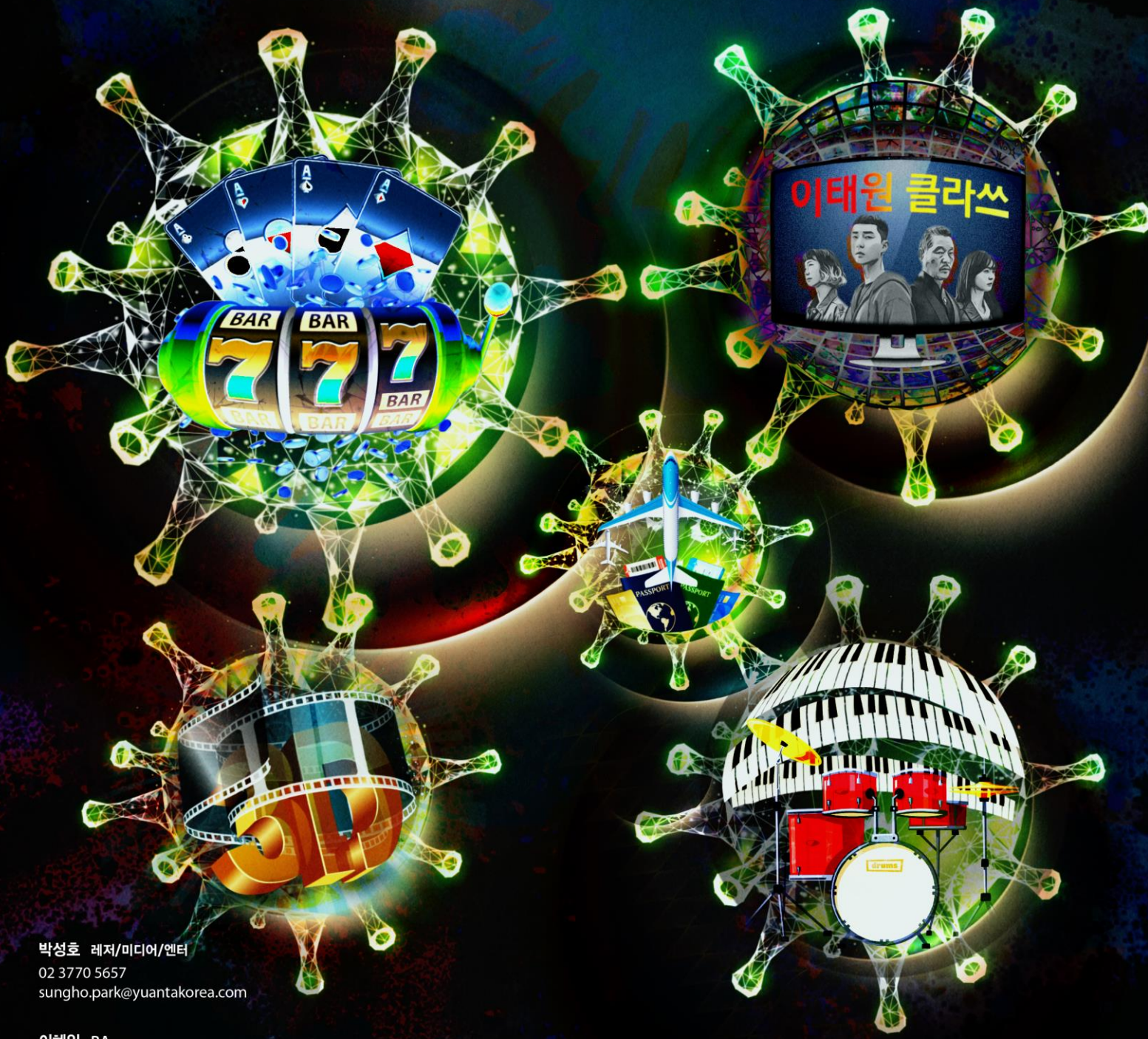
12 March, 2020 Yuanta Research

암중모색
暗中摸索

[코로나 이후, 섹터 Top-picks 및 이슈]



박성호 레저/미디어/엔터
02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

이혜인 RA
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com-

유안타증권 元大證券

CONTENTS

섹터 추천종목 요약 4

섹터 Top-picks 9

1) 단기 Top-pick : 강원랜드

2) 중기 Top-picks : 파라다이스, 이노션, 에코마케팅, JYP Ent.

3) 장기 Top-picks : CJ ENM, CJ CGV

소섹터별 투자의견 41

1) 엔터 : 코로나 종식후, JYP Ent. 〉 와이지엔터 〉 에스엠

2) 드라마 : 제이콘텐트리 상대 선호

3) SBS미디어그룹 : 눈여겨 볼 회사는 허브

4) 여행 : 적극매수 시점은 아닌 듯

기업별 실적 추이 및 전망 61

기업별 PER, PBR 밴드 차트 95

기업별 외국인, 기관 수급 차트 101

미디어/엔터/레저

미디어/엔터/레저

박성호
02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
[미디어/엔터]		
제일기획	BUY (M)	28,000 (M)
이노션	BUY (M)	94,000 (M)
에코마케팅	BUY (M)	55,000 (M)
SBS	BUY (M)	29,000 (M)
CJ ENM	BUY (M)	251,000 (M)
스튜디오드래곤	HOLD (M)	89,000 (M)
CJ CGV	BUY (M)	47,000 (M)
제이콘텐트리	BUY (M)	49,000 (M)
에스엠	BUY (M)	42,000 (D)
와이지엔터테인먼트	BUY (M)	43,000 (M)
JYP Ent.	BUY (M)	34,000 (M)
[호텔/레저]		
강원랜드	Strong Buy (M)	32,000 (M)
파라다이스	BUY (M)	26,000 (M)
GKL	BUY (M)	24,000 (M)
하나투어	HOLD (M)	44,000 (M)
모두투어	HOLD (M)	16,000 (M)

암중모색[暗中摸索] : 코로나 이후, 섹터 Top-picks 및 이슈

단기/중기/장기 Top-picks 7選

단기 Top-pick(現 시점 추천종목)

▶ 강원랜드(TP 3.2만원) : 코로나19 이후 가장 빠른 이익회복능력을 보여줄 수 있는 회사로 평가. 변동성 확대구간엔 방어주로써의 역할을 수행할 수 있고, 증시 회복구간엔 주가 3만원대를 향해 전진할 것. 現 가격대 매수시, 코로나 이후의 반등구간에서 KOSPI 지수 상승률 상회 가능

중기 Top-picks(코로나19 이후 추천종목)

▶ 파라다이스(TP 2.6만원) : 시진핑 중국 국가주석 방한 성사 후 한한령이 해제될 경우 강한 주가상승을 시현할 회사로 평가. 독보적인 영업 레버리지 효과(매출액 대비 변동비 비율 : 본사 29%, P-씨티 17%)가 강점. P-씨티의 중국 시장 홍보활동 가능시, 중국 VIP와 매스 집객 가능

▶ 이노션(TP 9.4만원) : 1Q20 웰콤그룹 연결 반영효과로 인해 두자릿수 영업이익 성장 가능. 2020~21년 제네시스 브랜드 마케팅 점화, 2022년 카타르월드컵으로 3년간의 증익 싸이클에 진입할 것으로 기대. 현대차그룹의 정의선 수석부회장 체제에서 제네시스 성장 드라이브 강화 예상

▶ 에코마케팅(TP 5.5만원) : 2Q20 젤네일 성수기효과로 오호라의 매출 수직 상승 기대. 이 경우, 본사 CPS 매출증가 및 글루가 관련 지분법이익 증가를 기대할 수 있음. Multiple Discount 요인인 데일리앤코도 제품다각화, 블랭크의 IPO 등을 거치게 되면 재평가 가능할 것

▶ JYP Ent.(TP 3.4만원) : 일본 걸그룹 노기자카46의 성장 사례 참고시, 2020년 트와이스의 일본시장 콘서트 모객 확대 가능 판단. Cash-cow인 트와이스/GOT7에 더해 스키즈/ITZY의 수익화가 시작됐고, 2020년 11월 일본인 신인 걸그룹 데뷔가 예정되어 있어 신인모멘텀도 강할 것

장기 Top-picks(6~12개월 투자관점의 추천종목)

▶ CJ ENM(TP 25.1만원) : 2020년 방송제작비의 효율적 집행기조로 인해 TV광고 매출의 이익 기여도가 높아질 것으로 기대. 코로나19 사태 종결시, 실적개선세 가시화 기대. 디지털 매출도 디지털스튜디오의 유튜브 조회수가 빠른 증가세를 보이면서 양호한 성장세를 지속할 것

▶ CJ CGV(TP 4.7만원) : 본사 연간 영업이익 체력은 스크린X 영업양도, 투자영화 축소로 인해 1천억원 수준으로 상승 추정. 터키 TRS 잔액 500억원, 영업권 잔액 1,250억원 수준으로, 터키 관련 잠재부실은 대부분 해소 평가. 글로벌 신규 출점 점포 축소에 따른 수익성 제고 기대

소섹터별 투자의견

▶ 엔터 : 코로나19 종식 후, 상대 선호주는 'JYP Ent. 〉 와이지엔터 〉 에스엠' 의 순서로 제시

▶ 드라마 : 제이콘텐트리 상대선호 (허브 지분가치만으로도 시총 상당부분 설명 가능)

▶ SBS미디어그룹 : 드라마 사업 관련 역할이 커질 것으로 예상되는 SBS콘텐츠허브 주목

▶ 여행 : 코로나19 종식 후, 이연수요의 표출강도 불확실. 최소 2~3개월 정도 관망 권고

유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 추천종목 요약

코로나19 사태가 본격화된 구정 연휴 이후, 주식시장의 불안이 계속되고 있다. 전염병 이슈가 주식시장에 영향을 미치는 것은 길어야 3개월 정도인 것으로 여겨져왔으나, 이번 코로나19 사태는 2003년 사스와 2015년 메르스 사태와 달리, 사실상 팬데믹(pandemic ; 글로벌 대유행) 수준으로 발전한 것으로 평가되고 있다. 중국과 한국의 코로나19 신규 확진자수는 감소세를 보이고 있지만, 미주/구주지역에서 확진자수가 증가함에 따라 코로나19의 종식시점을 예측하기 어려워진 상황이다.

주식시장 변동성이 심화된 現 국면에, 당사는 섹터 Top-pick으로 강원랜드를 제시한다. 강원랜드는 코로나19 이후 가장 빠른 이익회복능력을 보여줄 수 있는 회사이다. 코로나19 전후로 투자포인트가 변화하지도 않을 것이다. 강원랜드는 변동성 확대구간엔 방어주로써의 역할을 수행할 수 있고, 증시 회복구간엔 주가 3만원대를 향해 전진할 것이다. 최소 KOSPI 지수 상승률을 상회할 가능성이 높은 것이다.

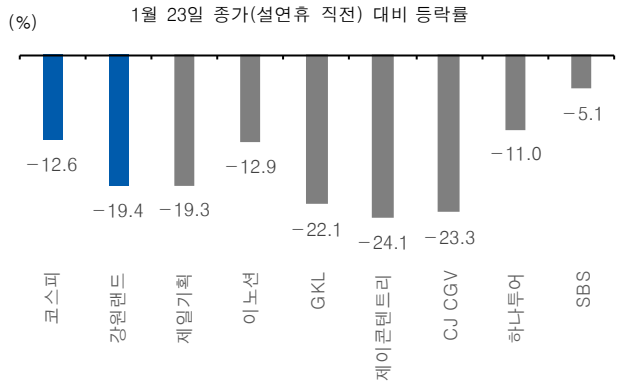
코로나19 사태가 마무리되는 구간에선, 이익창출능력이 우수하고 영업환경이 우호적으로 전개될 것으로 예상되는 종목들에 집중할 것을 권고한다. 당사가 제시하는 추천종목은 파라다이스, 이노션, 에코마케팅, JYP Ent.이다. 코로나19 사태 이전의 당사 추천종목들과 다르지 않다. 장기적 관점에선, CJ ENM과 CJ CGV에 관심을 기울일 것을 권고한다. 이들 CJ 그룹주는 지난 10여년간 수익성 관리보단 외형성장에 집중해왔고, 최근 들어선 섹터 내에서 투자자들의 관심권에서 가장 소외된 주식들인 것으로 평가된다. 하지만, CJ그룹의 경영 중점사항이 수익성 중심의 경영, 재무구조 개선 등으로 변화함에 따라 코로나19 이후 그동안 보여주지 못했던 이익 창출능력을 보여줄 수 있을 것으로 기대된다.

[표 1] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 추천종목 7 選

	종목	투자포인트
[단기 Top-pick] 現 시점 추천종목	강원랜드(035250) Strong Buy, TP 3.2 만원	▶ 카지노 재개장 이후, 코로나 19 이전의 카지노 일매출 즉각 회복 가능 기대 ▶ 카지노 휴장기간에 누적된 Pent-up 수요 가세시, 휴장기간의 매출손실분 상당부분 만회 가능. 연간 EPS, DPS 하락폭 제한적
[중기 Top-picks] 코로나 19 이후 추천종목	파라다이스(034230) Buy, TP 2.6 만원	▶ 독보적인 영업 레버리지 효과 (매출액 대비 변동비 비율 : 본사 29%, P-씨티 17%) ▶ 한한령 해제시, 중국시장 안에서의 P-씨티 홍보활동이 활발해지면서 중국인 VIP 및 매스 수요 견인 가능
	이노션(214320) Buy, TP 9.4 만원	▶ 1Q20 웰콤그룹 연결 반영효과로 인해 두자릿수 영업이익 성장 가능 (미디어 방어주) ▶ 2020~21 년 제네시스 브랜드 마케팅 모멘텀, 2022 년 카타르월드컵으로 3 년간의 증익 싸이클 진입
	에코마케팅(230360) Buy, TP 5.5 만원	▶ 2Q20 오호라 매출 수직 상승시, 본사 CPS 매출증가 및 글루가 관련 지분법이익 증가 ▶ 데일리앤코의 제품 다각화, 블랭크코퍼레이션의 IPO 이후, Multiple Level-up 기대
	JYP Ent.(035900) Buy, TP 3.4 만원	▶ 일본 노기자카 46 의 사례 참고시, 2020 년 트와이스의 일본시장 콘서트 모객 확대 가능 ▶ 2020 년 11 월 한일합작 『Nizi Project』 를 통한 일본인 신인 걸그룹 데뷔 예정. 트와이스, 아이즈원 이상의 성공 기대
[장기 Top-picks] 6~12 개월 투자관점의 추천종목	CJ ENM(035760) Buy, TP 25.1 만원	▶ 2020 년 수익성 중심의 경영기조 대전환. 방송제작비의 효율적 집행기조로 인해 TV 광고 매출의 이익기여도가 높아질 것 ▶ PIP 성장정체에도 불구하고, 디지털스튜디오의 유튜브 조회수가 빠른 증가세를 보이면서 미디어부문 디지털매출 성장세 지속 기대
	CJ CGV(079160) Buy, TP 4.7 만원	▶ 스크린 X 영업양도, 투자영화 축소에 따른 본사 이익체력 개선. 본사의 연간 영업이익 체력은 코로나 19 제외시 1 천억원 수준 도달 추정 ▶ 터키 관련 TRS 잔액 500 억원, 영업권 잔액 1,250 억원 수준으로, 터키 관련 잠재부실은 대부분 해소된 상태

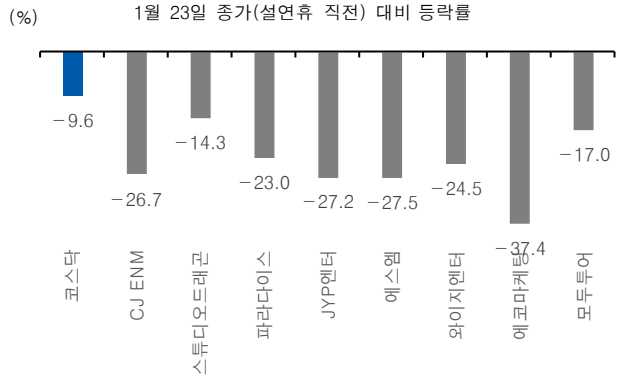
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 설연휴 이후 섹터 內 주가등락률 비교 (KOSPI 시장)



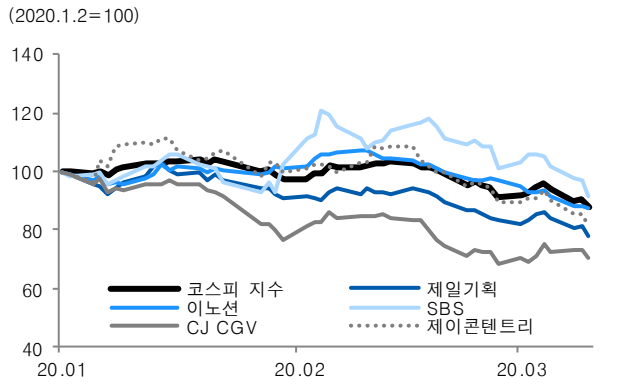
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 설연휴 이후 섹터 內 주가등락률 비교 (KOSDAQ 시장)



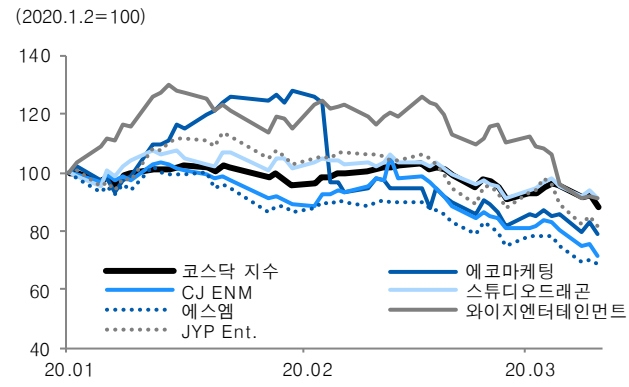
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 미디어/엔터 종목별 상대주가 추이 - 코스피 시장



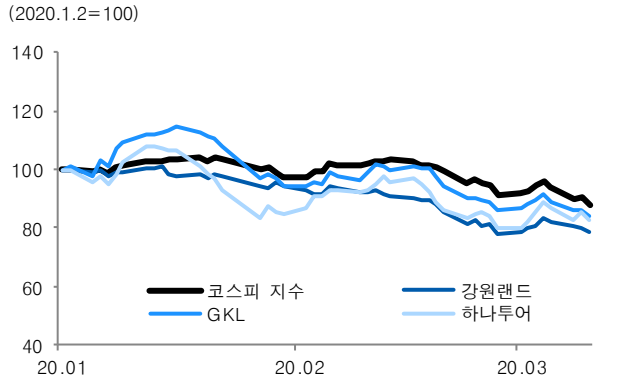
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 미디어/엔터 종목별 상대주가 추이 - 코스닥 시장



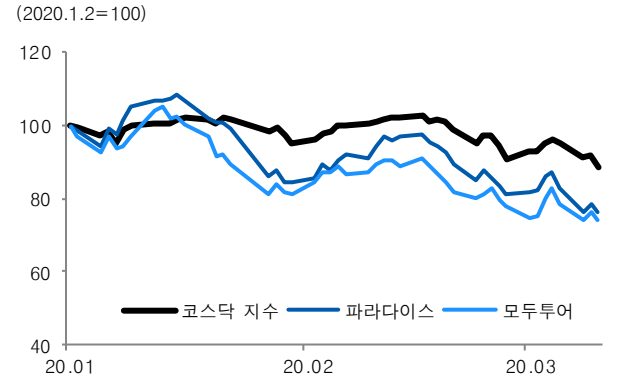
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 호텔/레저 종목별 상대주가 추이 - 코스피 시장



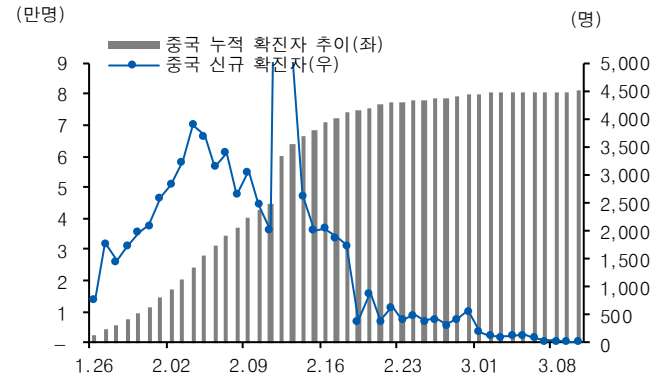
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 호텔/레저 종목별 상대주가 추이 - 코스닥 시장



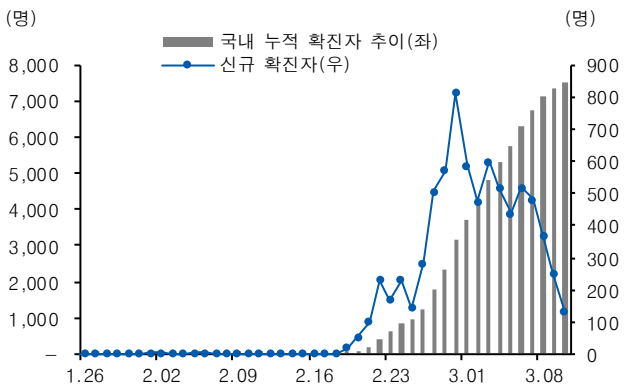
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 중국 코로나19 확진자 추이



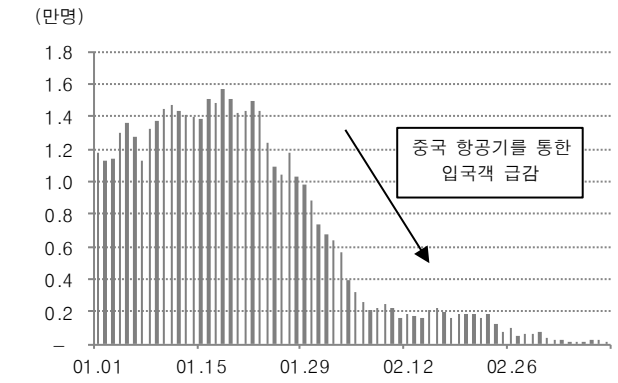
자료: 중국국가위생건강위원회, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 한국 코로나19 확진자 추이



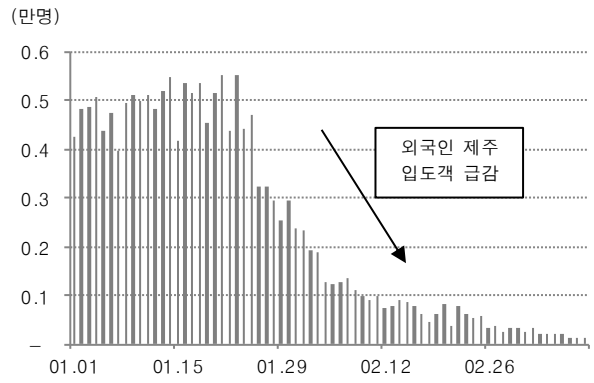
자료: 질병관리본부, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 중국 15개 항공사를 통한 한국 입국객 추이 (2020년)



자료: Airportal, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 제주도 외국인 입도객 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 유안타증권 리서치센터

유니버스 실적 전망 및 추정치 변경

[표 2] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 영업이익 추이 및 전망 (단위: 억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	YoY	QoQ	컨센서스 (1Q20E)	2019	2020E	컨센서스 (2020E)
미디어/엔터	제일기획	322	694	527	516	308	-4%	-40%	352	2,058	2,344	2,256
	이노션	248	288	285	397	289	17%	-27%	305	1,217	1,424	1,472
	에코마케팅	103	81	115	79	73	-29%	-7%	88	379	382	410
	SBS	-278	43	36	325	-140	적지	적전	-112	126	367	326
	CJ ENM	790	874	603	427	503	-36%	18%	632	2,694	3,209	2,939
	스튜디오드래곤	110	108	109	-40	62	-44%	흑전	117	287	623	617
	CJ CGV	235	235	310	452	-26	적전	적전	38	1,232	1,199	1,170
	제이콘텐트리	111	163	153	-72	-9	적전	적지	61	354	534	600
	에스엠	28	39	199	138	37	33%	-73%	109	404	561	530
	와이지엔터테인먼트	-23	2	-30	81	1	흑전	-99%	32	20	115	245
	JYP Ent.	58	94	148	135	55	-4%	-59%	66	435	446	462
	업종 합산	1,704	2,620	2,454	2,437	1,155	-32%	-53%	1,686	9,206	11,204	11,026
호텔/레저	강원랜드	1,251	1,728	1,392	651	781	-38%	20%	1,129	5,022	4,480	4,894
	파라다이스	-63	47	411	125	44	흑전	-65%	70	520	1,416	1,103
	GKL	170	264	306	228	298	75%	31%	313	968	1,254	1,195
	하나투어	132	36	-28	-67	-232	적전	적지	-100	73	-136	214
	모두투어	91	-1	-22	-36	-128	적전	적지	-71	32	-98	98
	업종 합산	1,581	2,074	2,059	901	762	-52%	-15%	1,342	6,615	6,916	7,504
섹터 합산		3,285	4,695	4,513	3,338	1,917	-42%	-43%	3,027	15,821	18,121	18,530

주: CJ ENM 의 과거 영업이익(4Q18~3Q19)은 헬로 매각 상태의 Pro-forma Basis 로 환산해 표시함

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 영업이익 추정치 변경 (단위: 억원, %)

		1Q20E			2020E		
		기존	변경	증감율	기존	변경	증감율
미디어/엔터	제일기획	305	308	1%	2,330	2,344	1%
	이노션	327	289	-12%	1,462	1,424	-3%
	에코마케팅	88	73	-17%	397	382	-4%
	SBS	-140	-140	-	357	367	3%
	CJ ENM	565	503	-11%	3,344	3,209	-4%
	스튜디오드래곤	105	62	-41%	571	623	9%
	CJ CGV	72	-26	적전	1,293	1,199	-7%
	제이콘텐트리	42	-9	적전	565	534	-6%
	에스엠	143	37	-74%	672	561	-16%
	와이지엔터테인먼트	20	1	-96%	165	115	-30%
	JYP Ent.	74	55	-25%	470	446	-5%
	업종 합산	1,601	1,155	-28%	11,626	11,204	-4%
호텔/레저	강원랜드	1,219	781	-36%	4,849	4,480	-8%
	파라다이스	244	44	-82%	1,566	1,416	-10%
	GKL	404	298	-26%	1,361	1,254	-8%
	하나투어	-160	-232	적자확대	-3	-136	적자확대
	모두투어	-89	-128	적자확대	-58	-98	적자확대
	업종 합산	1,618	762	-53%	7,715	6,916	-10%
섹터 합산		3,219	1,917	-40%	19,341	18,121	-6%

자료: 유안타증권 리서치센터

유니버스 선호도 (3개월 관점)

[표 4] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 종목별 선호도 (단위: 억원, 원, 배, %)

분류	종목명	코드	P/E			P/B			시가총액 (3/11)	시가비중	투자의견	주가 (3/11)	목표주가	선호도
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E						
미디어/엔터	제일기획	(030000)	21.1	13.4	12.6	3.0	1.7	1.6	20,938	0.1	BUY	18,200	28,000	★★
	이노션	(214320)	18.5	13.1	11.9	1.7	1.4	1.3	12,240	0.1	BUY	61,200	94,000	★★
	에코마케팅	(230360)	14.4	12.6	10.4	4.3	3.2	2.6	4,025	0.0	BUY	24,850	55,000	★★
	SBS	(034120)	21.2	14.2	9.9	0.7	0.6	0.6	3,578	0.0	BUY	19,600	29,000	★★
	CJ ENM	(035760)	38.6	10.9	9.6	1.4	0.7	0.6	24,276	0.2	BUY	110,700	251,000	★★
	스튜디오드래곤	(253450)	82.8	41.1	34.1	5.1	4.3	3.9	20,819	0.1	HOLD	74,100	89,000	★
	CJ CGV	(079160)	-5.3	-25.3	13.2	3.1	1.3	1.2	5,121	0.0	BUY	24,200	47,000	★
	제이콘텐트리	(036420)	-198.1	23.2	15.7	2.0	1.2	1.1	4,603	0.0	BUY	31,950	49,000	★★
	에스엠	(041510)	-100.5	15.6	12.8	2.0	1.2	1.1	6,120	0.0	BUY	26,100	42,000	★
	와이지엔터테인먼트	(122870)	-26.1	58.8	15.6	1.7	1.3	1.2	4,578	0.0	BUY	25,150	43,000	★★
	JYP Ent.	(035900)	28.2	18.7	14.4	5.5	3.3	2.7	6,975	0.0	BUY	19,650	34,000	★★
	업종 합산		63.9	17.0	13.2	2.1	1.4	1.3	113,272	0.8				
호텔/레저	강원랜드	(035250)	19.8	13.8	12.0	1.8	1.2	1.1	49,313	0.3	Strong Buy	23,050	32,000	★★★
	파라다이스	(034230)	108.2	23.6	15.4	1.3	1.0	1.0	14,005	0.1	BUY	15,400	26,000	★★
	GKL	(114090)	18.3	10.9	10.0	2.3	1.6	1.5	10,113	0.1	BUY	16,350	24,000	★★
	하나투어	(039130)	-127.5	-62.6	25.1	3.5	2.2	2.1	5,076	0.0	HOLD	43,700	44,000	★
	모두투어	(080160)	206.8	-33.3	12.1	3.0	2.1	1.8	2,542	0.0	HOLD	13,450	16,000	★
	업종 합산		25.3	16.6	12.4	1.8	1.3	1.2	81,050	0.6				
섹터 합산			39.3	16.8	12.9	2.0	1.3	1.3	194,322	1.3				

주: 당사의 투자등급(투자의견, 목표주가)은 투자기간 12개월 기준이며, 상기 선호도는 자료발간 이후 3개월에 대한 의견으로서, 기간에 따른 차이가 발생할 수 있음
자료: 유안타증권 리서치센터

섹터 Top-picks

1) 단기 Top-pick : 강원랜드

2) 중기 Top-picks : 파라다이스, 이노션, 에코마케팅, JYP Ent.

3) 장기 Top-picks : CJ ENM, CJ CGV

레저/미디어/엔터 Top-picks

[단기 Top-pick]

강원랜드 – 독보적인 이익회복력 주목

한국의 사행산업 시장은 합법과 불법시장을 합쳐 90~100조원 수준으로 추정되고 있다. 이 중에서, 강원랜드의 카지노 매출은 2019년 기준 1.48조원으로 전체 시장의 1~2% 수준을 차지하고 있다. 사행산업통합감독위가 발간한 『제3차 불법도박 실태조사』에 의하면, 사설 카지노 시장은 2015년 기준으로 2.97조 ~ 3.86조원의 규모인 것으로 추정되고 있다. 사설 카지노 시장에는 강원랜드에서 카지노를 경험했던 사람들이 다수 참여하고 있는 것으로 보인다. 강원랜드 대비 거리상의 이점, 게임테이블 확보의 용이성 등의 이점으로 인해 음성화된 카지노 수요가 합법시장 수요 대비 2~3배 가량은 되는 것이다.

[표 5] 2018 년 합법 사행산업시장 (단위: 억원, %)

	카지노업		경마	경륜	경정	복권	체육진흥투표권	소싸움경기	계
	강원랜드	외국인전용							
매출총량	14,857	10,561	22,695	6,608	1,942	23,510	17,528	84	97,785
매출액	14,001	16,253	20,216	5,737	1,733	21,469	17,241	76	96,726

자료: 사행산업통합감독위원회, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 한국의 불법 도박시장 규모 (단위: 억원)

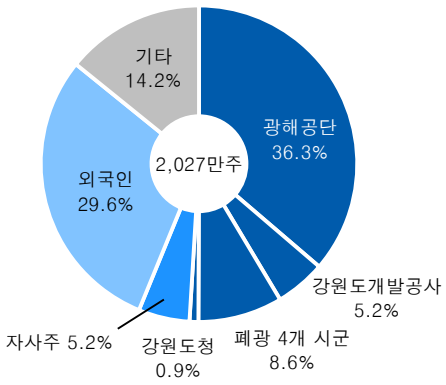
구분		1차 실태조사 (2007년)	2차 실태조사 (2011년)	3차 실태조사 (2015년)		
				평균	최소	최대
온라인도박	온라인 카지노	320,000	56,995	83,452	69,073	97,830
	웹보드		85,493	125,177	103,610	146,745
	릴게임		28,498	41,726	34,537	48,915
	소계		170,985	250,355	207,220	293,490
사설 스포츠도박			76,103	218,119	180,622	255,615
불법 하우스도박		-	193,165	62,700	47,328	78,072
불법 사행성게임장		115,596	187,488	145,152	134,784	155,520
경주게임	사설 경마	26,885	99,250	103,275	91,800	114,750
	사설 경륜	1,044		24,066	21,392	26,741
	사설 경정	3,888				
	소계	31,817		127,342	113,193	141,491
사설 카지노		69,615	24,484	34,155	29,700	38,610
총계		537,028	751,474	837,822	712,846	962,798

자료: 사행산업통합감독위원회, 유안타증권 리서치센터

사행산업 시장은 단속을 통해 억누를 경우 음성화되기만 할 뿐 박멸할 수 없는 시장이다. 따라서, 각국의 정부는 불법시장의 양성화를 통해 사행산업을 관리하고 적정한 규모의 세수를 확보하는 전략을 취하고 있다. 한국 정부는 합법 사행산업 시장이 국가 GDP의 0.54% 안에서 유지되도록 관리하고 있다. 이는 합법 사행산업 시장의 총량이 국가 GDP 성장률 수준에서 유지된다는 것을 의미한다.

