

미디어/인터넷
조태나
02)739-5932
taenajo@heungkuksec.co.kr

(036420)

제이콘텐트리

BUY(유지)

호재에 호재를 더하다

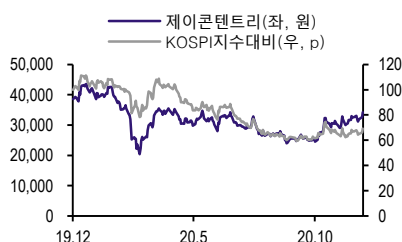
목표주가	45,000원(유지)
현재주가(12/29)	34,250원
상승여력	31.4%
시가총액	561십억원
발행주식수	16,385천주
52주 최고가 / 최저가	43,550 / 20,350원
3개월 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	6.4%
주요주주	
중앙홀딩스 (외 3인)	41.4%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.6	34.1	22.3	-9.4
상대수익률(KOSPI)	6.5	12.9	-12.4	-37.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	511	554	379	575
영업이익	35	35	-49	50
EBITDA	77	124	44	150
지배주주순이익	18	1	-52	5
EPS	1,409	78	-3,193	277
순차입금	17	459	698	746
PER	31.7	494.4	-10.7	123.5
PBR	1.9	1.7	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.6	8.2	28.8	8.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	7.4	0.3	-17.7	1.7
컨센서스 영업이익	35	35	-42	43
컨센서스 EPS	1,409	78	-2,893	946

주가추이



스튜디오 가치 1.5조, 텐센트의 러브콜

JTBC 스튜디오, 3자배정 유증으로 4,000억원을 조달했다. 신주 발행가액은 16,048원, 기업가치 약 1.4~1.5조원 수준이다. 이번 유증의 첫번째 핵심은 JTBC 스튜디오가 기대하던 시장가치(1.0~1.2조) 보다 더 높은 가치를 인정 받았다는 것. 두번째 핵심은 텐센트의 러브콜이 포착되었다는 사실이다. 유상증자에 참여한 Aceville Pte Ltd(약 1,000억원 규모)가 텐센트 출자 법인이기 때문이다. F처럼 등장했으나 SI인 것을 들켜버렸다. 텐센트와 아이치이의 한국 본격진출 기대감, 호재 중의 호재다.

퀄리티 높은 대작으로 편당 마진 확대 가능

제이콘텐트리가 경쟁사 대비 가장 아쉬웠던 요인은, 1)시원시원한 대작이 없다는 것 2)그래서 편당 판매 이익이 적다는 것이었다. 그런데 이제부터는 대작 얼마든 가능하다. 유상증자로 자금은 마련했고, 캐파는 최근 인수한 제작사들을 활용하면 된다. 특히 눈에 띄는 것은, JTBC 스튜디오가 드라마 제작사를 인수한 것이 아니라, 영화제작사들을 매우 공격적으로 인수했다는 사실이다.

그래서 '드라마의 영화화'를 예상한다. 영화화된 드라마의 대표적 예로는 <킹덤>, <방법>, <스위트홈> 등, 주로 OTT 흥행작들이 있는데, 일반적 드라마보다 완성도가 높고 연출이 뛰어나다. JTBC 스튜디오의 퀄리티 높은 대작 제작 -> 마진 확대를 전망한다.

스튜디오 지분가치 고려한 리레이팅 필요

극장 사업 부진 지속되고 있으나, JTBC 스튜디오 지분가치(합병 후 68%,)만으로도 제이콘텐트리 가치는 7,500억원에 가까워야 한다. (20% 할인률 적용) 메가박스의 극장사업 '21년 상반기 적자(분기별 -100억원 ~ -150억원 예상)를 고려하더라도 아직 업사이드는 충분하다. 방송부문, 스튜디오에 집중한 주가 리레이팅이 필요한 시점이다.

