

2017/03/13

제이콘텐츠리(036420)

콘텐츠 씨앗 심기

■ 콘텐츠 IP 투자 확대

제이콘텐츠리는 지난해 매거진 사업 철수 등 비핵심 사업을 정리하여 콘텐츠 사업 확대를 본격화하고 있다. 자회사 JTBC콘텐츠허브는 올해부터 드라마 IP 투자까지 병행하여 판권 수익을 확대할 전망이다. 투자가 집행되는 드라마는 JTBC 채널에서 점진적으로 외부 채널로 확대하여 2019년에는 총 20편의 드라마에 투자가 집행될 예정이다.

■ 메가박스 사업 캐쉬카우에서 성장 동력으로 전환

메가박스 사업은 안정적 캐쉬카우 역할이나 소극적 투자로 인해 시장점유율은 지속적으로 하락하는 추세였다. 그러나 2015년 메가박스의 잔여 지분 50%를 PEF로부터 인수하면서 투자를 확대하여 시장점유율을 확대하고 있다. 2016년 메가박스는 현재 3위 사업자인데 신규 사이트를 적극적으로 오픈하면서 2021년까지 직영+위탁의 시장점유율을 31%까지 확대할 계획이다. 극장 사이트 수 확대는 티켓 매출 증가와 더불어 매점 매출, 광고 매출 상승을 견인할 전망이다.

■ 투자 확대와 수익성 줄다리기

메가박스의 신규 사이트 투자 확대에 의한 수익성 하락은 불가피하나 스크린광고 사업구조 변경에 따른 수익성 하락은 일부 상쇄될 전망이다. 기존 에이전시와 영업대행사를 통해 광고 판매를 진행했던 스크린광고 사업 구조를 그룹 내재화로 변경하여 수수료 비용을 절감할 전망이다. 그룹 내재화를 통해 30억원의 수수료 비용이 절감될 것으로 추정된다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsos@hi-ib.com

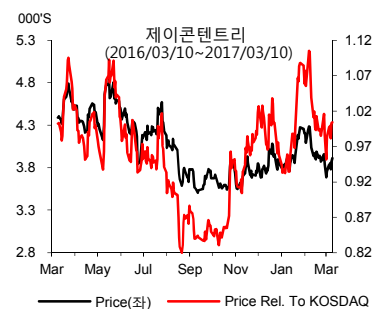
Buy(Maintain)

| | |
|--------------------|--------|
| 목표주가(6M) | 6,300원 |
| 종가 (2017/03/10) | 3,930원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|--------------|
| 자본금 | 57십억원 |
| 발행주식수 | 11,407만주 |
| 시가총액 | 448십억원 |
| 외국인지분율 | 1.8% |
| 배당금(2015) | 0원 |
| EPS(2016E) | 310원 |
| BPS(2016E) | 720원 |
| ROE(2016E) | 28.1% |
| 52주 주가 | 3,520~4,860원 |
| 60일평균거래량 | 1,791,195주 |
| 60일평균거래대금 | 7.2십억원 |

Price Trend



| FY | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS(원) | PER(배) | EV/EBITDA (배) | BPS(원) | PBR(배) | ROE(%) | 부채비율 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|-------------|
| 2014 | 369 | 36 | 0 | -1 | | 5.2 | 1,361 | 2.2 | -0.1 | 191.3 |
| 2015 | 350 | 31 | 11 | 128 | 43.9 | 17.4 | 547 | 10.2 | 15.0 | 482.9 |
| 2016E | 361 | 38 | 20 | 310 | 12.7 | 10.9 | 720 | 5.5 | 28.1 | 369.9 |
| 2017E | 353 | 49 | 31 | 271 | 14.5 | 8.5 | 985 | 4.0 | 31.8 | 272.1 |
| 2018E | 382 | 55 | 38 | 329 | 12.0 | 7.3 | 1,309 | 3.0 | 28.7 | 210.5 |

