



2019년 8월 9일 | Equity Research

# 제이콘텐트리 (036420)

## 2개 분기 연속 실적 서프라이즈

### 목표주가 하향

어려운 시장환경으로 경쟁사인 스튜디오드래곤과 CJ CGV의 신저가가 지속되면서 각각의 밸류에이션을 하향 조정해 목표주가를 58,000원(-12%)으로 하향한다. 경쟁사들의 반등 가능성을 제외하면 주가의 방향성은 드라마의 경쟁력인데, 부진한 2분기를 지나 하반기에는 텐트폴 작품들에 기반한 흥행 가능성이 기대감이 재차 반영될 것이다. 빠르면 4분기부터 수목 슬릿 확보를 통해 2020년 연간 17편까지 편성이 확대될 수 있기에, 드라마 흥행만 재차 확인된다면 상당한 상승 모멘텀이 예상된다. 영화관이 연간 400억원 이상의 높은 실적 기여가 예상되는 바, 스카이캐슬 흥행 이전보다 더 하락한 현 주가에서는 매수를 추천한다.

### 2Q Review: OPM 12.4%(+5.0%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 1,311억원(+18% YoY)/163억원(+97%)으로 컨센서스(115억원)을 크게 상회했다. 부문 별로는 영화관이 매출액/영업이익이 각각 820억원(+27%)/156억원(+833%)을 기록했다. 어벤져스, 기생충, 알라딘 등 다수의 흥행작에 더불어 박스오피스가 약 20% 상승했고, 인건비 등 경비효율화가 더해지면서 OPM 19%라는 최고 수준의 레버리지 효과가 나타났다. 다만, 방송 부문은 각각 625억원(+36%)/8억원(-86%)로 부진했는데, 흥행작의 부재와 더불어 1회성 비용 약 10억원(주식병합/이전상장 등)이 반영된 영향이다. 3분기에 반영될 관련 1회성 비용은 3억원 수준이다.

### 영화관 성수기 + 기대감 높은 드라마 라인업

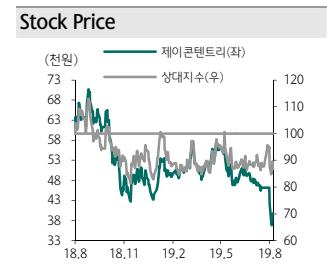
하반기 방송 부문은 '멜로가 체질'에 더해 '보좌관2', '나의 나라' 등 흥행 기대감이 높은 작품들이 대기하고 있으며, 텐트폴 작품들의 넷플릭스 선 판매도 50~60% 수준인 것으로 추정되면서 방송 부문 이익의 고성장이 전망된다. 이르면 4분기부터 수목드라마 편성도 가능한 상황이기에 방송 부문의 질적/양적 성장이 기대된다. 영화 역시 스파이더맨의 흥행에 더해 분노의 질주, 봉오동전투, 나쁜 녀석들의 흥행이 예상된다. 나랏말싸미 적자는 15~18억원 수준으로 예상된다.

### Update

### BUY

| TP(12M): 58,000원(하향) | CP(8월 8일): 39,700원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	585.44		
52주 최고/최저(원)	70,700/36,800	572.7	642.8
시가총액(십억원)	572.0	55.9	64.6
시가총액비중(%)	0.28	41.3	48.6
발행주식수(천주)	14,406.9		
60일 평균 거래량(천주)	1,041.0	2,020	2,357
60일 평균 거래대금(십억원)	6.1	BPS(원)	25,662 28,593
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	2.81		
주요주주 지분율(%)			
증강홀딩스 외 1인	33.32		
국민연금공단	8.17		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(15.2) (20.0) (39.5)		
상대	(3.1) (0.4) (19.0)		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	420.3	511.3	582.0	644.4	678.1
영업이익	십억원	33.3	34.7	63.8	70.7	77.8
세전이익	십억원	24.4	33.6	64.2	73.7	83.5
순이익	십억원	6.4	18.4	31.0	34.7	39.9
EPS	원	532	1,448	2,153	2,407	2,766
증감률	%	(66.6)	172.2	48.7	11.8	14.9
PER	배	97.50	30.80	18.44	16.49	14.35
PBR	배	3.84	1.88	1.53	1.39	1.26
EV/EBITDA	배	14.76	9.75	6.49	5.92	5.21
ROE	%	5.31	7.45	8.78	8.94	9.32
BPS	원	13,526	23,744	26,013	28,556	31,486
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸  
02-3771-7529  
dagyeompark@hanafn.com

