
<b>메가박스 가치 (a)</b>	<b>346</b>	<b>지분율 77% 적용</b>
19F EBITDA	50.0	
Target EV/EBITDA	9.0	
<b>방송사업 가치(b)</b>	<b>756</b>	
19F EBIT(지배주주)	23.6	JTBC CH 지분율 42.4% 적용
Target EV/EBIT	32.0	스튜디오드래곤 19F 목표 EV/EBIT을 20% 할인
지배주주(42.4%, c)	9.8	(당사 추정 기준)
19F EBIT(본사 IP) (d)	13.8	
총 적정 EV	1,103	a) + b)
순차입금	173	증자 후 부채 상환 400억원 차감
적정 주주가치	930	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>6,500</b>	<b>목표주가 6,500원으로 하향</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 증자 자금은 2019년에 본격 집행될 예정



자료: 제이콘텐트리, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 제이콘텐트리 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, 백만명, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	87	97	116	121	110	111	157	136	420	514	628
영화	68	57	84	81	70	65	102	75	291	312	319
상영	39	33	45	46	40	39	56	43	163	178	181
매점	12	10	13	14	12	12	17	13	49	53	54
광고	9	7	10	10	9	9	12	9	36	39	40
기타	8	7	16	11	9	6	17	10	43	42	43
방송	20	54	37	50	48	64	55	69	162	236	342
JTBC CH (제작/유통)	17	41	28	41	30	50	36	45	127	161	229
본사 (IP)	4	13	9	9	17	14	20	24	35	75	113
영업이익	5.2	8.9	10.7	8.6	4.0	8.2	18.2	12.6	33.3	43.1	65.0
영업이익률 (%)	6.0	9.2	9.2	7.1	3.7	7.4	11.6	9.3	7.9	8.4	10.4
영화	4.3	0.0	9.1	12.5	3.1	1.7	15.0	6.6	25.9	26.3	28.5
방송	1.0	9.0	2.2	-0.5	1.1	6.6	3.3	6.1	11.7	17.1	37.0
JTBC CH (제작/유통)	1.0	6.9	2.2	-0.2	0.9	4.8	2.5	4.3	9.9	12.5	23.2
본사 (IP)	-0.1	2.2	0.0	-0.3	0.2	1.8	0.8	1.8	1.8	4.6	13.8
세전이익	5.1	8.8	8.1	2.4	7.9	9.3	16.1	11.5	24.4	44.8	60.8
당기순이익	3.8	6.3	1.7	-0.9	6.6	6.6	12.7	8.8	10.9	34.6	46.2
순이익률 (%)	4.4	6.5	1.5	-0.8	6.0	5.9	8.1	6.4	2.6	6.7	7.4
지배주주순이익	3.5	3.2	-1.0	0.8	4.6	2.5	9.7	4.6	6.4	21.5	27.2
YoY											
매출액	-5.3	21.2	9.6	108.6	26.2	15.2	35.6	12.6	25.4	22.3	22.1
메가박스	6.5	11.5	7.9	31.9	3.1	13.1	21.0	-7.8	14.0	7.2	2.2
방송	6.2	178.8	101.7	91.0	134.6	18.3	49.1	37.8	94.4	46.0	44.8
JTBC CH (제작/유통)	-13.3	113.1	52.7	55.6	82.0	21.4	26.3	10.1	52.6	26.8	42.1
본사 (IP)	-	-	-	-	368.2	8.1	120.1	159.5	-	116.0	50.6
영업이익	-56.8	404.7	-30.9	흑전	-22.8	-7.6	71.3	46.7	15.2	29.3	50.8
당기순이익	-42.8	흑전	-85.9	적전	74.4	4.7	630.6	흑전	-51.4	218.1	33.4
주요 가정											
전국 관람객	52.3	45.0	64.0	58.6	51.3	45.1	66.8	50.4	219.9	213.6	213.6
증감율 (%)	5.7	-0.3	-11.6	17.2	-1.9	0.1	4.5	-14.0	1.3	-2.8	0.0
메가박스 관람객	10.2	8.6	12.2	11.7	10.2	9.1	13.7	10.3	42.7	43.3	43.7
메가박스 점유율 (%)	19.6	19.2	19.0	20.0	20.0	20.1	20.5	20.5	19.4	20.3	20.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 순이익  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