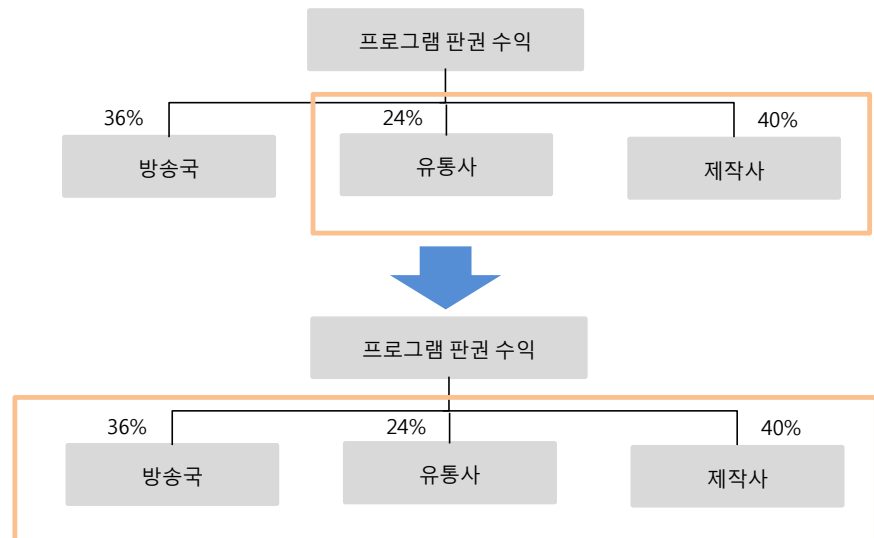
자료 : 제이콘텐츠리, 하이투자증권 리서치센터

콘텐츠 IP 투자 확대

IP투자로 판권 수익 확대

제이콘텐츠리는 지난해 매거진 사업 철수 등 비핵심 사업을 정리하여 자금을 확보해 콘텐츠 사업 확대를 본격화하고 있다. 자회사 JTBC콘텐츠허브는 JTBC 채널에서 방영하는 드라마를 비롯하여 예능, 교양 등의 프로그램을 제작하고 있는 가운데 올해부터 드라마 IP 투자까지 병행하면서 판권 수익을 확대할 전망이다. 기존 제작과 유통 사업을 영위했을때 판권 수익의 64%를 수취했을 때와 비교하여 IP 투자까지 진행될 경우 36%까지 추가로 수익을 수취할 수 있다.

<그림 1> 드라마 IP 투자로 프로그램 판권 수익 배분 64%에서 100%로 확대

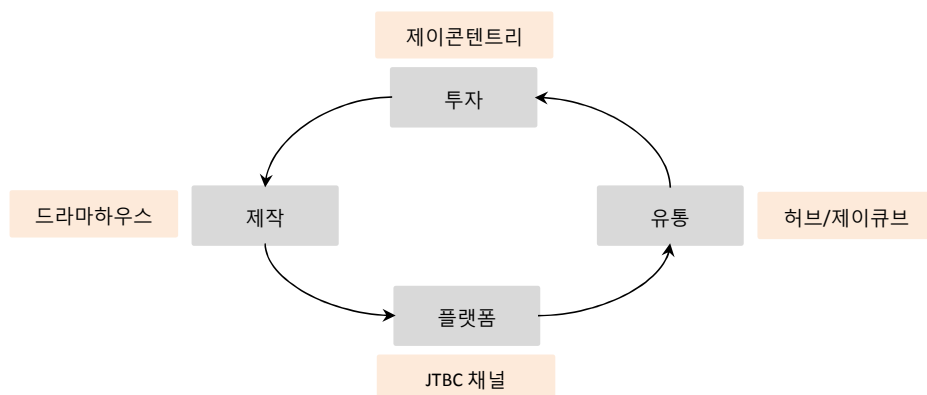


자료: 하이투자증권

투자-제작-플랫폼-유통의 선순환 구축

콘텐츠 제작 사업에 있어 투자-제작-플랫폼-유통의 밸류체인 확보는 JTBC 채널 경쟁력 강화와 유통 매출을 확대할 수 있는 선순환을 구축할 수 있어 긍정적이다. 국내 대형 드라마 외주 제작사의 연간 드라마 제작편수는 3~4편인 반면 JTBC콘텐츠허브는 JTBC와의 협력 관계로 인해 5~6편 수준의 드라마 편성권을 확보할 수 있다. 올해 투자가 집행되는 드라마는 JTBC 드라마에 집중될 예정이며 점진적으로 외부 채널에서 방영되는 드라마 투자를 확대하여 2019년에는 총 20편의 드라마에 투자가 집행될 예정이다.