 **하나금융투자**

표 1. 제이콘텐트리 목표주가 하향

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
<b>부문별</b>		
- 영화('19년)	366	목표 P/E 11.8배(글로벌 피어 평균 20% 할인)
- 방송('20년)	475	목표 P/E 27.8배(스튜디오 드래곤 37배)
<b>기업가치</b>	841	
발행주식수	1,441	만주
주당적정가치	58,380	원
<b>목표주가</b>	58,000	원
현재주가	39,700	원
상승 여력	46	%

자료: 하나금융투자

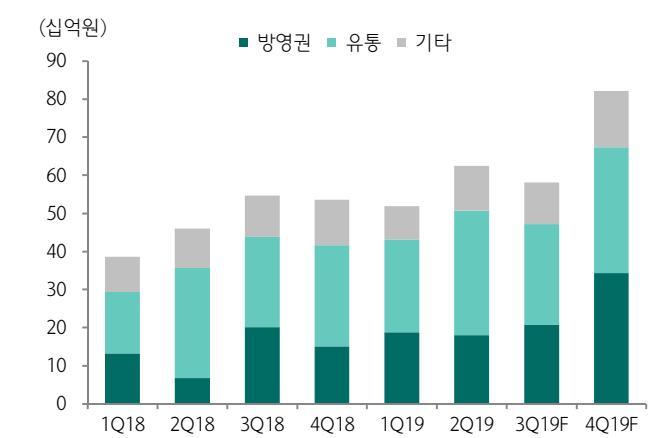
표 2. 제이콘텐트리 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
매출액	420	511	582	644	110	111	157	133	126	131	157	167
영화	291	317	347	362	70	65	102	80	74	82	102	89
방송	162	193	255	292	39	46	55	54	52	62	58	82
영업이익	33	35	64	71	4	8	18	4	11	16	22	14
영화	26	21	45	45	3	2	15	2	5	16	17	7
방송	7	13	19	26	1	7	3	3	6	1	6	7
OPM	8%	7%	11%	11%	4%	7%	12%	3%	9%	12%	14%	8%
지배주주순이익	6	18	31	35	5	2	10	2	4	7	12	7