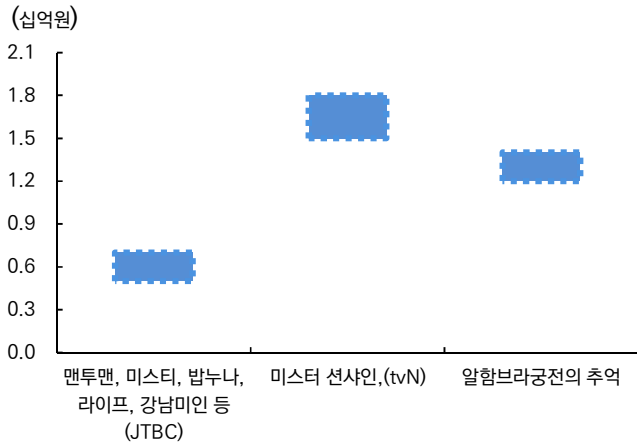
표 3. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	18F	19F	18F	19F	18F	19F
매출액	506	613	514	628	1.5	2.3
영업이익	47	68	43	65	-7.9	-4.5
순이익	21	28	21	27	0.5	-3.9
영업이익률	9.2	11.1	8.4	10.4	-0.9	-0.7
순이익률	4.2	4.6	4.2	4.3	0.0	-0.3

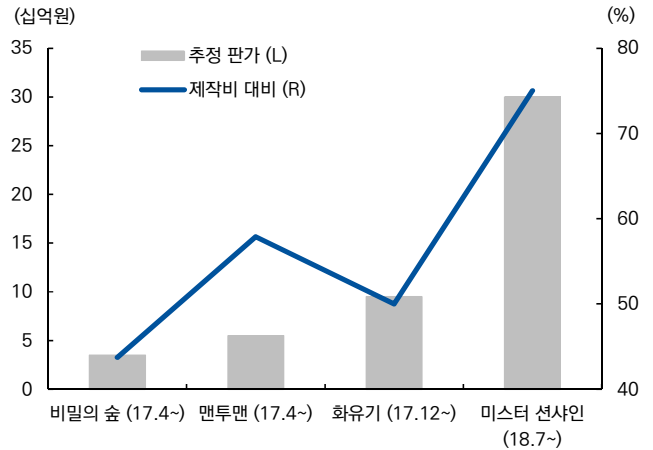
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 순이익  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 투자 증액이 옳다: 기존 동사 드라마 제작비는 회당 5억원에 불과



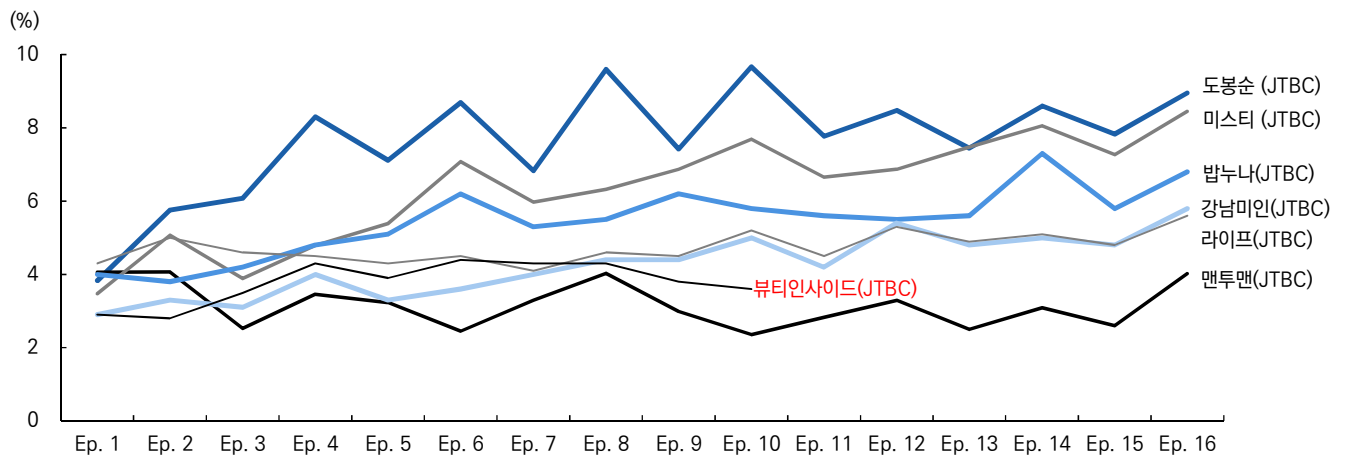
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 넷플릭스항 평가: 제작 규모보다 평가 상승이 더욱 가파른 상황