<그림 2> 제이콘텐츠리와 JTBC의 콘텐츠 사업 Value Chain



자료: 제이콘텐츠리, 하이투자증권

드라마 IP 투자 첫 사례 '힘쎈여자 도봉순'

지난 2월부터 방영이 시작된 JTBC의 '힘쎈여자 도봉순'은 제이콘텐츠리의 IP 투자 첫 사례 작품으로 흥행에 성공했다. 4회 만에 시청률 8%를 돌파하며 종편 채널로서는 역대급 시청률을 기록하여 프로그램 종영 이후 양호한 판권 수익을 기록할 것으로 예상된다. 지난 3월 10일 탄핵 방송은 지상파를 제치고 JTBC 시청률이 6%로 가장 높았는데 JTBC 채널 경쟁력이 상승할수록 콘텐츠 가격 협상력이 높일 수 있어 긍정적이다.

<그림 3> JTBC에서 방영되고 있는 '힘쎈여자 도봉순'



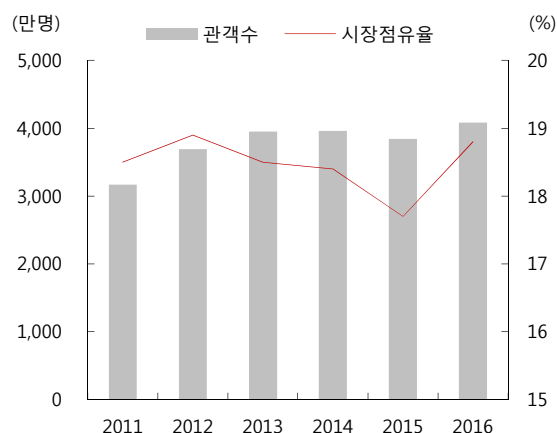
자료: 하이투자증권

메가박스 사업 성장 동력으로 전환

2021년까지 시장점유율 31%까지 확대할 전망

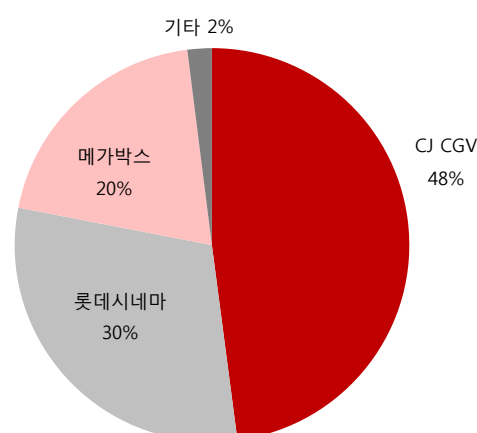
메가박스 사업은 안정적 캐쉬카우 역할이나 소극적 투자로 인해 시장점유율은 지속적으로 하락하는 추세였다. 그러나 2015년 메가박스의 잔여 지분 50%를 PEF로부터 인수하면서 투자를 확대하여 시장점유율을 확대하고 있다. 2016년 메가박스는 현재 3위 사업자인데 신규 사이트를 적극적으로 오픈하면서 2021년까지 직영+위탁의 시장점유율을 31%까지 확대할 계획이다. 극장 사이트 수 확대는 티켓 매출 증가와 더불어 매점 매출, 광고 매출 상승을 견인할 전망이다.

〈그림 4〉 메가박스의 관객수와 시장점유율 추이



주: 직영+위탁 기준
자료: 제이콘텐트리, 하이투자증권

〈그림 5〉 국내 극장 사업자 시장점유율 현황



주: 2016년 기준
자료: 각 사, 하이투자증권

2017년 메가박스 사업 실적 기저효과 기대

2016년 메가박스 사업의 매출액과 영업이익은 각각 2,551억원 (+10.0% YoY), 289억원 (-7.8% YoY)을 기록했다. 2016년 국내 전체 영화 관람객수는 전년 대비 0.2% 감소했으나 메가박스의 신규 사이트 확대로 직영점 관람객수는 전년 대비 4.8% 증가했다. 관람객수 증가로 매출액은 증가했으나 지난해 4분기 일회성 비용 발생으로 영업이익은 전년대비 7.8% 감소했다. 4분기에 메가박스 관련 비용 중 100억원은 영화 투자배급 손실, R&D 비용 등의 일회성 비용으로 올해 메가박스 사업의 영업이익은 2016년 부진한 영업이익에 대한 기저효과가 기대된다.

