



2019년 10월 10일 | Equity Research

제이콘텐트리 (036420)

보좌관 시즌2의 시청률이 궁금하다

목표주가 하향하나 악재가 기반영된 주가

2020년 이익 하향 조정과 방송 부문의 지분 가치를 반영한 SOTP 밸류에이션 통해 목표주가를 44,000원(-25%)으로 하향한다. 3분기는 영화관의 부진과 시청률 5%를 넘지 못하는 드라마의 흥행 부재가 주가에 부담으로 작용하고 있다. 다만, 하반기 라인업은 대부분 넷플릭스/일본 등 해외에 선 판매된 상황이다. 특히, 넷플릭스 뷰어십이 좋았던 것으로 추정되는 보좌관 시즌2의 시청률이 반등한다면 시즌제IP의 가치가 한번 더 부각될 수 있는 계기가 될 것이다. 현 주가는 영화관 가치(약 4,000억원)를 감안하면 추가적인 하락 리스크는 상당히 제한적으로 판단한다.

3Q Preview: OPM 12.4%(+0.8%p YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 1,443억원(-8% YoY)/178억원(-2%)으로 컨센서스(213억원)를 하회할 것으로 예상된다. 부문별로 영화관의 영업이익은 130억원(-14%)이다. 박스오피스가 8% 하락하였고, 나랏말싸미의 흥행 부진으로 약 20억원의 손실이 반영되기 때문이다. 다만, 투자 손실을 제외하면 박스오피스 하락에도 비용 절감 노력으로 전년과 비슷한 수준의 이익이다. 방송 부문은 49억원(+51%)으로 흥행 작은 부재했으나 멜로가 체질, 꽃파당 등이 일본/넷플릭스 등에 선 판매되면서 2분기와 같은 대규모 가속 상각은 없는 것으로 추정된다.

보좌관 시즌1의 넷플릭스 시청률이 높았다면?

첫 넷플릭스 시즌제 드라마인 보좌관 시즌1의 시청률은 5% 내외로 중영했다. 다만, 체감은 이보다 훨씬 높았는데 동시 방영된 넷플릭스에서 본 시청자가 많았던 것으로 추정된다. 일반적으로는 시즌2의 시청률도 5% 내외를 기대해야 하나, 편성 시간대가 금토에서 상대적으로 경쟁이 느슨한 월화로 바뀐 상황에서, 넷플릭스 시청자 층이 본방 사수로 돌아선다면 시청률이 상승할 가능성이 있다. 그럴 경우 한국 가입자가 빠르게 증가하고 있는 넷플릭스에 선판매되는 시즌제 IP를 바라보는 투자자들의 관점도 달라질 것으로 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 44,000원(하향) | CP(10월 8일): 33,200원

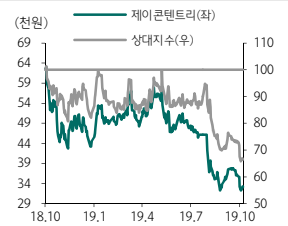
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	635.41
52주 최고/최저(원)	57,900/32,250
시가총액(십억원)	478.3
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	14,406.9
60일 평균 거래량(천주)	267.6
60일 평균 거래대금(십억원)	4.9
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	3.94
주요주주 지분율(%)	
중앙홀딩스 외 1인	33.32
국민연금공단	8.17
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.4) (36.9) (42.5)
상대	(6.0) (25.3) (30.5)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	571.9	643.3
영업이익(십억원)	60.7	67.5
순이익(십억원)	42.9	48.8
EPS(원)	2,012	2,346
BPS(원)	24,917	27,315

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	420.3	511.3	566.0	618.8	655.3
영업이익	십억원	33.3	34.7	60.3	63.0	67.0
세전이익	십억원	24.4	33.6	58.6	63.7	70.0
순이익	십억원	6.4	18.4	29.1	30.5	34.0
EPS	원	532	1,448	2,017	2,117	2,362
증감률	%	(66.6)	172.2	39.3	5.0	11.6
PER	배	97.50	30.80	16.46	15.68	14.06
PBR	배	3.84	1.88	1.29	1.19	1.10
EV/EBITDA	배	14.76	9.75	5.74	5.47	4.97
ROE	%	5.31	7.45	8.27	8.00	8.23
BPS	원	13,526	23,744	25,761	27,877	30,239
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dagyeompark@hanafn.com

표 1. 제이콘텐츠리 목표주가 하향

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
부문별		
- 영화('19년)	386	목표 P/E 13.2배(글로벌 피어 평균 20%할인)
- 방송('20년)	241	목표 P/E 34배(스튜디오드래곤 40배)
기업가치	627	
발행주식수	1,441	만주
주당적정가치	43,515	원
목표주가	44,000	원
현재주가	33,200	원
상승 여력	33	%