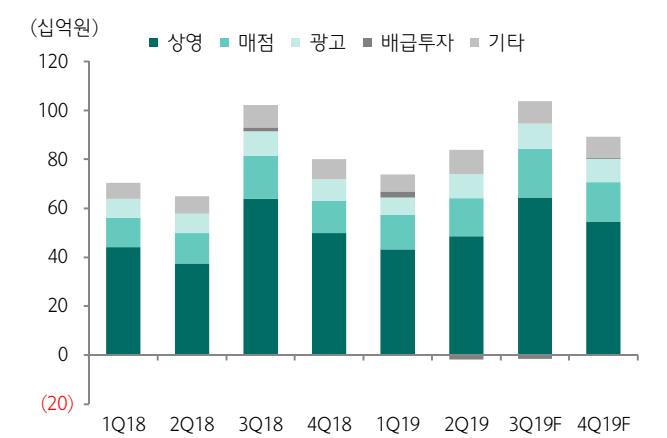
자료: 하나금융투자

그림 1. 방송 부문별 매출 추이



자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 2. 메가박스 관객 수 추이



자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

표 3. 제이콘텐트리 드라마 구작 Library

연도	제목	연출	작가	출연진	최고 시청률
2017	힘쎈여자 도봉순	이영민	백미경	박보영, 박영식, 지수, 안우연	9.7%
	맨투맨	이창민	김원석	박해진, 박성웅, 김민정, 연정훈	4.1%
	품위있는 그녀	김윤철	백미경	김희선, 김선아, 정상훈, 이태임	12.1%
	청춘시대	이태곤	박연선	한예리, 한승연, 박은빈, 지우, 최아라	4.1%
2018	언터처블	조남국	최진원	진구, 김성균, 정은지, 고준희	4.0%
	그냥 사랑하는 사이	김진원	유보라	이준호, 원진아, 이기우, 강한나	2.4%
	미스티	모완일	제인	김남주, 지진희, 전예진, 임태경	8.5%
	으라차차 와이키키	이창민	김기호 외	김정현, 이이경, 손승원, 정인선	2.2%
	밥 잘사주는 예쁜 누나	안판석	김은	손예진, 정해인, 장소연	7.3%
	스케치	임태우	강현성	정지훈, 이동건, 이선빈, 정진영	3.7%
	라이프	홍종찬, 임현욱	이수연	이동욱, 조승우, 원진아, 이규영	5.6%
	내 아이디는 강남미인	최성국	최수영	임수향, 차은우, 조우리, 곽동연	5.8%
	제3의 매력	표민수	박화권 외	서강준, 이솜, 민우혁, 김윤혜	3.4%
2019	스카이캐슬	조연탁	유현미	염정아, 이태란, 윤세아, 오나라, 김서영	23.8%
	일단 뜯겨게 청소하라	노종찬	한희정	윤균상, 김유정, 송재림	3.6%
	리갈하이	김정현	박성진	진구, 서은수, 윤박, 채정안	3.3%
	눈이 부시게	김석윤	이남규 외	김혜자, 한지민, 남주혁	9.7%
	아름다운 세상	박찬홍	김지우	추자연, 박희순, 오만석	5.8%
	바람이 분다	정정화	황주하	감우성, 김하늘, 김성철, 김가은	5.7%

자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

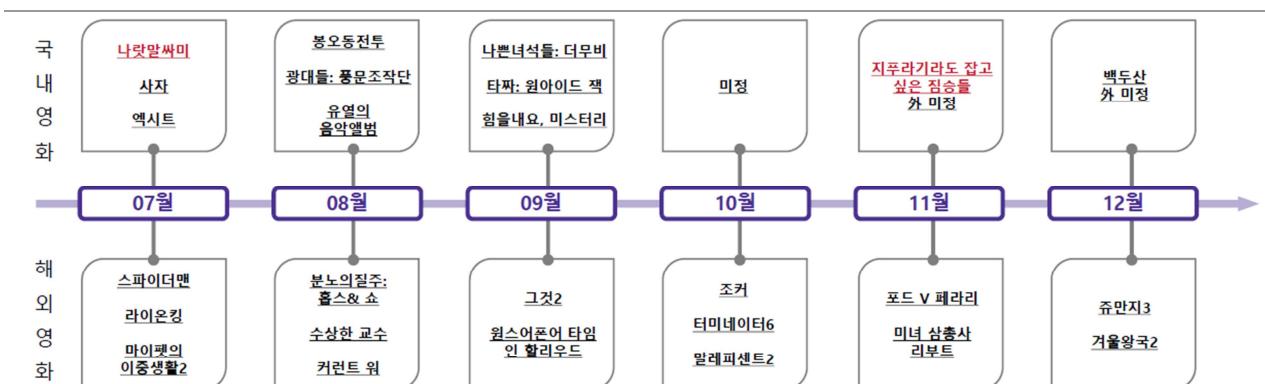
표 4. 제이콘텐트리 2019년 드라마 방영 라인업

	방영시작	제목	연출	작가	출연진	회차
월/화	2/11	눈이 부시게	김석윤	이남규 외	김혜자, 한지민, 남주혁	12
	3/25	으라차차 와이키키2	이창민	김기호 외	김선포, 이이경, 신연수, 문가영, 안소희	16
	5/27	바람이 분다	정정화	황주하	감우성, 김하늘, 김성철, 김가은	16
	7/22	열여덟의 순간	심나연	윤경아	옹성우, 김향기, 신승호, 김기영	16
	9/16	조선혼담공작소 꽃파당	김가람	김이랑	김민재, 박지훈	16
	11/11	검사내전	이태곤	박연선	이선균, 려원	16
금/토	2/8	리갈하이	김정현	박성진	진구, 서은수, 윤박, 채정안	16
	4/5	아름다운 세상	박찬홍	김지우	추자연, 박희순, 오만석	16
	6/14	보좌관 1	곽정환	이대일	이정재, 신민아, 김동준, 정진영	10
	8/9	멜로가 체질	이병헌	이병헌 외	천우희, 안재홍, 공명, 전여빈	16
	9~10월	나의 나라	김진원	채승대	양세종, 우도환, 설연, 장혁	16
	11월	보좌관 2	곽정환	이대일	이정재, 신민아, 김동준, 정진영	10
	12월	초콜릿	이영민	이경희	윤계상, 하지원	16