표1 제이콘텐트리 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	126.3	131.1	143.0	153.0	103.0	76.3	103.9	106.7	511.3	553.4	389.9
yoy(%), growth rate	15%	18%	-9%	15%	-18%	-42%	-27%	-30%	22%	8%	-30%
영화	5%	26%	-15%	1%	-44%	-85%	-59%	-69%	0%	3%	-65%
방송	34%	36%	-5%	28%	-1%	-12%	32%	16%	0%	15%	15%
사업부별 매출추정											
영화	73.8	82	86.6	80.3	41.0	12.4	35.6	25.2	313.5	322.3	114.2
1.상영	43.2	48.5	48	45.3	22.6	6.3	15.3	10.1	195.3	185.0	54.3
2.매점	14.1	15.4	16.1	15.7	6.8	1.6	4.5	3.2	54.9	61.3	16.1
3.광고	7	9.8	12.1	10.5	4.9	1.2	9.0	5.2	34.2	39.4	20.2
4.투자/배급	2.4	-1.7	0.7	0.7	0.7	(0.0)	0.5	0.1	(1.2)	2.1	1.3
5.기타	6.9	9.8	9.7	8.1	6.0	3.3	6.5	6.6	30.3	34.5	22.3
방송	51.9	62.4	51.8	68.4	51.4	55.0	68.2	79.0	192.3	221.1	253.6
1.방영권	21	15.8	18.4	17.9	12.1	10.5	26.5	30.9	55.1	73.1	80.0
2.유통	27.7	29.8	30.8	43.5	36.5	36.8	37.1	42.4	95.1	131.8	152.8
-국내	17.7	14	18.6	19.2	18.3	20.0	15.9	19.3	55.8	69.5	73.5
-해외	9.9	15.8	12.2	24.3	18.1	16.8	21.2	23.1	39.2	62.2	79.2
3.기타	3.7	2.9	2.6	7	2.8	7.7	4.6	5.8	42.1	16.2	20.9
영업이익	11	16.3	15.3	-7.2	(15.6)	(14.2)	(7.8)	(11.5)	34.6	35.4	(49.1)
yoy(%), growth rate	흑전	97%	-16%	적전	적전	적전	적전	적지	2%	2%	적전
영화	5.4	15.6	11.3	6.8	(12.2)	(22.3)	(15.1)	(20.0)	21.2	39.1	(69.6)
방송	5.7	1	4.7	-9.9	(2.6)	9.1	9.1	10.7	12.0	1.5	26.3

자료: 제이콘텐트리, 흥국증권 리서치센터

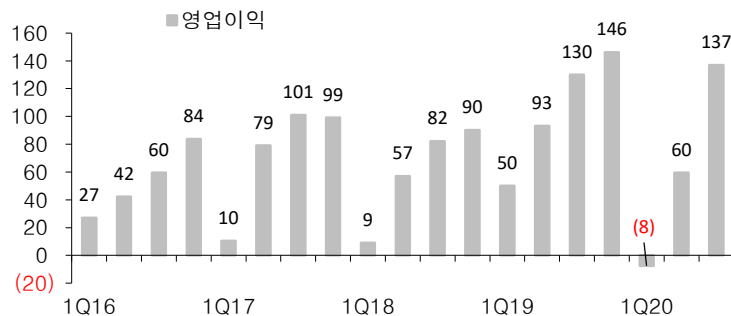
표2 JTBC 스튜디오 제작사 인수 내역

(단위: 십억원)

날짜	인수	피인수	금액(억원)	지분율(%)	레퍼런스
2007	제이콘스튜디오	드라마하우스	10	75	바람의화원, 공부의신
2019. 1Q	제이콘스튜디오	필름몬스터	200	100	이재규 감독, 완벽한 타인
2019. 3Q	JTBC스튜디오	콘텐츠지음	35	35	이태원클래스
2019. 3Q	JTBC스튜디오	하우픽처스	33	33	구미호던
2019. 4Q	JTBC스튜디오	엔피오엔터	47	28	윤박, 신은수, 강훈, 신예은
2019. 4Q	JTBC스튜디오	퍼펙트스톰필름	170	100	백두산, PMC 더 벅커
2019. 4Q	JTBC스튜디오	비에이엔터	256	77	타짜원아이드잭, 악인전
2020.4Q	JTBC스튜디오	엔솔로지스튜디오	200	100	워너 최재원대표, 송강호, 김지운 감독