자료: 하나금융투자

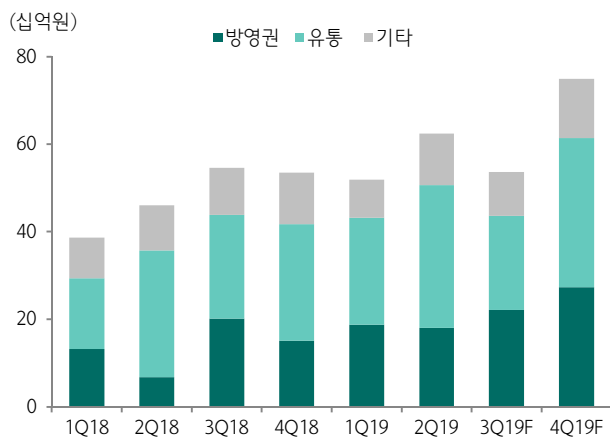
표 2. 제이콘텐츠리 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	420	511	566	619	110	111	157	133	126	131	144	164
영화	291	317	335	337	70	65	102	80	74	82	90	89
방송	162	193	243	281	39	46	55	54	52	62	54	75
영업이익	33	35	60	63	4	8	18	4	11	16	18	15
영화	26	21	43	40	3	2	15	2	5	16	13	9
방송	7	13	18	23	1	7	3	3	6	1	4.9	6
OPM	8%	7%	11%	10%	4%	7%	12%	3%	9%	12%	12.4%	9%
지배주주순이익	6	18	29	30	5	2	10	2	4	7	10	8

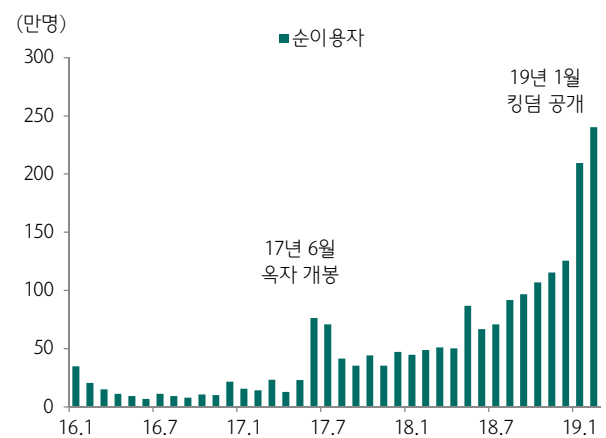
자료: 하나금융투자

그림 1. 방송 부문별 매출 추이



자료: 제이콘텐츠리, 하나금융투자

그림 2. 넷플릭스 한국 순이용자 수 추이



자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

표 3. 제이콘텐트리 드라마 제작 Library

연도	제목	연출	작가	출연진	최고 시청률
2017	힘센여자 도봉순	이영민	백미경	박보영, 박형식, 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, 전해진, 임태경	8.5%
	오라차차 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, 이규형	5.6%
	내 아이는 강남미인	최성국	최수영	임수향, 차은우, 조우리, 곽동연	5.8%
2019	제3의 매력	표민수	박희권 외	서강준, 이솜, 민우혁, 김윤혜	3.4%
	스카이크슬	조현탁	유현미	염정아, 이태란, 윤세아, 오나라, 김서형	23.8%
	일단 뜨겁게 청소하라	노종찬	한희정	윤균상, 김유정, 송재림	3.6%
	리갈하이	김정현	박성진	진구, 서은수, 윤박, 채정안	3.3%
	눈이 부시게	김석운	이남규 외	김혜자, 한지민, 남주혁	9.7%
	아름다운 세상	박찬홍	김지우	추자현, 박희순, 오만석	5.8%
	바람이 분다	정정화	황주하	감우성, 김하늘, 김성철, 김가은	5.7%