자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

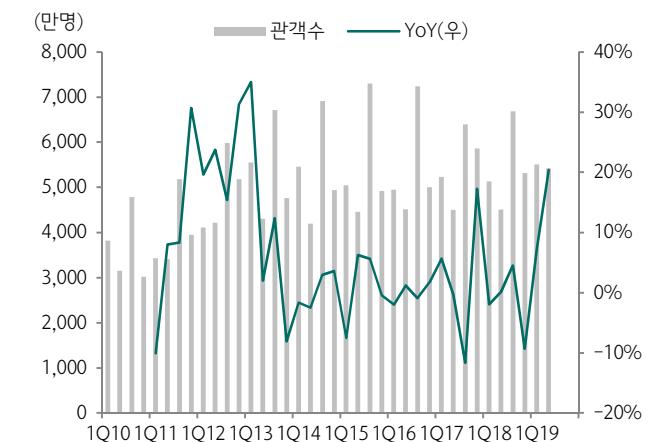
주: 보좌관 2는 방영 시점만 확정. 슬롯은 아직 미공지

그림 3. 하반기 개봉 예정 주요 영화 라인업



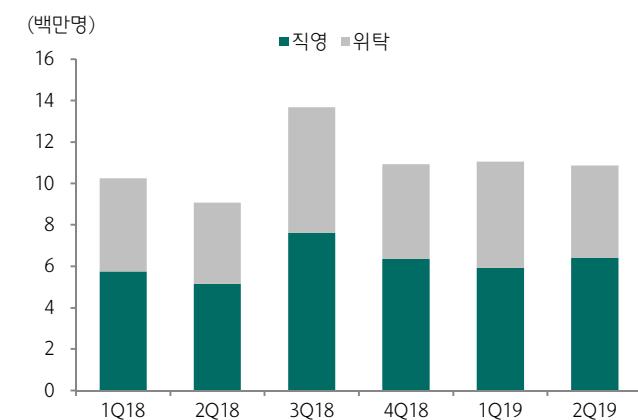
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 4. 박스오피스 분기별 관객수 추이



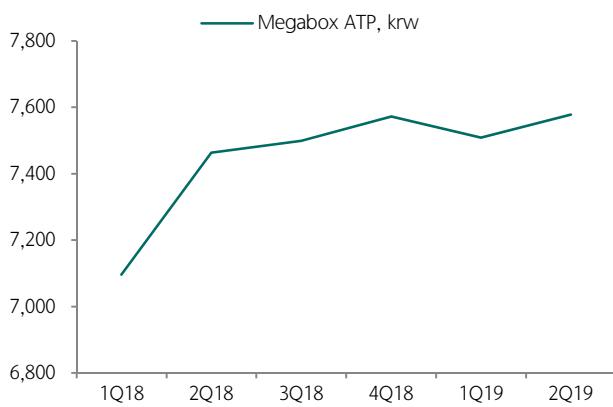
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 5. 메가박스 관객 수 추이



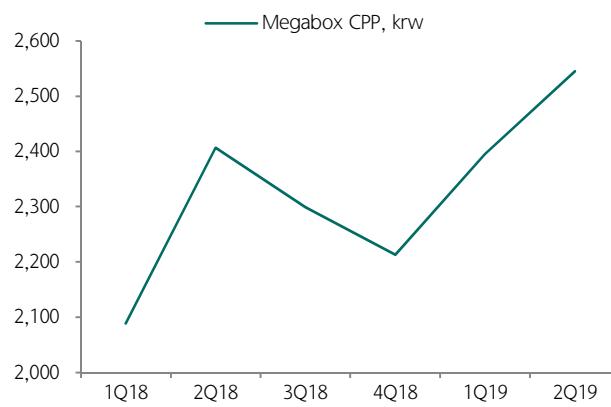
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 6. 메가박스 ATP 추이