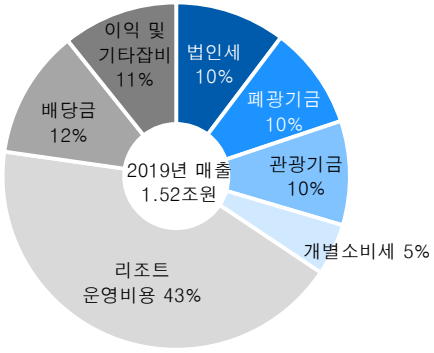
강원랜드는 『폐광지역 개발 지원에 관한 특별법』에 의해 내국인의 출입이 허용된 카지노이다. 동사가 카지노 사업을 통해 획득하는 수입은 정부 및 지자체들의 재원, 주로 폐광지역 출신들로 구성된 직원 인건비, 지역 개발사업 관련 기부금 등으로 사용되고 있다. 구체적으로, 동사의 2019년 전체 매출액은 1.52조원, 세금성 비용 지출액은 5,227억원을 각각 기록했다. 동사의 세금성 비용들은 대부분 매출액과 연동되는 변동성 비용의 성격을 갖고 있다. 2019년 세금성 비용의 세부내역은 법인세 1,564억원, 폐광지역개발기금 1,455억원, 관광진흥개발기금 1,476억원, 개별소비세 731억원이다. 또한, 한국광해관리공단을 비롯한 공공지분이 동사 전체 지분의 51%를 차지하고 있어 동사 배당금도 공공사업을 위한 재원으로 활용되고 있다. 강원랜드의 배당성향은 45~50% 수준으로 유지되고 있는데, 2015년 이후엔 연간 FCF가 주주 배당금과 거의 일치하고 있다. 즉, 강원랜드 카지노 매출은 공공재원을 확보하기 위한 목적 차원에서라도 안정적으로 유지되어야 할 필요가 큰 것이다.

[그림 11] 강원랜드 주주 구성 – **공공지분이 51% 차지**



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 2019년 강원랜드 매출액 및 비용 구성

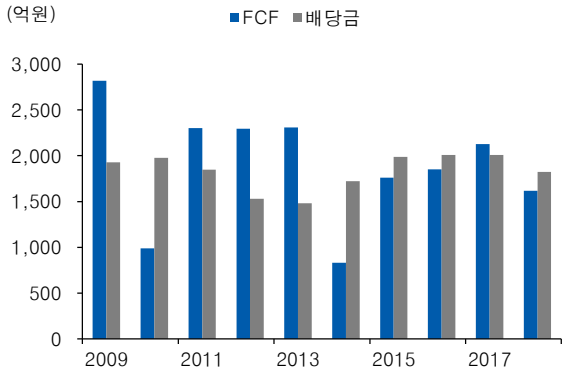


자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 강원랜드 배당성향 추이

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 강원랜드 FCF 및 현금 배당액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한국 정부가 2020년 2월 23일 코로나19 관련 위기경보단계를 '심각'으로 격상하면서, 강원랜드도 2020년 2월 23일부터 카지노 영업장 휴장을 결정했다. 휴장 영업일수는 3일 → 6일 → 15일 → 22일로 계속 연장되고 있다. 강원랜드는 2020년 3월 16일 정오에 카지노 재개장을 앞두고 있으나, 코로나19 사태의 특수성을 감안해 휴장일수를 추가 연장할 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

휴장이 확정된 22영업일간의 카지노 매출 손실 예상액은 809억원(일평균 37억원)이다. **동사의 2020E EPS는 22영업일간의 카지노 휴장으로 인해 기존 추정치 대비 10% 가량 하락할 전망**이다. 동사의 2020E DPS는 배당성향 50% 기준으로 835원으로 감소할 수 있다. 카지노 휴장일수가 22영업일 이상으로 연장될 경우의 이익감소분 및 예상 DPS에 대한 시나리오 분석은 [표7]에 정리되어 있다.

당사는 지난 보고서(2020.02.27)에서 강원랜드에 대한 투자의견을 Strong Buy 로 상향 조정한 바 있다. 카지노 휴장일수가 연장되고 있는 現 시점에도, **동사에 대한 투자의견 Strong Buy를 그대로 유지하며 단기적 관점에서 섹터 Top-pick 의견을 제시한다.** 강원랜드는 카지노 재개장 이후, 예전의 카지노 일매출을 즉각적으로 회복할 수 있는 회사이기 때문이다. 또한, **강원랜드의 연간 카지노 매출액이 전년수준을 유지해야 각종 세금성 비용들이 감소하지 않고 유지될 수 있는 관계로, 강원랜드 재개장 이후의 카지노 일매출은 휴장 이전 보다 오히려 상승할 가능성이 있다는 판단이다.** 카지노 테이블 가동률을 높이는 가운데, 휴장기간에 누적된 Pent-up 수요가 붙게 되면 휴장기간의 매출 손실분의 상당분은 충분히 만회가 가능하다. 이 경우, 2020E DPS 900원 유지도 충분히 기대할 수 있게 된다. 코로나19로 인한 이익감소 우려에서 비롯된 최근의 주가하락은 과도한 수준이며, 매수기회로 활용 가능하다는 판단이다.

[표 7] 강원랜드 카지노 영업장 휴장일수별 실적변화 및 배당수익률 변화 시나리오 (단위: 억원, 원, 배, %)

카지노 휴장일수	2020년 실적 전망치 변화 (기존 추정치 대비)				2020년 Valuation 및 배당지표				
	매출	영업이익	순이익	EPS	PER	배당성향 50%		2018년 DPS 로 동결	
						DPS	시가배당률	DPS	시가배당률
기존 전망치	15,972	4,994	3,943	1,843	12.5	920	3.8%	900	3.8%
22영업일	-5%	-10%	-10%	-10%	13.8	835	3.5%	900	3.8%
23영업일	-6%	-11%	-10%	-10%	13.9	830	3.5%	900	3.8%
24영업일	-6%	-11%	-11%	-11%	14.0	825	3.5%	900	3.8%
25영업일	-6%	-12%	-11%	-11%	14.0	825	3.5%	900	3.8%
26영업일	-6%	-12%	-11%	-11%	14.1	820	3.5%	900	3.8%
27영업일	-6%	-13%	-12%	-12%	14.2	815	3.4%	900	3.8%
28영업일	-7%	-13%	-12%	-12%	14.3	810	3.4%	900	3.8%
29영업일	-7%	-14%	-13%	-13%	14.3	805	3.4%	900	3.8%
30영업일	-7%	-14%	-13%	-13%	14.4	800	3.4%	900	3.8%
40영업일	-9%	-19%	-18%	-18%	15.2	760	3.2%	900	3.8%
50영업일	-12%	-24%	-22%	-22%	16.0	720	3.0%	900	3.8%
60영업일	-14%	-29%	-26%	-26%	17.0	680	2.9%	900	3.8%
70영업일	-16%	-33%	-31%	-31%	18.1	640	2.7%	900	3.8%
80영업일	-19%	-38%	-35%	-35%	19.3	600	2.5%	900	3.8%
90영업일	-21%	-43%	-40%	-40%	20.8	555	2.3%	900	3.8%

주: 기존 추정치는 2020년 2월 18일 기준
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 강원랜드 카지노 영업일 휴장일수별 Valuation 변화 시나리오 (단위: 배)

강원랜드 주가	22영업일 휴장		30영업일 휴장		60영업일 휴장		90영업일 휴장	
	PER	조정 PER	PER	조정 PER	PER	조정 PER	PER	조정 PER
30,000원	18.0	13.0	18.8	13.6	22.1	16.0	27.0	19.6
29,000원	17.4	12.4	18.1	12.9	21.4	15.3	26.1	18.7
28,000원	16.8	11.8	17.5	12.3	20.7	14.5	25.2	17.8
27,000원	16.2	11.2	16.9	11.7	19.9	13.8	24.3	16.9
26,000원	15.6	10.6	16.3	11.1	19.2	13.1	23.4	16.0
25,000원	15.0	10.0	15.6	10.4	18.5	12.3	22.5	15.1
24,500원	14.7	9.7	15.3	10.1	18.1	12.0	22.1	14.6
24,000원	14.4	9.4	15.0	9.8	17.7	11.6	21.6	14.2
23,500원	14.1	9.1	14.7	9.5	17.3	11.2	21.2	13.7
23,000원	13.8	8.8	14.4	9.2	17.0	10.9	20.7	13.3
22,500원	13.5	8.5	14.1	8.9	16.6	10.5	20.3	12.8
22,000원	13.2	8.2	13.8	8.6	16.2	10.1	19.8	12.4
21,500원	12.9	7.9	13.4	8.3	15.9	9.7	19.4	11.9
21,000원	12.6	7.6	13.1	7.9	15.5	9.4	18.9	11.5
20,500원	12.3	7.3	12.8	7.6	15.1	9.0	18.5	11.0
20,000원	12.0	7.0	12.5	7.3	14.8	8.6	18.0	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 9] 강원랜드, 2020 년 주가 예상밴드 **(배당주 투자관점)**

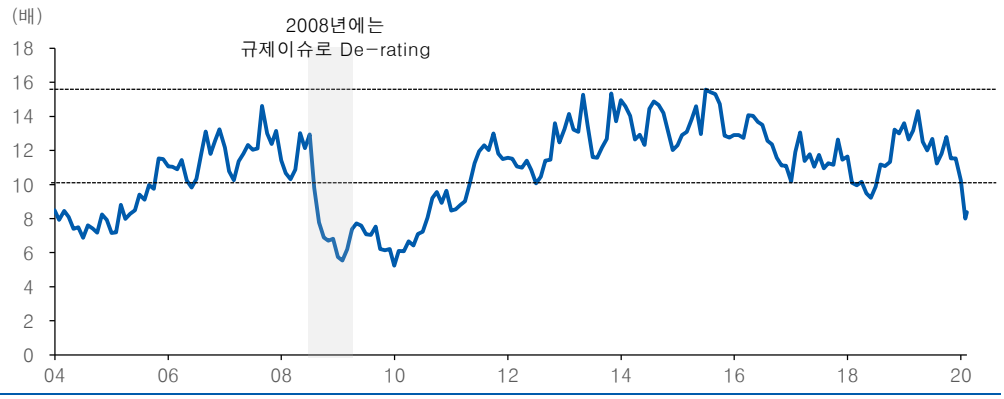
매출성장률 가정	1%		
배당성향	46.6%	49.5%	52.4%
DPS	800원	850원	900원(18년 DPS)
시가배당률	주가(원)	주가(원)	주가(원)
1.8%	45,000	48,000	50,000
1.9%	43,000	45,000	48,000
2.0%	40,000	43,000	45,000
2.1%	39,000	41,000	43,000
2.2%	37,000	39,000	41,000
2.3%	35,000	37,000	40,000
2.4%	34,000	36,000	38,000
2.5%	32,000	34,000	36,000
2.6%	31,000	33,000	35,000
2.7%	30,000	32,000	34,000
2.8%	29,000	31,000	33,000
2.9%	28,000	30,000	32,000
3.0%	27,000	29,000	30,000
3.1%	26,000	28,000	30,000
3.2%	25,000	27,000	29,000
3.3%	25,000	26,000	28,000
3.4%	24,000	25,000	27,000
3.5%	23,000	25,000	26,000
3.6%	23,000	24,000	25,000

2016년 하반기 이후,
동사 시가배당률은
2.6~3.4% 사이에서 등락

→ 동일 밴드 적용시
2020년 주가밴드는
2.4만원 ~ 3.1만원
(20E DPS 800원 기준)

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 강원랜드 12MF 조정 PER 추이 (컨센서스 기준)



주: 조정 PER = (시가총액 - 순현금) / 순이익
자료: 유안타증권 리서치센터

[중기 Top-picks]

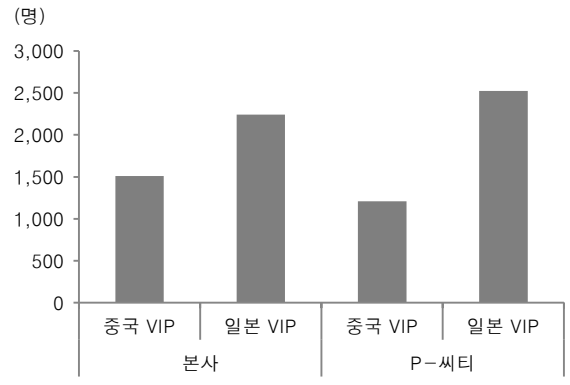
1) 파라다이스 - 한한령 해제 이벤트 수혜

파라다이스는 코로나19 사태가 마무리된 이후, 시진핑 중국 국가주석의 방한이 성사될 경우 레저섹터 내에서 가장 강한 주가상승세를 시현할 수 있는 기업으로 평가된다. 이에, 중기적 관점에서의 Top-pick 4개 종목 중에 하나로 파라다이스를 제시한다.

파라다이스는 2015년 6월 중국 공안에 의한 자사 카지노 마케터 체포사건 이후, 중국 직접마케팅을 포기하면서 중국 중심의 구조적인 성장스토리에 금이 간 상태이다. 2017년 3월의 한한령은 P-씨티의 개장에 따른 매스 중심의 성장 스토리까지 희석시켰다. 2017년 11월의 한중 정상회담으로 한한령 해제 기대감이 고조되면서 동사 주가도 4Q17 들어 강한 상승모멘텀을 받았으나 중국 당국이 2017년 11월말부터 동사와 거래관계에 있는 일부 크레딧 업체들에 대한 조사를 진행하면서 남아있던 중국인 VIP 고객들의 방문이 위축되는 악재가 발생하기도 했다. 2018년 하반기부터는 GKL이 프로모션칩 마케팅 드라이브를 강하게 걸면서 파라다이스와 GKL 모두 카지노 매출액이 약세를 보이는 역효과가 발생했다. 하지만, 2019년 하반기부턴 2018년에 위축됐던 중국인 VIP 수요가 회복되면서 파라다이스와 GKL 모두 매출 호조세를 보이고 있다.

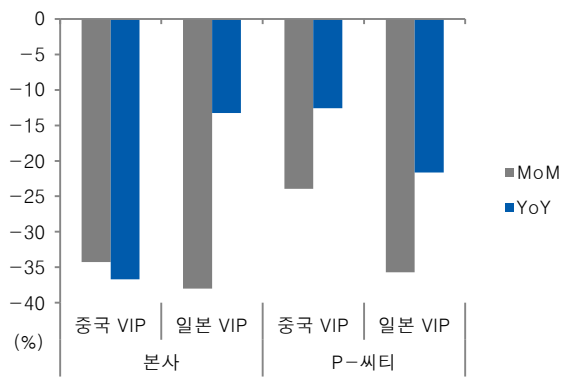
2020년 2월의 파라다이스 카지노 매출액은 본사 326억원, P-씨티 317억원을 각각 달성해 코로나19 사태를 감안시 양호한 편이었지만, VIP 방문객 감소현상이 뚜렷하게 나타났다는 점에 대해선 유의해서 볼 필요가 있다. 강원랜드나 면세점 기업들처럼 영업장 휴장 등의 악재는 없었으나, 향후 카지노 영업장에서 코로나19 확진자가 발생할 가능성을 완전히 배제할 수 없는 관계로, **코로나19 사태 종식에 대한 시그널이 확인된 이후 비중확대를 권고한다.**

[그림 16] 파라다이스의 2020 년 2 월 VIP 방문객수



자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 파라다이스의 2020 년 2 월 VIP 방문객수 증감율



자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 한국 외국인 전용카지노들의 월간 카지노 매출액 추이 (단위: 억원)

				1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
파라다이스	드롭액	본사	2017년	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			2018년	2,844	2,567	3,200	2,820	2,979	2,598	2,642	2,928	2,760	3,319	2,653	2,887
			2019년	3,153	3,106	3,146	3,639	3,236	3,543	3,171	3,359	2,773	3,253	2,833	2,629
			2020년	2,981	2,520										
		인천 (P-시티)	2017년	682	713	605	816	955	1,159	1,490	1,271	1,389	1,557	1,416	1,595
			2018년	1,405	1,478	1,681	1,662	1,657	1,745	1,765	1,914	1,966	2,019	2,259	2,012
			2019년	2,094	1,841	1,977	2,285	2,612	2,258	2,206	2,627	2,312	2,269	2,046	2,163
			2020년	2,422	2,420										
	홀드율	본사	2017년	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			2018년	10.2%	9.1%	10.0%	9.1%	11.5%	10.4%	12.7%	10.0%	9.5%	12.3%	9.5%	11.1%
			2019년	8.5%	9.0%	8.6%	9.4%	9.8%	8.5%	12.3%	9.0%	11.4%	12.6%	11.2%	10.6%
			2020년	10.3%	11.5%										
		인천 (P-시티)	2017년	4.4%	13.7%	13.8%	15.0%	12.2%	7.9%	12.3%	15.2%	11.1%	10.9%	13.8%	13.8%
			2018년	15.4%	10.7%	8.8%	4.1%	9.6%	14.4%	12.7%	9.2%	11.2%	13.4%	10.0%	9.2%
			2019년	11.7%	13.0%	11.1%	7.8%	8.1%	13.5%	14.1%	12.1%	15.6%	15.2%	14.5%	16.2%
			2020년	14.6%	10.5%										
	매출액	본사	2017년	399	316	304	259	293	247	309	323	368	326	339	282
			2018년	323	262	341	278	362	295	361	326	284	440	271	332
			2019년	284	307	275	360	344	334	410	330	338	437	358	308
			2020년	337	326										
		인천 (P-시티)	2017년	36	106	85	128	122	100	194	203	158	181	204	236
			2018년	214	172	170	105	156	274	262	183	232	261	241	216
			2019년	277	246	224	211	267	385	327	360	391	368	309	389
			2020년	377	317										
GKL	드롭액		2017년	3,609	3,247	3,444	2,967	3,376	3,151	3,306	3,120	3,346	3,412	2,754	3,124
			2018년	3,215	2,528	2,911	2,979	2,787	2,822	2,819	3,391	3,538	3,921	5,104	6,010
			2019년	3,866	3,571	3,887	3,485	3,902	3,511	3,516	3,985	3,656	4,152	3,778	4,152
			2020년	3,856	2,843										
	홀드율		2017년	10.4%	11.7%	13.2%	13.2%	10.3%	10.8%	15.0%	13.3%	14.3%	11.9%	13.2%	14.9%
			2018년	14.2%	14.4%	13.7%	13.3%	14.6%	13.0%	13.1%	15.0%	12.0%	9.2%	8.1%	6.0%
			2019년	9.0%	8.9%	10.7%	11.3%	10.1%	11.1%	11.7%	13.3%	10.9%	8.8%	11.9%	12.4%
			2020년	14.2%	15.5%										
	매출액		2017년	374	381	456	393	348	341	494	416	477	404	363	467
			2018년	455	365	400	395	406	366	369	507	424	361	416	361
			2019년	347	318	417	393	394	390	411	530	400	365	450	515
			2020년	546	440										
2개사 합산	드롭액		2017년	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			2018년	7,464	6,573	7,792	7,461	7,423	7,165	7,226	8,233	8,264	9,259	10,016	10,909
			2019년	9,113	8,518	9,010	9,409	9,750	9,312	8,893	9,971	8,741	9,674	8,657	8,944
			2020년	9,259	7,783										
	홀드율		2017년	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			2018년	13.3%	12.2%	11.7%	10.4%	12.4%	13.0%	13.7%	12.3%	11.4%	11.5%	9.3%	8.3%
			2019년	10.0%	10.2%	10.2%	10.2%	10.3%	11.9%	12.9%	12.2%	12.9%	12.1%	12.9%	13.6%
			2020년	13.6%	13.9%										
	매출액		2017년	809	803	845	780	763	688	997	942	1,003	911	906	985
			2018년	992	799	911	778	924	935	992	1,016	940	1,062	928	909
			2019년	908	871	916	964	1,005	1,109	1,148	1,220	1,129	1,170	1,117	1,212
			2020년	1,260	1,083										

주: 파라다이스의 드롭액 지표는 테이블 기준, GKL 의 드롭액 지표는 테이블과 슬롯 합산 기준. 카지노 매출액은 양사 모두 테이블과 슬롯 합산 기준.
파라다이스의 드롭액 지표는 2018년부터 정켓 제외 기준으로 조정됨에 따라, 2017년 드롭액은 시계열상의 연속성이 없어 삭제함
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 수도권 외국인 전용카지노들의 월간 VIP 입장객 추이 (단위: 명)

			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
파라다이스 워커힐점	중국 VIP	2017년	1,633	1,331	879	750	940	872	1,042	1,037	875	1,564	1,129	1,102
		2018년	1,136	1,145	901	1,027	913	929	967	1,018	1,027	1,586	1,049	1,157
		2019년	1,209	1,117	1,280	1,243	1,313	1,415	1,158	1,140	1,175	1,564	1,021	1,185
		2020년	1,217	792										
	일본 VIP	2017년	3,187	2,438	3,045	2,286	2,228	1,957	2,416	2,420	2,313	1,800	1,966	2,273
		2018년	2,386	1,649	2,171	2,061	2,357	1,915	2,061	2,151	1,895	1,910	2,070	2,299
		2019년	2,192	1,629	2,357	2,281	2,466	2,276	2,125	2,202	2,065	1,759	2,116	2,226
		2020년	2,438	1,572										
GKL 강남점	중국 VIP	2017년	2,669	2,515	1,986	1,916	2,147	1,882	2,178	2,220	2,148	2,151	1,558	1,702
		2018년	2,032	1,819	1,692	1,768	1,554	1,788	1,739	1,823	1,970	2,446	2,087	2,285
		2019년	2,037	2,088	2,093	2,003	2,686	2,307	2,383	2,411	2,360	2,744	2,230	2,713
		2020년	2,544	2,173										
	일본 VIP	2017년	1,317	1,188	1,150	981	1,119	758	1,116	1,211	1,172	1,007	1,217	1,122
		2018년	1,116	1,076	888	1,093	1,200	1,042	1,440	1,360	1,226	1,140	1,100	1,174
		2019년	1,439	1,278	1,107	992	1,059	1,115	1,118	1,371	1,068	938	1,146	1,251
		2020년	1,209	917										
GKL 힐튼점	중국 VIP	2017년	1,720	1,490	1,949	1,846	1,807	1,709	1,663	1,464	1,356	1,461	1,424	1,616
		2018년	1,521	1,291	1,473	1,525	1,683	1,400	1,412	1,552	1,371	1,493	1,425	1,796
		2019년	1,511	1,431	1,772	1,939	2,020	2,092	2,035	1,886	1,976	1,999	2,053	2,458
		2020년	2,344	1,760										
	일본 VIP	2017년	1,931	1,445	1,674	1,527	1,697	1,443	1,803	1,713	1,559	1,370	1,599	1,441
		2018년	1,612	969	1,402	1,514	1,599	1,445	1,520	1,536	1,582	1,545	1,684	1,655
		2019년	1,721	1,175	1,290	1,604	1,656	1,411	1,558	1,388	1,215	1,140	1,462	1,458
		2020년	1,557	925										
서울 3개점 합계	중국 VIP	2017년	6,022	5,336	4,814	4,512	4,894	4,463	4,883	4,721	4,379	5,176	4,111	4,420
		2018년	4,689	4,255	4,066	4,320	4,150	4,117	4,118	4,393	4,368	5,525	4,561	5,238
		2019년	4,757	4,636	5,145	5,185	6,019	5,814	5,576	5,437	5,511	6,307	5,304	6,356
		2020년	6,105	4,725										
	일본 VIP	2017년	6,435	5,071	5,869	4,794	5,044	4,158	5,335	5,344	5,044	4,177	4,782	4,836
		2018년	5,114	3,694	4,461	4,668	5,156	4,402	5,021	5,047	4,703	4,595	4,854	5,128
		2019년	5,352	4,082	4,754	4,877	5,181	4,802	4,801	4,961	4,348	3,837	4,724	4,935
		2020년	5,204	3,414										
파라다이스 P-시티	중국 VIP	2017년	889	850	508	410	504	700	798	743	861	1,432	847	635
		2018년	732	837	805	870	704	968	1,045	1,103	1,274	1,894	1,122	1,494
		2019년	1,173	1,383	991	1,039	1,583	1,393	1,206	1,464	1,085	1,929	1,267	1,228
		2020년	1,590	1,209										
	일본 VIP	2017년	1,369	659	739	1,330	1,546	2,040	2,724	2,534	2,178	2,077	2,632	2,843
		2018년	2,518	2,238	2,321	3,375	3,205	2,543	3,008	3,588	3,060	2,684	4,130	3,490
		2019년	3,604	3,219	3,208	3,910	3,945	3,409	3,497	3,939	3,424	3,016	3,162	3,516
		2020년	3,923	2,522										
수도권 4개점 합계	중국 VIP	2017년	6,911	6,186	5,322	4,922	5,398	5,163	5,681	5,464	5,240	6,608	4,958	5,055
		2018년	5,421	5,092	4,871	5,190	4,854	5,085	5,163	5,496	5,642	7,419	5,683	6,732
		2019년	5,930	6,019	6,136	6,221	7,602	7,207	6,782	6,901	6,596	8,236	6,571	7,584
		2020년	7,695	5,934										
	일본 VIP	2017년	7,804	5,730	6,608	6,124	6,590	6,198	8,059	7,878	7,222	6,254	7,414	7,679
		2018년	7,632	5,932	6,782	8,043	8,361	6,945	8,029	8,635	7,763	7,279	8,984	8,618
		2019년	8,956	7,301	7,962	8,787	9,126	8,211	8,298	8,900	7,772	6,853	7,886	8,451
		2020년	9,127	5,936										

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 12] 한국 외국인 전용카지노, 연간 VIP 입장객수 추이

		카지노 VIP 입장객수(명)						YoY					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
파라다이스	중국인	38,567	24,048	20,386	13,154	12,855	14,820	12%	-38%	-15%	-35%	-2%	15%
워커힐	일본인	42,357	33,970	36,942	28,329	24,925	25,694	-18%	-20%	9%	-23%	-12%	3%
	기타	23,771	29,520	35,322	34,201	34,683	36,274	8%	24%	20%	-3%	1%	5%
파라다이스	중국인	17,351	10,435	8,657	9,177	14,468	15,741	3%	-40%	-17%	6%	58%	9%
P-씨티(인천점)	일본인	11,546	11,383	14,275	22,671	36,279	41,849	12%	-1%	25%	59%	60%	15%
	기타	5,306	4,533	4,994	12,647	26,572	35,784	8%	-15%	10%	153%	110%	35%
GKL	중국인	33,177	27,551	25,476	25,072	23,003	28,055	40%	-17%	-8%	-2%	-8%	22%
강남점	일본인	14,772	12,941	14,937	13,358	13,855	13,882	5%	-12%	15%	-11%	4%	0%
	기타	27,489	33,584	28,768	32,654	27,792	30,805	43%	22%	-14%	14%	-15%	11%
GKL	중국인	10,100	12,696	13,447	19,505	17,942	23,172	50%	26%	6%	45%	-8%	29%
힐튼점	일본인	21,553	19,499	21,187	19,202	18,063	17,077	11%	-10%	9%	-9%	-6%	-5%
	기타	16,235	19,660	15,653	15,770	12,588	13,512	25%	21%	-20%	1%	-20%	7%
수도권	중국인	99,195	74,730	67,966	66,908	68,268	81,788	21%	-25%	-9%	-2%	2%	20%
4개점 계	일본인	90,228	77,793	87,341	83,560	93,122	98,502	-6%	-14%	12%	-4%	11%	6%
	기타	72,801	87,297	84,737	95,272	101,635	116,375	23%	20%	-3%	12%	7%	15%
파라다이스	중국인	14,742	9,496	11,035	9,646	6,763	7,787	3%	-36%	16%	-13%	-30%	15%
부산점	일본인	10,753	9,487	10,120	11,770	12,419	11,495	-4%	-12%	7%	16%	6%	-7%
	기타	2,616	2,423	2,581	4,157	4,216	4,224	-24%	-7%	7%	61%	1%	0%
GKL	중국인	12,607	9,820	7,592	9,072	6,946	8,062	7%	-22%	-23%	19%	-23%	16%
부산점	일본인	15,509	13,271	16,294	15,088	15,365	14,804	-5%	-14%	23%	-7%	2%	-4%
	기타	4,411	4,736	4,714	5,276	4,498	6,955	17%	7%	0%	12%	-15%	55%
파라다이스	중국인	22,413	18,495	14,613	8,651	4,757	7,238	29%	-17%	-21%	-41%	-45%	52%
제주그랜드	일본인	2,575	1,577	1,341	1,784	1,757	2,194	-12%	-39%	-15%	33%	-2%	25%
	기타	1,565	3,358	3,452	1,891	1,429	1,979	68%	115%	3%	-45%	-24%	39%
전체	중국인	148,957	112,541	101,206	94,277	86,734	104,875	19%	-24%	-10%	-7%	-8%	21%
6개점 계	일본인	119,065	102,128	115,096	112,202	122,663	126,995	-6%	-14%	13%	-3%	9%	4%
	기타	81,393	97,814	95,484	106,596	111,778	129,533	21%	20%	-2%	12%	5%	16%

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 13] 수도권 외국인전용 카지노 매출액 추이 (단위: 억원)

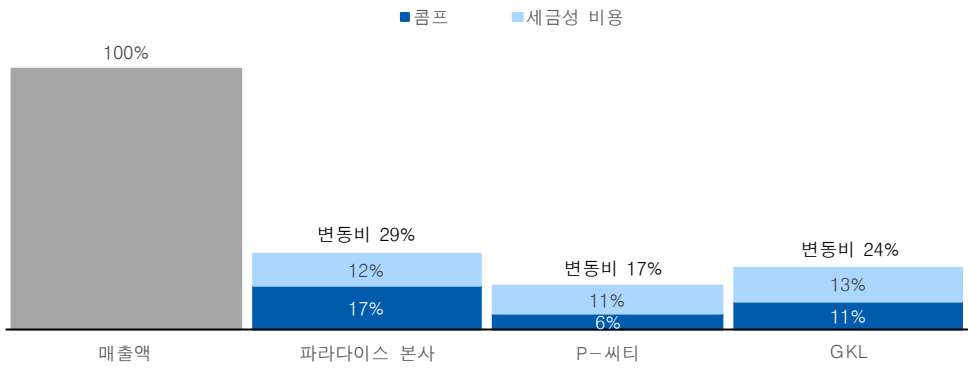
	파라다이스				GKL				총계	YoY
	워커힐	인천	소계	YoY	강남	힐튼	소계	YoY		
2006	2,185	138	2,323	-20%	744	395	1,139	-	3,462	20%
2007	2,058	173	2,231	-4%	1,553	968	2,521	121%	4,752	37%
2008	2,227	335	2,562	15%	1,855	1,344	3,199	27%	5,760	21%
2009	2,643	505	3,149	23%	2,220	1,781	4,001	25%	7,150	24%
2010	2,959	638	3,597	14%	2,508	1,664	4,173	4%	7,770	9%
2011	3,450	742	4,192	17%	2,692	1,889	4,581	10%	8,773	13%
2012	3,728	775	4,502	7%	2,667	2,128	4,795	5%	9,297	6%
2013	4,248	882	5,131	14%	2,850	1,828	4,678	-2%	9,809	6%
2014	4,158	1,086	5,244	2%	2,584	2,002	4,587	-2%	9,831	0%
2015	3,555	951	4,506	-14%	2,153	1,962	4,115	-10%	8,621	-12%
2016	3,449	959	4,408	-2%	2,346	2,201	4,546	10%	8,954	4%
2017	2,716	1,789	4,505	2%	1,989	2,072	4,061	-11%	8,566	-4%
2018	2,962	2,495	5,457	21%	1,951	2,029	3,981	-2%	9,437	10%
2019	2,908	3,758	6,666	22%	1,880	2,214	4,095	3%	10,761	14%

자료: 각사, 문화관광부, 유안타증권 리서치센터

파라다이스는 카지노 매출의 구조적 상승 스토리가 붙게 될 경우, 폭발적인 영업레버리지 효과로 인해 강한 주가 상승이 가능한 기업으로 평가된다. 카지노 매출성장 스토리는 복합리조트 마케팅이 가능한 P-씨티에 한정해서 발생할 수 있다는 판단이다. P-씨티의 호텔과 펀시티는 2019년 들어 한국인들의 명소로 확실하게 자리잡은 상태인데, 그동안 국내시장에 집중됐던 P-씨티 광고선전비가 2020년부턴 해외시장으로 전환 집행될 예정인 관계로 주목할 필요가 있다.