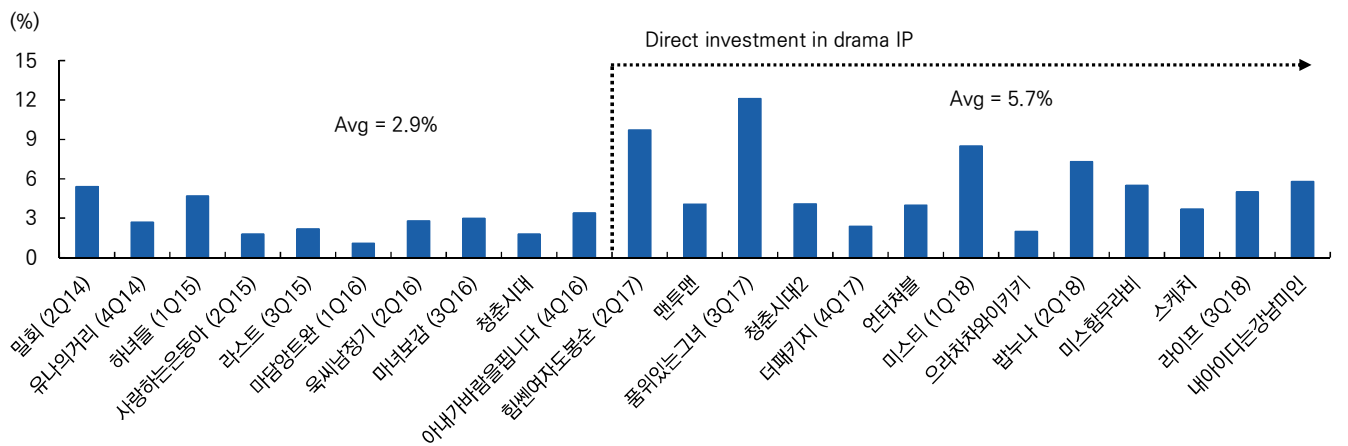
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. '뷰티인사이드' 시청률은 기존 동사 흥행 드라마와 유사 수준



자료: AGB Nielsen, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. IP 투자 이후 드라마 시청률 상승 추세: 제작 경쟁력 및 유통량 증가 주목



자료: AGB Nielsen, 미래에셋대우 리서치센터

3분기 추석 연휴 효과는  
기대를 다소 하회

표 4. 전년 3분기 주요 흥행 영화 (십억원, 백만명)

개봉일	제목	배급사	분기 매출액	분기 관객	총 매출액	총 관객
2017-08-02	택시운전사	쇼박스	95.8	12.2	95.9	12.2
2017-07-05	스파이더맨: 홈 커밍	소니픽처스	59.1	7.3	59.1	7.3
2017-07-26	군함도	씨제이이엔엠	50.5	6.6	50.5	6.6
2017-08-09	청년경찰	롯데	44.4	5.7	44.4	5.7
2017-07-26	슈퍼배드 3	유니버설픽처스	24.2	3.3	24.2	3.3
2017-07-20	덩케르크	씨제이이엔엠	24.5	2.8	24.6	2.8
2017-09-06	살인자의 기억법	쇼박스	20.9	2.6	21.4	2.7
2017-08-15	혹성탈출: 종의 전쟁	20세기폭스	16.8	2.1	16.9	2.1
2017-08-10	애나벨: 인형의 주인	워너브라더스	15.5	1.9	15.5	1.9
2017-06-28	박열	메가박스중앙㈜플러스엠	14.3	1.8	18.1	2.4

자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 2018년 3분기 주요 흥행 영화 (십억원, 백만명)