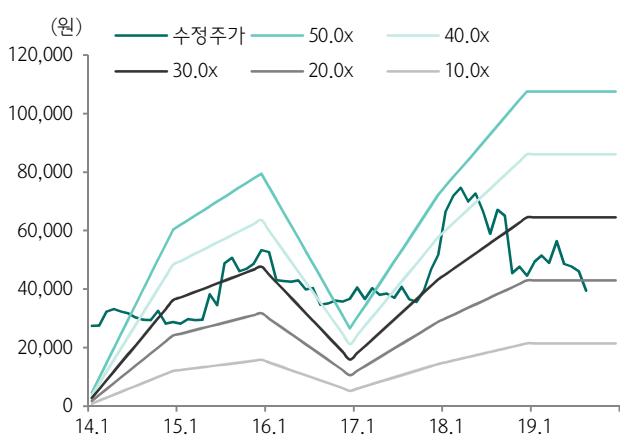
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 7. 메가박스 CPP 추이



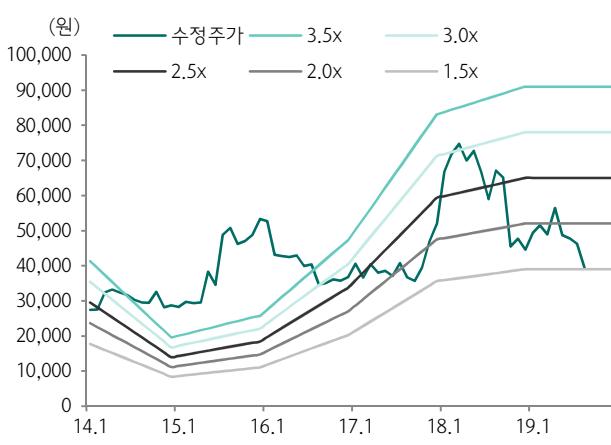
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 9. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>420.3</b>	<b>511.3</b>	<b>582.0</b>	<b>644.4</b>	<b>678.1</b>
매출원가	199.8	273.8	336.0	373.4	396.2
매출총이익	220.5	237.5	246.0	271.0	281.9
판관비	187.2	202.7	182.2	200.3	204.1
<b>영업이익</b>	<b>33.3</b>	<b>34.7</b>	<b>63.8</b>	<b>70.7</b>	<b>77.8</b>
금융순익	(5.0)	(3.5)	0.4	3.0	5.7
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.0)	2.4	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>24.4</b>	<b>33.6</b>	<b>64.2</b>	<b>73.7</b>	<b>83.5</b>
법인세	13.5	8.0	13.9	15.5	17.6
계속사업이익	10.9	25.6	50.3	58.2	66.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.9</b>	<b>25.6</b>	<b>50.3</b>	<b>58.2</b>	<b>66.0</b>
비지배주주지분 순이익	4.4	7.1	17.6	21.5	23.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>6.4</b>	<b>18.4</b>	<b>31.0</b>	<b>34.7</b>	<b>39.9</b>
지배주주지분포괄이익	4.8	22.3	37.6	43.5	49.3
NOPAT	14.9	26.5	50.0	55.8	61.4
EBITDA	59.2	77.0	95.7	95.3	97.0
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	25.4	21.7	13.8	10.7	5.2
NOPAT증가율	(30.0)	77.9	88.7	11.6	10.0
EBITDA증가율	38.0	30.1	24.3	(0.4)	1.8
영업이익증가율	15.2	4.2	83.9	10.8	10.0
(지배주주)순익증가율	(66.7)	187.5	68.5	11.9	15.0
EPS증가율	(66.6)	172.2	48.7	11.8	14.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	52.5	46.5	42.3	42.1	41.6
EBITDA이익률	14.1	15.1	16.4	14.8	14.3
영업이익률	7.9	6.8	11.0	11.0	11.5
계속사업이익률	2.6	5.0	8.6	9.0	9.7

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	532	1,448	2,153	2,407	2,766
BPS	13,526	23,744	26,013	28,556	31,486
CFPS	5,088	7,269	6,651	6,615	6,735
EBITDAPS	4,899	6,042	6,646	6,615	6,735
SPS	34,771	40,127	40,395	44,727	47,070
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	97.5	30.8	18.4	16.5	14.4
PBR	3.8	1.9	1.5	1.4	1.3
PCFR	10.2	6.1	6.0	6.0	5.9
EV/EBITDA	14.8	9.8	6.5	5.9	5.2
PSR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.3	7.4	8.8	8.9	9.3
ROA	1.1	2.5	3.7	3.9	4.2
ROIC	4.9	8.4	15.7	19.3	23.0
부채비율	180.8	95.1	78.1	73.5	67.3
순부채비율	73.8	5.8	(11.1)	(24.6)	(35.8)
이자보상배율(배)	3.8	4.2	9.5	12.3	13.6