자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

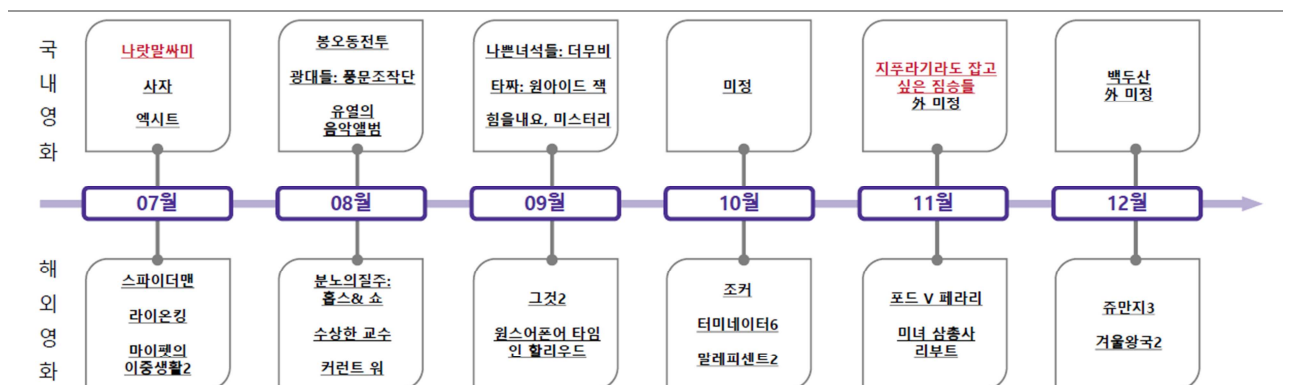
표 4. 제이콘텐트리 2019년 드라마 방영 라인업

	방영시작	제목	연출	작가	출연진	회차
월/화	2/11	눈이 부시게	김석운	이남규 외	김혜자, 한지민, 남주혁	12
	3/25	오라차차 와이키키2	이창민	김기호 외	김선호, 이이경, 신현수, 문가영, 안소희	16
	5/27	바람이 분다	정정화	황주하	감우성, 김하늘, 김성철, 김가은	16
	7/22	열여덟의 순간	심나연	윤경아	용성우, 김향기, 신승호, 김기영	16
	9/16	조선혼담공작소 꽃파당	김가람	김이랑	김민재, 박지훈	16
	11/11	보좌관 2	곽정환	이대일	이정재, 신민아, 김동준, 정진영	10
	19년 중	검사내전	이태곤	박연선	이선균, 려원	16
금/토	2/8	리갈하이	김정현	박성진	진구, 서은수, 윤박, 채정안	16
	4/5	아름다운 세상	박찬홍	김지우	추자현, 박희순, 오만석	16
	6/14	보좌관 1	곽정환	이대일	이정재, 신민아, 김동준, 정진영	10
	8/9	멜로가 체질	이병현	이병현 외	천우희, 안재홍, 공명, 전여빈	16
	10/4	나의 나라	김진원	채승대	양세종, 우도환, 설현, 장혁	16
	11월~12월	초콜릿	이영민	이경희	윤계상, 하지원	16

자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

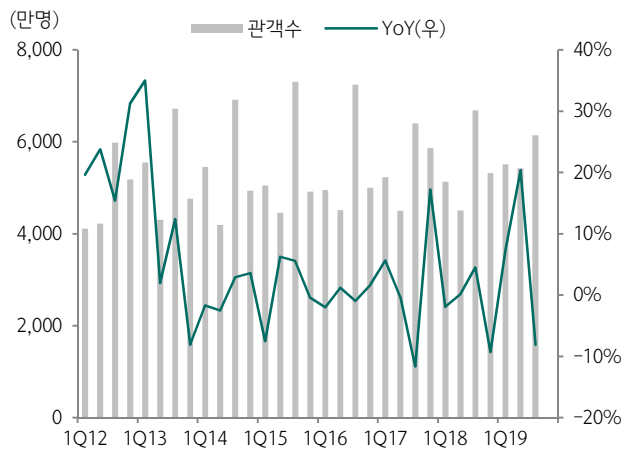
주: 보좌관 2는 방영 시점만 확정. 슬랏은 아직 미공지

그림 3. 하반기 개봉 예정 주요 영화 라인업



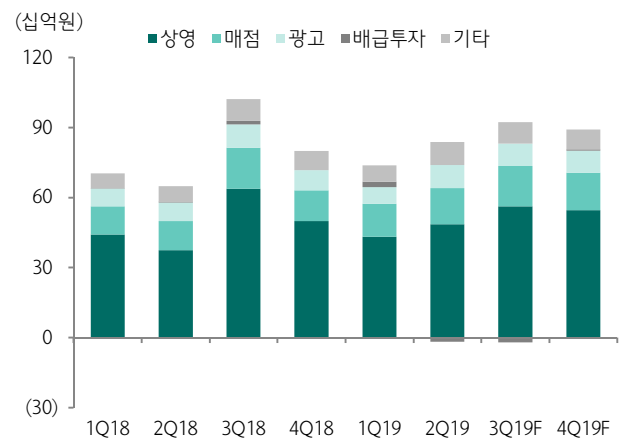
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 4. 박스오피스 분기별 관객수 추이