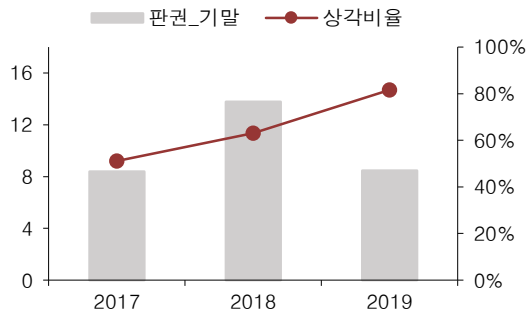
자료: 흥국증권 리서치센터

그림1 JTBC 스튜디오 영업이익 추이 (분기누적)



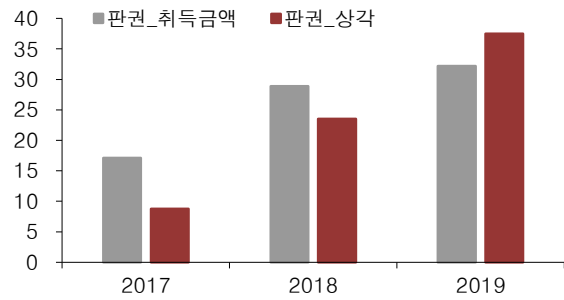
자료: JTBC 스튜디오, 흥국증권 리서치센터

그림2 확정마진 증가로 상각비율 상승



자료: 흥국증권 리서치센터

그림3 판권 취득액 < 판권 상각액 -> 더 많은 콘텐츠 필요



자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	511.3	554.2	379.2	574.6	580.3
증가율 (Y-Y,%)	21.6	8.4	(31.6)	51.5	1.0
영업이익	34.7	35.4	(49.2)	49.7	78.6
증가율 (Y-Y,%)	4.2	1.9	적전	흑전	58.1
EBITDA	77.0	123.8	43.7	149.9	171.2
영업외손익	(1.2)	(14.6)	(30.9)	(40.8)	(40.7)
순이자수익	(3.5)	(7.7)	(14.9)	(15.0)	(14.5)
외화관련손익	0.4	0.2	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.6)	2.3	4.0	4.0
세전계속사업손익	33.6	20.8	(80.1)	8.9	37.9
당기순이익	25.6	10.6	(59.5)	4.5	19.4
지배기업당기순이익	18.4	1.1	(52.3)	4.5	19.4
증가율 (Y-Y,%)	186.6	(93.9)	적전	흑전	326.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.7	18.3	(3.4)	4.0	1.5
영업이익증가율(3Yr)	1.8	7.0	n/a	12.7	30.4
EBITDA증가율(3Yr)	15.6	42.3	(9.7)	24.9	11.4
순이익증가율(3Yr)	9.2	(22.0)	n/a	(43.8)	22.2
영업이익률(%)	6.8	6.4	(13.0)	8.7	13.5
EBITDA마진(%)	15.1	22.3	11.5	26.1	29.5
순이익률 (%)	5.0	1.9	(15.7)	0.8	3.3
NOPLAT	26.5	18.1	(35.7)	25.4	40.2
(+) Dep	42.2	88.3	92.9	100.2	92.7
(-) 운전자본투자	12.4	(18.1)	109.0	55.4	0.4
(-) Capex	28.8	69.9	48.8	72.5	73.2
OpFCF	27.5	54.6	(100.6)	(2.3)	59.2

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	342.1	236.8	379.6	421.0	437.7
현금성자산	197.8	94.6	164.0	115.8	128.2
매출채권	90.6	101.1	79.2	118.4	119.6
재고자산	32.9	25.6	98.5	147.3	148.8
비유동자산	479.1	924.9	1,003.5	1,001.8	1,009.3
투자자산	182.1	525.2	585.2	608.9	633.7
유형자산	208.5	257.9	272.2	283.7	293.6
무형자산	87.4	133.9	146.1	109.2	82.0
자산총계	821.2	1,161.6	1,383.1	1,422.8	1,447.0
유동부채	271.1	339.2	509.9	544.1	548.0
매입채무	64.9	85.3	63.5	95.0	95.9
유동성이자부채	119.2	171.4	377.5	377.5	377.5
비유동부채	129.2	401.8	505.9	506.8	507.8
비유동이자부채	96.0	381.9	484.0	484.0	484.0
부채총계	400.3	741.1	1,015.8	1,051.0	1,055.8
자본금	72.0	72.0	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	158.3	154.5	149.7	149.7	149.7
이익잉여금	95.5	83.4	31.1	35.6	55.0
자본조정	11.2	8.9	8.9	8.9	8.9
자기주식	(5.1)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
자본총계	420.9	420.6	367.3	371.9	391.2
투자자산	433.1	859.7	1,051.7	1,103.9	1,110.3
순차입금	17.4	458.7	697.5	745.7	733.3
ROA	2.5	0.1	(4.1)	0.3	1.4
ROE	7.4	0.3	(17.7)	1.7	6.8
ROIC	6.5	2.8	(3.7)	2.4	3.6