투자 확대와 수익성 줄다리기

2016년 메가박스 사업의 영업이익률은 8.7%로 전년 대비 2.9%p 하락했는데 수익성 하락의 주요인은 신규 사이트 확대에 따른 비용 증가 외에 영화 투자배급 사업의 회계적 착시이다. 2016년 투자가 집행된 영화는 총 4편으로 SPC 손익 인식 체계로 인해 영업손익은 -16억원을 기록했지만 실제로 메가박스가 실제로 인식하는 투자손익은 +9억원이다.

<표 1> 메가박스 영화투자 손익 현황 (SPC 손익 기준)

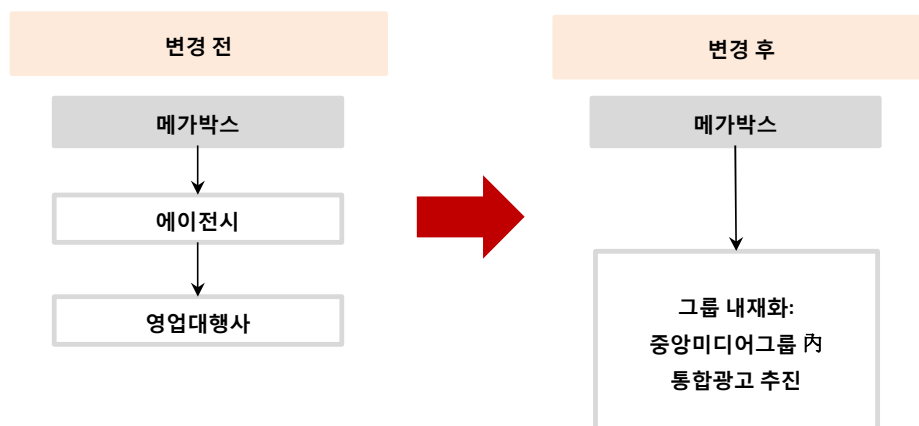
(단위: 십억원)

| 작품 | 2016 년투자 결과 | 설록 | 동주 | 카이-거울호수 | 국가대표 2 |
|-----------|-------------|-----|-----|---------|--------|
| 관람객수 (만명) | 317 | 127 | 117 | 2 | 71 |
| 매출 | 119 | 47 | 40 | 2 | 30 |
| 영업손익 | -16 | 26 | 24 | -11 | -55 |
| 투자손익 | 6 | 11 | 4 | -2 | -7 |

자료: 제이콘텐트리, 하이투자증권

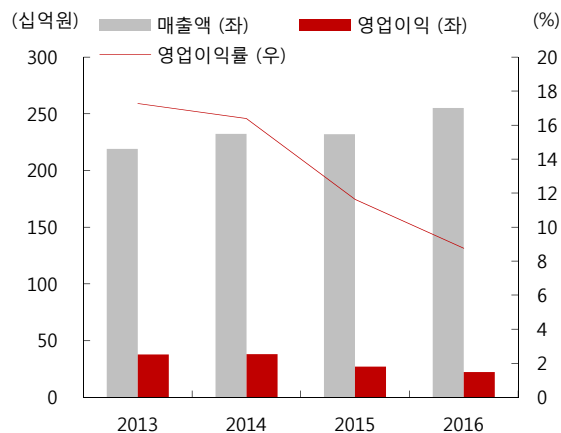
2014년 경쟁사의 국내 사업 영업이익률이 8.3%인 반면 메가박스 사업의 영업이익률은 16.4%로 2배 높은 수익성으로 인해 Valuation 프리미엄이 적용되었던 점을 감안하면 투자 확대에 CAPEX 부담 증가와 신규 사이트 오픈 초기 손실 발생에 따른 영업이익률 훼손은 투자심리에 부정적 영향을 끼친다. 국내 영화 관람객수 성장이 정체된 가운데 메가박스의 신규 사이트 투자 확대에 의한 수익성 하락은 불가피하겠으나 스크린광고 사업구조 변경에 따른 수익성 하락은 일부 상쇄될 전망이다. 기존 에이전시와 영업대행사를 통해 광고 판매를 진행했던 스크린광고 사업구조를 그룹 내 재화로 변경하여 수수료 비용을 절감할 전망이다. 메가박스 스크린광고 사업 구조 변경에 따라 30억원의 수수료 비용이 절감될 것으로 추정된다.