2019년 기준으로, 파라다이스 본사와 P-씨티의 매출액 대비 변동비 비중은 각각 29%와 17%를 기록했다. 매출액 대비 콤프의 비중은 각각 17%와 6%를 기록했다. P-씨티는 콤프의 3대 요소인 항공권, 숙박, F&B 중에서 숙박과 F&B 등을 내부적으로 조달해 고객에게 제공 가능한 관계로 매출액 대비 콤프 비중이 본사보다 낮다. 파라다이스 본사와 GKL도 영업레버리지 효과가 강하지만, P-씨티는 더욱 강한 영업레버리지 효과가 발생할 수 있는 구조이다. 결국, **시진핑 주석의 방한 이후 중국 본토에서의 리조트 홍보 활동이 용이해지게 되면, P-씨티는 중국인 VIP와 중국인 매스를 모두 집객할 수 있어 폭발적인 이익성장이 가능해지는 것이다.**

[그림 18] 2019년 한국 외국인 전용카지노들의 매출액 대비 변동비 비중 비교



주: 세금성 비용은 관광진흥개발기금과 개별소비세를 의미
자료: 유안타증권 리서치센터

[표14]는 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식을 통해 파라다이스의 목표주가를 산출한 표이다. 목표주가는 P-씨티의 카지노 매출상승시 상향 조정 가능하다. [표15]는 P-씨티의 카지노 월매출 레벨에 따른 P-씨티 EBITDA 레벨 및 목표주가 변화를 나타난 표이다. P-씨티의 카지노 매출액은 2018년 7월 이후 월평균 350억원 수준을 기록 중에 있다. P-씨티 EBITDA에 Target EV/EBITDA 배수 16배를 적용시, P-씨티 월평균 카지노 매출액 350억원 기준의 파라다이스 적정주가는 1.5~1.7만원 수준으로 산출된다. **동 목표주가는 월평균 매출액 400억원 기준으로 2.1만원, 월평균 매출액 500억원 기준으로 3.1만원까지 상향 가능한 것으로 분석된다.**

[표 14] 파라다이스㈜ 목표주가 산출방식

구분	신규 (2020.3.12)	주 요 내 역						
(+) 영업자산가치	20,461억원	사업부문	2020E 영업이익	2020E 감가상각비	2020E EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고
		본사	-	-	-	-	3,548억원	2020E 세후영업이익 237억원 x PER 15배
		호텔	101억원	130억원	231억원	14.0x	2,411억원	부산호텔 지분율 74% 적용
		P-씨티	1,003억원	645억원	1,648억원	16.0x	14,502억원	파라다이스세가사미 지분율 55% 적용
		합계					**20,461억원**	
(+) 투자자산가치	2,784억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고	
		투자부동산	-	2,401억원	1.0x	2,401억원	본사 투자부동산	
		투자부동산	74%	515억원	1.0x	383억원	부산호텔 투자부동산 (지분율 74% 적용)	
		합계		2,916억원	1.0x	2,784억원		
(-) 순차입금	4,021억원							
본사	310억원	* 3Q19 기준						
P-씨티	3,711억원	* 4Q18 파라다이스세가사미 순차입금 x 지분율 55%						
보통주 주주가치(A)	19,225억원							
발행주식수(B)	8,518만주	* 총 발행주식수 9,094만주 - 자사주 575만주						
주당 주주가치(A/B)	**23,000원**							

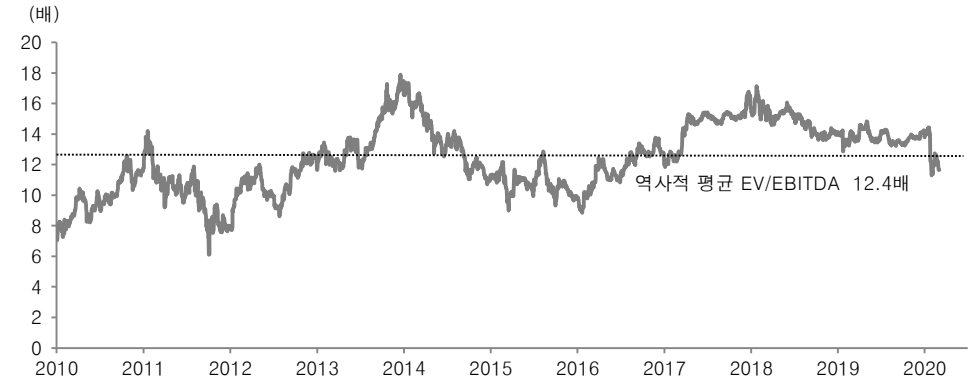
주: 기존 목표주가와 이론가와의 괴리율 차이는 대부분 1Q20 매출하락에 기인. 일시적 매출하락으로 판단되어 기존 목표주가 유지. 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 15] P-씨티 연간 카지노 매출액 시나리오별 영업이익 및 EBITDA 추정치 (단위: 억원, 원)

	P-씨티 복합리조트형 카지노 연간 매출액 가정치										
카지노 연간 매출액 (월매출 환산)	3,600 (300)	3,840 (320)	4,080 (340)	4,320 (360)	4,560 (380)	4,800 (400)	5,040 (420)	5,280 (440)	5,520 (460)	5,760 (480)	6,000 (500)
P-씨티 매출액	4,598	4,838	5,078	5,318	5,558	5,798	6,038	6,278	6,518	6,758	6,998
P-씨티 영업이익	358	546	733	920	1,107	1,294	1,482	1,669	1,856	2,043	2,230
OPM	8%	11%	14%	17%	20%	22%	25%	27%	28%	30%	32%
P-씨티 EBITDA	519	707	894	1,081	1,268	1,455	1,643	1,830	2,017	2,204	2,391
마진	11%	15%	18%	20%	23%	25%	27%	29%	31%	33%	34%
목표주가(원) (EV/EBIDA 13배)	10,000	11,500	13,100	14,700	16,200	17,800	19,400	21,000	22,500	24,100	25,700
목표주가(원) (EV/EBIDA 16배)	11,000	13,000	15,000	17,000	19,000	21,000	23,000	25,000	27,000	29,000	31,000

주: 카지노 매출액 대비 변동비 비율 가정 22% 기준. 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 마카오 카지노 Peer 평균 12MF EV/EBITDA 배수 추이 (컨센서스 기준)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2) 이노션 - 3년간의 증익 사이클 시작

코로나19의 확산으로 인해 한국과 중국을 필두로 각국의 경제성장 둔화가 우려되는 現 상황은 대부분의 광고기업 실적에 부정적으로 작용하게 될 것이다. 그럼에도 불구하고, 당사는 중기적 관점에서의 Top-pick 4개 종목 중에 하나로 이노션을 제시한다.

이노션은 코로나19 효과로 인해 1Q20 국내 실적 감소가 예상된다. 하지만, 연결 영업이익 기준으로 보면 웰콤그룹 연결효과가 작용하는 관계로 1Q20 두자릿수 성장을 기대할 수 있다.(미디어 방어주) 단기 실적이 생각만큼 부정적이지 않은 상태에서, 제네시스 브랜드 마케팅이란 잠재 성장동력이 유효하단 점에 주목해야 한다. **2020~21년 제네시스 모멘텀이 작용하는 가운데, 2022년 카타르월드컵이 예정되어 있어 향후 3년간의 증익 사이클에 진입하는 이상적인 영업환경을 감안해 동사에 대한 비중확대를 권고한다.**

정몽구 현대차그룹회장은 2020년 2월 19일, 현대차 대표이사 및 이사회 의장직에서 물러나기로 결정했다. 이로 인해, 현대차그룹의 자동차 사업에서 정의선 수석부회장의 역할이 더욱 커질 것으로 예상된다. 정의선 수석부회장은 그동안 현대차그룹의 럭셔리 브랜드 『제네시스』 론칭을 주도한 인물이다. 제네시스 브랜드 가치 제고를 위한 광고/마케팅을 담당할 회사가 바로 이노션인데, 마침 2020년은 제네시스 신차 라인업이 풍성해지면서 제네시스 마케팅을 차종 마케팅 → 브랜드 마케팅으로 전환할 적기가 된 것으로 평가되어 주목할 필요가 있다.

현대차는 2019년 이후 제네시스 브랜드의 프리미엄 시장 공략을 강조하는 분위기에 있다. 2Q19 실적발표회에선 북미시장 제네시스 딜러망이 2019년 6월말 기준 50개주 333개까지 증가하면서 본격적인 제네시스 판매체제가 구축되고 있다는 점을 소개했다. 4Q19 실적발표회에선 2020년 제네시스 연간 전략발표가 있었다. 동 발표에 따르면, 2020년은 제네시스 세단 및 SUV 라인업이 완성되는 해가 된다. 제네시스 판매목표는 2019년 83,275대 → 2020년 116,000대로 확대된다. 미국, 캐나다, 호주 등 기진출 국가 12개국에 더해 중국, 유럽 진출전략도 본격적으로 검토되는 해가 될 예정이다.

그동안 제네시스는 한국 울산공장에서 매년 8만대 가량 생산되어 왔다. 언론보도 상의 제네시스 모델별 생산목표를 취합해보면, 제네시스는 궁극적으로 연산 35~40만대 체제(6~7개 차종)로 운영될 것으로 예상된다. 2020년 상반기 중으로 한국시장에 GV80과 G80이 출시되는 일정을 고려시, 2020년 하반기부턴 해외시장의 제네시스 마케팅이 강화될 가능성이 높다는 판단이다. 차종과 판매망이 확보된 상태에서 생산 Capa만 증가하게 되면 확실한 브랜드 마케팅 점화를 기대할 수 있게 된다. 참고로, 현대차는 2020년 2월 3일의 슈퍼볼 중계 광고에 단독브랜드로 제네시스를 처음으로 참가시킨 바 있다.

[표 16] 현대자동차그룹의 제네시스 양산 목표

구분	모델명	생산능력	비고
승용	G70	4만대	2017년 출시
	G80	10만대	2020년 상반기
	G90	4만대	2018년말 F/L 출시
SUV	GV70	7만대	2020년 하반기
	GV80	10만대	2020년 1월
스포츠	GT70	미정	2021년
친환경	EV	0.6~0.7만대	2021년 상반기

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 제네시스 GV80 - 2020 년 1 월 출시

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 제네시스 G80 Full-change 모델 - 2020 년 상반기 출시

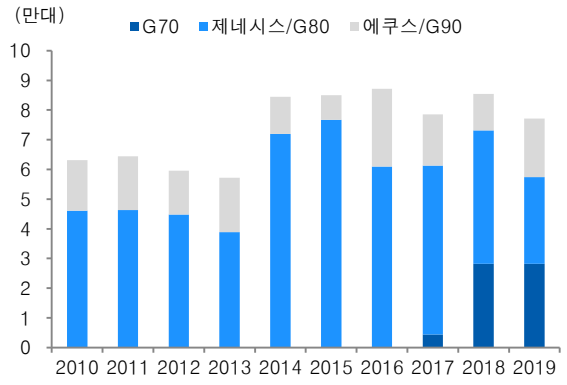
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 2020 년 제네시스 슈퍼볼 광고 – 송별파티(Going Away Party)

☞ 제네시스는 GV80을 통해 '젊은 럭셔리(Young Luxury)'를 추구하는 브랜드 가치를 강조

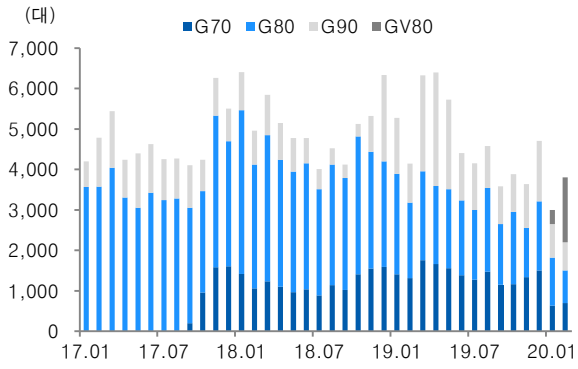
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 제네시스 국내공장 출하대수 추이



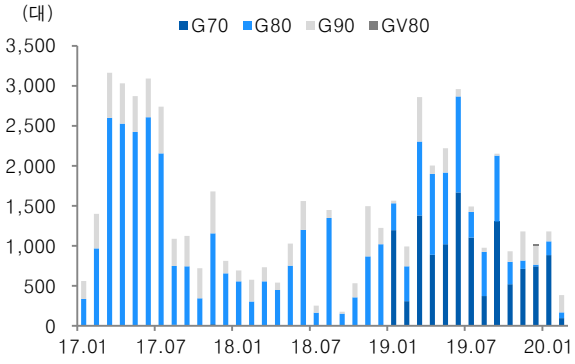
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 제네시스 내수판매 추이



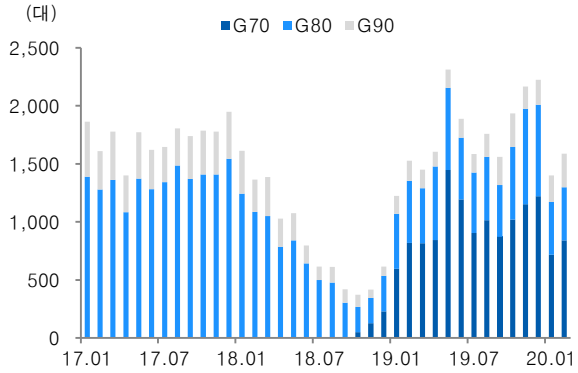
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 제네시스 국내공장 수출판매 추이



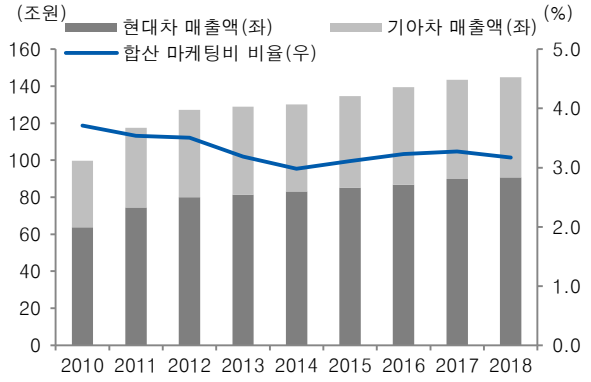
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 미국시장 제네시스 소매판매 추이



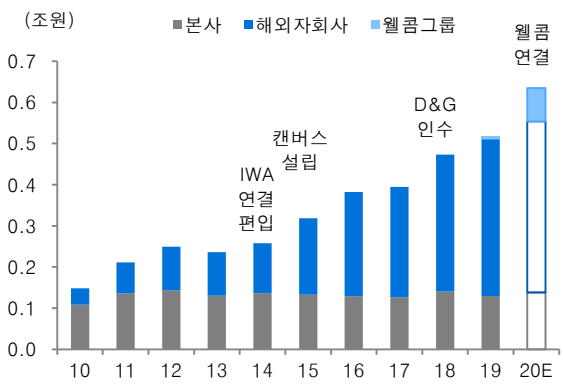
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 현대/기아차 매출액 대비 마케팅비 비율 추이



주: 현대차 매출액은 자동차와 금융 매출액만 포함
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 28] 이노션 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 유안타증권 리서치센터

3) 에코마케팅 - 오호라의 폭발적인 잠재력

퍼포먼스 마케팅을 지향하는 에코마케팅 본사는 한국 디지털 광고시장 내에서의 M/S를 꾸준히 확대하고 있는 기업이다. 동사도 광고기업인만큼 1Q20 실적에 대해선 기대치를 조금 낮춰야 할 것으로 보인다. 하지만, 2Q20 이후 지분법자회사 글루가의 젤네일 상품 오호라의 성과에 따라 4Q18에 시현했던 폭발적인 성장세 재현이 가능한 관계로 중기적 관점에서의 Top-pick 4개 종목 중에 하나로 에코마케팅을 제시한다.

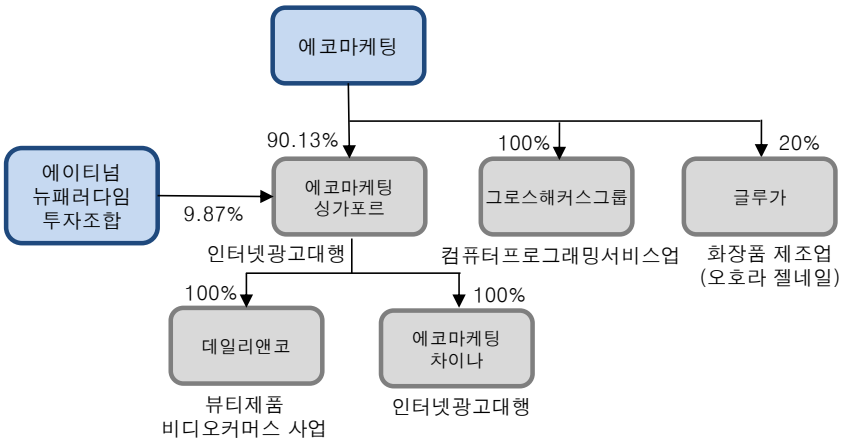
에코마케팅 본사 영업수익은 2019년 407억원(+40% YoY)으로 급증해 한국 디지털 광고시장 성장률 15%를 큰 폭으로 상회하는 성과를 거두었다. 한국 내수경기가 약세를 지속함에 따라 광고주들의 ROI 극대화에 대한 욕구가 강해지는 가운데 에코마케팅이 자회사 데일리앤코를 통해 보여준 Klug 판매의 놀라운 성과가 에코마케팅 광고주들의 광고비 집행 확대로 이어지게 됐기 때문이다.

하지만, 4Q18 이후로 보면 동사의 분기당 영업수익은 100억원 전후에서 정체되고 있어 투자자들의 높아진 눈높이 대비 부진한 모습을 보여주고 있다. 이는 2015~17년 대형광고주 중심으로 절대 광고주 숫자를 줄이면서 일시적인 실적 정체기에 들어섰던 당시를 연상시키는 대목이다. 이러한 영업수익 정체현상은 에코마케팅 본사가 2019년 들어 성장의 중심축을 기존 대기업 중심의 Upsell과 Cross-sell(수수료 방식의 과금체계) → 중소기업 및 스타트업 중심의 CPS(RS 방식의 과금체계)로 변경하면서 숙련 마케터들의 CPS 프로젝트 투입에 따른 과도기 인력부족 현상이 나타난 점에 기인한다. 에코마케팅은 舊 유리카코스메틱(現 데일리앤코)의 인수 이후 Klug의 대성공을 거치면서, 제품력은 양호하나 자금 및 마케팅 역량 부족으로 인해 매출을 못 올리고 있는 기업들의 마케팅을 CPS 계약으로 진행하면서 영업수익의 수직상승을 도모하고 있다. 2019년 여름 시즌의 센스맘 마케팅은 CPS 계약으로 이뤄졌던 대표적 프로젝트에 해당한다.

에코마케팅은 2019년 9월 30일, 글루가 지분 20%를 40억원에 인수했다. 유망회사의 지분 20~30%를 인수해 CPS 방식의 마케팅으로 해당 회사를 성장시키고 에코마케팅도 영업수익을 한단계 높이는 투자모델의 시작이다. 에코마케팅 본사는 3Q19 기준으로 순현금 436억원을 보유 중에 있어 글루가와 같은 회사들에 대한 추가적인 투자여력이 충분한 상태이다.

젤네일 생산업체인 글루가는 2018년 매출액 25억원, 자본총계 10억원에 불과한 영세 업체이다. **에코마케팅의 투자 이후, 오호라 젤네일 공장 Capa 증설을 진행 중인 것으로 확인되고 있다. 2Q20이면 유의미한 규모의 Capa가 확보될 것으로 예상된다.** 오호라의 네이버 검색량은 2020년 1~2월 들어 폭증하면서 젤네일 1위 브랜드인 데싱디바의 여름 성수기 검색량을 이미 뛰어넘고 있다. 젤네일 성수기가 여름이란 점을 감안하면, 2Q20부터 글루가 매출의 수직 상승을 기대할 수 있다. **오호라의 성공은 에코마케팅 주가에 있어 최대 Catalyst로 작용 가능할 전망이다.**

[그림 29] 에코마케팅 계열회사 및 지분구조

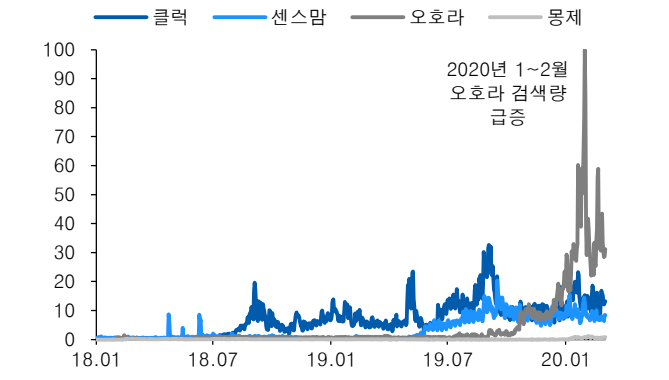


자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 30] 네이버쇼핑의 오호라 상품 정보

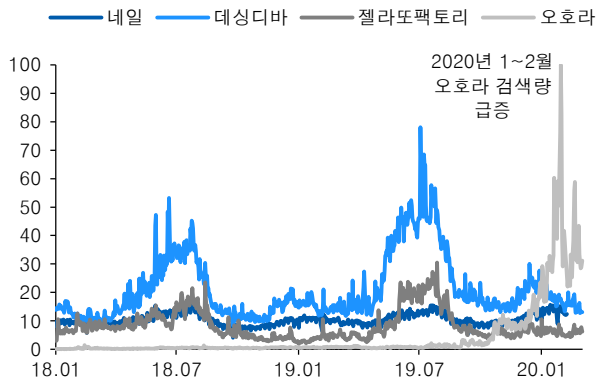
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 31] 에코마케팅 관련 브랜드들의 네이버 검색어 트렌드



주: 조회기간 최다 검색량=100 자료: 네이버, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 네일시장 관련 네이버 검색어 트렌드

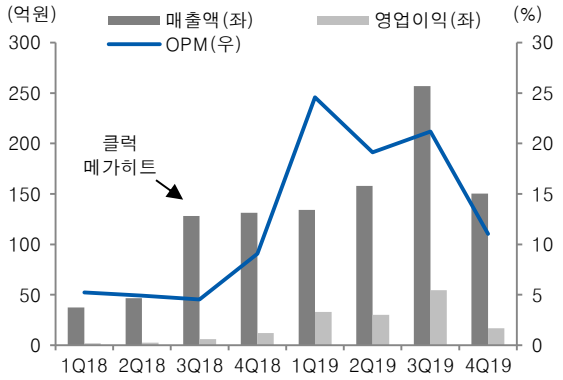


주: 조회기간 최다 검색량=100 자료: 네이버, 유안타증권 리서치센터

한편, 에코마케팅의 자회사 데일리앤코는 3Q18에 Klug의 대성공을 거두면서 2019년 에코마케팅의 연결 호실적에 큰 기여를 했다. 데일리앤코는 미디어커머스라는 성장 테마에 속하는 회사임에도 불구하고 전체 매출에서 Klug 이 차지하는 비중이 80% 수준에 달하고 있는 관계로 Valuation 측면에서 투자자들의 높은 평가를 받지 못하고 있는 상황이다. 데일리앤코의 매출은 4Q19 들어 QoQ로 100억원 가량 감소했다. 이로 인해, 투자자들은 Klug의 제품 싸이클이 하강기로 진입했다는 인식을 갖게 되었다. 데일리앤코는 유리카 브러쉬 자동세척기, 수면매트리스 몽제 등을 론칭하면서 제품 다각화에 나서고 있는데, 유의미한 성과를 내려면 일정 수준의 시간을 필요로 할 것이다.

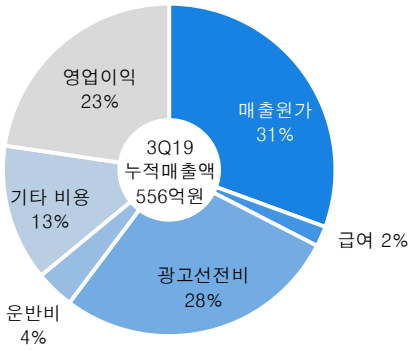
미디어커머스의 Peer 기업인 블랭크코퍼레이션은 2020~21년 IPO를 추진할 예정에 있다. 동사의 2020년 순이익 가이던스는 400억원이며, IPO 기업가치 1조원을 희망하고 있는 것으로 알려지고 있다. 이 경우, 블랭크의 PER은 25배 수준에서 형성되게 된다. **블랭크의 상장이 현실화되는 시점에 데일리앤코도 제품 다각화에 성과를 내게 될 경우, 에코마케팅의 Multiple은 한단계 level-up 가능할 것으로 기대된다.**

[그림 33] 데일리앤코 실적 추이



자료: 에코마케팅, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] 데일리앤코의 비용구조 추정 (3Q19 누적 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 17] 비디오 커머스 Peer : 블랭크코퍼레이션 비용 구조

	실적(억원)		비중(%)		증감폭(%p)
	2017년	2018년	2017년	2018년	
매출	478	1,169	100.0	100.0	+0.0
- 제품	477	1,168	99.8	99.9	+0.1
- 수수료	1	1	0.2	0.1	-0.1
매출원가	139	395	29.1	33.8	+4.7
판관비	262	635	54.8	54.3	-0.4
- 인건비	35	75	7.3	6.4	-0.8
- 광고선전비	155	347	32.5	29.7	-2.8
- 운반비	32	96	6.7	8.2	+1.4
- 기타비용	40	117	8.3	10.0	+1.8
영업이익	77	139	16.2	11.9	-4.3
당기순이익	131	113	27.4	9.7	-17.7

자료: 블랭크코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

4) JYP Ent. - 중장기 실적 안정성 + 신인 모멘텀

JYP Ent.는 2020년 2~5월 트와이스, GOT7, 스트레이키즈의 콘서트들이 연달아 취소 또는 연기되면서 엔터 3사 중에서 코로나19의 피해를 가장 크게 받고 있다. 설상가상으로, 최근 들어 일본 정부의 한국인 입국제한 조치까지 발표됐다. 이로 인해, 당분간 주가약세 흐름이 이어질 수 있다. 하지만, 코로나19 사태가 일단락되면, 중장기 실적 안정성에 신인 모멘텀까지 두루 갖춘 동사의 주가 약진이 기대된다. 중기적 관점에서의 Top-pick 4개 종목 중의 마지막으로 JYP Ent.를 제시한다.

JYP Ent.에 대해 시장이 갖고 있는 가장 큰 의문은 2020년에도 트와이스의 성장이 지속 가능할지 여부일 것이다. 트와이스가 2019년 국내 시장에서 신보를 2회만 발매하는데 그치면서 국내 시장에서 트와이스 활동을 자주 접할 수 없었던 점, 유튜브 M/V 조회수의 유의미한 증가세가 보이지 않았던 점, 급격한 컨셉 변화 등으로 인해, 트와이스의 성장이 정점을 찍고 하락세로 전환할 것이란 불안감이 형성된 것이다. 결론적으로, 당사는 2020년에도 트와이스의 성장 지속이 가능하단 의견을 제시한다. 시장의 우려에 대해서는 다음과 같은 반론을 제시한다; 1)2019년 활동량이 적어보이는 것은 글로벌 장기투어 진행으로 수익 창출활동이 본격화되고 있는 점에 기인한다. 2)유튜브 조회수 정체는 BTS를 비롯한 거의 모든 아티스트 M/V에서 공통적으로 발견되는 현상이다. 3)컨셉 변화는 전체 콘서트를 구성하는 곡들의 레퍼토리가 다양해진다는 관점으로 보면 오히려 긍정적 평가가 가능해질 것이다.

2020년 트와이스의 성장은 일본 콘서트의 모객확대와 글로벌 투어의 개런티 상승을 통해 달성 가능해질 것으로 예상된다. 일본 여성 아이돌 그룹 중에서 트와이스와 비교할만한 그룹으로는 노기자카46이 있는데, 노기자카46의 성장궤도를 추적해보면 적어도 일본시장 內 트와이스의 추가 성장이 가능함을 유추할 수 있다는 판단이다. 2019년 노기자카46과 트와이스는 각각 일본에서 17회와 16회의 콘서트를 진행해 콘서트 횟수 측면에선 큰 차이가 없었다. 콘서트 모객수는 노기자카46이 61만명을 달성해 트와이스의 40만명 대비 현저하게 좋은 성과를 보였다. 이는 노기자카46의 돔콘서트가 7회를 기록해 트와이스의 5회 보다 많았고 트와이스의 일부 콘서트가 홀급 수준의 작은 공연장에서 개최된 점에 기인한다. **트와이스는 돔급 콘서트 횟수가 많아지고 나머지 콘서트도 아레나급으로만 채우게 될 경우, 일본시장 콘서트 모객을 크게 늘릴 수 있다.**

[표 18] 2019 년 일본 콘서트 모객수 Top 10 아티스트

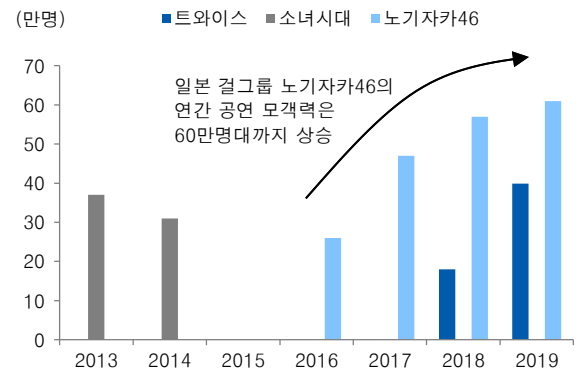
순위	아티스트	관객수(만명)	공연수	공연당 관객수(만명)
1	아라시	182	36	5.1
2	J SOUL BROTHERS from EXILE TRIBE	112	24	4.7
3	AAA	73	30	2.4
4	산잔올스타즈	66	22	3.0
5	Kis-My-Ft2	62	13	4.7
6	노기자카46	61	17	3.6
7	칸쟈니에이토	59	20	3.0
8	Hey! Say! JUMP	58	12	4.9
9	동방신기	57	11	5.2
10	GENERATIONS from EXILE TRIBE	57	12	4.7
19	트와이스	40	16	2.5

자료: 닛케이엔터테인먼트, 유안타증권 리서치센터

참고로, 노기자카46은 2011년에 데뷔해 2015년부터 5년 연속으로 NHK 홍백가합전에 출전한 일본의 여성 아이돌 그룹이다. 동 그룹의 일본 시장 콘서트 모객수는 2016년 26만명 → 2017년 47만명 → 2018년 57만명 → 2019년 61만명으로 증가, 콘서트당 모객수는 2016년 0.9만명 → 2017년 1.2만명 → 2018년 2.5만명 → 2019년 3.6만명으로 증가 중에 있다.

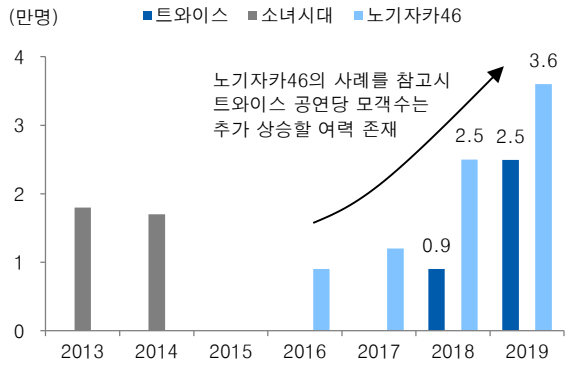
트와이스는 2017년에 일본시장에 데뷔해 2017년부터 3년 연속으로 NHK 홍백가합전에 출전했다. 일본 시장 콘서트 모객수는 2018년 18만명 → 2019년 40만명으로 증가, 콘서트당 모객수는 2018년 0.9만명 → 2019년 2.5만명으로 증가 중에 있다. **콘서트당 모객수로 보면, 2018~19년의 트와이스가 2017~18년의 노기자카46과 비슷한 수준인 것이다.**

[그림 35] 걸그룹 일본 콘서트 모객수 추이



주: 일본 연간 콘서트 Top 50 순위에 진입한 아티스트의 모객수만 포함
자료: 닛케이엔터테인먼트, 유안타증권 리서치센터

[그림 36] 걸그룹 일본 콘서트 1 회당 모객수 추이



주: 일본 연간 콘서트 Top 50 순위에 진입한 아티스트의 모객수만 포함
자료: 닛케이엔터테인먼트, 유안타증권 리서치센터

[표 19] 2019 년 NHK 홍백가합전 출연진

홍조		백조	
출연진	출연횟수	출연진	출연횟수
aiko	14회	아라시	11회
이키모노가 카리	11회	이츠키 히로시	49회
이시카와 사유리	42회	Official 히게단 dism	첫출연
AKB48	12회	칸쟈니8	8회
오카 미도리	3회	Kis-My-Ft2	첫출연
케야키자카46	4회	King & Prince	2회
사카모토 후유미	31회	King Gnu	첫출연
시이나 링코	7회	고 히로미	32회
시마즈 아야	6회	GENERATIONS	첫출연
Superfly	4회	쥬레츠	2회
텐도 요시미	24회	스다 마사키	첫출연
TWICE	3회	DA PUMP	7회
노기자카46	5회	히카와 키요시	20회
Perfume	12회	후쿠야마 마사하루	12회
히나타자카46	첫출연	Hay! Say! JUMP	3회
Foorin	첫출연	호시노 겐	5회
마츠다 세이코	23회	미우라 다이치	3회
MISIA	4회	미야마 히로시	5회
미즈모리 카오리	17회	야마우치 케이스케	5회
LiSA	첫출연	유즈	10회
Little Glee Monster	3회		

자료: NHK, 유안타증권 리서치센터

2020년은 현재의 주력 아티스트인 GOT7과 트와이스가 각각 데뷔 7년차와 6년차를 맞이하는 연도이다. 이들의 재계약 연도는 GOT7이 2021년, 트와이스가 2022년이 될 것으로 예상된다. 적어도 2020년엔 아티스트 재계약 이슈에 따른 GPM 하락우려를 하지 않아도 된다. 또한, 2020년에는 GOT7과 트와이스의 활동량 증가에 더해 스트레이키즈와 ITZY의 수익화가 본격 진행되는 관계로, JYP Ent.는 전년도 이상의 호실적 달성이 무난할 것으로 기대된다.

[그림 37] JYP 아티스트 라인업 (2014 년 데뷔그룹 이후)

(단위: 데뷔연차)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
데뷔그룹	GOT7	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	DAY6		1	2	3	4	5	6	7	8
	TWICE		1	2	3	4	5	6	7	8
	스트레이키즈					1	2	3	4	5
	보이스토리(중국)					1	2	3	4	5
	ITZY						1	2	3	4
데뷔예정그룹	Nizi Project(일본)							1	2	3
	Project C(중국)							1	2	3

주: Project C 의 데뷔연도는 2020~21 년으로 유동적임

자료: 유안타증권 리서치센터

여기에, **2020년 11월엔 JYP Ent.와 일본 소니뮤직이 합작하는 『Nizi Project』를 통해 일본인 걸그룹의 데뷔가 예정되어 있다.** Nizi Project는 시즌1과 시즌2로 나눠 미디어 노출이 진행된다. Nizi Project 시즌1 은 일본과 미국의 10개 도시에서 선발한 26명의 참가자들을 대상으로 일본 도쿄에서 합숙 트레이닝을 진행하는 내용이다. 2020년 1월 31일부터 일본 동영상 플랫폼 Hulu 를 통해 방영 중이며, 3월 6일부터 유튜브에서도 영상이 공개되고 있다. Nizi Project 시즌2 는 반년간의 한국 합숙훈련과 최종심사, 걸그룹 탄생의 과정을 담고 있다. 2020년 4월부터 일본 지상파 니혼테레비를 통해 방영될 예정이다. 『식스틴』과 『프로듀스48』의 사례처럼, 오디션 프로그램을 통해 데뷔 전부터 팬덤 형성이 가능하고 일본인으로만 멤버가 구성되는 최초의 K-pop 걸그룹인만큼, 일본 시장 내에서 트와이스와 아이즈원을 뛰어넘는 스타 걸그룹 탄생이 기대된다. 신인모멘텀 측면에서도 높은 가점을 부여할 수 있다는 판단이다.