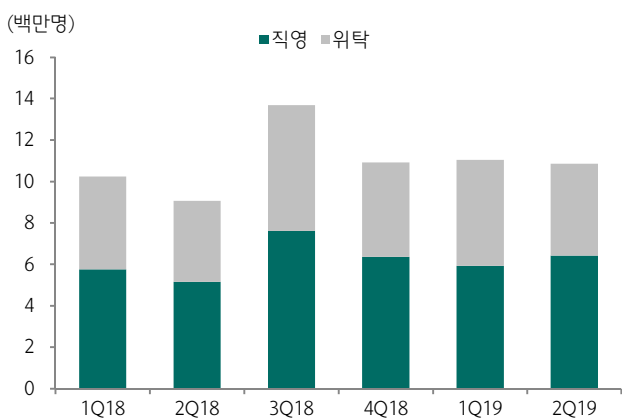
자료: 영화진흥위원회, 하나금융투자

그림 5. 영화 부문별 매출액 추이



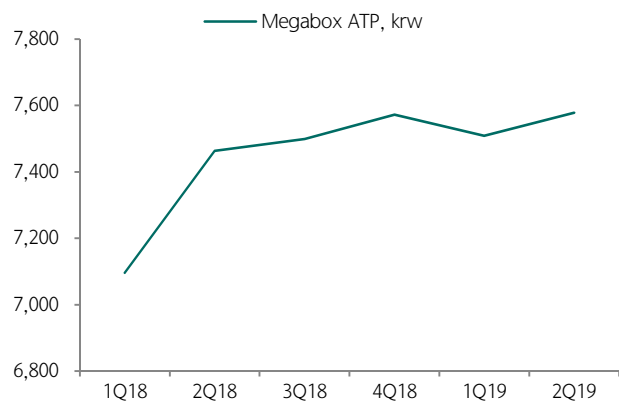
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 6. 메가박스 관객 수 추이



자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 7. 메가박스 ATP 추이



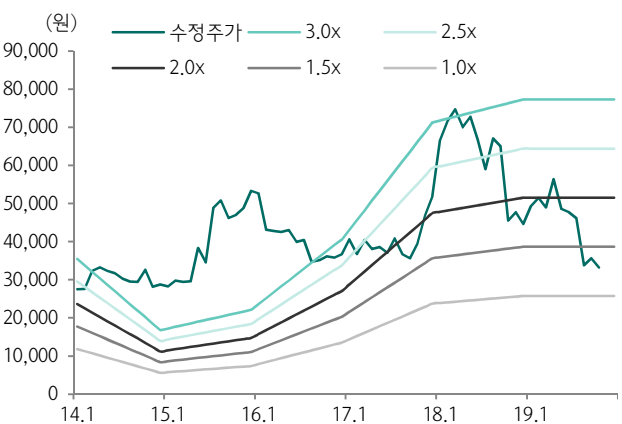
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 9. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