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	1,409	78	-3,193	277	1,183
BPS	23,391	22,129	16,575	16,852	18,035
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	31.7	494.4	(10.7)	123.5	28.9
PBR	1.9	1.7	2.1	2.0	1.9
EV/ EBITDA	8.6	8.2	28.8	8.7	7.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	6.3	4.4	193.7	5.5	5.1
PSR	1.1	1.0	1.5	1.0	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	95.1	176.2	276.5	282.6	269.8
Net debt/Equity	4.1	109.1	189.9	200.5	187.4
Net debt/EBITDA	22.6	370.6	1,598.0	497.5	428.2
유동비율	126.2	69.8	74.4	77.4	79.9
이자보상배율	9.9	4.6	n/a	3.3	5.4
이자비용/매출액	1.6	2.6	5.9	4.6	4.5
자산구조					
투자자산(%)	53.3	58.1	58.4	60.4	59.3
현금+투자자산(%)	46.7	41.9	41.6	39.6	40.7
자본구조					
차입금(%)	33.8	56.8	70.1	69.8	68.8
자기자본(%)	66.2	43.2	29.9	30.2	31.2

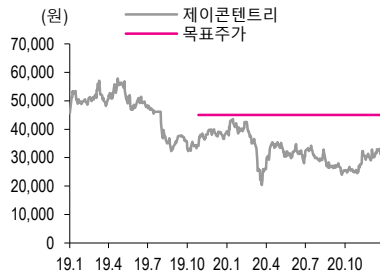
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	24.8	39.8	(43.7)	46.3	108.6
당기순이익	25.6	10.6	(59.5)	4.5	19.4
자산상각비	42.2	88.3	92.9	100.2	92.7
운전자본증감	(53.5)	(59.4)	(7.0)	(55.4)	(0.4)
매출채권감소(증가)	(18.3)	12.7	10.3	(39.3)	(1.2)
재고자산감소(증가)	(9.0)	(6.5)	(5.7)	(48.8)	(1.5)
매입채무증감(감소)	(1.0)	2.5	6.5	31.5	0.9
투자현금	(47.8)	(101.2)	(19.1)	(97.1)	(98.9)
단기투자자산감소	(21.2)	32.3	(48.8)	(2.7)	(2.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.9	3.4	3.4
설비투자	(28.8)	(69.9)	(48.8)	(72.5)	(73.2)
유무형자산감소	1.6	3.2	(4.2)	(2.2)	(2.2)
재무현금	115.2	(16.2)	29.4	0.0	0.0
차입금증가	(38.3)	(41.6)	248.9	0.0	0.0
자본증가	153.5	(1.3)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	1.3	1.3	0.0	0.0	0.0
현금 증감	92.2	(77.6)	34.6	(50.8)	9.7
총현금흐름(Gross CF)	92.6	125.8	2.9	101.6	109.0
(-) 운전자본증가(감소)	12.4	(18.1)	109.0	55.4	0.4
(-) 설비투자	28.8	69.9	48.8	72.5	73.2
(+) 자산매각	1.6	3.2	(4.2)	(2.2)	(2.2)
Free Cash Flow	53.1	77.2	(159.1)	(28.4)	33.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.9)	(3.4)	(3.4)
잉여현금	53.1	77.2	(158.2)	(25.0)	36.6

제이콘텐츠리 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가액(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2019-10-28	담당자변경			
2019-10-28	Buy	45,000	(26.8)	(3.2)
2020-12-30	Buy	45,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2020년 09월 30일 기준)

Buy (92.6%)	Hold (7.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02)6742-3649