[그림 38] 일본 니지 프로젝트, 유튜브를 통한 영상 전송 결정

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 일본 니지 프로젝트 참가자 26 인

자료: 유안타증권 리서치센터

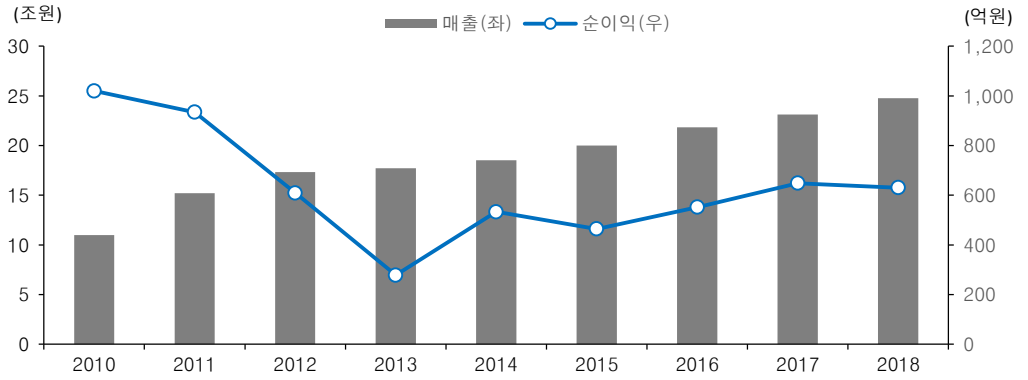
[장기 Top-picks]

1) CJ ENM - 수익성 중심의 경영으로 대전환!

CJ ENM은 4Q19 실적발표회를 통해 2020년 핵심 경영목표로 전사적인 비용절감, 제작효율화, 이익성장 및 수익성 제고를 제시했다. 방송제작비의 확대, 해외 M&A 등을 통한 외형성장을 핵심 전략으로 삼았던 지난 10여년과는 확연히 달라진 메시지로 볼 수 있다.

CJ그룹은 2010년에 선포했던 『2020 Great CJ』 비전을 통해 2020년 그룹매출 100조원, 영업이익 10조원, 해외시장 매출비중 70% 이상 달성이라는 공격적인 목표를 설정한 바 있다. 하지만, 2019년 들어 그룹의 목표가 양적성장 → 질적성장으로 전환되면서 그룹 차원에서 수익성 중심의 경영과 재무구조 개선을 강조하기 시작했다. 그 결과, CJ제일제당의 4Q19 실적에서는 그룹의 경영 방향성 전환이 실제 수치로 개선되는 모습을 확인할 수 있었다. CJ ENM도 수익성 중심의 경영으로의 전환을 목표로 뚜렷하게 밝혔기 때문에 긍정적으로 평가 가능하다. CJ ENM은 2020년 들어 적자기업인 하이라이트레코즈와 젤리피쉬엔터테인먼트를 매각했는데, 이 역시 수익성 중심의 경영 방향성 전환의 차원에서 이해할 수 있는 행보이다.

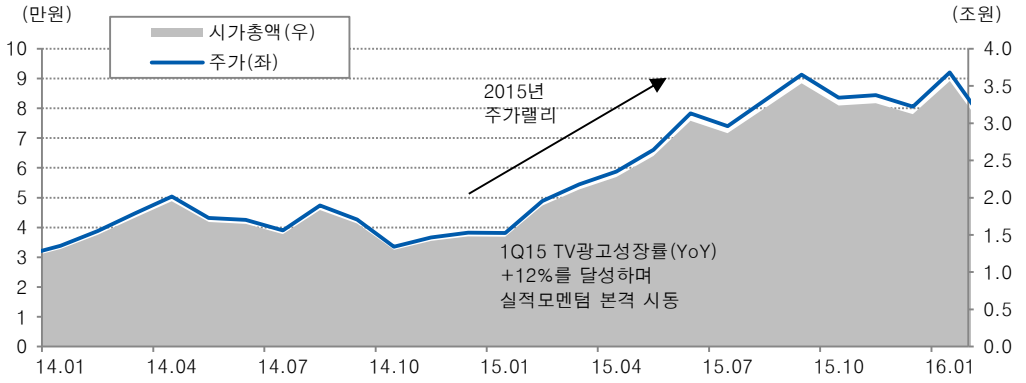
[그림 40] CJ 그룹 10 년 실적 추이



자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

CJ ENM의 1Q20 실적은 코로나19 효과에 따른 TV광고 매출감소(YoY)로 인해 부진할 것으로 예상된다. 하지만, 코로나19 사태가 종식되면 이익성장 국면으로 진입 가능할 것으로 보인다. 당사는 상대적으로 비용관리에 힘쓰면서 호실적을 달성했었던 2015년 舊 CJ E&M(E&M, 오쇼핑 간의 합병으로 소멸된 법인)의 주가 상승세를 주목하고 있다. 2020년의 CJ ENM에서도 재현 가능한 사항으로 보기 때문이다. 동사는 방송-디지털-글로벌-오프라인을 연계하는 통합 마케팅 솔루션이 강점인 관계로, 2020년에도 국내 TV광고시장에서의 M/S 확대 추세를 유지할 수 있을 것이다. **TV광고 매출 증가에 비용통제가 맞물리게 되면 폭발적인 이익증가가 가능해지는 관계로, 동사에 대해 장기적 관점의 Top-pick 의견을 제시한다.**

[그림 41] 舊 CJ E&M 주가 및 시가총액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

참고로, 舊 CJ E&M의 미디어사업부는 2013~14년 콘텐츠 경쟁력 강화에도 불구하고 TV광고 매출이 감소하면서 연간 영업이익이 20억원대로 급락하는 위기를 맞이한 바 있다. 舊 CJ E&M은 2015년 들어 방송제작비 예산을 연간 3,700억원으로 동결하고 비용관리에 힘쓰는 모습을 보였다. 그 결과, 2015년 TV광고 매출이 4,671억원(+526억원 YoY)으로 증가하면서 본연의 성장세를 회복하자, 영업이익도 462억원(+437억원 YoY)으로 급증하는 놀라운 성과를 보였다.

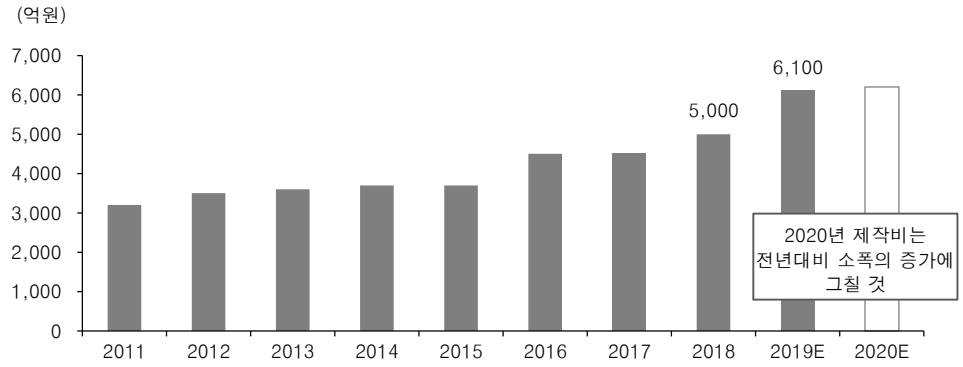
최근 수년간 CJ ENM(舊 CJ E&M 시절 포함)은 TV광고 매출 증가분을 방송제작비 재원으로 삼아 제작비를 공격적으로 확대하고 실질적인 이익은 콘텐츠 판매 및 디지털광고를 통해 창출하는 행보를 보였다. 2018년에는 이러한 전략이 적중해 미디어사업부 실적이 좋았지만, 2019년엔 공격적인 방송제작비 집행(2018년 5,000억원 → 2019년 6,100억원)에도 불구하고 2019년 하반기 TV광고가 약세로 전환하고 고마진 PIP 매출도 감소함에 따라 미디어사업부 실적이 부진한 모습을 보였다. 하지만, 동사는 2020년 방송제작비를 동결 또는 100~200억원 순증 수준에서 통제해 TV광고 매출성장을 통한 이익레버리지를 추구할 것으로 전망된다. 코로나19 종식 이후, 2015년과 같은 미디어사업부 이익성장 및 주가상승을 기대할 수 있는 대목이다.

[표 20] 미디어부문 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020(e)
미디어 매출액	**6,358**	**7,641**	**7,708**	**8,259**	**9,095**	**11,284**	**12,619**	**15,524**	**16,784**	**18,445**
- 광고	4,141	4,484	4,272	4,145	4,671	4,882	4,957	5,651	6,130	6,690
- 수신료	1742	1,873	1,941	2,014	1,986	1,968	2,038	2,084	2,196	2,196
- 기타	877	1,284	1,495	2,100	2,438	4,434	5,624	7,790	8,460	9,559
YoY	-	20%	1%	7%	10%	24%	24%	23%	8%	10%
- 광고	-	8%	-5%	-3%	13%	5%	5%	14%	8%	9%
- 수신료	-	8%	4%	4%	-1%	-1%	-1%	2%	5%	0%
- 기타	-	46%	16%	40%	16%	82%	82%	39%	9%	13%
미디어 영업이익	**517**	**446**	**20**	**25**	**462**	**465**	**618**	**1,115**	**709**	**1,421**
- 드래곤	-	-	-	42	26	212	330	399	287	623
- 드래곤 제외	-	-	-	-17	436	253	288	716	422	799

자료: 유안타증권 리서치센터

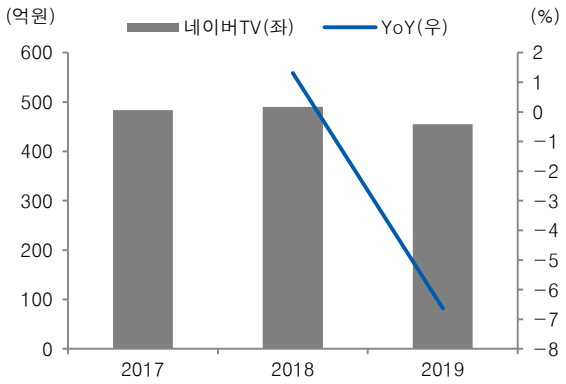
[그림 42] CJ ENM 미디어 사업부, 방송제작비 예산 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

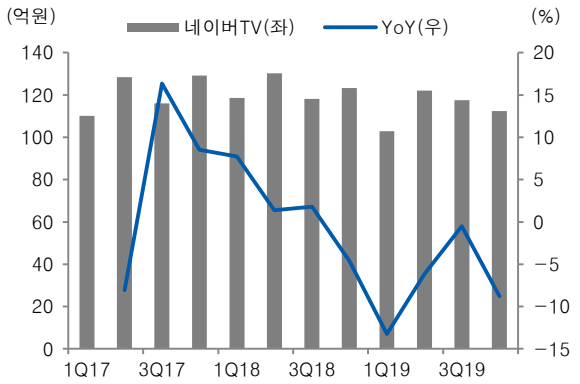
동사의 PIP(Platform in Platform) 매출은 2019년 들어 콘텐츠 화제성 저하 등으로 인해 부진한 모습을 보였다. 동사의 네이버TV 채널 조회수는 2018년 23억뷰 → 2019년 16억뷰로 감소한 것으로 추정된다. 대신, 2Q19부터 디지털스튜디오의 유튜브 조회수가 빠른 증가세를 보이면서 PIP 부진을 만회하고 있다. 디지털스튜디오 콘텐츠들은 브랜디드 광고 유치가 용이한 관계로 이익단에서 (+)효과를 기대할 수 있다. 2020년에는 PIP 조회수가 추가 하락세를 보이더라도 디지털스튜디오와 티빙의 성장에 힘입어 미디어사업부 디지털 관련 이익은 방어 또는 개선이 가능할 것으로 판단된다.

[그림 43] 네이버 TV 동영상 광고 매출액 추이



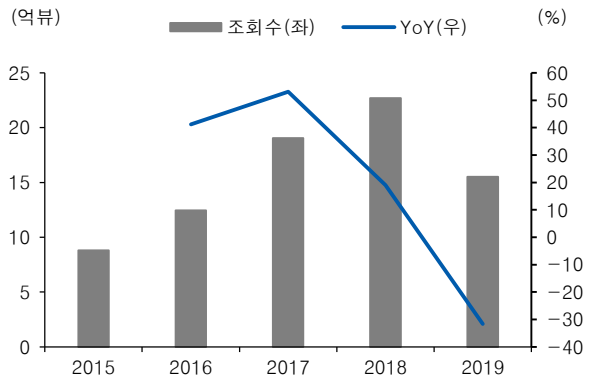
자료: 리서치애드, 유안타증권 리서치센터

[그림 44] 네이버 TV 동영상 광고 매출액 추이



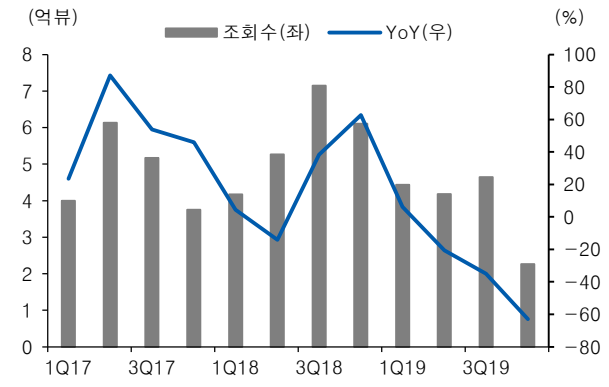
자료: 리서치애드, 유안타증권 리서치센터

[그림 45] CJ ENM 의 네이버 TV 연간 조회수 추이 (PIP : Platform in platform)



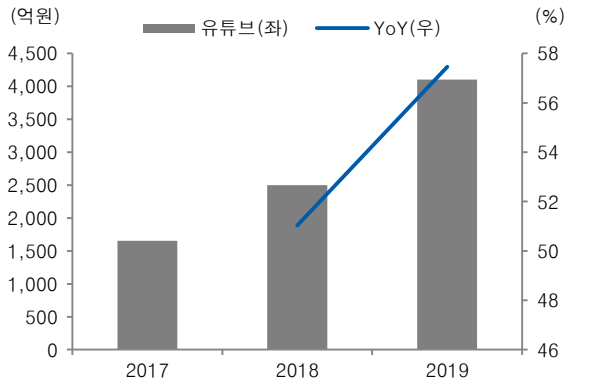
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 46] CJ ENM 의 네이버 TV 분기 조회수 추이 (PIP : Platform in platform)



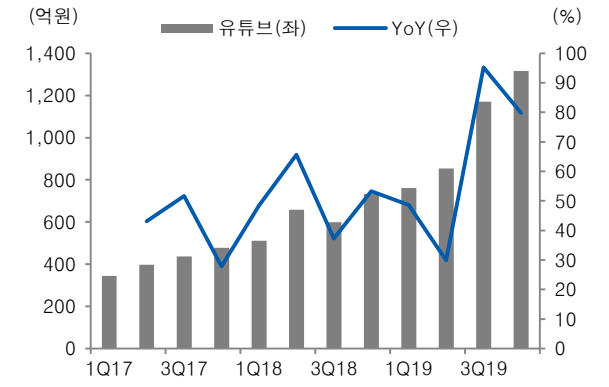
자료: CJ ENM, 유안타증권 리서치센터

[그림 47] 한국 유튜브 동영상 광고 매출액 추이



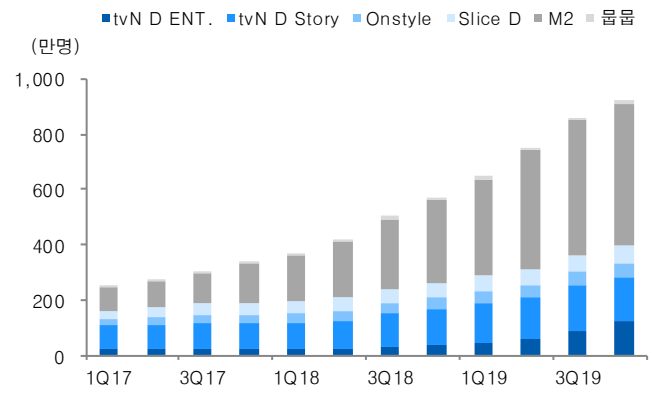
자료: 리서치애드, 유안타증권 리서치센터

[그림 48] 한국 유튜브 동영상 광고 매출액 추이



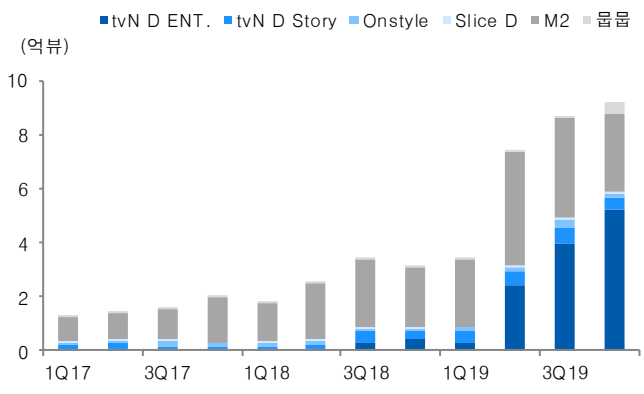
자료: 리서치애드, 유안타증권 리서치센터

[그림 49] CJ ENM 디지털 스튜디오, 유튜브 누적 구독자수 추이



자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[그림 50] CJ ENM 디지털 스튜디오, 유튜브 조회수 추이



자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[표 21] 한국 광고시장 추이 및 전망

구분		매체	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년(e)
광고비 (억원)	방송	지상파TV	20,775	19,307	20,886	19,744	20,085	17,312	15,313	14,122	11,958	12,200
		라디오	2,604	2,358	2,949	2,743	3,035	3,040	2,777	2,498	2,319	2,350
		케이블/종편	11,741	13,218	14,638	15,223	16,757	17,474	18,455	19,903	19,477	19,830
		IPTV	170	235	380	635	819	846	994	1,161	1,239	1,280
		기타(위성, DMB 등)	1,053	953	993	1,053	1,898	1,814	2,003	1,980	1,912	1,858
		방송 계	36,343	36,071	39,846	39,398	42,594	40,486	39,542	39,664	36,905	37,518
	인쇄	신문	17,092	16,543	15,447	14,943	15,011	14,712	14,370	14,294	13,997	13,850
		잡지	5,236	5,076	4,650	4,378	4,167	3,780	3,437	3,082	2,832	2,687
		인쇄 계	22,328	21,619	20,097	19,321	19,178	18,492	17,807	17,376	16,829	16,537
	디지털	PC	18,560	19,540	20,030	18,674	17,216	16,372	16,245	15,924	17,708	18,730
		- 검색	12,440	12,950	13,210	12,291	11,371	11,109	10,147	-	-	-
		- 노출형	6,120	6,590	6,820	6,383	5,845	5,263	6,098	-	-	-
		모바일	600	2,100	4,600	8,391	12,802	17,453	22,157	28,011	32,824	37,520
		- 검색	-	-	2,830	4,518	6,665	9,037	10,488	15,686	-	-
		- 노출형	-	-	1,770	3,873	6,137	8,416	11,669	12,325	-	-
		디지털 계	19,160	21,640	24,630	27,065	30,018	33,825	38,402	43,935	50,532	56,250
	OOH	옥외	3,128	3,463	3,549	3,713	3,592	3,512	3,392	3,255	3,583	3,800
		극장	1,425	1,540	1,708	1,764	2,120	2,251	2,280	2,213	2,143	2,200
		교통	3,895	4,102	4,388	3,885	4,339	4,328	4,352	4,874	4,654	4,600
		OOH 계	8,448	9,105	9,645	9,362	10,051	10,091	10,024	10,342	10,380	10,600
	제작		5,725	5,418	5,810	5,850	5,742	6,425	6,072	5,731	5,101	5,379
	총계		92,004	93,854	100,028	100,996	107,583	109,318	111,847	117,048	119,747	126,284
구분		매체	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년(e)
성장률 (%; YoY)	방송	지상파TV	7.6	-7.1	-5.4	-5.5	1.7	-13.8	-11.5	-5.8	-15.3	2.0
		라디오	1.5	-9.4	-4.8	-7.0	10.6	0.2	-8.7	-9.9	-7.2	1.3
		케이블/종편	21.7	12.6	4.6	4.0	10.1	4.3	5.6	6.4	-2.1	1.8
		IPTV	-17.1	38.2	61.7	67.1	29	3.3	17.5	17	6.7	3.3
		기타(위성, DMB 등)	3.8	-9.5	4.2	6.0	80.2	-4.4	10.4	-4.5	-3.4	-2.8
		방송 계	11.0	-0.7	-1.0	-1.1	8.1	-4.9	-2.3	0.2	-7.0	1.7
	인쇄	신문	2.2	-3.2	-6.6	-3.3	0.5	-2	-2.3	-0.5	-2.1	-1.1
		잡지	7.1	-3.1	-8.4	-5.8	-4.8	-9.3	-9.1	-10.3	-8.1	-5.1
		인쇄 계	3.3	-3.2	-7	-3.9	-0.7	-3.6	-3.7	-2.4	-3.1	-1.7
	디지털	PC	20	5.3	2.5	-6.8	-7.8	-4.9	-0.8	-2.0	11.2	5.8
		- 검색	19.2	4.1	2.0	-7	-7.5	-2.3	-8.7	-	-	-
		- 노출형	21.7	7.7	3.5	-6.4	-8.4	-10.0	15.9	-	-	-
		모바일	11,900.0	250.0	119.0	82.4	52.6	36.3	27.0	26.4	17.2	14.3
		- 검색	-	-	-	59.6	47.5	35.6	16.1	49.6	-	-
		- 노출형	-	-	-	118.8	58.5	37.1	38.7	5.6	-	-
		디지털 계	23.8	12.9	13.8	9.9	10.9	12.7	13.5	14.4	15.0	11.3
	OOH	옥외	-	10.7	2.5	4.6	-3.3	-2.2	-3.4	-4.0	10.1	6.1
		극장	-	8.1	10.9	3.3	20.2	6.2	1.3	-2.9	-3.2	2.7
		교통	-	5.3	7.0	-11.5	11.7	-0.3	0.6	12.0	-4.5	-1.2
		OOH 계	12.7	7.8	5.9	-2.9	7.4	0.4	-0.7	3.2	0.4	2.1
	제작		-35.5	-5.4	7.2	0.7	-1.8	11.9	-5.5	-5.6	-11	5.5
	총계		6.7	2.0	2.2	1.0	6.5	1.6	2.3	4.6	2.3	5.5

주: 2020년 디지탈 광고 內 검색 광고 및 노출형 광고는 제일기획 전망치 기준
자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

2) CJ CGV - 잠재부실 해소 + 이익체력 상승

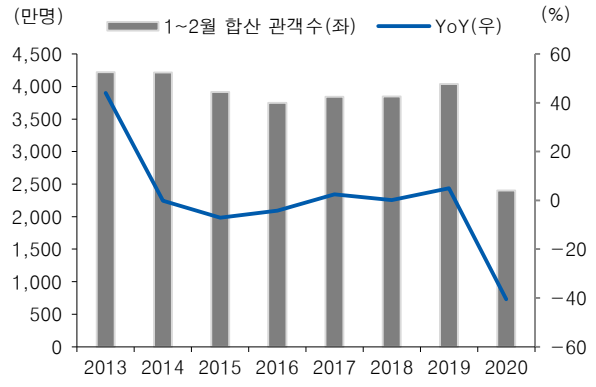
CJ CGV는 터키 관련 대규모 TRS 평가손실, 영업권 손상 등으로 인한 자기자본 감소와 2019년 리스회계 적용으로 인해 부채비율이 4Q19 기준 643%에 달하고 있어 투자자들의 관심권에서 멀어지는 모습이다. 또한, 코로나19 사태로 인해 중국 CGV가 2020년 1월 14일부터 영업 중단 상태에 있고 한국 CGV도 2020년 1~2월 박스오피스 관객수가 2,403만명(-41% YoY)으로 급감하면서 CJ CGV의 1Q20 연결 영업이익은 적자로 전환할 것으로 예상된다. 유안타 미디어/엔터/레저 커버리지 기업 중에서는 여행사와 더불어 CJ CGV가 1Q20 들어 코로나19의 타격을 가장 크게 받고 있는 것이다.

[표 22] 2020 년 1~3 월 중국 박스오피스 매출액 추이

주간		B/O 매출액 (만위안)	YoY (%)	B/O 누적 매출액 (만위안)	YoY (%)
19년 52주차	12.30-01.05	125,374	-13.9	125,374	-13.9
20년 1주차	01.06-01.12	69,602	-3.3	194,976	-10.4
20년 2주차	01.13-01.19	48,624	-32.0	243,600	-15.8
20년 3주차	01.20-01.26	20,213	-70.8	263,813	-26.4
20년 4주차	01.27-02.02	640	-98.8	264,453	-35.5
20년 5주차	02.04-02.09	241	-100.0	264,694	-73.5
20년 6주차	02.10-02.16	160	-99.9	264,854	-79.9
20년 7주차	02.17-02.23	96	-99.9	264,950	-81.9
20년 8주차	02.24-03.01	71	-99.9	265,021	-83.0
20년 9주차	03.02-03.08	67	-99.9	265,088	-84.2

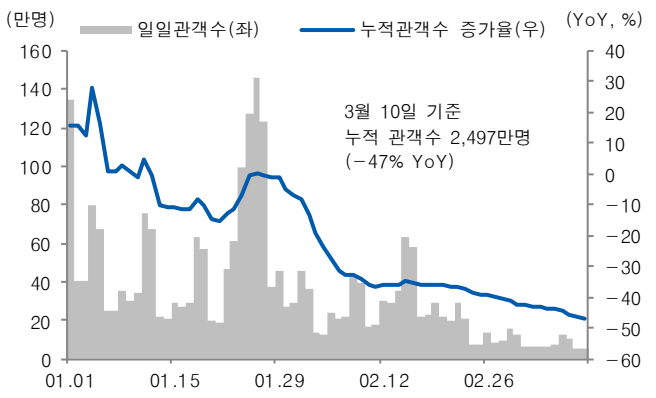
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

[그림 51] 한국 박스오피스, 연도별 1~2 월 합산 관객수 추이



자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[그림 52] 한국 박스오피스, 2020 년 1~3 월의 일간 관객수 추이



자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

CJ CGV는 악재가 많은 기업임에 분명하지만, 동사 주가는 충분히 부담 없는 수준까지 하락한 상태이다. 동사의 12MF EV/EBITDA 배수는 2Q20 이후 기준으로 7배 미만인 것으로 추정되는데, 글로벌 영화관 Peer가 대부분 10배 이상에서 거래된다는 점을 감안시 현저한 저평가 상태인 것으로 판단된다. 동사는 주로 신흥시장 중심으로 신규 출점을 진행하고 있고 4DX라는 성장사업을 보유하고 있어 정상국면일 경우 EV/EBITDA 10배 이상에서 거래되는 것이 자연스럽다.

당사는 장기적 관점의 Top-pick으로 CJ CGV를 제시한다. 이유는 **1)본사가** 3Q19 이후 수익성 중심으로 경영기조를 전환하면서 코로나19 등이 없는 정상국면에서 **연간 영업이익 1천억원 달성이 가능한 이익체력으로 변모한 점이 긍정적이고, 2)2020년 들어 글로벌 신규 출점수를 제한해** 연간 연결 Capex가 1천억원대 초반 수준으로 축소되면서 **현금흐름 부담 및 손익관리의 어려움이 완화되고 있으며, 3)터키 관련 잠재 부실도 대부분 해소**된 것으로 평가되기 때문이다. 4) 동사의 Valuation도 충분히 낮아져 있기 때문에 6~12개월 관점의 장기투자로 접근하면 유의미한 성과를 기대할 수 있다는 판단이다.

먼저, 본사의 이익체력이 좋아지고 있다는 점은 3Q19와 4Q19 실적을 통해 확인 가능하다. 본사의 GPM은 1Q19 리스회계가 적용된 이후 사용권자산상각비가 원가단에 인식되면서 GPM이 40%대로 하락한 관계로 2018년 이전과는 직접적인 비교가 안되는 상황이다. 하지만, 2019년의 분기별 GPM 추이를 살펴보면, 이익체력의 변화 여부를 포착할 수 있다. 2019년의 분기별 GPM은 1Q19 40% → 2Q19 40% → 3Q19 44% → 4Q19 44%를 기록해 하반기의 GPM이 뚜렷하게 상승하는 모습을 보였다. **2019년 하반기엔 이익이 안나는 스크린X 사업을 자회사 CJ포디플렉스로 영업 양도하고 CJ아트하우스 관련 영화 직접투자를 줄이면서 GPM이 기존 대비 4%p 가량 상승한 것으로 추정된다.** 그 결과, 본사는 분기당 200억원대 중반의 영업이익 창출이 가능한 체력으로 상승했다. 한국 박스오피스의 계절성이 3분기 〉 1분기 〉 4분기 〉 2분기의 흐름을 보이는 점을 감안시 상반기의 정상 이익체력은 하반기 대비 약할 것이나, 연간으로 영업이익 1천억원에 육박하는 이익체력엔 도달했다는 판단이다. 이러한 점은 코로나19 종식 이후 평가받을 수 있을 것이다.

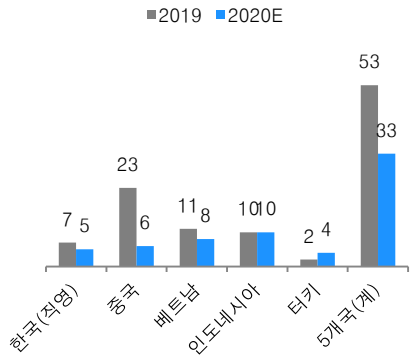
[표 23] CJ CGV 본사 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**2,202**	**2,214**	**2,820**	**2,512**	**2,488**	**2,663**	**2,821**	**2,567**	**1,823**	**2,656**	**2,927**	**2,729**	**9,748**	**10,539**	**10,136**	**11,259**
상영	1,487	1,471	1,903	1,629	1,687	1,717	1,849	1,656	1,182	1,739	1,934	1,788	6,490	6,910	6,642	7,423
매점	376	371	494	410	445	482	517	467	307	467	517	483	1,652	1,910	1,774	2,022
광고	211	231	281	281	186	276	293	285	175	291	312	297	1,003	1,040	1,075	1,201
기타	128	141	143	192	169	188	161	158	160	159	164	162	603	677	645	612
매출총이익	**1,156**	**1,159**	**1,509**	**1,335**	**998**	**1,059**	**1,246**	**1,137**	**783**	**1,138**	**1,251**	**1,207**	**5,158**	**4,440**	**4,379**	**4,953**
GPM	52%	52%	54%	53%	40%	40%	44%	44%	43%	43%	43%	44%	53%	42%	43%	44%
영업이익	**11**	**-12**	**256**	**106**	**73**	**93**	**265**	**254**	**-49**	**224**	**252**	**257**	**361**	**684**	**683**	**1,089**
OPM	1%	-1%	9%	4%	3%	3%	9%	10%	-3%	8%	9%	9%	4%	6%	7%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터

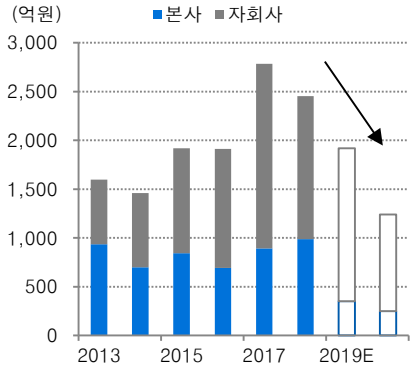
CJ CGV는 2020년 주요 5개국(한국, 중국, 베트남, 인도네시아, 터키)에 33개의 영화관을 신규 출점할 예정에 있다. 이는 전년도의 신규 출점 점포 53개 대비 20개나 축소된 규모이다. CJ CGV는 매년 연결 Capex를 2천억원 가량 집행해왔으나, 2020년엔 연결 Capex 규모가 1천억원대 초반으로 축소될 것으로 예상된다. 이는 동사의 FCF에 긍정적 영향을 미치게 될 것이다. 신규 점포 출점이 적을 경우, 손익 관리도 용이해 진다. 동사의 부채비율이나 순차입금비율도 추가 악화되는 일은 없을 것으로 보인다.