<그림 6> 메가박스 스크린광고 대행 구조 단순화



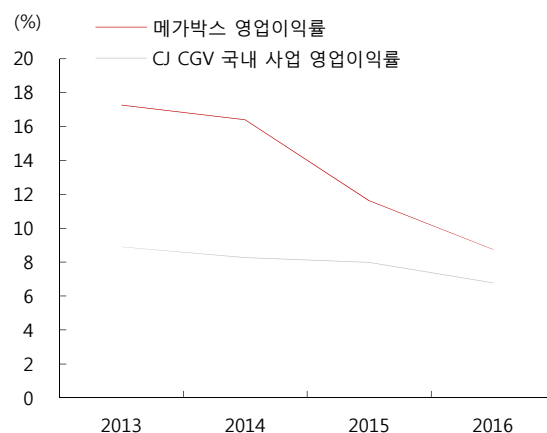
자료: 제이콘텐트리, 하이투자증권

〈그림 6〉 메가박스 매출액과 영업이익 추이



자료: 제이콘텐츠리, 하이투자증권

〈그림 7〉 메가박스와 CJ CGV 국내 사업 영업이익률 추이



자료: 각 사, 하이투자증권

〈표 2〉 제이콘텐츠리 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 2016 | 2017E | 2018E | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17E | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 매출액 | 335.1 | 356.0 | 390.9 | 91.8 | 79.7 | 105.7 | 58.0 | 79.8 | 74.7 | 106.7 | 94.8 |
| 멀티플렉스 | 255.1 | 261.4 | 267.1 | 64.1 | 51.4 | 78.3 | 61.2 | 56.2 | 54.4 | 86.1 | 64.7 |
| 방송 | 83.2 | 99.8 | 129.7 | 19.1 | 19.4 | 18.4 | 26.2 | 24.8 | 21.4 | 22.1 | 31.5 |
| 영업이익 | 28.9 | 45.6 | 52.0 | 12.0 | 1.8 | 15.4 | -0.2 | 11.1 | 7.1 | 15.5 | 11.9 |
| 순이익 | 23.1 | 34.8 | 39.1 | 6.6 | -0.9 | 12.3 | 5.2 | 8.4 | 5.5 | 11.8 | 9.0 |
| 성장률 (YoY %) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -4.2 | 6.2 | 9.8 | 14.5 | 2.5 | 2.6 | -34.6 | -13.0 | -6.3 | 0.9 | 63.4 |
| 멀티플렉스 | 10.0 | 2.5 | 2.2 | 21.1 | 6.3 | 9.3 | 3.9 | -12.4 | 5.8 | 10.0 | 5.7 |
| 방송 | -0.5 | 20.0 | 30.0 | 1.6 | -13.1 | -21.1 | 37.7 | 30.0 | 10.0 | 20.0 | 20.0 |
| 영업이익 | -7.8 | 57.5 | 14.1 | 539.6 | -81.9 | 30.6 | 적전 | -7.9 | 304.6 | 0.7 | 흑전 |
| 순이익 | 40.1 | 50.4 | 12.6 | 218.8 | 적전 | 41.2 | 197.9 | 27.7 | 흑전 | -3.8 | 75.4 |
| 이익률 (%) | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 8.6 | 12.8 | 13.3 | 13.1 | 2.2 | 14.6 | -0.4 | 13.9 | 9.6 | 14.5 | 12.5 |
| 순이익률 | 6.9 | 9.8 | 10.0 | 7.2 | -1.2 | 11.6 | 8.9 | 10.6 | 7.3 | 11.1 | 9.5 |