개봉일	제목	배급사	분기 매출액	분기 관객	총 매출액	총 관객
2018-08-01	신과함께-인과 연	롯데	102.6	12.3	102.6	12.3
2018-07-25	미션 임파서블: 폴아웃	롯데	55.9	6.6	55.9	6.6
2018-07-04	엔트맨과 와스프	디즈니	47.5	5.4	47.5	5.4
2018-08-08	공작	씨제이이엔엠	42.8	5.0	42.8	5.0
2018-09-19	안시성	NEW	38.9	4.5	39.6	4.6
2018-07-18	인크레더블 2	디즈니	24.6	3.0	24.6	3.0
2018-08-29	서치	소니픽처스	25.0	2.9	25.1	2.9
2018-08-22	너의 결혼식	메가박스중앙㈜플러스엠	23.7	2.8	23.7	2.8
2018-06-27	마녀	워너브라더스	21.7	2.5	27.2	3.2
2018-08-15	목격자	NEW	21.7	2.5	21.7	2.5

자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

4분기  
흥행작 출현이 필요하다

표 6. 전년 4분기 주요 흥행 영화 (십억원, 백만명)

개봉일	제목	배급사	분기 매출액	분기 관객	총 매출액	총 관객
2017-12-20	신과함께-죄와 벌	롯데	68.4	8.5	115.7	14.4
2017-10-03	범죄도시	메가박스중앙㈜플러스엠	56.1	6.9	56.3	6.9
2017-10-25	토르: 라그나로크	디즈니	39.2	4.9	39.2	4.9
2017-11-22	꾼	쇼박스	31.3	4.0	31.3	4.0
2017-12-14	강철비	NEW	32.0	4.0	35.5	4.5
2017-10-03	남한산성	씨제이이엔엠	31.1	3.8	31.2	3.8
2017-09-27	킹스맨: 골든 서클	20세기폭스	27.4	3.2	41.0	4.9
2017-12-27	1987	씨제이이엔엠	15.3	1.9	58.2	7.2
2017-09-21	아이 캔 스피크	롯데	14.6	1.9	25.5	3.3
2017-11-15	저스티스 리그	워너브라더스	14.6	1.8	14.6	1.8

자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

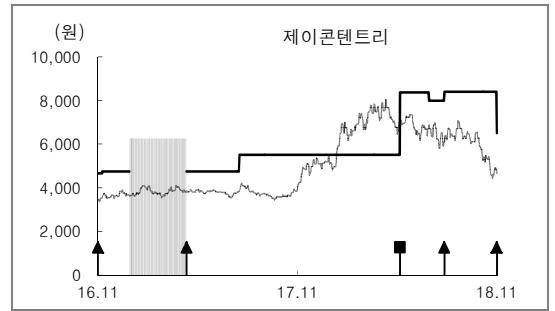
표 7. 2018년 4분기 개봉 예정 주요 기대작

시점	개봉일	제목	배급사	감독	출연
10월	3일	베놈	소니	루벤 플레셔	툼 하디, 미셸 윌리엄스
	18일	퍼스트맨	UPI	데미언 셔젤	라이언 고슬링
	31일	완벽한 타인	롯데	이재규	유해진, 조진웅
11월	28일	국가부도의 날	CJ ENM	최국희	김혜수, 유아인
12월	12일	스파이더맨: 뉴 유니버스	소니	피터 램지 외	-
		PMC	CJ ENM	김병우	하정우, 이선균
	26일	마약왕	쇼박스	우민호	송강호, 조정석

자료: KOFIC, 미래에셋대우 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
제이콘텐트리(036420)				
2018.11.06	매수	6,500	-	-
2018.08.02	매수	8,400	-28.82	-15.83
2018.07.05	Trading Buy	7,988	-20.48	-12.50
2018.05.13	Trading Buy	8,368	-18.27	-12.05
2017.07.23	매수	5,515	-2.62	46.04
2017.04.17	매수	4,755	-20.37	-17.61
2017.01.03	분석 대상 제외		-	-
2016.11.14	매수	4,755	-23.24	-18.01
2016.08.17	매수	4,659	-24.86	-20.20



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자이건 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

\* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.