[그림 53] CJ CGV, 19~20E 연간 출점 점포수 비교



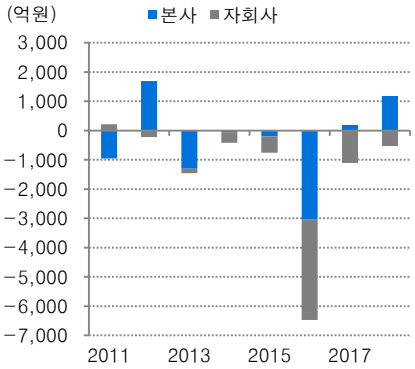
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 54] CJ CGV, 연결기준 Capex 추이 및 전망



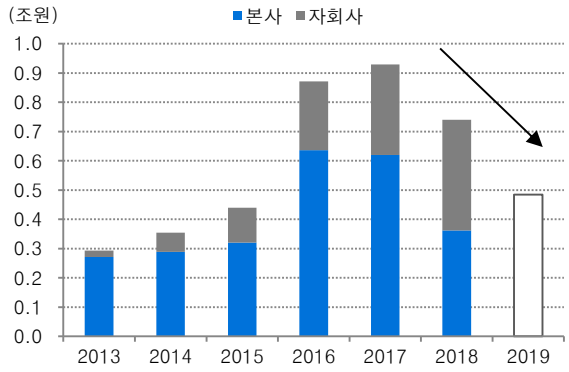
주: 2019~20 년 Capex 는 당사 추정치
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 55] CJ CGV, 연결기준 FCF 추이



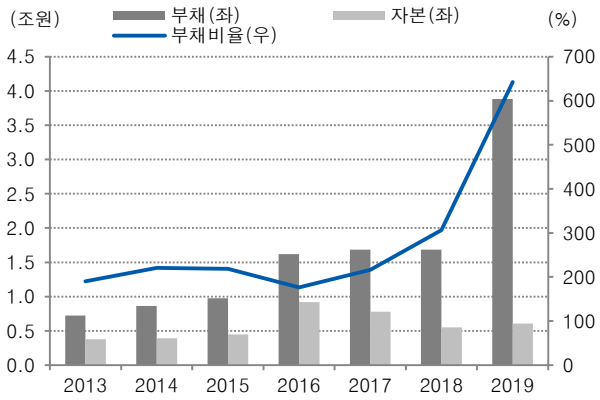
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 56] CJ CGV, 연결기준 순차입금 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

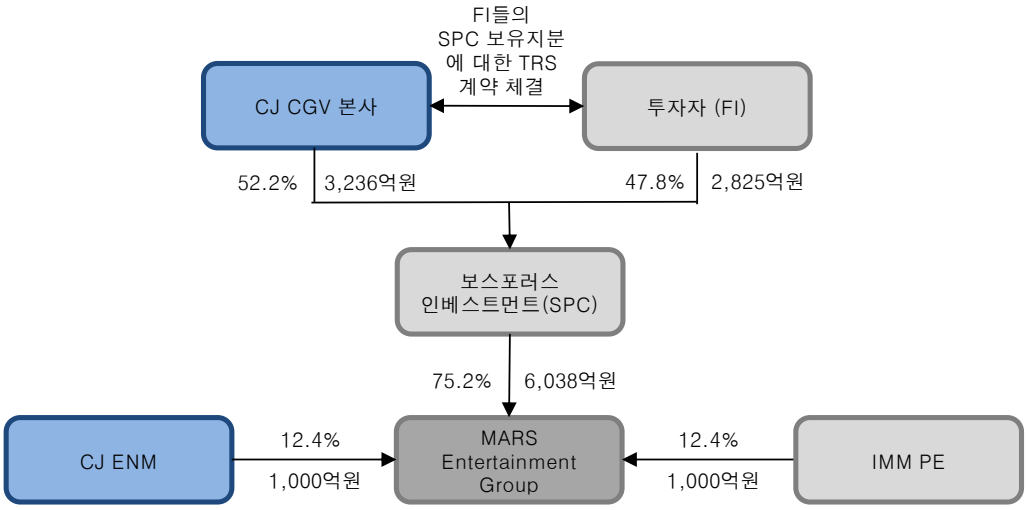
[그림 57] CJ CGV, 연결기준 부채비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

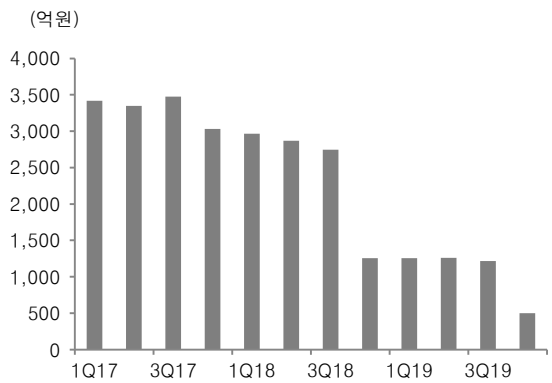
또한, 터키 관련 잠재 부실도 대부분 해소된 상태인 것으로 보인다. 현재, **터키 관련 TRS 잔액은 3천억원대 → 500억원 수준, 영업권 잔액은 6천억원대 → 1,250억원 수준으로 각각 축소된 상태**이다. 터키법인은 2016년 인수가 기준으로 8천억원 수준의 Valuation 을 부여받았는데, 현재는 1천억원대 수준으로 Valuation이 하락한 것으로 추정된다. 보수적으로 보더라도, 터키 마르스엔터의 연간 영업이익 체력은 100억원대 이상이다. 따라서, 추가적인 기업가치 하락 가능성은 매우 제한적인 것으로 판단된다.

[그림 58] 터키 마르스엔터 인수 관련 자금조달 구조



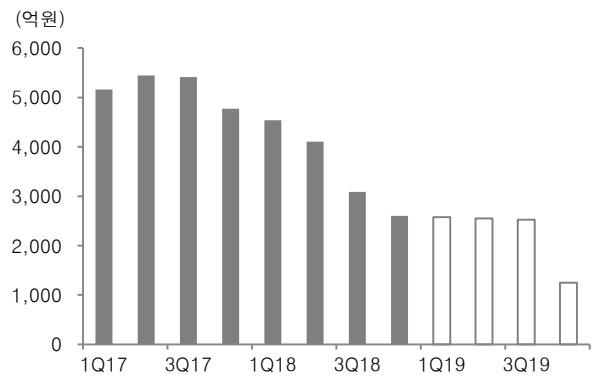
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 59] CJ CGV, 터키 마르스엔터 관련 TRS 잔액 추이 (추정치)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 60] CJ CGV, 터키 마르스엔터 관련 영업권 잔액 추이 (추정치)



자료: 유안타증권 리서치센터

다만, 2Q20과 3Q20의 영화관 산업 업황은 전년대비 다소 약한 편이다. CJ CGV는 코로나19 이후 기업가치의 일부 회복이 기대되지만, 성장에 대한 기대감이 본격 형성되는 것은 3Q20가 지나야 가능할 수도 있다.

외화 성수기인 2분기의 경우, 2Q18와 2Q19엔 『어벤져스』 시리즈가 글로벌 영화관 수요를 견인했던 관계로 기고효과가 존재한다. 2Q20엔 『어벤져스』 시리즈가 없고, 대신 『분노의 질주9』이 기대작으로 관심을 모으고 있다. 하지만, 『어벤져스』 시리즈의 글로벌 흥행효과를 만회하기엔 역부족일 것으로 예상된다.

동아시아 지역의 로컬영화 성수기인 3분기의 경우 일본 도쿄올림픽 개최(2020.7.24 ~ 8.9)가 악재로 작용할 수 있다. 로컬영화들은 자국 박스오피스에서 최대한의 투자금을 회수해야 하는 관계로 각국의 로컬영화 투자배급사들은 대중의 관심이 분산될 수 있는 대형 스포츠이벤트가 있는 분기에 대형 투자작품을 개봉시키길 꺼리는 편이다. 실제, 중국 베이징올림픽(2008.8.8 ~ 8.24)이 개최됐던 2008년 8월의 한국 박스오피스 관객수는 1,737만명(-16% YoY)으로 약세를 보였다. 도쿄올림픽은 일본과의 시차가 크지 않은 한국, 중국, 동남아 박스오피스에 일부 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

[표 24] 역대 마블 시네마틱 유니버스 영화

[페이즈3]

제목	개봉일(북미 기준)	북미 B/O(백만달러)	국제시장 B/O(백만달러)	한국 관객수(만명)
캡틴 아메리카: 시빌 워	2016-05-06	408	745	868
닥터 스트레인지	2016-11-04	233	445	545
가디언즈 오브 갤럭시 Vol. 2	2017-05-05	390	474	274
스파이더맨: 홈커밍	2017-07-07	334	546	726
토르: 라그나로크	2017-11-03	315	539	486
블랙 팬서	2018-02-16	700	647	540
어벤져스: 인피니티 워	2018-04-27	679	1,370	1,121
앤트맨과 와스프	2018-07-06	217	406	545
캡틴 마블	2019-03-08	427	701	580
어벤져스: 엔드게임	2019-04-26	858	1,938	1,393
스파이더맨: 파 프롬 홈	2019-07-02	390	741	802

[페이즈4]

제목	개봉일(북미 기준)	북미 B/O(백만달러)	국제시장 B/O(백만달러)	한국 관객수(만명)
블랙 위도우	2020-05-01	-	-	-
이터널즈	2020-11-06	-	-	-
샹치 앤 레전드 오브 텐 링즈	2021-02-12	-	-	-
닥터스트레인지 인 멀티버스 오브 매드니스	2021-05-07	-	-	-
스파이더맨 3	2021-07-16	-	-	-
토르: 러브 앤 썬더	2021-11-05	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 25] 2008 년 한국 박스오피스 실적 - 2008 년 8 월 베이징올림픽 기간에 박스오피스 감소

	한국 박스오피스			YoY			특화관매출액	YoY	특화관
	매출액(억원)	관객수(만명)	ATP(원)	매출액	관객수	ATP	(억원)		매출비중
1Q08	2,312	3,530	6,549	2%	-6%	9%	2	-50%	0%
2Q08	2,249	3,443	6,532	13%	11%	2%	6	3%	0%
3Q08	2,950	4,535	6,504	-7%	-8%	1%	11	87%	0%
4Q08	2,104	3,235	6,504	-6%	-5%	0%	4	-66%	0%
2008.01	832	1,285	6,477	-7%	-14%	9%	0	-	0%
2008.02	844	1,285	6,569	8%	-1%	9%	1	-	0%
2008.03	636	961	6,618	9%	2%	7%	0	-96%	0%
2008.04	481	733	6,567	-2%	-4%	3%	-	-100%	0%
2008.05	834	1,287	6,483	7%	6%	1%	2	-51%	0%
2008.06	933	1,423	6,559	28%	27%	1%	3	3913%	0%
2008.07	1,107	1,703	6,496	-1%	-2%	2%	0	-100%	0%
2008.08	1,125	1,737	6,477	-15%	-16%	2%	8	971%	1%
2008.09	718	1,095	6,560	-3%	-3%	0%	3	-	0%
2008.10	567	874	6,488	0%	1%	-1%	2	-5%	0%
2008.11	617	947	6,514	-1%	0%	-1%	1	-80%	0%
2008.12	920	1,413	6,507	-12%	-12%	0%	1	-84%	0%

자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[표 26] 2007~09 년 8 월 한국 박스오피스 상위 흥행작 비교

시기	순위	영화명	개봉일	매출액(억원)	관객수(만명)
2007년 8월	1	디워	2007-08-01	479	763
	2	화려한 휴가	2007-07-25	292	455
	3	만남의 광장	2007-08-15	71	110
	4	지금 사랑하는 사람과 살고 있습니까?	2007-08-15	61	90
	5	스타더스트	2007-08-15	45	70
2008년 8월	1	다크 나이트	2008-08-06	245	371
	2	미이라 3: 황제의 무덤	2008-07-30	220	342
	3	좋은 놈, 나쁜 놈, 이상한 놈	2008-07-17	131	201
	4	눈에는 눈 이에는 이	2008-07-31	112	170
	5	고死 : 피의 중간고사	2008-08-07	99	157
2009년 8월	1	해운대	2009-07-22	505	703
	2	국가대표	2009-07-29	423	590
	3	지.아이.조 : 전쟁의 서막	2009-08-06	186	252
	4	아이스 에이지 3: 공룡시대	2009-08-12	58	83
	5	업	2009-07-29	60	82

자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

소섹터별 투자의견

1) 엔터 : 코로나 종식후, JYP Ent. 〉 와이지엔터 〉 에스엠

2) 드라마 : 제이콘텐트리 상대 선호

3) SBS미디어그룹 : 눈여겨 볼 회사는 허브

4) 여행 : 적극매수 시점은 아닌 듯

소섹터별 투자의견

1) 엔터 - 코로나 종식후, JYP Ent. > 와이지엔터 > 에스엠

코로나19 사태로 인해, 2020년 2~5월 들어 일본, 동남아, 유럽지역에서 다수의 K-pop 아티스트 콘서트가 취소 또는 연기되고 있다. 현재까지 취소 또는 연기된 주요 아티스트들의 콘서트는 에스엠 17회, JYP Ent. 20회, 와이지엔터 5회, 빅히트 4회로 정리된다. 1Q20와 2Q20의 활동 차질이 확실해진만큼, 엔터 3사의 주가 조정은 불가피해졌다. 코로나19 사태가 종식된 이후에야, 엔터주의 본격적인 반등이 가능해질 전망이다.

[표 27] 2020 년 코로나 19 사태로 취소 or 연기된 주요 K-pop 콘서트

기획사	아이돌 그룹	공연 일정	공연국가	공연명	공연규모	비고
SM (17회)	슈퍼주니어	03.25	일본	SUPER SHOW 8: INFINITE TIME	D	연기
		03.26	일본	SUPER SHOW 8: INFINITE TIME	D	연기
	레드벨벳	03.07	일본	La Rouge Tour	A	연기
		03.08	일본	La Rouge Tour	A	연기
	태연	02.01	싱가폴	TAEYEON Concert – The UNSEEN	A	취소
		03.06	대만	TAEYEON Concert – The UNSEEN	H	연기
		03.07	대만	TAEYEON Concert – The UNSEEN	H	연기
		03.08	대만	TAEYEON Concert – The UNSEEN	H	연기
	NCT Dream	02.07	마카오	THE DREAM SHOW	H	취소
		02.08	마카오	THE DREAM SHOW	H	취소
		02.15	싱가폴	THE DREAM SHOW	H	취소
		03.13	일본	THE DREAM SHOW	A	취소
		03.14	일본	THE DREAM SHOW	A	취소
		03.15	일본	THE DREAM SHOW	A	취소
	태민	03.13	한국	TAEMIN CONCERT, Never Gonna Dance Again	H	연기
		03.14	한국	TAEMIN CONCERT, Never Gonna Dance Again	H	연기
		03.15	한국	TAEMIN CONCERT, Never Gonna Dance Again	H	연기
JYP (20회)	트와이스	03.03	일본	TWICE WORLD TOUR 2019 'TWICELIGHTS' IN JAPAN	D	연기(4월 15일)
		03.04	일본	TWICE WORLD TOUR 2019 'TWICELIGHTS' IN JAPAN	D	연기(4월 16일)
		03.07	한국	TWICELIGHTS in Seoul 'FINALE'	A	취소
		03.08	한국	TWICELIGHTS in Seoul 'FINALE'	A	취소
	GOT7	02.15	방콕	2020 WORLD TOUR 'KEEP SPINNING'	D	연기(5월 9일)
		02.16	방콕	2020 WORLD TOUR 'KEEP SPINNING'	D	연기(5월 10일)
		02.22	싱가포르	2020 WORLD TOUR 'KEEP SPINNING'	A	연기
		02.29	마카오	2020 WORLD TOUR 'KEEP SPINNING'	A	연기
		03.07	말레이시아	2020 WORLD TOUR 'KEEP SPINNING'	A	취소
		03.28	대만	2020 WORLD TOUR 'KEEP SPINNING'	A	연기
	스트레이키즈	03.21	일본	World Tour 'District 9 : Unlock' IN JAPAN	A	취소
		03.22	일본	World Tour 'District 9 : Unlock' IN JAPAN	A	취소
		04.18	싱가포르	World Tour 'District 9 : Unlock'	H	연기
		04.25	필리핀	World Tour 'District 9 : Unlock'	A	연기(6월 20일)
		05.10	스페인	World Tour 'District 9 : Unlock'	A	취소
		05.13	독일	World Tour 'District 9 : Unlock'	A	취소
		05.17	영국	World Tour 'District 9 : Unlock'	A	취소
		05.20	벨기에	World Tour 'District 9 : Unlock'	A	취소
		05.22	프랑스	World Tour 'District 9 : Unlock'	H	취소
		05.24	러시아	World Tour 'District 9 : Unlock'	A	취소
YG (5회)	위너	02.08	싱가포르	WINNER [CROSS] TOUR	H	취소
		02.14	한국	WINNER [CROSS] TOUR ENCORE IN SEOUL	H	취소
		02.15	한국	WINNER [CROSS] TOUR ENCORE IN SEOUL	H	취소
	아이콘	04.11	일본	iKON JAPAN TOUR 2020	A	연기
		04.12	일본	iKON JAPAN TOUR 2020	A	연기
빅히트 (4회)	BTS	04.11	한국	BTS MAP OF THE SOUL TOUR – SEOUL	D	취소
		04.12	한국	BTS MAP OF THE SOUL TOUR – SEOUL	D	취소
		04.18	한국	BTS MAP OF THE SOUL TOUR – SEOUL	D	취소
		04.19	한국	BTS MAP OF THE SOUL TOUR – SEOUL	D	취소

주: D - 돔 / H - 홀 / A - 아레나
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 28] 2020 년 글로벌 투어 라인업(발표 기준)

기획사	아이돌 그룹	공연 기간	공연횟수	공연명	규모
SM	동방신기	1Q ~ 2Q	8	東方神起 LIVE TOUR ~XV~	D
	슈퍼주니어	1Q	3	SUPER JUNIOR WORLD TOUR – SUPER SHOW 8: INFINITE TIME	A
		1Q	5	SUPER JUNIOR WORLD TOUR – SUPER SHOW 8: INFINITE TIME IN JAPAN	A+D
	레드벨벳	1Q	3	Red Velvet Arena Tour in JAPAN – La Rouge	A
	NCT 127	1Q	6	NCT 127 Arena Tour 'NEO CITY : JAPAN – The Origin'	A
		2Q	6	NEO CITY : THE AWARDS	A
	NCT DREAM	1Q	2	NCT DREAM TOUR "THE DREAM SHOW"	H
		1Q	4	『NCT DREAM TOUR "THE DREAM SHOW" – in JAPAN』	H
	SuperM	1Q	8	We Are The Future Live	A
		2Q	1	We Are The Future Live In Japan	D
	태연	1Q	3	TAEYEON CONCERT – THE UNSEEN	H
		2Q	11	全国ソロツアー『TAEYEON JAPAN TOUR 2020 (仮) 』	H
JYP	2PM	1Q	2	NICHKHUN Premium Solo Concert 2019-2020 "Story of …"	H
	GOT7	2Q	2	2019 'SEVEN SECRETS' IN BANGKOK	D
	DAY6	1Q	10	DAY6 WORLD TOUR 'GRAVITY'	H
	트와이스	1Q~2Q	6	TWICE WORLD TOUR 2019 'TWICELIGHTS' IN JAPAN	D
	StrayKids	1Q ~ 3Q	11	World Tour 'District 9 : Unlock'	H+A
		3Q	2	World Tour 'District 9 : Unlock' IN JAPAN	A
	ITZY	1Q	5	ITZY PREMIERE SHOWCASE TOUR ITZY? ITZY!	H
YG	위너	1Q	5	WINNER CROSS TOUR	A
	블랙핑크	1Q	3	BLACKPINK 2019-2020 WORLD TOUR IN YOUR AREA in JAPAN	D
	아이콘	2Q	7	iKON JAPAN TOUR 2020	A

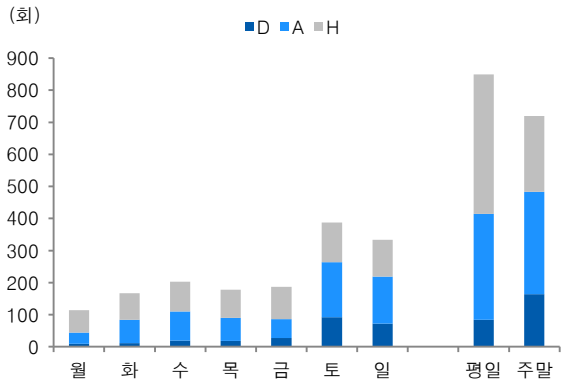
주 1) 파란색 음영은 일본 공연을 의미, 주 2) D - 돔 / H - 홀 / A-아레나

자료: 유안타증권 리서치센터

여기에, 일본 정부는 2020년 3월 6일 한국인 및 중국인을 대상으로 발행됐던 기존 단수 및 복수비자의 효력을 정지시키고 이들의 입국시 지정시설에서 2주간 대기시키는 사실상의 입국 제한 조치까지 발동했다. 이러한 조치는 오는 3월 31일까지 유지될 예정인데, 코로나19 사태의 진행 여부에 따라 4월 이후로도 연장 가능성이 있다. 코로나19 사태가 장기화되면서 일본 정부의 입국 제한 조치가 연장되면, 4월 이후의 일본 콘서트들도 아티스트 입국 제한으로 인해 취소 또는 연기가 불가피해지게 된다. 아직까지 취소 또는 연기가 결정되지 않은 4월의 주요 일본 콘서트로는 12회가 있는데, 도쿄돔 콘서트 7회(트와이스 2회, 동방신기 4회, 슈퍼엠 1회)와 아이콘의 아레나급 콘서트 5회이다.

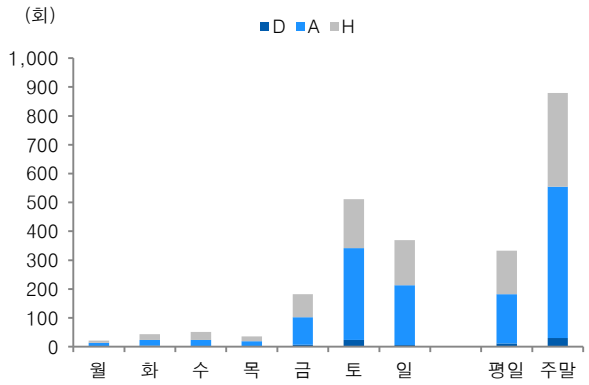
에스엠은 4Q19 실적발표회를 통해 '취소 콘서트는 다시 추진하기 어렵지만, 연기 콘서트는 다시 개최 가능하다' 라고 언급했다. 이와 관련해, **당사는 일본 시장 한정으로 연기 콘서트의 재추진이 충분히 가능하단 의견을 제시한다.** 일본의 공연장 대관은 보통 6개월 ~ 1년 전에 이뤄지는 관계로, 일본 주요 공연장의 주말 대관은 최소 3Q20까진 마감된 것으로 추정되고 있다. 하지만, 일본 공연기획사의 대관능력과 K-pop에 대한 높은 인기를 감안하면, 최소 평일공연 개최를 통해 새로운 콘서트 일정을 잡는 것은 어렵지 않을 것으로 판단된다. 참고로, 2003년 이후, 엔터 3사는 일본 시장에서 1,569회의 콘서트를 진행 중인데, 이 중에서 평일 콘서트는 849회, 주말 콘서트는 720회를 각각 기록해 평일 콘서트의 횟수가 양적으로 더 많았던 것으로 확인된다. 일본은 평일콘서트가 활발하게 진행될만큼 공연시장이 발달해 있다는 점을 감안할 필요가 있다.

[그림 61] 역대 K-pop 콘서트의 요일별 개최건수 (일본시장)



주: 2003 년 이후 엔터 3 사의 콘서트 1,569 개 기준. D - 돔 / H - 홀 / A - 아레나
자료: 유안타증권 리서치센터

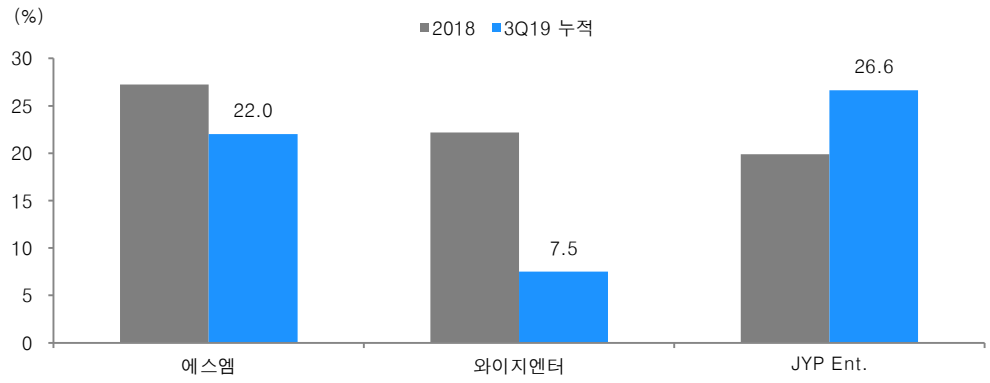
[그림 62] 역대 K-pop 콘서트의 요일별 개최건수 (일본 外 기타시장)



주: 2003 년 이후 엔터 3 사의 콘서트 1,213 개 기준. D - 돔 / H - 홀 / A - 아레나
자료: 유안타증권 리서치센터

한편, 엔터 3사의 연결매출에서 일본이 차지하는 비중은 2018년 기준 에스엠 27%, 와이지엔터 22%, JYP Ent. 20% 를 각각 기록했다. 2019년에도 에스엠과 JYP의 일본 매출비중은 20%대를 유지했고, 와이지엔터만이 아티스트 활동량 감소로 인해 10% 미만의 비중을 기록했다. 대략, 엔터 3사의 매출에서 일본 비중은 20%대 수준으로 보면 될 것이다. 만약 코로나19 사태로 인해 일본에서 3개월치 활동을 못하게 될 경우, 연간 매출손실은 5~8% 수준으로 계산할 수 있다. 여타 지역 활동차질까지 감안시 연간 10%대 수준의 매출손실을 감안해야 할 것으로 보인다.

[그림 63] 엔터 3 사의 연결 매출에서 일본이 차지하는 비중 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

코로나19 사태 종식 이후, 엔터주에 대한 적극적인 비중확대 전략을 권고한다. 기존의 K-pop은 아시아권에서 큰 인기를 모았던 음악이다. 현재, 중국에선 한한령으로 인해 활동이 불가능한 상황이고, 동남아는 음악시장 규모가 작아 큰 수익을 기대하기 어렵다. 현재로썬, 일본에서만 좋은 수익을 기대할 수 있는 형편이다. 하지만, BTS의 글로벌 성공 이후, 많은 K-pop 아티스트들이 2019년부터 대형 음악시장인 북미/유럽 시장으로의 도전을 본격적으로 진행하고 있어 K-pop의 성장잠재력은 매우 큰 것으로 볼 수 있다. **빅히트의 2019년 실적이 매출액 5,879억원(+174% YoY), 영업이익 975억원(+52% YoY)으로 폭증한 점을 봐도, 엔터주의 높은 Multiple은 회복될 가능성이 높다는 판단이다.** [표30]에서 확인할 수 있는 것처럼, K-pop 아티스트들의 미국 TV방송 출연은 2019년부터 일상화되고 있다. K-pop 아티스트들이 단순한 유튜브 스타를 넘어 현지 제도권 음악시장에서 인정받기 시작했다는 의미이다.

[표 29] 국가별 음악산업 규모 (2017 년 기준) (단위: 억달러)

순위	국가	음악산업	비중	순위	국가	음악산업	비중
1	미국	187.3	37.3	7	호주	11.9	2.4
2	일본	61.3	12.2	8	이탈리아	10.6	2.1
3	독일	40.9	8.1	9	한국	9.7	1.9
4	영국	37.8	7.5	10	스웨덴	7.3	1.5
5	프랑스	18.8	3.7	13	중국	5.8	1.2
6	캐나다	13.7	2.7	-	글로벌	502.3	100.0

자료: PwC, 유안타증권 리서치센터

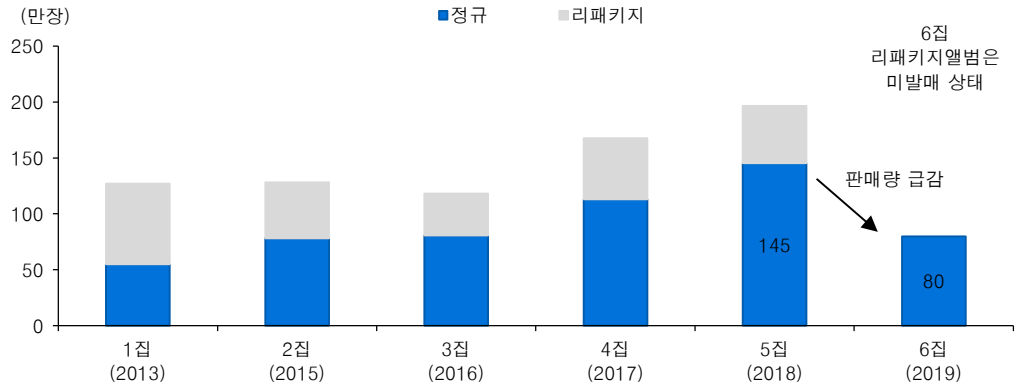
[표 30] K-pop 아이돌 그룹의 미국 TV 방송 프로그램 출연

그룹명	출연일	출연 프로그램	방송사	그룹명	출연일	출연 프로그램	방송사
방탄소년단	17.11.27	The Ellen DeGeneres Show	NBC	몬스타엑스	18.07.23	Good Day New York	FOX5
	17.11.29	Jimmy Kimmel Live Show!	ABC		18.08.16	Good Day LA	FOX 11
	17.11.30	The Late Late Show with James Corden	CBS		19.08.01	Good Morning America	ABC
	18.05.26	The Ellen DeGeneres Show	NBC		19.08.08	Jimmy Kimmel Live Show!	ABC
	18.06.13	The Late Late Show with James Corden	CBS		19.09.25	The Ellen DeGeneres Show	NBC
	18.09.13	America's God Talent	NBC		19.12.08	Jingle Bash(징글벨 투어)	B96
	18.09.26	The Tonight Show Starring Jimmy Fallon	NBC		19.12.12	LIVE! with Kelly & Ryan	ABC
	18.09.26	Good Morning America	ABC		20.02.13	The Kelly Clarkson Show	NBC
	19.04.13	Saturday Night Live	NBC		20.02.20	Today Show	NBC
	19.05.15	The Late Show with Stephen Colbert	CBS	블랙핑크	19.02.11	Late Show with Stephen Colber	CBS
	19.05.16	Good Morning America Summer Concert Series	ABC		19.02.12	Good Morning America	ABC
	19.12.31	Dick Clark's New Year's rockin Eve	ABC		19.02.15	Strahan & Sara	ABC
	20.01.28	The Late Late Show with James Corden	CBS		19.04.18	The Late Late Show with James Corden	CBS
	20.02.21	Today Show	NBC	GOT7	18.07.11	Good Day New York	FOX5
	20.02.25	The Tonight Show Starring Jimmy Fallon	CBS		19.06.26	Today Show	NBC
	20.02.26	The Late Late Show with James Corden Carpool Karaoke	NBC		19.06.27	Good Day New York	FOX5
NCT 127	18.10.08	Jimmy Kimmel Live Show!	ABC	슈퍼엠	19.10.09	The Ellen DeGeneres Show	NBC
	18.10.09	Good Day LA	FOX 11		20.02.11	Jimmy Kimmel Live Show!	ABC
	19.04.18	Good Morning America	ABC	스트레이키즈	20.01.27	Live With Kelly and Ryan	ABC
	19.04.18	Strahan & Sara	ABC		20.01.28	Good Day New York	FOX5
	19.04.23	Good Day New York	FOX5	더보이즈	19.07.08	Good Day New York	FOX5
	19.11.29	Today Show	NBC	세븐틴	20.01.08	Good Day New York	FOX5
				ITZY	20.01.27	Good Day New York	FOX5

주: 파란색 음영은 2019 년 이후의 출연 프로그램을 의미. 자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

코로나19 사태 종식 이후, **엔터 3사에 대한 상대 선호도로는 'JYP Ent. 〉 와이지엔터 〉 에스엠' 의 순서로 제시한다.** 1)JYP Ent.는 트와이스와 GOT7의 성장세 지속을 통해 가장 견고한 이익을 보여주고 있고, 스트레이키즈와 ITZY의 수익화가 시작되는 가운데, 2020년 11월 Nizi Project를 통해 데뷔할 일본인 걸그룹, 2020~21년 데뷔를 계획 중인 Project C(중국인 보이그룹) 등 신인모멘텀이 지속되기 때문이다. 아티스트 데뷔 주기로 봤을 때 엔터 3사 中 가장 이상적인 구도인 것으로 평가된다. **2)와이지엔터**는 2019년 말에 있었던 본사 방송제작 부문의 사업 중단과 와이지푸즈 매각 등을 통해 2020년 즉각적인 이익개선이 가능하다. 여기에, 블랙핑크의 성장과 빅뱅컴백을 통해 2020~21년 본격적인 이익회복 싸이클에 진입할 전망이다. 일본인 멤버가 섞여있는 신인 보이그룹 트레저가 대중으로부터 좋은 반응만 얻는다면, 2022년 이후의 실적 기대치도 높아질 수 있다. **3)에스엠**은 대표 아티스트인 엑소 팬덤 약화로 인해 NCT127, WayV 등 신진 아티스트를 통한 성장 기대치가 희석되고 있는 점이 부담이다. 엑소의 정규 앨범 판매량은 5집(2018년 11월 발매) 145만장 → 6집(2019년 11월 발매) 80만장으로 급감했고, 정규 6집의 리패키지 앨범은 현재까지 미발매 상태이다. 엑소 팬덤 약화는 군복무로 일부 멤버가 빠진 점에 기인하는 것으로 판단된다. 이러한 이유로, **에스엠에 대해선 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 4.2만원으로 하향 조정한다.** 신규 목표주가 4.2만원은 2020E EPS 1,675원에 Target PER 25배를 적용해 산출했다.