자료: 제이콘텐츠리, 하이투자증권

주: 연결기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 98 | 128 | 170 | 216 |
| 현금 및 현금성자산 | 33 | 67 | 113 | 157 |
| 단기금융자산 | 5 | 3 | 1 | 1 |
| 매출채권 | 38 | 39 | 38 | 41 |
| 재고자산 | 14 | 15 | 14 | 16 |
| 비유동자산 | 358 | 352 | 347 | 343 |
| 유형자산 | 137 | 133 | 130 | 127 |
| 무형자산 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 자산총계 | 456 | 480 | 517 | 559 |
| 유동부채 | 313 | 313 | 313 | 314 |
| 매입채무 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| 단기차입금 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| 유동성장기부채 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 비유동부채 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 사채 | - | - | - | - |
| 장기차입금 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 부채총계 | 378 | 378 | 378 | 379 |
| 지배주주지분 | 62 | 82 | 112 | 149 |
| 자본금 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 자본잉여금 | -51 | -51 | -51 | -51 |
| 이익잉여금 | 49 | 70 | 101 | 138 |
| 기타자본항목 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| 비지배주주지분 | 16 | 20 | 26 | 31 |
| 자본총계 | 78 | 102 | 139 | 180 |

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 350 | 361 | 353 | 382 |
| 증가율(%) | -5.3 | 3.2 | -2.1 | 8.2 |
| 매출원가 | 163 | 158 | 153 | 166 |
| 매출총이익 | 187 | 203 | 200 | 216 |
| 판매비와관리비 | 156 | 165 | 151 | 160 |
| 연구개발비 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 31 | 38 | 49 | 55 |
| 증가율(%) | -13.9 | 20.7 | 29.0 | 13.3 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 10.5 | 13.8 | 14.5 |
| 이자수익 | - | - | - | - |
| 이자비용 | - | - | - | - |
| 지분법이익(손실) | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 기타영업외손익 | 2 | -6 | -6 | 3 |
| 세전계속사업이익 | 30 | 33 | 49 | 56 |
| 법인세비용 | 10 | 9 | 12 | 14 |
| 세전계속이익률(%) | 8.7 | 9.3 | 13.9 | 14.5 |
| 당기순이익 | 20 | 25 | 37 | 42 |
| 순이익률(%) | 5.6 | 6.8 | 10.6 | 10.9 |
| 지배주주귀속 순이익 | 11 | 20 | 31 | 38 |
| 기타포괄이익 | 11 | -1 | -1 | -1 |
| 총포괄이익 | 31 | 24 | 37 | 41 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 31 | 24 | 36 | 41 |

현금흐름표

(단위:십억원)

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 23 | 48 | 59 | 60 |
| 당기순이익 | 20 | 25 | 37 | 42 |
| 유형자산감가상각비 | 12 | 14 | 13 | 13 |
| 무형자산상각비 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 지분법관련손실(이익) | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 투자활동 현금흐름 | -15 | -13 | -14 | -14 |
| 유형자산의 처분(취득) | -16 | -10 | -10 | -10 |
| 무형자산의 처분(취득) | -4 | -5 | -5 | -5 |
| 금융상품의 증감 | 4 | 2 | 1 | 1 |
| 재무활동 현금흐름 | -26 | -164 | -164 | -164 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | 24 | - | - | - |
| 자본의증감 | 146 | - | - | - |
| 배당금지급 | -5 | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | -18 | 34 | 46 | 44 |
| 기초현금및현금성자산 | 51 | 33 | 67 | 113 |
| 기말현금및현금성자산 | 33 | 67 | 113 | 157 |

주요투자지표

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 128 | 310 | 271 | 329 |
| BPS | 547 | 720 | 985 | 1,309 |
| CFPS | 318 | 597 | 430 | 483 |
| DPS | - | - | - | - |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 43.9 | 12.7 | 14.5 | 12.0 |
| PBR | 10.2 | 5.5 | 4.0 | 3.0 |
| PCR | 17.6 | 6.6 | 9.1 | 8.1 |
| EV/EBITDA | 17.4 | 10.9 | 8.5 | 7.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 15.0 | 28.1 | 31.8 | 28.7 |
| EBITDA 이익률 | 13.8 | 15.7 | 19.0 | 19.1 |
| 부채비율 | 482.9 | 369.9 | 272.1 | 210.5 |
| 순부채비율 | 256.4 | 164.8 | 89.2 | 44.8 |
| 매출채권회전율(x) | 7.3 | 9.4 | 9.2 | 9.6 |
| 재고자산회전율(x) | 32.4 | 25.0 | 24.3 | 25.6 |

자료 : 제이콘텐트리, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

| 의견제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|-------------------|------|-------|
| 2017-01-04(담당자변경) | Buy | 6,300 |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정,오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 89.2% | 10.8% | - |