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>208.4</b>	<b>342.1</b>	<b>382.9</b>	<b>478.6</b>	<b>570.8</b>
금융자산	82.1	197.8	218.8	296.8	379.5
현금성자산	49.4	141.6	154.7	225.9	304.9
매출채권 등	85.4	91.2	103.8	114.9	121.0
재고자산	23.7	32.9	37.5	41.5	43.7
기타유동자산	17.2	20.2	22.8	25.4	26.6
<b>비유동자산</b>	<b>453.6</b>	<b>479.1</b>	<b>456.3</b>	<b>439.9</b>	<b>425.1</b>
투자자산	81.4	82.2	91.5	99.6	104.0
금융자산	80.9	66.2	75.4	83.4	87.8
유형자산	192.8	208.5	193.1	179.7	168.1
무형자산	84.4	87.4	70.9	59.6	52.1
기타비유동자산	95.0	101.0	100.8	101.0	100.9
<b>자산총계</b>	<b>661.9</b>	<b>821.2</b>	<b>839.3</b>	<b>918.5</b>	<b>995.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>288.7</b>	<b>271.1</b>	<b>235.2</b>	<b>253.0</b>	<b>262.6</b>
금융부채	143.6	119.7	63.8	63.9	63.9
매입채무 등	127.5	129.5	147.4	163.2	171.7
기타유동부채	17.6	21.9	24.0	25.9	27.0
<b>비유동부채</b>	<b>137.5</b>	<b>129.2</b>	<b>132.9</b>	<b>136.1</b>	<b>137.9</b>
금융부채	112.5	102.6	102.6	102.6	102.6
기타비유동부채	25.0	26.6	30.3	33.5	35.3
<b>부채총계</b>	<b>426.2</b>	<b>400.3</b>	<b>368.1</b>	<b>389.1</b>	<b>400.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>158.4</b>	<b>337.0</b>	<b>369.6</b>	<b>406.3</b>	<b>448.5</b>
자본금	57.0	72.0	72.0	72.0	72.0
자본잉여금	18.6	158.3	158.3	158.3	158.3
자본조정	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타포괄이익누계액	12.9	16.3	16.3	16.3	16.3
이익잉여금	75.0	95.5	128.1	164.8	207.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>77.3</b>	<b>83.9</b>	<b>101.6</b>	<b>123.1</b>	<b>146.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>235.7</b>	<b>420.9</b>	<b>471.2</b>	<b>529.4</b>	<b>595.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>174.0</b>	<b>24.4</b>	<b>(52.4)</b>	<b>(130.4)</b>	<b>(213.0)</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(3.5)</b>	<b>24.8</b>	<b>86.1</b>	<b>86.1</b>	<b>87.0</b>
당기순이익	10.9	25.6	50.3	58.2	66.0
조정	27.6	52.7	32.0	24.6	19.2
감가상각비	25.9	42.2	32.0	24.6	19.2
외환거래손익	0.5	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	10.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 등 자산부채 변동	(42.0)	(53.5)	3.8	3.3	1.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(75.2)</b>	<b>(47.8)</b>	<b>(17.0)</b>	<b>(15.0)</b>	<b>(8.1)</b>
투자자산감소(증가)	(14.1)	(0.8)	(9.2)	(8.1)	(4.4)
유형자산감소(증가)	(32.8)	(28.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(28.3)	(18.6)	(7.8)	(6.9)	(3.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>72.8</b>	<b>115.2</b>	<b>(55.9)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
금융부채증가(감소)	(44.1)	(33.9)	(55.9)	0.1	0.1
자본증가(감소)	69.7	154.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	47.2	(4.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(1.3)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(5.9)</b>	<b>92.2</b>	<b>13.1</b>	<b>71.2</b>	<b>78.9</b>
Unlevered CFO	61.5	92.6	95.8	95.3	97.0
Free Cash Flow	(36.4)	(4.0)	86.1	86.1	87.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 제이콘텐트리



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.8.9	BUY	58,000		
19.6.5	BUY	66,000	-28.62%	-22.12%
18.11.19	BUY	70,000	-27.60%	-17.29%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 연재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 연재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 연재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 8월 8일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 08월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.