[그림 64] 엑소 정규앨범 및 리패키지앨범 판매량 추이



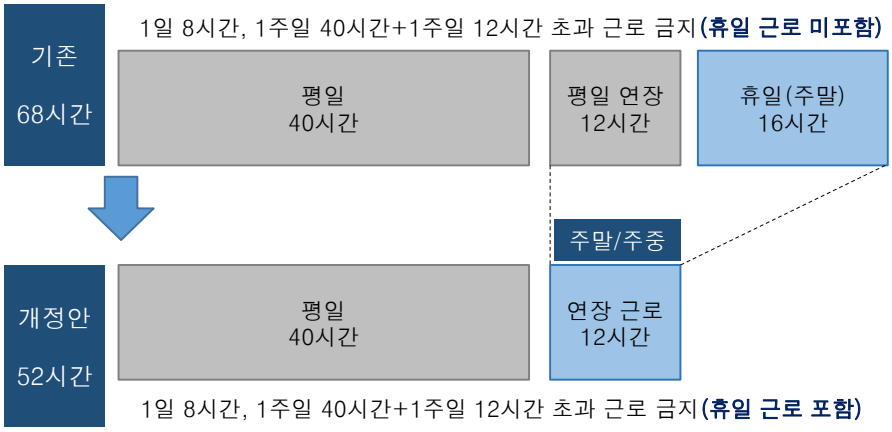
자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

2) 드라마 : 제이콘텐트리 상대 선호

국내 드라마들의 회당 평균 제작비는 2019년초 5억원대 중반 → 2019년말 7~8억원대로 상승한 것으로 파악된다. 드라마의 질적 개선을 위한 특수효과비, 분장비, 미술비 상승 등이 일부 영향을 미쳤지만, 배우 출연료와 스탭비 등의 상승이 전체 제작비 상승을 견인한 핵심요인이었던 것으로 추정된다.

단기간에 드라마 제작비가 상승하게 된 원인은 방송업계의 주52시간 근무제 도입에 기인한다. 방송업이 근로기준법 개정으로 노동시간 특례업종에서 제외됨에 따라, 방송업계 종사자의 노동시간은 2019년 7월부터 주68시간 → 주52시간으로 제한됐다. 주52시간 근무제 미준수와 관련한 처벌 유예는 2019년 9월까지였다. 2019년은 방송업계에 있어 노동시간 단축이슈가 화두로 작용한 해로 볼 수 있다.

[그림 65] 방송업종 근로시간 68 시간 → 52 시간으로 단축



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 31] 방송업종 근로시간 단축 적용시기

적용 시기	사업장
2019 년 7 월 1 일 ~	300 인 이상
~ 2019 년 9 월 말	(처벌 유예기간)
2020 년 1 월 1 일 ~	50~299 인
2021 년 7 월 1 일 ~	5~49 인

자료: 유안타증권 리서치센터

주52시간 근무제는 드라마 제작업계에도 적용된다. 300인 이상 사업장은 2019년 7월부터, 50~299인 사업장은 2020년 1월부터, 5~49인 사업장은 2021년 7월부터 주52시간 근무제가 적용된다. 드라마 제작사들은 직원수가 적고 드라마 제작현장은 다수의 업체에서 파견된 스탭들이 모이는 관계로 법적 강제성이 제작현장에 적용되는 것은 아니다. 하지만, 방송업계에서 주52시간 근무제 준수를 위한 사회적 합의가 이뤄짐에 따라, 드라마 제작현장에서도 드라마 제작기간을 늘리면서 일일 촬영시간을 단축하게 되었다. 드라마 제작기간 확대는 반사전제작 또는 사전제작이 일반화되면서 '쪽대본'으로 상징되는 제작업계의 폐해가 완화되는 계기로 작용 중이다.

하지만, **주52시간 근무제는 드라마 제작기간 증가 → 국내 배우부족 심화현상으로 이어지면서 배우 출연료 인플레이션을 야기시켰다.** 방송국과 OTT들의 드라마 제작량 증가로 인해 배우에 대한 수요가 증가한 가운데, 드라마 제작기간 증가는 연간 다작이 가능한 배우들의 물리적 촬영 가능시간을 줄이는 결과로 이어지면서 배우 출연료 인상요인으로 작용한 것이다.

[그림 66] 드라마 제작환경 가이드라인 기본합의서 (2019 년 6 월)

드라마 현장에 표준근로계약서 시대 열린다

- 지상파방송3사 · 언론노조 · 드라마제작사협회 · 희망연대노조, '드라마제작 가이드라인 기본합의' 체결
- 오는 9월까지 드라마스태프 표준근로계약서와 표준인건비기준 마련해 현장 적용
- 노동시간은 근로기준법상 제한 기준에 부합하도록 지속적으로 단축하고 점검해나갈 예정
- 드라마 산업의 위기 현실 함께 인식하고 지속가능한 발전 위해 힘 모으기로

1. 국민의 알권리와 언론 자유를 위해 노력하시는 기자 여러분께 감사드립니다.

2. KBS, MBC, SBS 등 지상파방송 3사와 전국언론노동조합, 한국드라마제작사협회, 희망연대노조 방송스태프지부로 구성된 '지상파방송 드라마 제작환경 개선 공동협의체'가 지난 18일 전체회의를 열어 '지상파방송 드라마제작환경 가이드라인 기본사항'에 전격 합의했습니다. 지상파방송 산별협약에 따라 언론노조와 지상파3사가 '드라마제작환경개선특별협의체'를 구성한지 6개월, 드라마제작사협회와 방송스태프지부까지 참여해 4자간 협의체로 전환한지 2개월 만에 기본합의를 도출한 것입니다.

3. 이번에 합의한 기본 가이드라인은 드라마 제작 현장에 큰 의미를 갖습니다. 우선 드라마 제작현장의 장시간노동관행을 개선하고 일과 삶의 균형을 실현하기 위하여 근로기준법상 제한 기준에 부합하도록 지속적으로 단축해나가기로 했습니다. 주당 최장 68시간제 시행 후 일부 부족함도 있지만 현장에서 여러 개선 노력과 변화가 있었습니다. 이 성과를 바탕으로 52시간제 시행에도 대비하기로 했습니다. 공동협의체는 노동시간 단축 상황을 지속적으로 함께 점검하기로 했습니다. 아울러 스태프와 계약할 때는 드라마스태프 표준근로계약서를 적용하기로 했습니다. 이를 위해 공동협의체는 오는 9월까지 드라마스태프 표준인건비기준과 표준근로계약서 내용을 마련한 후 현장에 적용할 계획입니다. 방송사와 제작사협회, 노동조합은 표준근로계약서가 드라마 제작현장에 제대로 정착되고 노동인권의 사각지대가 발생하지 않도록 함께 노력할 것입니다.

4. 또 제작현장 내 스태프들과의 원활한 소통을 위하여 드라마 제작 현장별로 '종사자협의체'를 설치해 운영하기로 했습니다. 방송사와 제작사 책임자, 스태프 대표자가 노동시간과 휴게시간, 산업안전 조치, 기타 근로조건에 대해 협의할 수 있는 제도적 장치를 마련한 것입니다.

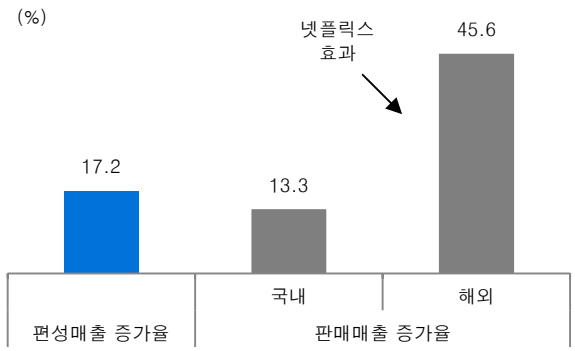
5. 합의에 이르기까지 어려움도 적지 않았습니다. 상황에 대한 인식 차이도 컸고, 좁히기 어려운 이견도 있었습니다. 하지만 공동협의체에 참여하는 네 주체들은 서로에 대한 신뢰를 거두지 않고 지속적인 대화에 나섰고, 소중한 합의를 만들어냈습니다. '6.18 드라마 제작환경 가이드라인 기본합의서'는 앞으로 드라마 제작 현장의 변화를 이끌어낼 소중한 마중물이 될 것입니다. 공동협의체는 기본 합의의 이행을 위해 곧 후속 논의에 착수합니다. 지상파 드라마 제작 주체들이 선택한 변화가 의미 있는 성과를 낼 수 있도록 많은 관심과 지원을 부탁드립니다. 끝.

자료: 지상파방송 드라마 제작환경 개선을 위한 공동협의체

드라마의 회당 제작비 상승은 방송사에 있어 큰 부담요인으로 작용한다. 방송사의 주력 수입원인 TV광고 매출이 크게 증가하지 않는 관계로, 제작비 상승분만큼 방영권료를 높게 책정하기가 쉽지 않다. 상당수의 방송사들은 드라마 제작사에 IP를 넘겨주는 대신, 제작비 대비 방영권료 비율을 낮추길 원한다.

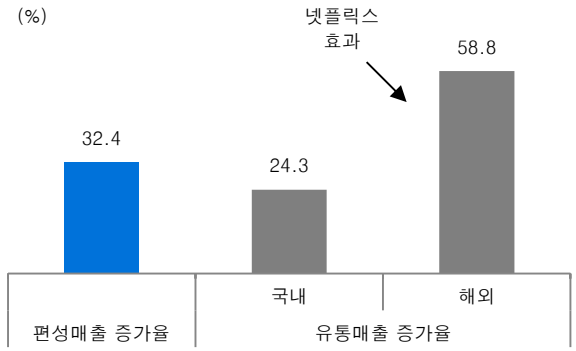
CJ ENM은 3Q19부터 TV광고 부진현상을 겪고 있으며 2020년부턴 CJ그룹의 수익성 중심의 경영방침으로 인해 방영권료 인상을 통해 회당 제작비 상승분을 커버해주기가 쉽지 않은 환경에 있다. JTBC는 3Q18부터 지속적으로 적자를 내고 있는 상태인 관계로 제작사를 배려할만한 여유가 거의 없다. 반면, 이들의 in-house 드라마 제작사인 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 2019년 실적은 양호한 편이었는데, 이는 이들의 드라마 해외판매 매출이 넷플릭스향 판가인상에 힘입어 비약적으로 상승하고 있는 점에 기인하고 있다.

[그림 67] 스튜디오드래곤의 2019 년 부문별 매출 증가율(YoY) 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

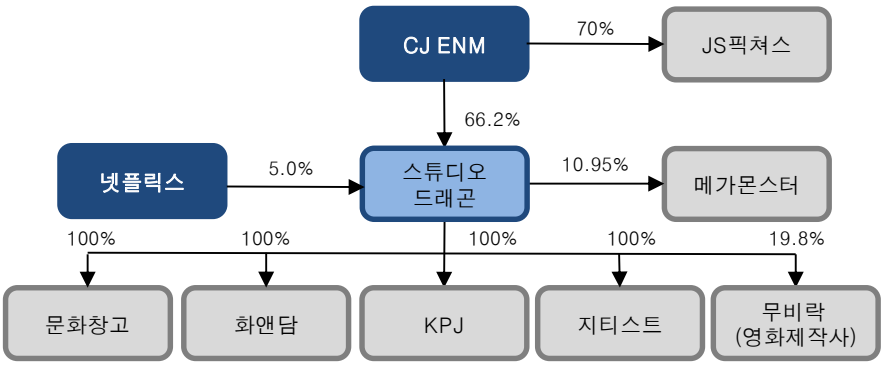
[그림 68] 제이콘텐트리의 2019 년 방송사업부 부문별 매출 증가율(YoY) 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

넷플릭스는 2020년 1월부터 3년간 스튜디오드래곤으로부터 21편 이상의 드라마를 공급받고, 2020년 5월부터 3년간 JTBC콘텐트허브로부터도 20여편의 드라마를 공급받는 계약을 체결했다. 넷플릭스는 디즈니플러스를 비롯한 경쟁 OTT들의 아태시장 진출에 앞서 양질의 한국 드라마를 선점하려는 전략을 펴고 있는 것이다. 이러한 전략의 연장 선에서, 넷플릭스는 2019년 12월 CJ ENM으로부터 스튜디오드래곤 지분 5%를 취득하기도 했다.

[그림 69] 스튜디오드래곤 지배구조



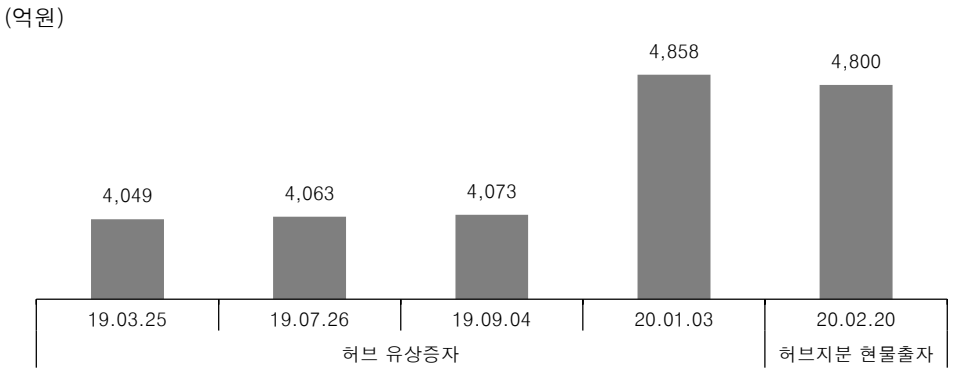
자료: 유안타증권 리서치센터

스튜디오드래곤과 JTBC콘텐트허브의 2020년 넷플릭스향 제작비 리큅 비율은 최대 20%p 가량 상승하게 될 것으로 추정된다. 이는 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 GPM 상승요인으로 작용할 수 있다. 하지만, **이들의 캡티브 방송국향 리큅 비율이 일부 하락할 가능성에 대해서도 유의**할 필요가 있다. 특히, 1Q20 코로나19 사태로 인해 TV방송국들의 실적 급감이 우려되고 있는 상황은 드라마 제작사들에 있어 우호적이지 않은 환경이다. 드라마 제작사들의 1Q20 GPM이 시장 기대치에 부합하지 못할 경우, 캡티브 방송국향 리큅 비율 하락으로 해석되면서 이들의 주가가 일시적으로 하락세를 보일 수 있다.

당사는 스튜디오드래곤에 대해 투자의견 Hold, 제이콘텐트리에 대해 투자의견 Buy를 각각 제시한다. 제이콘텐트리에 대한 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 1)JTBC콘텐트허브의 지분가치만으로도 동사 시가총액(4,603억원)의 많은 부분이 설명되는 점과 2)동사 계열 제작사수 증가(1개 → 7개)에 따른 자체제작 드라마 비중확대 효과에 기인한다.

JTBC콘텐트허브는 2019년 이후 4차례의 유상증자와 2020년 제이콘텐트리에 대한 허브지분 현물출자 이벤트를 거치며 4천억원대 후반의 기업가치를 인정받고 있다. 스튜디오드래곤의 시가총액이 2조원 수준이란 점을 감안시, JTBC콘텐트허브의 가치를 4천억원대 후반으로 평가하는 것도 오히려 보수적일 수도 있다는 판단이다. 제이콘텐트리는 2019년 3월 기준으로 JTBC콘텐트허브 지분 60.5%를 확보하게 되면서 허브 지분가치만으로도 3천억원에 육박하는 시가총액이 설명될 수 있게 됐다. 여기에, 메가박스 가치를 더하게 될 경우 제이콘텐트리의 주가 Upside 여력은 충분하단 판단이다.

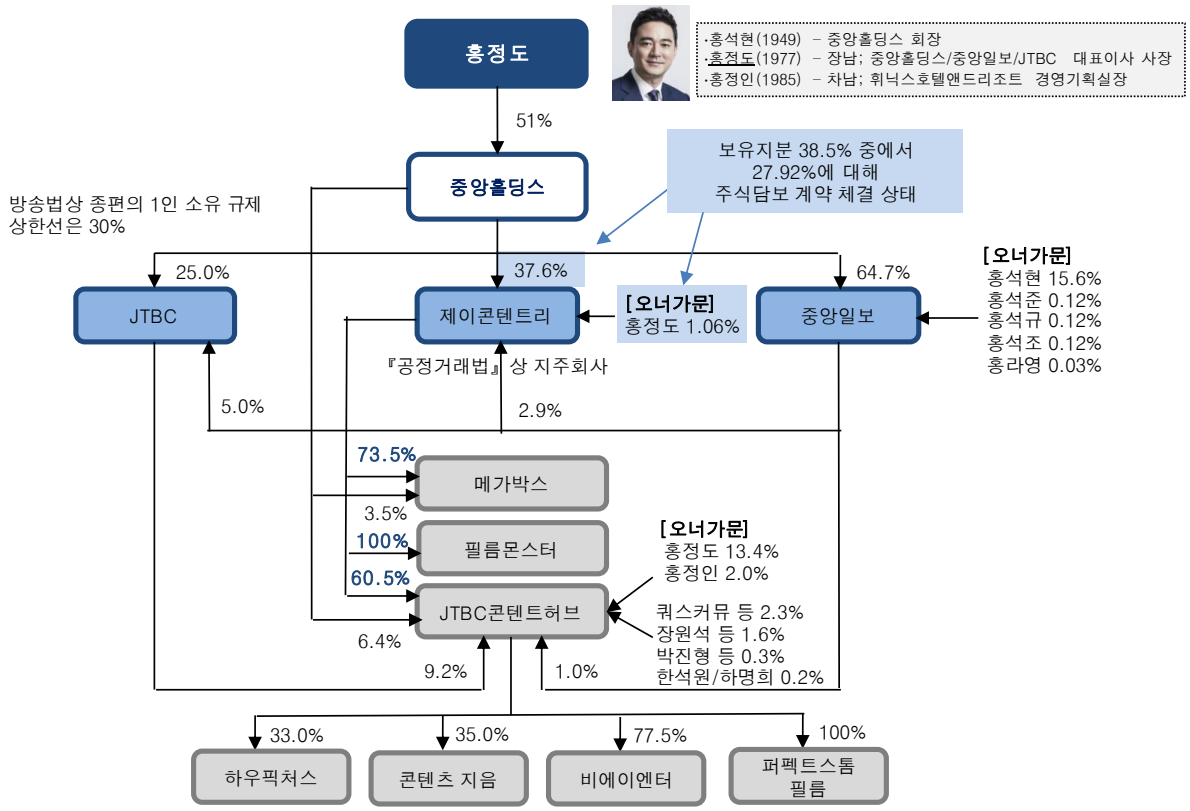
[그림 70] JTBC 콘텐트허브의 유상증자 시점별 Valuation 평가액 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

한편, 제이콘텐트리의 계열 제작사는 2018년말 기준 JTBC콘텐트허브(드라마하우스)가 유일했으나, 2019년말 기준 연결 대상 제작사로 필름몬스터, 비에이엔터, 퍼펙트스톰필름, 지분법대상 제작사로 하우픽쳐스, 콘텐츠지음, 엔피오엔터가 추가됐다. 기존에 외주제작사와 공동제작하던 드라마 제작물량의 일부가 자체제작으로 전환될 수 있게 된 만큼, 드라마 마진엔 긍정적으로 작용하게 될 것으로 기대된다.

[그림 71] 중앙그룹 핵심기업 지배구조



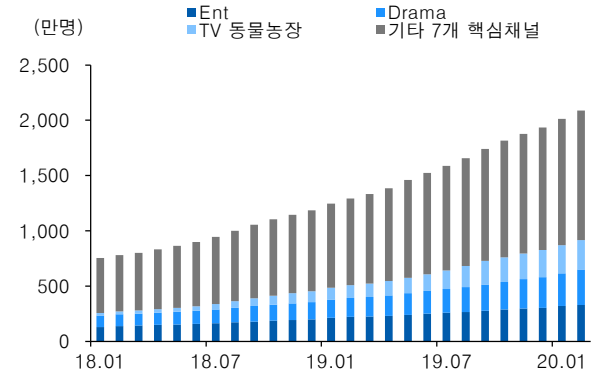
자료: 유안타증권 리서치센터

3) SBS미디어그룹 : 눈여겨 볼 회사는 허브

SBS는 코로나19 사태로 인해 1Q20 광고매출 감소에 따른 실적약세가 예상되고 있다. 최근 『스토브리그』, 『하이에나』를 비롯한 일부 드라마들이 선전하고 있지만, SBS의 광고매출을 (+)로 전환시키기엔 역부족이다. 코로나19가 종식된다고 하더라도, 동사가 CJ 계열 채널들과 JTBC 등과의 TV광고 제로썸 경쟁에서 승리할 수 있다고 장담하기 어렵다.

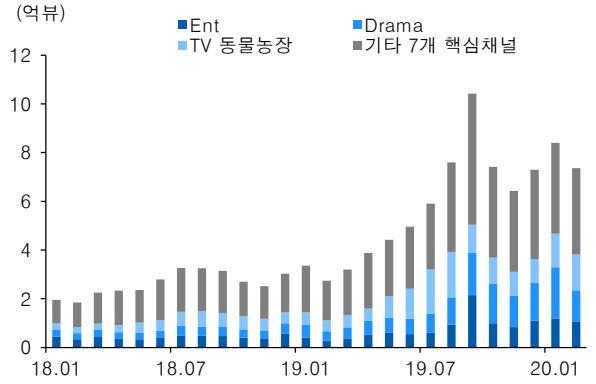
드라마시장의 주52시간제 도입문제로 인해, 드라마 방영권료 상승압력도 무시할 수 없다. 드라마 시장의 헤게모니가 방송국 → 제작사로 이동하는 가운데, SBS도 방영권료 절감을 위해 드라마 IP의 상당수를 제작사에 넘기고 있어 드라마 판권수익에 대한 기대를 높이기도 어렵다. 유료방송 업계로부터 징수하는 재송신료 수익(CPS), 유튜브 등을 통한 온라인 유통수익 등을 통해 손실을 일부 만회하고 있지만, 이것만으론 구조적인 성장을 담보하기 어렵다. 참고로, SBS 유튜브 핵심채널들의 월간 조회수를 보게 되면, 2019년 9월에 10.4억뷰를 달성한 이후 매월 조회수가 6~8억뷰대에서 정체되는 모습이 나타나고 있다. SBS의 1Q20 유튜브 매출증가가 QoQ로 크지 않거나 감소할 가능성도 있다는 의미이다.

[그림 72] SBS 유튜브 핵심 채널 구독자수 추이



자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[그림 73] SBS 유튜브 핵심 채널 조회수 추이



자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

이러한 문제점을 타개하기 위해 추진 중인 사항이 드라마 제작스튜디오의 출범이다. 박정훈 SBS 대표이사는 2020년 신년사를 통해 1Q20 드라마 제작스튜디오를 출범시켜 우수 제작요소를 확보하고 슈퍼 IP 드라마를 제작하겠다고 천명한 바 있다. 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리처럼 방송사와 글로벌 OTT를 동시에 타겟하는 멀티플랫폼 전략을 통해 충분한 드라마 제작예산을 확보하고, 이를 통해 제작되는 양질의 드라마를 활용해 SBS의 광고수익 안정화 및 판권수익 증가를 도모하겠다는 의지로 해석된다. **드라마 제작스튜디오 출범은 이사회와 주주총회를 거쳐 결정될 사항인 관계로 빠르면 3월 말 ~ 2Q20 중에 이뤄질 것으로 예상된다.** SBS의 드라마본부 인력들을 자회사인 더스토리웍스로 사간 전출시켜 **더스토리웍스를 제작스튜디오로 출범시키는 방안이 유력**한 것으로 알려지고 있다.

참고로, 더스토리웍스의 자본총계는 3Q19 기준으로 67억원에 불과한 상태이다. 드라마 제작스튜디오의 출범 이후, **핵심 크리에이터 영입, 드라마 제작편수 증가, 대작 드라마 기획/제작 등을 원활히 진행하기 위해선 무엇보다도 더스토리웍스의 자본확충을 우선적으로 추진해야 할 것이다.** SBS가 더스토리웍스의 증자를 위해 일부 출자에 나설 수 있겠지만, SBS의 자금 여력이 부족하단 점을 감안시 외부 투자 유치 가능성도 배제할 수 없다. 그런데, SBS 입장에서 보면, 외부 투자에 의존시 더스토리웍스에 대한 SBS의 지배력이 크게 훼손될 수 있어 바람직한 구도인 것으로 볼 수 없는 것이다.

[표 32] 더스토리웍스 실적 추이 (단위: 억원)

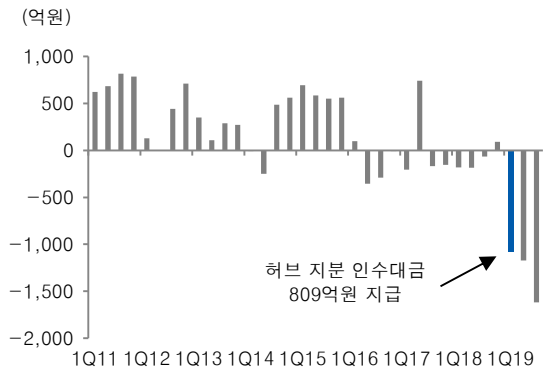
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3Q19(누적)
드라마 기획/제작편수(편)	-	1	2	1	3	1	3	7	4(연간)
매출액	0	6	8	6	8	51	143	276	94
당기순이익	-1	-1	0	-1	-1	-3	7	6	-3
자산	24	23	23	22	21	24	44	40	215
부채	0	0	0	0	1	6	19	10	147
자본	23	22	23	22	20	17	25	30	67

자료: 유안타증권 리서치센터

이 경우, SBS콘텐츠허브의 역할론이 대두될 가능성이 커 보인다. SBS콘텐츠허브는 1천억원 수준의 현금성 자산을 보유하고 있는데, 2018년 11월 드라마권리 및 인기작가 등 제작요소에 500억원을 투자할 것이란 공시를 발표한 바 있다. 당시에 밝힌 투자대상은 1)외주 제작 대형드라마 권리, 2)SBS 및 자회사 제작 대형드라마 권리, 3)인기작가 등 제작요소(저작권 등)이다. SBS-허브-더스토리웍스간의 긴밀한 협력을 예상할 수 있는 대목이다.

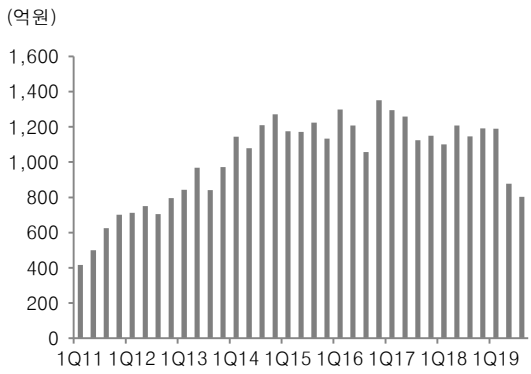
한편, **더스토리웍스는 SBS콘텐츠허브와 합병시 드라마 IP투자-제작-유통과 자본력, 상장회사로써의 지위를 모두 갖는 이상적인 회사가 될 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.** SBS콘텐츠허브의 자본총계(별도기준)는 3Q19 기준 1,563억원에 달하고 있는데, 양자간의 합병시 통합법인에 대한 SBS의 지분율은 최대 65% 수준으로 희석되는데 그칠 전망이다. 참고로, 스튜디오드래곤의 IPO 직전 자본총계가 1,480억원이었다. 통합법인은 출범과 동시에 국내 드라마 제작사 Top 3가 될 수 있는 조건들을 완비하게 되는 것이다. 이러한 점에서, SBS 미디어 3사 중에서 폭발적인 주가상승의 잠재력이 있는 회사는 SBS콘텐츠허브인 것으로 판단된다. SBS는 드라마 제작스튜디오 관련 수혜가 TV광고 관련 리스크, 스포츠이벤트 관련 중계권 이슈 등으로 인해 희석될 수 있는 관계로 허브만큼 강한 상승잠재력을 갖추진 못한 것으로 판단된다.

[그림 74] SBS 의 순현금 추이



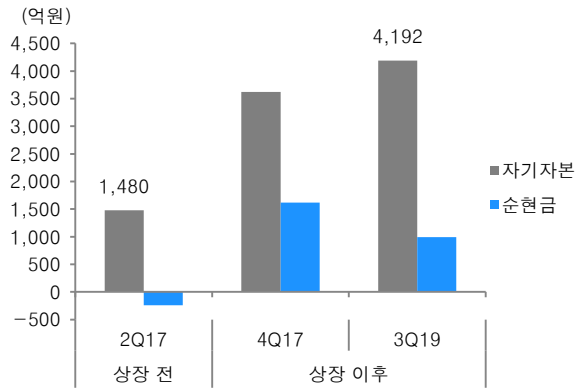
주: 순현금 = 현금 및 현금성자산 + 유동금융자산 – 이자발생부채
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 75] SBS 콘텐츠허브의 순현금 추이



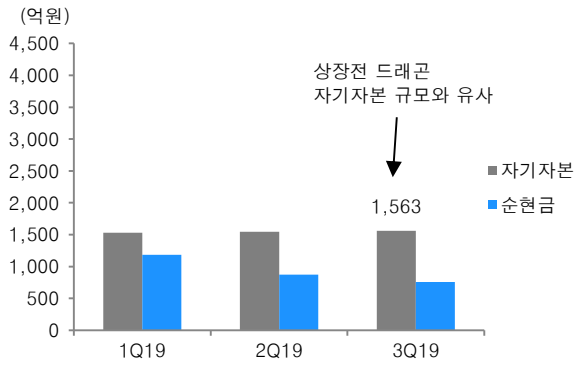
주: 순현금 = 현금 및 현금성자산 + 유동금융자산 – 이자발생부채
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 76] 스튜디오드래곤 자기자본 및 순현금 추이 (별도기준)



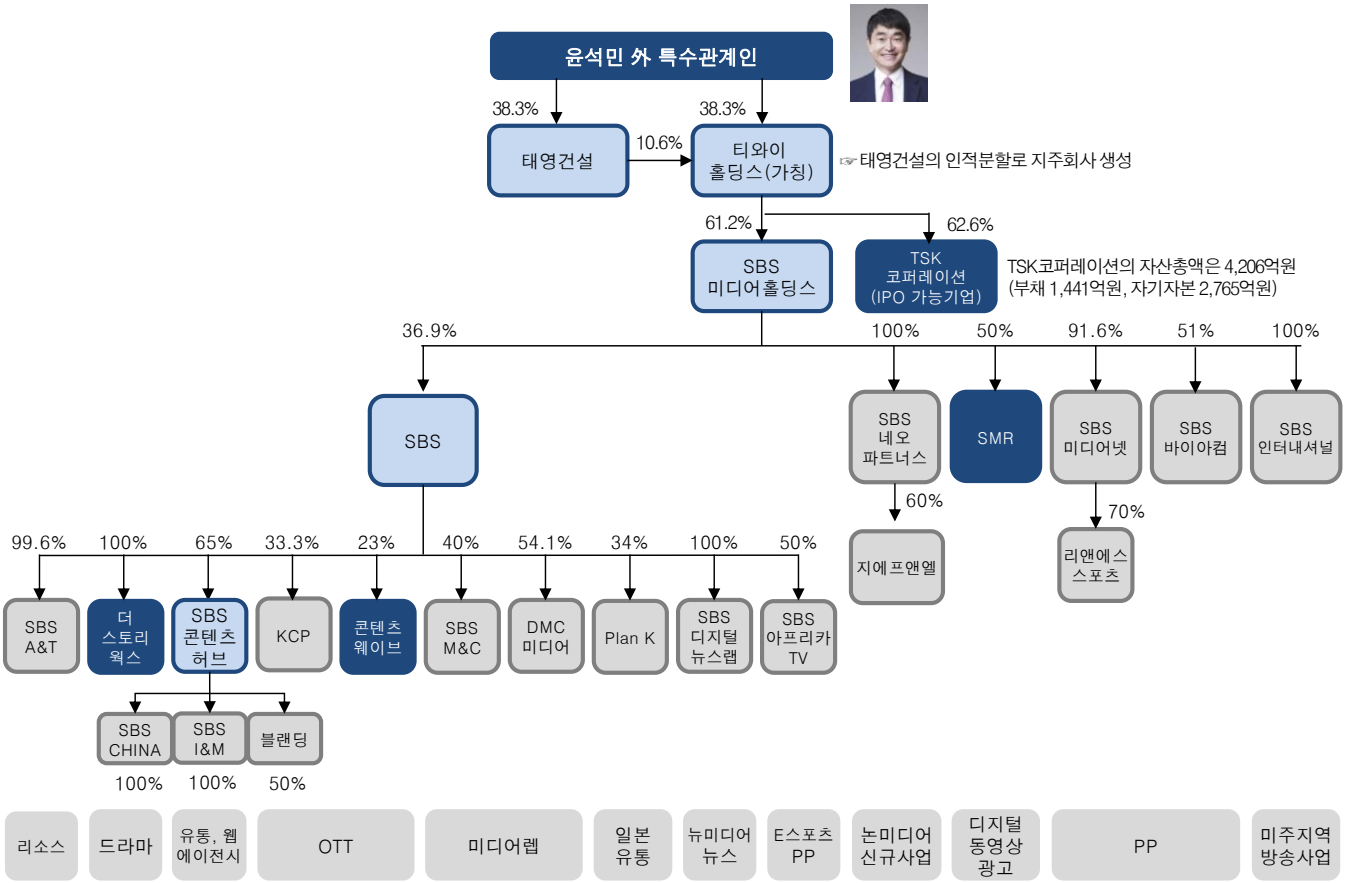
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 77] SBS 콘텐츠허브 자기자본 및 순현금 추이 (별도기준)



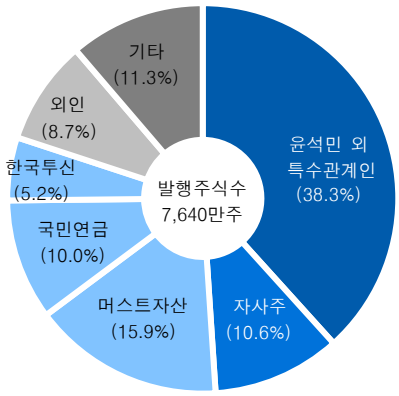
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 78] SBS 미디어그룹의 지배구조



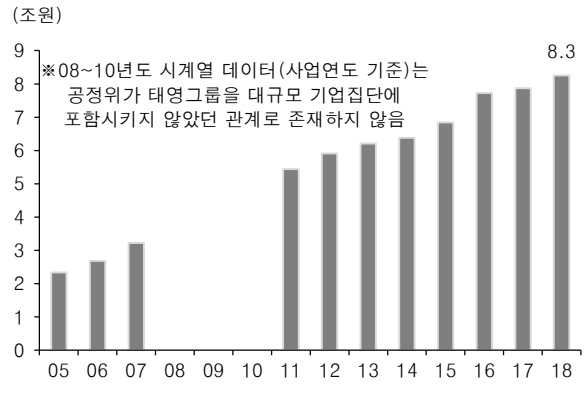
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 79] 분할전 태영건설 주주 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 80] 태영그룹 자산총액 추이



주: 대기업집단 지정기준은 2009 년 자산총액 2 조원 → 5 조원으로 변경됨
자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

4) 여행 - 적극매수 시점은 아닌 듯

하나/모두투어는 1Q20 코로나19 사태 등으로 인해 창사 이래 최대 영업적자를 낼 것으로 예상된다. 하지만, 주가는 이미 급락 상태이고 코로나19 사태의 종식 이후 해외여행 관련 강한 이연수요 표출 가능성이 있다는 점을 감안해, 하나/모두투어에 대해 저가 매수관점으로 접근해야 한다는 시각이 일부 투자자들 사이에 형성 중인 상황이다. 이와 관련해, 당사는 한일관계 경색과 홍콩 시위문제 등이 장기화될 수 있고 국내 내수경기가 최악의 상황을 지나고 있다는 점을 감안해, **선제적인 비중확대보단 한 템포 쉬면서 지표변화를 점검하는 신중한 대응을 권고한다.**

일단, 2020년 4월과 7~8월에는 패키지 여행업에 있어 불리한 이벤트들이 존재한다. 국회의원 총선(2020.4.15)은 선거 직전 1개월여간 공무원과 교사들의 단체여행 수요를 제한하는 이벤트이다. 이들이 선거 관리/감독 관련 교육시간을 필요로 하기 때문이다. 2020년 7~8월의 도쿄올림픽도 여행업에 있어 우호적이지 않은 이벤트이다. 올림픽 기간의 항공권 및 숙박가격 인상으로 인해 일본 관동지역향 패키지 상품가격은 여타 기간 대비 비싸게 형성될 것이다. 또한, 대중의 관심이 올림픽으로 분산되는만큼 전체 해외여행 수요엔 부정적일 수 있다. 이미, 우리는 2018년 2월의 평창 동계올림픽 당시 해외여행 수요가 일시적으로 위축되는 현상을 목격한 바 있다.