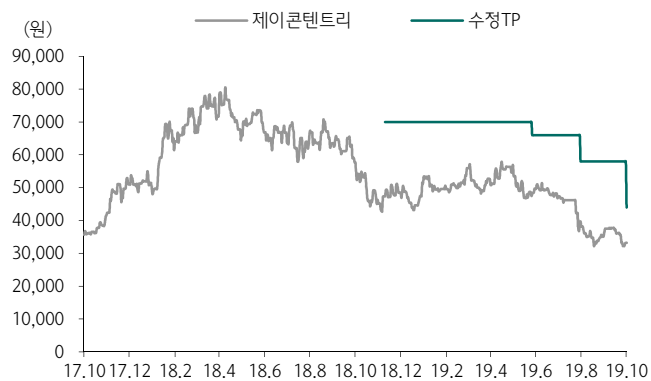
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	420.3	511.3	566.0	618.8	655.3
매출원가	199.8	273.8	305.8	352.4	375.5
매출총이익	220.5	237.5	260.2	266.4	279.8
판매비	187.2	202.7	199.9	203.4	212.8
영업이익	33.3	34.7	60.3	63.0	67.0
금융손익	(5.0)	(3.5)	(4.6)	(1.5)	(0.9)
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.0)	2.4	2.9	2.3	3.9
세전이익	24.4	33.6	58.6	63.7	70.0
법인세	13.5	8.0	12.8	14.0	15.4
계속사업이익	10.9	25.6	45.9	49.7	54.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.9	25.6	45.9	49.7	54.6
비배주주지분 순이익	4.4	7.1	16.8	19.2	20.6
지배주주순이익	6.4	18.4	29.1	30.5	34.0
지배주주지분포괄이익	4.8	22.3	34.3	37.2	40.8
NOPAT	14.9	26.5	47.1	49.1	52.3
EBITDA	59.2	77.0	92.2	87.6	86.2
성장성(%)					
매출액증가율	25.4	21.7	10.7	9.3	5.9
NOPAT증가율	(30.0)	77.9	77.7	4.2	6.5
EBITDA증가율	38.0	30.1	19.7	(5.0)	(1.6)
영업이익증가율	15.2	4.2	73.8	4.5	6.3
(지배주주)순이익증가율	(66.7)	187.5	58.2	4.8	11.5
EPS증가율	(66.6)	172.2	39.3	5.0	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	52.5	46.5	46.0	43.1	42.7
EBITDA이익률	14.1	15.1	16.3	14.2	13.2
영업이익률	7.9	6.8	10.7	10.2	10.2
계속사업이익률	2.6	5.0	8.1	8.0	8.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	532	1,448	2,017	2,117	2,362
BPS	13,526	23,744	25,761	27,877	30,239
CFPS	5,088	7,269	6,267	5,991	5,834
EBITDAPS	4,899	6,042	6,402	6,080	5,984
SPS	34,771	40,127	39,285	42,950	45,488
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	97.5	30.8	16.5	15.7	14.1
PBR	3.8	1.9	1.3	1.2	1.1
PCFR	10.2	6.1	5.3	5.5	5.7
EV/EBITDA	14.8	9.8	5.7	5.5	5.0
PSR	1.5	1.1	0.8	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	5.3	7.4	8.3	8.0	8.2
ROA	1.1	2.5	3.5	3.5	3.7
ROIC	4.9	8.4	14.8	17.0	19.5
부채비율	180.8	95.1	77.7	73.7	68.8
순부채비율	73.8	5.8	(10.5)	(23.1)	(33.4)
이자보상배율(배)	3.8	4.2	9.0	11.0	11.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	208.4	342.1	375.2	460.4	541.8
금융자산	82.1	197.8	215.5	285.9	356.9
현금성자산	49.4	141.6	153.2	217.8	284.8
매출채권 등	85.4	91.2	101.0	110.4	116.9
재고자산	23.7	32.9	36.4	39.8	42.2
기타유동자산	17.2	20.2	22.3	24.3	25.8
비유동자산	453.6	479.1	454.3	436.5	422.1
투자자산	81.4	82.2	89.4	96.3	101.0
금융자산	80.9	66.2	73.3	80.1	84.9
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	100.9	100.9	100.9
자산총계	661.9	821.2	829.5	897.0	963.9
유동부채	288.7	271.1	230.6	245.7	256.1
금융부채	143.6	119.7	63.7	63.8	63.9
매입채무 등	127.5	129.5	143.3	156.7	165.9
기타유동부채	17.6	21.9	23.6	25.2	26.3
비유동부채	137.5	129.2	132.0	134.8	136.7
금융부채	112.5	102.6	102.6	102.6	102.6
기타비유동부채	25.0	26.6	29.4	32.2	34.1
부채총계	426.2	400.3	362.7	380.4	392.8
지배주주지분	158.4	337.0	366.0	396.5	430.6
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	124.5	155.0	189.0
비지배주주지분	77.3	83.9	100.8	120.0	140.5
자본총계	235.7	420.9	466.8	516.5	571.1
순금융부채	174.0	24.4	(49.2)	(119.5)	(190.5)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(3.5)	24.8	80.8	78.4	75.8
당기순이익	10.9	25.6	45.9	49.7	54.6
조정	27.6	52.7	32.0	25.9	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	1.3	0.0
영업활동 자산부채 변동	(42.0)	(53.5)	2.9	2.8	2.0
투자활동 현금흐름	(75.2)	(47.8)	(13.1)	(12.7)	(8.8)
투자자산감소(증가)	(14.1)	(0.8)	(7.1)	(6.9)	(4.8)
유형자산감소(증가)	(32.8)	(28.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(28.3)	(18.6)	(6.0)	(5.8)	(4.0)
재무활동 현금흐름	72.8	115.2	(55.9)	0.1	0.1
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
현금의 증감	(5.9)	92.2	11.7	64.5	67.0
Unlevered CFO	61.5	92.6	90.3	86.3	84.0
Free Cash Flow	(36.4)	(4.0)	80.8	78.4	75.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

제이콘텐트리



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	44,000		
19.8.9	BUY	58,000	-38.74%	-34.22%
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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 10월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.