코로나19 사태로 인해, 한중일 3국간의 왕래가 제한되고 있는 상황은 오랜기간 지속되진 않을 것으로 보인다. 하지만, 홍콩 시위 사태와 일본 불매운동 등은 생각 이상으로 장기화될 수 있다. 홍콩과 일본 관련 기저효과 구간이 2020년 6월과 7월부터 시작되지만 크게 의미가 없을 수 있다는 의미이다. 또한, 코로나19를 거치면서 더욱 악화된 대중의 주머니 사정은 당분간 해외여행을 자제하게 하는 요인이 될 수 있다. **하나/모두투어의 Valuation은 본사 기준으로 최소 2018년 수준의 이익을 회복해야 매수 가능권으로 내려올 수 있다.** 최소 2~3개월 정도 지켜보면서 매크로 지표 및 주변국간의 정치환경 등을 점검한 이후 대응해도 늦지 않을 것이란 판단이다.

[표 33] 하나투어/모두투어/노랑풍선 패키지 송객증가율(YoY) 및 예약률 추이

	하나투어				모두투어				노랑풍선				
	패키지 송객 증가율(YoY)	예약률			패키지 송객 증가율(YoY)	예약률			패키지 송객 증가율(YoY)	예약률			
		M+1	M+2	M+3		M+1	M+2	M+3		M+1	M+2	M+3	M+4
2019.01	-10%	-1%	-7%	-1%	-16%	10%	-10%	1%	-12%	-	-	-	-
2019.02	-13%	-12%	-4%	3%	4%	-4%	4%	3%	9%	-	-	-	-
2019.03	-14%	-15%	-9%	4%	-6%	-3%	-4%	20%	-2%	-	-	-	-
2019.04	-15%	-15%	-5%	-1%	-4%	-6%	5%	10%	-6%	-	-	-	-
2019.05	-16%	-13%	-7%	-15%	-6%	5%	-2%	-3%	-7%	6%	31%	23%	51%
2019.06	-12%	-4%	-14%	-8%	3%	1%	-14%	1%	1%	23%	14%	42%	32%
2019.07	-14%	-18%	-13%	-15%	-1%	-11%	-1%	-11%	8%	-4%	12%	12%	59%
2019.08	-30%	-22%	-22%	-19%	-13%	-5%	-17%	-26%	-10%	1%	2%	41%	57%
2019.09	-27%	-28%	-22%	-7%	-9%	-13%	-16%	-3%	-13%	-4%	21%	61%	68%
2019.10	-33%	-28%	-14%	-12%	-12%	-14%	-1%	2%	-12%	-6%	28%	40%	8%
2019.11	-38%	-24%	-21%	-17%	-13%	-3%	-3%	4%	-13%	1%	2%	-9%	2%
2019.12	-42%	-32%	-18%	-18%	-2%	-3%	11%	-6%	-8%	-9%	-8%	12%	-
2020.01	-50%	-65%	-54%	-23%	-9%	-43%	-39%	-13%	-19%	-31%	-23%	19%	-
2020.02	-85%	-97%	-81%	-67%	-75%	-97%	-84%	-70%	-73%	-95%	-75%	-64%	-

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 34] 하나/모두투어 패키지상품 송객수 추이

하나투어	패키지상품 송객수(만명)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
1Q18	110.0	47.0	11.2	40.3	4.5	5.2	1.9	17%	34%	-18%	17%	2%	11%	8%
2Q18	88.9	34.4	12.5	27.8	4.2	7.9	2.1	7%	5%	73%	-6%	-2%	11%	-6%
3Q18	82.1	27.9	11.4	28.4	4.2	8.1	2.0	-11%	-27%	14%	-7%	-7%	25%	-21%
4Q18	89.7	32.1	12.0	34.2	3.6	5.7	2.1	-7%	-20%	17%	1%	-19%	11%	-33%
1Q19	96.4	34.5	10.6	40.3	4.0	5.5	1.6	-12%	-27%	-5%	0%	-11%	5%	-16%
2Q19	76.5	25.3	11.6	26.0	3.5	8.0	2.0	-14%	-26%	-7%	-7%	-16%	1%	-4%
3Q19	62.0	10.7	9.4	28.9	3.6	7.4	2.2	-24%	-62%	-17%	2%	-15%	-8%	7%
4Q19	55.8	5.6	7.6	32.5	3.4	4.6	2.0	-38%	-82%	-37%	-5%	-5%	-18%	-4%
2019.01	37.2	14.5	3.8	15.1	1.4	1.9	0.6	-10%	-14%	-14%	-6%	-20%	6%	-21%
2019.02	32.2	11.9	3.3	13.5	1.3	1.6	0.6	-13%	-34%	8%	7%	-3%	13%	-7%
2019.03	27.0	8.1	3.5	11.7	1.3	1.9	0.5	-14%	-34%	-6%	2%	-8%	-3%	-19%
2019.04	26.7	9.0	4.0	9.5	1.1	2.5	0.6	-15%	-28%	-8%	-5%	-23%	3%	4%
2019.05	24.4	8.1	3.8	7.8	1.2	2.8	0.7	-16%	-28%	-9%	-9%	-8%	-1%	-9%
2019.06	25.3	8.2	3.8	8.7	1.2	2.8	0.7	-11%	-22%	-6%	-6%	-16%	2%	-4%
2019.07	24.1	6.6	3.1	9.7	1.3	2.7	0.7	-15%	-36%	-14%	2%	-11%	5%	0%
2019.08	20.6	2.4	3.6	10.3	1.3	2.4	0.6	-30%	-77%	-12%	0%	-15%	-16%	27%
2019.09	17.3	1.7	2.7	8.9	1.0	2.2	0.8	-27%	-76%	-27%	4%	-20%	-14%	2%
2019.10	19.5	1.7	3.1	10.4	1.1	2.2	1.0	-32%	-82%	-30%	1%	-15%	-11%	-2%
2019.11	18.3	2.0	2.6	10.7	1.1	1.3	0.5	-38%	-80%	-37%	-8%	-5%	-22%	-10%
2019.12	18.0	1.9	1.8	11.4	1.2	1.1	0.5	-42%	-84%	-45%	-7%	5%	-26%	1%
2020.01	18.7	2.1	1.4	12.2	1.1	1.5	0.4	-50%	-86%	-63%	-19%	-21%	-21%	-28%
2020.02	4.9	0.6	0.0	2.6	0.6	0.8	0.3	-85%	-95%	-100%	-80%	-56%	-52%	-45%
모두투어	패키지상품 송객수(만명)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
1Q18	44.9	10.3	6.3	22.1	2.7	2.5	0.9	7%	20%	-17%	15%	-1%	-2%	-17%
2Q18	37.6	8.1	7.7	15.0	2.5	3.4	1.0	13%	12%	72%	3%	0%	3%	-19%
3Q18	33.5	5.8	6.7	14.1	2.2	3.6	1.0	-5%	-14%	18%	-6%	-18%	7%	-31%
4Q18	39.2	6.5	8.2	18.5	2.1	2.8	0.9	-2%	-26%	31%	1%	-24%	17%	-28%
1Q19	42.0	7.4	7.2	21.4	2.2	3.0	0.8	-7%	-28%	13%	-3%	-20%	19%	-11%
2Q19	36.8	6.4	8.7	15.0	2.1	3.6	0.8	-2%	-21%	13%	0%	-15%	6%	-20%
3Q19	31.1	2.1	7.0	15.1	2.1	4.3	0.8	-8%	-64%	4%	7%	-5%	0%	-13%
4Q19	35.6	0.6	6.8	21.3	2.7	2.8	1.0	-9%	-90%	-17%	15%	29%	-1%	12%
2019.01	14.2	2.7	2.2	7.3	0.8	1.0	0.3	-16%	-32%	1%	-15%	-20%	12%	-15%
2019.02	14.0	2.5	2.3	7.3	0.7	0.9	0.3	4%	-24%	33%	8%	-13%	46%	7%
2019.03	13.6	2.2	2.7	6.8	0.7	1.1	0.2	-6%	-27%	10%	0%	-27%	7%	-26%
2019.04	12.5	2.0	3.0	5.4	0.6	1.1	0.3	-5%	-33%	18%	3%	-26%	7%	-18%
2019.05	11.6	2.2	2.8	4.4	0.7	1.3	0.3	-6%	-17%	9%	-9%	-18%	5%	-17%
2019.06	12.4	2.2	2.8	5.1	0.8	1.3	0.2	2%	-10%	12%	6%	-2%	6%	-25%
2019.07	10.9	1.5	2.2	4.9	0.7	1.3	0.3	-1%	-26%	9%	5%	0%	4%	-24%
2019.08	10.1	0.5	2.5	5.0	0.7	1.2	0.2	-13%	-79%	7%	2%	-5%	-2%	-5%
2019.09	9.8	0.2	2.3	5.1	0.7	1.1	0.3	-10%	-90%	-2%	14%	-8%	-2%	-6%
2019.10	11.7	0.1	2.7	6.3	0.9	1.3	0.4	-12%	-94%	-14%	14%	6%	11%	3%
2019.11	11.8	0.2	2.3	7.2	0.9	0.8	0.3	-13%	-91%	-22%	9%	31%	-6%	7%
2019.12	12.0	0.3	1.8	7.8	1.0	0.7	0.3	-2%	-85%	-14%	21%	55%	-13%	36%
2020.01	12.9	0.5	1.4	8.6	1.0	1.0	0.3	-10%	-82%	-36%	18%	27%	3%	7%
2020.02	3.5	0.1	0.0	1.8	0.5	0.7	0.2	-75%	-95%	-99%	-75%	-22%	-22%	-18%

주: 하나투어 송객수는 당사 추정치 기준
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 35] 하나/모두투어 패키지상품 ASP 추이

하나투어	패키지 ASP(만원)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
1Q18	59.4	33.9	50.1	75.5	128.4	131.1	160.3	-6%	-5%	-16%	1%	-1%	-6%	-6%
2Q18	62.4	35.7	59.8	61.2	96.3	176.6	182.0	-3%	3%	26%	-9%	-11%	-9%	-1%
3Q18	67.1	31.6	66.6	65.1	98.6	184.1	180.9	14%	11%	49%	6%	-8%	-10%	-5%
4Q18	61.2	30.2	66.0	69.0	116.8	150.0	165.6	-1%	-20%	40%	-8%	-9%	4%	19%
1Q19	64.7	35.2	62.9	76.2	124.8	139.0	152.0	9%	4%	25%	1%	-3%	6%	-5%
2Q19	66.9	33.5	78.0	57.6	85.4	187.7	161.7	7%	-6%	30%	-6%	-11%	6%	-11%
3Q19	75.7	32.3	75.5	60.8	89.4	196.1	161.4	13%	2%	13%	-7%	-9%	7%	-11%
4Q19	77.2	16.1	74.8	74.9	115.9	162.5	159.7	26%	-47%	13%	9%	-1%	8%	-4%
2019.01	62.8	30.1	56.4	78.8	136.1	145.7	163.3	-1%	-21%	33%	-3%	1%	14%	2%
2019.02	68.2	39.0	66.1	82.6	129.4	135.0	148.4	24%	29%	22%	11%	-4%	7%	5%
2019.03	63.1	38.8	66.7	65.4	108.0	135.5	142.0	7%	15%	19%	-5%	-5%	-1%	-22%
2019.04	65.9	33.2	81.4	62.9	87.3	172.4	161.8	7%	-11%	31%	-2%	-4%	0%	-19%
2019.05	69.2	33.8	80.6	56.5	88.0	197.0	153.7	9%	-7%	34%	-10%	-13%	14%	-11%
2019.06	65.9	33.6	71.6	52.9	80.9	191.9	169.8	6%	1%	26%	-7%	-17%	4%	-5%
2019.07	71.6	35.2	69.8	59.5	87.3	199.4	155.9	7%	10%	25%	-10%	-11%	-2%	-18%
2019.08	77.5	37.7	70.2	62.3	97.8	200.4	144.2	19%	15%	7%	-6%	-1%	22%	-24%
2019.09	79.1	13.2	89.0	60.6	81.9	187.4	179.7	13%	-55%	14%	-3%	-17%	1%	8%
2019.10	79.4	14.1	91.3	66.6	93.4	182.2	157.1	18%	-55%	19%	0%	-9%	1%	-12%
2019.11	73.4	14.5	70.0	75.3	123.6	145.7	141.3	21%	-54%	12%	8%	1%	10%	-9%
2019.12	78.6	19.5	53.5	82.0	129.0	143.9	186.8	41%	-30%	-4%	16%	1%	19%	26%
모두투어	패키지 ASP(만원)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
1Q18	87.2	75.4	62.4	78.7	133.8	181.7	183.5	0%	6%	-9%	2%	0%	3%	-1%
2Q18	86.2	69.3	66.2	65.6	104.9	207.9	210.3	-6%	5%	4%	-4%	-8%	-7%	0%
3Q18	93.6	75.9	69.0	70.4	116.0	207.6	225.2	0%	8%	11%	2%	0%	-9%	-3%
4Q18	83.3	65.0	67.7	72.2	128.1	167.9	206.8	-5%	-13%	6%	-5%	3%	-7%	5%
1Q19	85.6	68.6	66.2	77.0	133.7	169.3	180.1	-2%	-9%	6%	-2%	0%	-7%	-2%
2Q19	80.2	62.3	68.3	59.4	100.8	186.2	196.9	-7%	-10%	3%	-10%	-4%	-10%	-6%
3Q19	86.1	73.6	69.3	62.0	102.6	182.8	222.9	-8%	-3%	0%	-12%	-11%	-12%	-1%
4Q19	79.6	42.0	66.4	66.1	104.9	156.6	174.7	-4%	-35%	-2%	-8%	-18%	-7%	-16%
2019.01	88.4	69.3	64.6	81.2	139.4	173.6	181.8	-2%	-11%	4%	-3%	-3%	-4%	-5%
2019.02	91.0	73.7	68.5	83.4	146.3	167.2	182.4	4%	-4%	7%	5%	7%	-7%	4%
2019.03	77.2	62.0	65.6	65.5	113.2	167.2	174.5	-7%	-12%	7%	-9%	-6%	-9%	-4%
2019.04	80.4	62.3	71.4	62.2	105.3	185.3	186.4	-6%	-10%	7%	-7%	-1%	-12%	-9%
2019.05	82.4	61.2	67.9	59.3	100.4	195.1	205.7	-8%	-13%	-2%	-12%	-6%	-8%	-1%
2019.06	77.8	63.5	65.4	56.5	97.8	178.2	198.7	-8%	-7%	4%	-10%	-3%	-11%	-9%
2019.07	86.1	73.6	65.0	61.1	105.2	189.2	234.7	-12%	-7%	-3%	-16%	-11%	-14%	-1%
2019.08	86.9	79.0	69.9	66.5	108.2	173.8	203.6	-6%	0%	1%	-9%	-10%	-13%	1%
2019.09	85.2	58.6	72.8	58.3	95.1	185.2	227.3	-6%	-13%	4%	-11%	-13%	-8%	-1%
2019.10	85.9	47.5	76.8	64.0	101.4	165.5	197.6	-3%	-31%	3%	-7%	-16%	-11%	-15%
2019.11	76.8	38.0	63.1	66.3	104.8	148.3	167.1	-4%	-39%	-6%	-8%	-23%	-6%	-10%
2019.12	76.2	42.1	54.7	67.6	108.2	150.2	146.7	-6%	-34%	-7%	-10%	-16%	-3%	-19%

주: 하나투어 ASP 는 당사 추정치 기준
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 36] 하나/모두투어 연간 패키지상품 송객수 및 ASP 추이

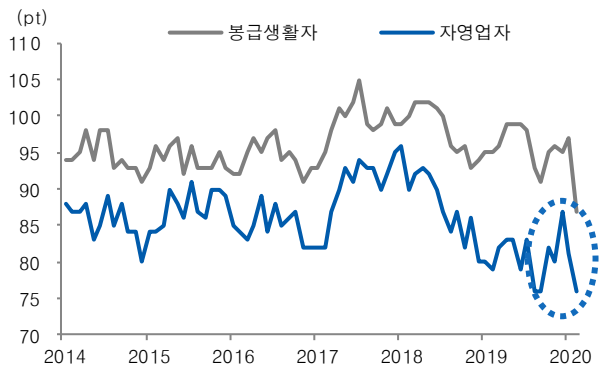
하나투어	패키지상품 송객수(만명)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2010	132.1	34.8	39.7	37.2	9.1	8.0	3.4	67%	111%	60%	54%	33%	65%	60%
2011	139.2	20.2	43.4	51.9	9.0	10.4	4.3	5%	-42%	9%	40%	-1%	30%	24%
2012	159.5	25.7	47.8	60.7	9.6	11.1	4.7	15%	27%	10%	17%	7%	6%	10%
2013	181.9	35.1	46.1	70.8	10.2	14.6	5.2	14%	36%	-4%	17%	6%	32%	10%
2014	190.2	41.6	44.2	69.3	10.2	19.3	5.5	5%	19%	-4%	-2%	1%	32%	5%
2015	230.1	69.5	47.5	76.4	11.4	18.8	6.6	21%	67%	7%	10%	11%	-3%	21%
2016	304.4	111.4	59.9	91.9	14.8	18.5	8.0	32%	60%	26%	20%	30%	-2%	22%
2017	366.7	146.3	41.1	128.5	17.7	23.5	9.7	20%	31%	-32%	40%	20%	27%	21%
2018	370.2	141.2	47.0	130.5	16.5	26.9	8.1	1%	-3%	15%	2%	-7%	15%	-16%
2019	290.7	76.2	39.1	127.6	14.5	25.5	7.8	-21%	-46%	-17%	-2%	-12%	-5%	-4%
하나투어	패키지 ASP(만원)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2010	86.7	69.2	66.7	92.5	154.4	236.1	191.0	-	-	-	-	-	-	-
2011	90.4	61.0	77.6	87.9	179.6	243.7	197.0	4%	-12%	16%	-5%	16%	3%	3%
2012	90.2	51.4	75.2	91.9	178.0	242.5	211.8	0%	-16%	-3%	5%	-1%	-1%	7%
2013	90.1	54.8	80.8	92.0	170.9	206.6	205.3	0%	7%	7%	0%	-4%	-15%	-3%
2014	89.1	47.6	80.1	89.9	169.9	184.9	206.4	-1%	-13%	-1%	-2%	-1%	-10%	1%
2015	79.5	46.9	73.4	84.6	142.6	172.1	184.8	-11%	-1%	-8%	-6%	-16%	-7%	-10%
2016	63.5	30.7	64.1	73.4	121.5	171.4	174.1	-20%	-35%	-13%	-13%	-15%	0%	-6%
2017	62.0	34.2	50.7	69.9	118.4	175.3	169.2	-2%	11%	-21%	-5%	-3%	2%	-3%
2018	62.3	33.0	60.7	68.5	110.1	164.4	172.5	0%	-3%	20%	-2%	-7%	-6%	2%
2019	70.1	32.8	72.7	68.6	104.5	175.1	159.1	13%	-1%	20%	0%	-5%	6%	-8%
모두투어	패키지상품 송객수(만명)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2010	73.1	16.9	20.4	23.9	5.9	3.9	2.0	127%	227%	143%	100%	54%	107%	136%
2011	78.5	7.8	23.4	34.7	5.4	4.6	2.6	7%	-54%	15%	45%	-9%	17%	31%
2012	87.4	9.1	24.9	39.2	6.6	4.8	2.9	11%	16%	6%	13%	23%	6%	11%
2013	93.2	12.6	22.5	41.8	7.6	5.6	3.0	7%	39%	-10%	7%	15%	16%	4%
2014	97.9	15.0	26.4	38.7	6.8	7.9	3.2	5%	19%	17%	-8%	-10%	40%	6%
2015	122.9	27.1	29.0	46.9	7.7	9.1	3.2	25%	80%	10%	21%	13%	16%	0%
2016	134.4	26.1	35.1	51.3	9.3	8.2	4.3	9%	-4%	21%	10%	22%	-10%	35%
2017	150.0	31.4	24.1	67.2	10.7	11.7	4.8	12%	20%	-31%	31%	15%	43%	12%
2018	155.0	30.7	29.0	69.7	9.5	12.4	3.7	3%	-2%	20%	4%	-11%	6%	-24%
2019	144.5	16.6	29.7	72.7	9.1	13.0	3.4	-7%	-46%	2%	4%	-4%	5%	-8%
모두투어	패키지 ASP(만원)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2010	102.7	83.9	71.6	93.1	132.8	283.2	238.3	-	-	-	-	-	-	-
2011	106.1	81.9	77.2	91.5	143.1	282.8	235.1	3%	-2%	8%	-2%	8%	0%	-1%
2012	104.7	70.7	78.6	90.5	146.2	269.2	244.4	-1%	-14%	2%	-1%	2%	-5%	4%
2013	101.7	66.4	76.9	89.8	138.1	253.8	218.2	-3%	-6%	-2%	-1%	-6%	-6%	-11%
2014	100.1	59.8	78.7	85.7	137.4	243.0	197.7	-2%	-10%	2%	-5%	-1%	-4%	-9%
2015	86.9	54.5	69.2	77.3	124.1	213.8	201.2	-13%	-9%	-12%	-10%	-10%	-12%	2%
2016	84.8	60.2	69.1	70.9	123.5	209.3	195.1	-2%	11%	0%	-8%	0%	-2%	-3%
2017	89.9	70.9	65.0	73.1	122.0	205.6	207.5	6%	18%	-6%	3%	-1%	-2%	6%
2018	87.4	71.7	66.5	72.5	120.9	193.4	207.0	-3%	1%	2%	-1%	-1%	-6%	0%
2019	82.9	65.8	67.6	67.1	110.3	175.0	193.0	-5%	-8%	2%	-8%	-9%	-10%	-7%

주: 하나투어 송객수 및 ASP는 당사 추정치 기준
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 81] 여행비 지출전망 CSI

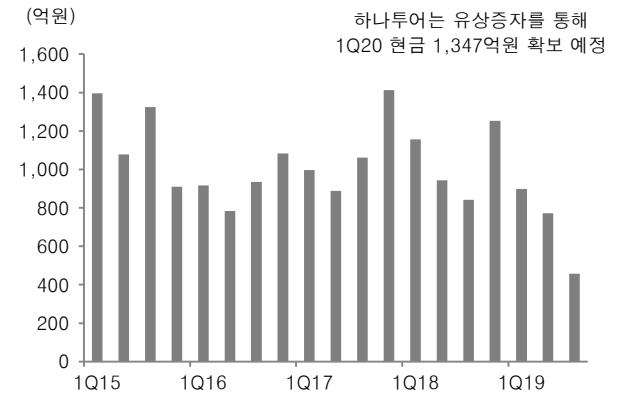
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[그림 82] 여행비 지출전망 CSI (봉급생활자 vs 자영업자)



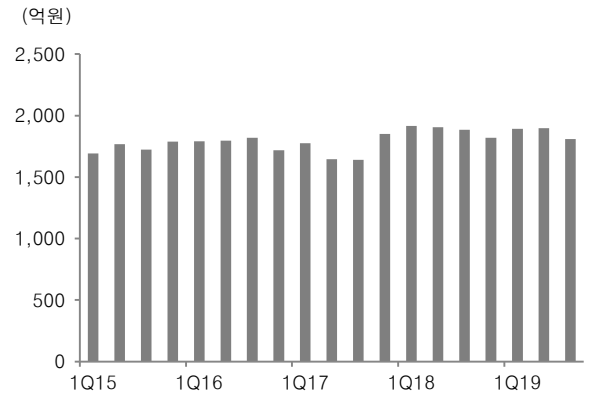
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[그림 83] 하나투어 본사 순현금 추이



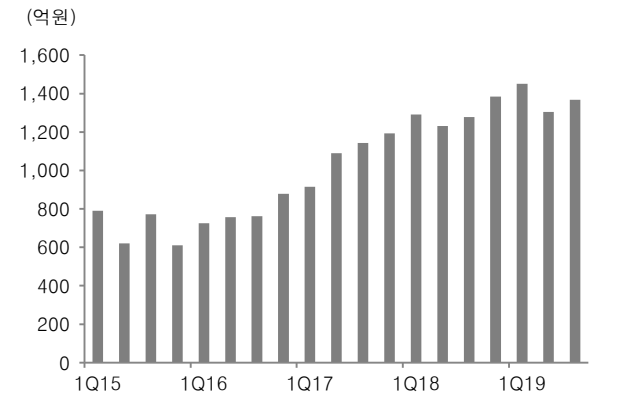
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 84] 하나투어 본사 자기자본 추이



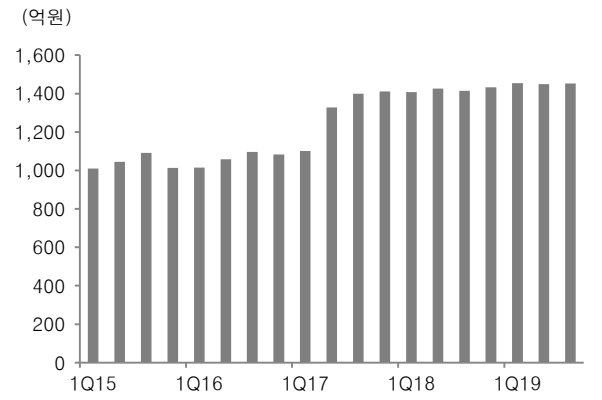
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 85] 모두투어 본사 순현금 추이

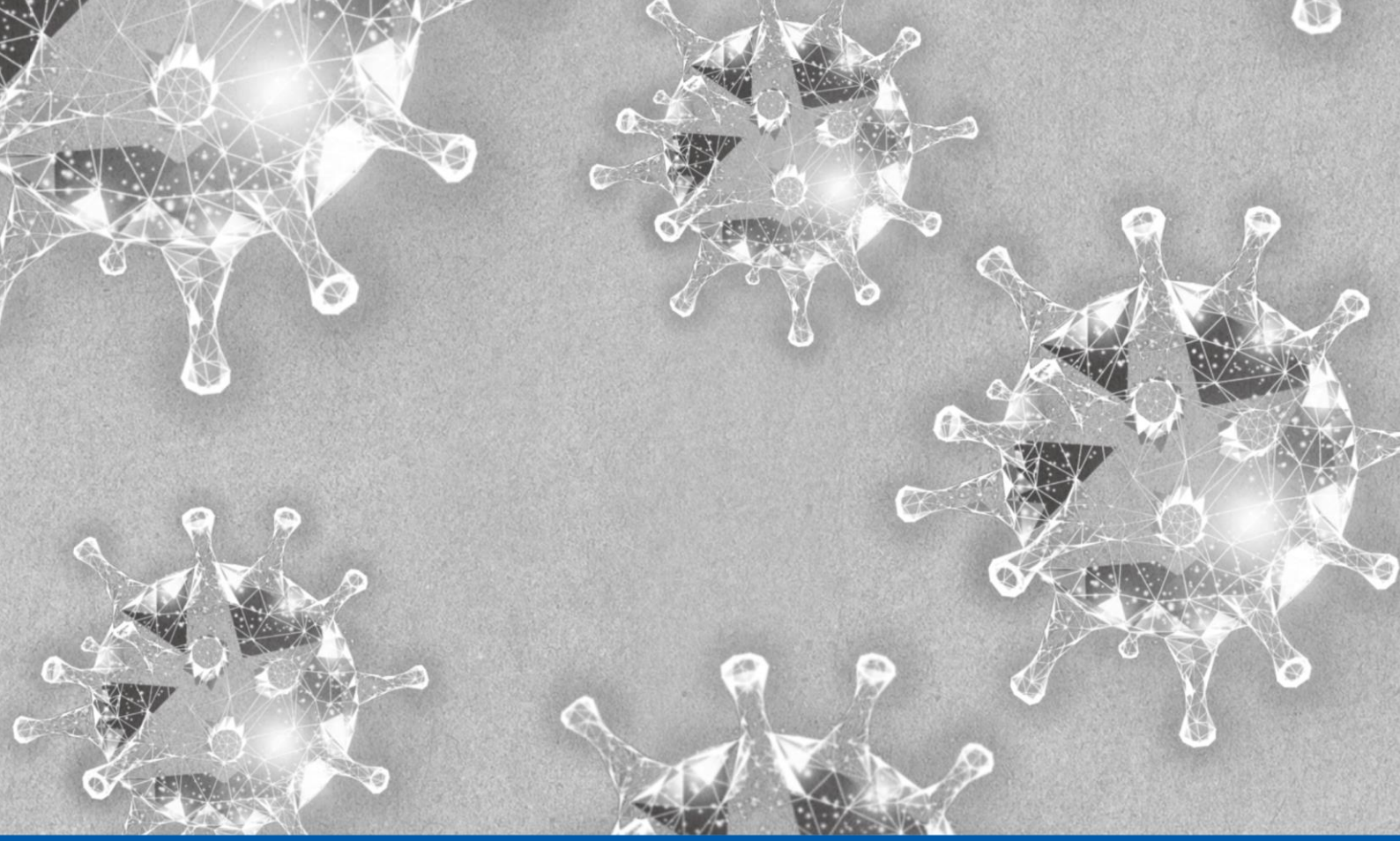


자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 86] 모두투어 본사 자기자본 추이



자료: 유안타증권 리서치센터



기업별 실적 추이 및 전망

(1) 제일기획 분기별 실적 추이 및 전망

[표 37] 제일기획 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	8,119	9,104	8,690	8,865	8,120	8,633	8,429	9,074	8,401	9,199	9,269	9,740	34,779	34,256	36,609	38,887
영업총이익	**2,353**	**2,728**	**2,625**	**3,121**	**2,527**	**3,079**	**2,842**	**3,201**	**2,614**	**3,281**	**3,126**	**3,436**	**10,828**	**11,649**	**12,457**	**13,232**
본사	583	802	719	906	546	836	714	931	530	878	800	959	3,009	3,027	3,166	3,198
자회사	1,770	1,926	1,907	2,215	1,980	2,243	2,129	2,270	2,084	2,403	2,326	2,477	7,818	8,622	9,291	10,034
- 유럽	634	668	677	762	701	791	751	821	764	862	818	894	2,742	3,063	3,339	-
- 중국	473	546	493	670	521	596	530	608	474	578	546	626	2,182	2,255	2,225	-
- 인도	156	160	161	163	171	183	185	184	188	202	203	202	641	723	795	-
- 북미	118	130	139	157	137	156	142	165	145	170	163	190	544	600	668	-
- 동남아	112	123	134	142	129	140	137	132	138	150	147	141	511	538	576	-
- 중남미	113	119	120	126	138	162	162	149	159	187	187	172	479	613	704	-
- 중동	73	92	78	95	86	120	101	121	103	144	121	145	338	428	513	-
- CIS	38	38	52	36	37	41	48	48	45	49	58	57	166	175	210	-
- 아프리카	17	18	18	23	21	21	23	21	23	24	26	24	76	86	98	-
- 기타	35	31	34	41	39	33	49	21	45	38	56	24	140	141	162	-
판관비	2,093	2,146	2,164	2,614	2,205	2,385	2,316	2,685	2,306	2,484	2,439	2,885	9,017	9,591	10,113	10,727
SG&A / GP	89%	79%	82%	84%	87%	77%	81%	84%	88%	76%	78%	84%	83%	82%	81%	81%
- 인건비	1,403	1,440	1,505	1,830	1,527	1,670	1,671	1,883	1,610	1,751	1,776	2,062	6,178	6,752	7,198	7,686
- 경비	690	706	659	784	678	715	645	802	696	733	663	823	2,839	2,840	2,914	3,040
영업이익	**260**	**582**	**461**	**507**	**322**	**694**	**527**	**516**	**308**	**797**	**687**	**551**	**1,811**	**2,058**	**2,344**	**2,505**
OP / GP	11%	21%	18%	16%	13%	23%	19%	16%	12%	24%	22%	16%	17%	18%	19%	19%
세전이익	272	649	471	513	358	667	539	534	319	806	699	563	1,905	2,098	2,388	2,549
RP / GP	12%	24%	18%	16%	14%	22%	19%	17%	12%	25%	22%	16%	18%	18%	19%	19%
지배순이익	**194**	**456**	**311**	**336**	**229**	**440**	**348**	**364**	**210**	**532**	**451**	**364**	**1,297**	**1,381**	**1,558**	**1,663**
NP / GP	8%	17%	12%	11%	9%	14%	12%	11%	8%	16%	14%	11%	12%	12%	13%	13%
[성장률; YoY]																
영업총이익	10%	7%	6%	6%	7%	13%	8%	3%	3%	7%	10%	7%	7%	8%	7%	6%
본사	7%	11%	1%	9%	-6%	4%	-1%	3%	-3%	5%	12%	3%	7%	1%	5%	1%
자회사	11%	5%	8%	4%	12%	16%	12%	2%	5%	7%	9%	9%	7%	10%	8%	8%
- 유럽	12%	5%	10%	14%	11%	18%	11%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	12%	9%	-
- 중국	7%	3%	5%	-8%	10%	9%	7%	-9%	-9%	-3%	3%	3%	0%	3%	-1%	-
- 인도	22%	4%	2%	4%	9%	14%	15%	13%	10%	10%	10%	10%	7%	13%	10%	-
- 북미	46%	37%	21%	28%	16%	20%	2%	5%	6%	9%	15%	15%	32%	10%	11%	-
- 동남아	9%	1%	8%	4%	16%	13%	3%	-7%	7%	7%	7%	7%	5%	5%	7%	-
- 중남미	24%	16%	11%	16%	22%	36%	35%	18%	15%	15%	15%	15%	17%	28%	15%	-
- 중동	-14%	-4%	-11%	1%	17%	30%	30%	28%	20%	20%	20%	20%	-7%	27%	20%	-
- CIS	3%	-8%	18%	-17%	-3%	8%	-8%	32%	20%	20%	20%	20%	-1%	6%	20%	-
- 아프리카	-19%	-32%	1%	4%	23%	15%	27%	-6%	10%	15%	15%	15%	-13%	13%	14%	-
- 기타	3%	-1%	12%	25%	11%	7%	46%	-50%	15%	15%	15%	15%	10%	1%	15%	-
영업이익	12%	11%	31%	11%	23%	19%	14%	2%	-4%	15%	31%	7%	16%	14%	14%	7%
지배순이익	15%	22%	-24%	8%	18%	-4%	12%	8%	-8%	21%	30%	0%	2%	6%	13%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

제일기획 (030000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**33,750**	**34,779**	**34,256**	**36,609**	**38,887**
매출원가	23,624	23,951	22,606	24,152	25,655
매출총이익	10,125	10,828	11,649	12,457	13,232
판관비	8,560	9,017	9,591	10,113	10,727
영업이익	**1,565**	**1,811**	**2,058**	**2,344**	**2,505**
EBITDA	1,930	2,186	2,371	2,654	2,801
영업외손익	88	94	40	44	44
외환관련손익	-78	13	6	0	0
이자손익	45	76	33	24	24
관계기업관련손익	22	-3	3	0	0
기타	99	7	-2	20	20
법인세비용차감전순손익	1,653	1,905	2,098	2,388	2,549
법인세비용	370	586	704	814	869
계속사업순손익	1,284	1,319	1,395	1,574	1,680
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,284	1,319	1,395	1,574	1,680
지배지분순이익	**1,272**	**1,297**	**1,381**	**1,558**	**1,663**
포괄순이익	1,017	1,224	1,588	1,753	1,859
지배지분포괄이익	1,025	1,214	1,575	1,733	1,838

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**18,891**	**18,016**	**18,808**	**20,239**	**21,441**
현금및현금성자산	3,279	3,678	3,883	4,400	4,770
매출채권 및 기타채권	13,243	12,078	12,151	13,032	13,835
재고자산	0	398	445	477	507
비유동자산	3,492	3,705	5,108	4,968	4,842
유형자산	953	971	954	954	954
관계기업등 지분관련자산	48	23	27	27	27
기타투자자산	491	674	554	554	554
자산총계	**22,383**	**21,721**	**23,916**	**25,208**	**26,283**
유동부채	12,813	11,657	11,943	12,321	12,665
매입채무 및 기타채무	9,968	8,217	7,228	7,606	7,950
단기차입금	126	132	148	148	148
유동성장기부채	4	11	0	0	0
비유동부채	1,010	1,135	2,241	2,241	2,241
장기차입금	1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**13,823**	**12,793**	**14,184**	**14,562**	**14,906**
지배지분	8,461	8,826	9,631	10,537	11,268
자본금	230	230	230	230	230
자본잉여금	1,239	1,239	1,239	1,239	1,239
이익잉여금	10,934	11,429	12,025	12,752	13,483
비지배지분	99	102	101	109	109
자본총계	**8,560**	**8,928**	**9,733**	**10,646**	**11,377**
순차입금	**-3,616**	**-4,401**	**-3,364**	**-3,881**	**-4,250**
총차입금	133	176	1,354	1,354	1,354

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**391**	**2,240**	**1,554**	**2,155**	**2,296**
당기순이익	1,284	1,319	1,395	1,574	1,680
감가상각비	174	193	170	169	169
외환손익	30	7	-5	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,222	381	-819	-308	-260
기타현금흐름	124	340	814	720	706
투자활동 현금흐름	**-146**	**-875**	**146**	**-236**	**-236**
투자자산	26	-51	-4	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-207	-203	-191	-169	-169
유형자산 감소	15	10	1	0	0
기타현금흐름	20	-632	340	-67	-67
재무활동 현금흐름	**-527**	**-964**	**-1,408**	**-1,489**	**-1,590**
단기차입금	-45	-19	7	0	0
사채 및 장기차입금	0	-2	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-342	-781	-792	-843	-944
기타현금흐름	-140	-162	-622	-646	-646
연결범위변동 등 기타	-165	-1	-87	87	-101
현금의 증감	**-447**	**399**	**205**	**517**	**370**
기초 현금	3,726	3,279	3,678	3,883	4,400
기말 현금	3,279	3,678	3,883	4,400	4,770
NOPLAT	**1,565**	**1,811**	**2,058**	**2,344**	**2,505**
FCF	**151**	**1,807**	**671**	**1,377**	**1,518**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,105	1,128	1,200	1,354	1,445
BPS	8,354	8,715	9,510	10,404	11,125
EBITDAPS	1,678	1,900	2,061	2,307	2,435
SPS	29,337	30,232	29,777	31,823	33,803
DPS	760	770	820	920	990
PER	**17.1**	**18.0**	**20.0**	**13.4**	**12.6**
PBR	**2.3**	**2.3**	**2.5**	**1.7**	**1.6**
EV/EBITDA	**9.5**	**8.7**	**10.3**	**7.2**	**6.0**
PSR	**0.6**	**0.7**	**0.8**	**0.6**	**0.5**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**4.4**	**3.0**	**-1.5**	**6.9**	**6.2**
영업이익 증가율 (%)	**4.7**	**15.7**	**13.6**	**13.9**	**6.9**
지배순이익 증가율 (%)	**44.1**	**2.0**	**6.4**	**12.8**	**6.7**
매출총이익률 (%)	30.0	31.1	34.0	34.0	34.0
영업이익률 (%)	**4.6**	**5.2**	**6.0**	**6.4**	**6.4**
지배순이익률 (%)	3.8	3.7	4.0	4.3	4.3
EBITDA 마진 (%)	5.7	6.3	6.9	7.2	7.2
ROIC	26.6	26.4	28.3	28.7	28.7
ROA	5.8	5.9	6.1	6.3	6.5
ROE	**15.8**	**15.0**	**15.0**	**15.4**	**15.2**
부채비율 (%)	161.5	143.3	145.7	136.8	131.0
순차입금/자기자본 (%)	-42.7	-49.9	-34.9	-36.8	-37.7
영업이익/금융비용 (배)	52.7	230.8	35.8	36.9	39.4

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(2) 이노션 분기별 실적 추이 및 전망

[표 38] 이노션 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,077	2,965	3,027	3,323	3,111	3,020	3,017	3,595	3,600	3,565	3,494	4,475	12,392	12,743	15,133	16,260
매출총이익	**1,077**	**1,150**	**1,195**	**1,296**	**1,142**	**1,247**	**1,255**	**1,531**	**1,414**	**1,538**	**1,519**	**1,835**	**4,719**	**5,175**	**6,305**	**6,793**
본사	268	373	356	406	248	288	290	469	236	310	305	492	1,404	1,295	1,343	1,383
자회사	809	778	841	901	894	959	965	1,062	1,178	1,227	1,215	1,342	3,329	3,879	4,962	5,409
- 유럽	140	126	126	131	150	144	141	124	158	149	144	136	523	558	587	646
- 미주	576	539	606	644	660	694	706	727	733	744	739	773	2,365	2,788	2,989	3,239
- 중국	19	23	25	27	13	28	23	31	8	31	26	33	93	95	97	107
- 신흥시장	75	91	84	99	70	93	94	113	77	102	104	199	348	370	482	530
- Wellcom Group	-	-	-	-	-	-	-	70	202	202	202	202	-	70	807	888
판관비	834	853	891	958	894	959	970	1,134	1,124	1,200	1,219	1,338	3,537	3,958	4,881	5,235
SG&A / GP	77%	74%	75%	74%	78%	77%	77%	74%	80%	78%	80%	73%	75%	76%	77%	77%
- 인건비	633	644	675	737	689	722	729	830	905	950	965	1,057	2,689	2,969	3,877	4,187
- 경비	201	209	216	221	206	237	241	305	219	249	254	281	848	989	1,004	1,048
영업이익	**243**	**297**	**304**	**338**	**248**	**288**	**285**	**397**	**289**	**338**	**300**	**497**	**1,182**	**1,217**	**1,424**	**1,558**
본사	26	133	84	140	6	30	27	160	-14	46	31	185	383	222	248	261
자회사	217	164	219	197	242	258	257	237	303	292	269	312	798	993	1,176	1,352
OP / GP	23%	26%	25%	26%	22%	23%	23%	26%	20%	22%	20%	27%	25%	24%	23%	23%
세전이익	272	334	330	350	285	330	319	348	316	372	330	512	1,287	1,281	1,530	1,683
RP / GP	25%	29%	28%	27%	25%	26%	25%	23%	22%	24%	22%	28%	27%	25%	24%	25%
지배순이익	**153**	**220**	**202**	**192**	**151**	**187**	**178**	**223**	**179**	**227**	**195**	**332**	**768**	**739**	**933**	**1,026**
NP / GP	14%	19%	17%	15%	13%	15%	14%	15%	13%	15%	13%	18%	16%	14%	15%	15%
[직원수]																
국내직원(명)	651	647	641	644	659	663	650	640	-	-	-	-	644	640	-	-
해외직원(명)	1,465	1,483	1,485	1,516	1,557	1,580	1,582	1,647	-	-	-	-	1,516	1,647	-	-
[성장률; YoY]																
매출총이익	16%	17%	24%	22%	6%	8%	5%	18%	24%	23%	21%	20%	20%	10%	22%	8%
본사	5%	12%	20%	8%	-7%	-23%	-19%	15%	-5%	8%	5%	5%	11%	-8%	4%	3%
자회사	20%	20%	26%	30%	10%	23%	15%	18%	32%	28%	26%	26%	24%	17%	28%	9%
- 유럽	10%	6%	8%	10%	7%	14%	12%	-5%	5%	4%	2%	9%	9%	7%	5%	10%
- 미주	25%	28%	31%	42%	15%	29%	17%	13%	11%	7%	5%	6%	32%	18%	7%	8%
- 중국	-25%	-29%	51%	-15%	-28%	23%	-8%	14%	-40%	10%	10%	10%	-11%	1%	3%	10%
- 신흥시장	17%	15%	13%	14%	-6%	3%	13%	14%	10%	10%	10%	10%	15%	26%	10%	10%
영업이익	13%	15%	20%	40%	2%	-3%	-6%	18%	17%	18%	6%	25%	22%	3%	17%	9%
지배순이익	54%	0%	30%	39%	-1%	-15%	-13%	15%	18%	21%	10%	49%	25%	-4%	26%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터

이노션 (214320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**11,387**	**12,392**	**12,743**	**15,133**	**16,260**
매출원가	7,455	7,673	7,579	8,828	9,467
매출총이익	3,932	4,719	5,164	6,305	6,793
판관비	2,965	3,537	3,947	4,881	5,235
영업이익	**967**	**1,182**	**1,217**	**1,424**	**1,558**
EBITDA	1,031	1,255	1,443	1,693	1,801
영업외손익	78	105	64	106	125
외환관련손익	-18	4	10	0	0
이자손익	93	107	106	101	115
관계기업관련손익	10	-2	5	5	10
기타	-7	-4	-57	0	0
법인세비용차감전순손익	1,045	1,287	1,281	1,530	1,683
법인세비용	288	363	333	403	443
계속사업순손익	757	924	948	1,127	1,240
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	757	924	948	1,127	1,240
지배지분순이익	**615**	**768**	**739**	**933**	**1,026**
포괄순이익	586	909	1,215	1,422	1,534
지배지분포괄이익	471	745	963	1,130	1,220

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**15,092**	**15,757**	**14,750**	**16,494**	**17,514**
현금및현금성자산	3,302	3,570	3,933	5,160	5,984
매출채권 및 기타채권	7,410	8,197	8,504	9,021	9,218
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,173	1,652	4,252	4,088	3,923
유형자산	326	259	960	813	690
관계기업등 지분관련자산	159	145	1,950	1,934	1,922
기타투자자산	83	79	95	95	95
자산총계	**16,265**	**17,409**	**19,001**	**20,581**	**21,437**
유동부채	8,917	9,340	9,575	10,213	10,431
매입채무 및 기타채무	8,628	8,932	9,201	9,839	10,057
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	492	651	1,321	1,321	1,321
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**9,409**	**9,991**	**10,896**	**11,534**	**11,752**
지배지분	6,723	7,275	7,948	8,875	9,501
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	1,328	1,328	1,328	1,328	1,328
이익잉여금	5,602	6,149	6,577	7,210	7,836
비지배지분	133	144	158	172	184
자본총계	**6,856**	**7,418**	**8,105**	**9,047**	**9,685**
순차입금	**-7,040**	**-6,789**	**-5,072**	**-6,299**	**-7,123**
총차입금	198	207	846	846	846

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,155**	**45**	**381**	**453**	**435**
당기순이익	757	924	948	1,127	1,240
감가상각비	52	54	201	238	212
외환손익	11	1	-7	0	0
종속,관계기업관련손익	-10	2	-5	-5	-10
자산부채의 증감	219	-1,101	-823	-1,008	-1,106
기타현금흐름	126	165	67	100	99
투자활동 현금흐름	**350**	**551**	**-469**	**-105**	**-74**
투자자산	-11	19	-1,798	16	16
유형자산 증가 (CAPEX)	-88	-87	-95	-90	-90
유형자산 감소	0	113	1	0	0
기타현금흐름	449	507	1,423	-31	0
재무활동 현금흐름	**-316**	**-340**	**-669**	**-670**	**-770**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-316	-340	-567	-567	-667
기타현금흐름	0	0	-102	-103	-103
연결범위변동 등 기타	-199	12	1,122	1,549	1,233
현금의 증감	**990**	**268**	**364**	**1,226**	**824**
기초 현금	2,312	3,302	3,570	3,933	5,160
기말 현금	3,302	3,570	3,933	5,160	5,984
NOPLAT	**967**	**1,182**	**1,217**	**1,424**	**1,558**
FCF	**895**	**-267**	**208**	**221**	**194**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,074	3,842	3,694	4,665	5,131
BPS	33,615	36,374	39,738	44,375	47,506
EBITDAPS	5,154	6,273	7,215	8,467	9,003
SPS	56,934	61,959	63,714	75,665	81,300
DPS	1,000	1,500	1,500	2,000	2,300
PER	**21.7**	**16.1**	**19.2**	**13.1**	**11.9**
PBR	**2.0**	**1.7**	**1.8**	**1.4**	**1.3**
EV/EBITDA	**6.2**	**4.6**	**6.4**	**4.7**	**2.9**
PSR	**1.2**	**1.0**	**1.1**	**0.9**	**0.8**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**8.3**	**8.8**	**2.8**	**18.8**	**7.4**
영업이익 증가율 (%)	**-2.8**	**22.2**	**3.0**	**17.0**	**9.4**
지배순이익 증가율 (%)	**-5.9**	**25.0**	**-3.8**	**26.3**	**10.0**
매출총이익률 (%)	34.5	38.1	40.5	41.7	41.8
영업이익률 (%)	**8.5**	**9.5**	**9.6**	**9.4**	**9.6**
지배순이익률 (%)	5.4	6.2	5.8	6.2	6.3
EBITDA 마진 (%)	9.1	10.1	11.3	11.2	11.1
ROIC	-604.9	672.2	88.8	72.6	93.8
ROA	3.7	4.6	4.1	4.7	4.9
ROE	**9.3**	**11.0**	**9.7**	**11.1**	**11.2**
부채비율 (%)	137.2	134.7	134.4	127.5	121.3
순차입금/자기자본 (%)	-104.7	-93.3	-63.8	-71.0	-75.0
영업이익/금융비용 (배)	1,832.3	1,605.6	71.7	71.2	77.9

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(3) 에코마케팅 분기별 실적 추이 및 전망

[표 39] 에코마케팅 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	**88**	**107**	**198**	**227**	**241**	**249**	**363**	**261**	**261**	**288**	**298**	**311**	**621**	**1,114**	**1,157**	**1,290**
- 본사	51	61	72	106	102	88	106	111	98	124	132	144	290	407	498	598
- 자회사	37	46	126	121	139	160	257	150	162	164	166	167	331	707	659	692
영업이익	**20**	**28**	**43**	**78**	**103**	**81**	**115**	**79**	**73**	**97**	**101**	**110**	**169**	**379**	**382**	**471**
- 본사	20	27	38	66	65	48	61	62	51	74	78	87	151	236	289	363
- 자회사	0	1	4	12	39	33	54	17	23	23	24	23	17	143	93	108
OPM	23%	26%	21%	34%	43%	33%	32%	30%	28%	34%	34%	36%	27%	34%	33%	37%
세전이익	24	36	49	88	114	94	136	79	83	106	111	120	196	423	420	509
RPM	27%	34%	25%	39%	47%	38%	38%	30%	32%	37%	37%	39%	32%	38%	36%	39%
지배 순이익	**18**	**31**	**37**	**67**	**85**	**68**	**104**	**58**	**63**	**81**	**84**	**92**	**154**	**315**	**320**	**388**
NIM	21%	29%	19%	30%	35%	27%	29%	22%	24%	28%	28%	29%	25%	28%	28%	30%
[성장률; YoY]																
영업수익	90%	115%	197%	192%	172%	132%	83%	15%	8%	16%	-18%	19%	158%	79%	4%	11%
영업이익	17%	51%	97%	260%	413%	192%	171%	1%	-29%	19%	-12%	40%	114%	125%	1%	23%
지배 순이익	4%	78%	77%	219%	363%	120%	182%	-14%	-26%	19%	-19%	57%	100%	105%	1%	21%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 40] 에코마케팅 본사 및 연결자회사(데일리앤코) 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019E	2020E	2021E
본사 영업수익	**51**	**61**	**72**	**106**	**102**	**88**	**106**	**111**	**98**	**124**	**132**	**144**	**290**	**407**	**498**	**598**
(YoY)	13%	25%	38%	92%	100%	46%	47%	4%	-4%	40%	25%	30%	44%	40%	22%	20%
본사 영업비용	31	33	34	41	37	40	45	48	47	50	55	57	139	171	209	235
- 종업원급여	16	17	20	19	22	21	22	24	24	25	29	29	73	89	107	129
- 지급수수료	6	6	4	4	4	4	4	5	4	4	5	5	20	18	18	19
- 기타	9	10	9	17	12	15	19	20	20	20	20	23	46	64	84	87
본사 영업이익	**20**	**27**	**38**	**66**	**65**	**48**	**61**	**62**	**51**	**74**	**78**	**87**	**151**	**236**	**289**	**363**
OPM	39%	45%	53%	62%	63%	55%	57%	56%	52%	60%	59%	60%	52%	58%	58%	61%
본사 직원수(명)	130	142	153	166	171	185	189	196	201	211	221	231	166	196	231	266
[연결 자회사 합산실적]																
영업수익	**37**	**46**	**126**	**121**	**139**	**160**	**257**	**150**	**162**	**164**	**166**	**167**	**331**	**707**	**659**	**692**
(YoY)	-	-	783%	440%	271%	246%	104%	24%	17%	2%	-36%	11%	801%	114%	-7%	5%
영업비용	37	46	122	109	100	127	203	134	140	141	142	144	314	564	566	584
- 제품매출원가	7	8	32	31	33	52	82	50	52	52	53	54	78	219	211	201
- 종업원급여	2	4	3	4	3	4	4	5	5	5	5	5	13	16	19	20
- 지급수수료	2	2	5	6	8	13	15	17	17	17	17	17	15	55	68	68
- 광고선전비	14	18	66	49	42	40	72	41	42	43	43	43	147	194	171	194
- 운반비	4	4	6	4	5	8	13	6	8	8	8	8	18	27	33	35
- 기타	8	9	8	15	10	10	15	14	14	14	14	15	41	47	57	60
영업이익	**0**	**1**	**4**	**12**	**39**	**33**	**54**	**17**	**23**	**23**	**24**	**23**	**17**	**143**	**93**	**108**
OPM	1%	1%	3%	10%	28%	21%	21%	11%	14%	14%	14%	14%	5%	20%	14%	16%

주: 4Q19 본사 및 자회사 비용단의 세부사항은 당사 추정치 기준. 자료: 유안타증권 리서치센터

에코마케팅 (230360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**241**	**621**	**1,114**	**1,157**	**1,290**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	241	621	1,114	1,157	1,290
판관비	162	452	735	775	819
영업이익	**79**	**169**	**379**	**382**	**471**
EBITDA	83	178	395	397	490
영업외손익	17	27	44	37	37
외환관련손익	-5	1	21	0	0
이자손익	7	7	7	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	15	20	16	37	37
법인세비용차감전순손익	96	196	423	420	509
법인세비용	19	36	90	92	112
계속사업순손익	76	160	333	327	397
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	76	160	333	327	397
지배지분순이익	**77**	**154**	**315**	**320**	**388**
포괄순이익	76	162	342	335	405
지배지분포괄이익	76	156	321	316	381

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**787**	**1,029**	**1,121**	**1,173**	**1,274**
현금및현금성자산	138	130	246	269	348
매출채권 및 기타채권	156	221	223	239	250
재고자산	7	43	72	86	96
비유동자산	144	144	237	397	550
유형자산	15	15	24	24	20
관계기업등 지분관련자산	0	0	80	240	400
기타투자자산	15	21	26	26	26
자산총계	**931**	**1,174**	**1,357**	**1,570**	**1,824**
유동부채	143	243	264	264	264
매입채무 및 기타채무	120	198	186	186	186
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	67	52	9	9	9
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**210**	**295**	**273**	**273**	**273**
지배지분	712	867	1,064	1,270	1,524
자본금	8	16	16	16	16
자본잉여금	330	326	328	328	328
이익잉여금	375	509	685	883	1,137
비지배지분	9	12	21	27	27
자본총계	**721**	**879**	**1,085**	**1,297**	**1,551**
순차입금	**-512**	**-642**	**-753**	**-776**	**-855**
총차입금	61	47	3	3	3

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**72**	**145**	**365**	**341**	**423**
당기순이익	76	160	333	327	397
감가상각비	1	2	12	12	16
외환손익	6	2	-2	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-23	-48	-27	-14	-5
기타현금흐름	12	29	49	15	15
투자활동 현금흐름	**41**	**-125**	**-33**	**-192**	**-189**
투자자산	-67	0	-50	-160	-160
유형자산 증가 (CAPEX)	-14	-2	-7	-12	-12
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	121	-123	23	-20	-17
재무활동 현금흐름	**-42**	**-27**	**-223**	**-151**	**-150**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-20	-139	-91	-89
기타현금흐름	-25	-7	-84	-60	-60
연결범위변동 등 기타	-2	-2	8	25	-5
현금의 증감	**70**	**-8**	**116**	**23**	**79**
기초 현금	68	138	130	246	269
기말 현금	138	130	246	269	348
NOPLAT	**79**	**169**	**379**	**382**	**471**
FCF	**30**	**97**	**281**	**287**	**369**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	475	949	1,947	1,975	2,396
BPS	4,428	5,353	6,566	7,840	9,405
EBITDAPS	1,026	1,098	2,438	2,451	3,025
SPS	1,487	3,834	6,874	7,144	7,963
DPS	125	390	630	830	1,000
PER	**19.1**	**11.7**	**16.5**	**12.6**	**10.4**
PBR	**2.1**	**2.1**	**4.9**	**3.2**	**2.6**
EV/EBITDA	**11.6**	**6.3**	**11.4**	**10.1**	**6.5**
PSR	**6.1**	**2.9**	**4.7**	**4.1**	**3.1**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**44.8**	**157.8**	**79.3**	**3.9**	**11.5**
영업이익 증가율 (%)	**15.5**	**113.8**	**124.7**	**0.9**	**23.3**
지배순이익 증가율 (%)	**14.2**	**99.6**	**105.2**	**1.4**	**21.3**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**32.7**	**27.2**	**34.0**	**33.0**	**36.5**
지배순이익률 (%)	32.0	24.7	28.3	27.6	30.1
EBITDA 마진 (%)	34.6	28.6	35.5	34.3	38.0
ROIC	48.0	62.5	126.7	118.6	134.4
ROA	8.9	14.6	24.9	21.9	22.9
ROE	**10.9**	**19.5**	**32.7**	**27.4**	**27.8**
부채비율 (%)	29.2	33.5	25.1	21.0	17.6
순차입금/자기자본 (%)	-72.0	-74.0	-70.8	-61.1	-56.1
영업이익/금융비용 (배)	0.0	8,432,098.0	2,294.3	0.0	0.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(4) SBS 분기별 실적 추이 및 전망

[표 41] SBS 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**2,178**	**2,664**	**2,017**	**2,281**	**1,676**	**2,212**	**1,852**	**2,450**	**1,910**	**2,589**	**2,630**	**2,491**	**9,140**	**8,190**	**9,621**	**9,269**
- 본사	2,092	2,610	1,907	2,116	1,532	2,049	1,648	2,214	1,683	2,174	2,345	2,170	8,725	7,444	8,372	7,903
(자회사 및 내부거래)	87	54	110	165	143	163	204	236	227	415	285	321	416	746	1,249	1,366
영업이익	**-21**	**-32**	**-102**	**205**	**-278**	**43**	**36**	**325**	**-140**	**231**	**41**	**234**	**51**	**126**	**367**	**388**
- 본사	-24	-46	-133	210	-257	72	-42	291	-160	196	-11	220	7	63	246	244
(자회사 및 내부거래)	4	14	31	-5	-21	-29	78	34	19	35	52	14	44	62	121	144
OPM	-1%	-1%	-5%	9%	-17%	2%	2%	13%	-7%	9%	2%	9%	1%	2%	4%	4%
세전이익	-11	-23	-74	187	-119	45	227	102	-114	257	67	260	79	255	470	511
RPM	0%	1%	2%	0%	-1%	-1%	4%	1%	1%	1%	2%	1%	0%	1%	1%	2%
지배순이익	**-10**	**-23**	**-62**	**143**	**-58**	**-1**	**170**	**67**	**-128**	**178**	**36**	**167**	**49**	**179**	**253**	**363**
NIM	0%	-1%	-4%	8%	-7%	2%	12%	4%	-6%	10%	3%	10%	1%	3%	5%	6%
[성장률; YoY]																
매출액	34%	32%	23%	-6%	-23%	-17%	-8%	7%	14%	17%	42%	2%	18%	-10%	17%	-4%
영업이익	적지	적전	적지	10%	적지	흑전	흑전	58%	적지	439%	14%	-28%	-73%	147%	191%	6%
지배순이익	적지	적전	적지	-2%	적지	적지	흑전	-53%	적지	흑전	-79%	149%	-68%	266%	41%	44%

주: 4Q19 본사 및 자회사 실적 세부사항은 당사 추정치 기준
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 42] SBS 별도 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019E	2020E	2021E
영업수익	**2,092**	**2,610**	**1,907**	**2,116**	**1,532**	**2,049**	**1,648**	**2,214**	**1,683**	**2,174**	**2,345**	**2,170**	**8,725**	**7,444**	**8,372**	**7,903**
- 방송광고	1,027	1,184	991	1,129	830	1,088	881	1,084	755	1,034	872	1,062	4,330	3,883	3,723	3,649
- 사업수익	1,065	1,426	917	987	703	961	767	1,130	928	1,141	1,473	1,108	4,395	3,562	4,649	4,254
영업수익(YoY)	33%	36%	17%	-6%	-27%	-21%	-14%	5%	10%	6%	42%	-2%	18%	-15%	12%	-6%
- 방송광고	4%	-4%	1%	-24%	-19%	-8%	-11%	-4%	-9%	-5%	-1%	-2%	-7%	-10%	-4%	-2%
- 사업수익	82%	107%	42%	27%	-34%	-33%	-16%	15%	32%	19%	92%	-2%	63%	-19%	31%	-8%
영업비용	2,116	2,656	2,040	1,906	1,790	1,978	1,690	1,924	1,842	1,978	2,356	1,950	8,718	7,381	8,126	7,659
- 방송제작비	1,725	2,202	1,630	1,429	1,398	1,505	1,328	1,459	1,463	1,532	1,976	1,486	6,987	5,689	6,458	5,967
제작비 추정치	1,282	1,315	1,249	1,368	1,371	1,460	1,269	1,375	1,399	1,488	1,350	1,403	5,214	5,474	5,640	5,753
(YoY)	2%	-5%	3%	-3%	7%	11%	2%	0%	2%	2%	6%	2%	-1%	5%	3%	2%
중계비 추정치	443	887	382	61	27	45	59	83	65	44	626	83	1,773	215	818	215
- 사업비	70	103	97	132	97	129	101	132	102	136	106	138	402	459	482	506
- 판관비	321	350	313	345	295	343	261	333	278	310	273	326	1,329	1,232	1,187	1,185
영업이익	**-24**	**-46**	**-133**	**210**	**-257**	**72**	**-42**	**291**	**-160**	**196**	**-11**	**220**	**7**	**63**	**246**	**244**
OPM	-1%	-2%	-7%	10%	-17%	3%	-3%	13%	-9%	9%	0%	10%	0%	1%	3%	3%

주: 4Q19 본사 및 자회사 실적 세부사항은 당사 추정치 기준
자료: 유안타증권 리서치센터

SBS (034120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**7,732**	**9,140**	**8,190**	**9,621**	**9,269**
매출원가	6,081	7,563	6,642	8,068	7,743
매출총이익	1,651	1,577	1,548	1,553	1,526
판관비	1,465	1,527	1,422	1,187	1,139
영업이익	**187**	**51**	**126**	**367**	**388**
EBITDA	509	330	404	630	651
영업외손익	16	29	130	103	124
외환관련손익	9	-3	5	0	0
이자손익	-11	10	0	3	24
관계기업관련손익	-19	-4	181	0	0
기타	36	26	-57	100	100
법인세비용차감전순손익	203	79	255	470	511
법인세비용	44	21	62	141	124
계속사업순손익	159	58	193	329	388
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	58	193	329	388
지배지분순이익	**150**	**49**	**179**	**253**	**363**
포괄순이익	154	-15	189	327	386
지배지분포괄이익	147	-25	140	135	159

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**6,400**	**4,935**	**7,517**	**7,670**	**7,902**
현금및현금성자산	126	132	592	933	1,292
매출채권 및 기타채권	2,403	2,280	3,640	3,451	3,326
재고자산	21	26	35	35	34
비유동자산	4,520	4,641	5,288	5,236	5,173
유형자산	3,119	3,051	3,125	3,074	3,023
관계기업등 지분관련자산	254	286	402	402	402
기타투자자산	564	597	1,047	1,047	1,047
자산총계	**10,920**	**9,576**	**12,805**	**12,906**	**13,075**
유동부채	3,600	2,102	3,790	3,601	3,469
매입채무 및 기타채무	1,795	1,528	1,596	1,650	1,761
단기차입금	101	263	910	666	423
유동성장기부채	600	0	600	600	600
비유동부채	1,690	1,790	2,714	2,714	2,714
장기차입금	1	0	0	0	0
사채	1,597	1,598	2,495	2,495	2,495
부채총계	**5,290**	**3,892**	**6,504**	**6,315**	**6,183**
지배지분	5,554	5,600	5,777	5,967	6,267
자본금	913	913	913	913	913
자본잉여금	672	672	672	672	672
이익잉여금	4,116	4,175	4,350	4,541	4,842
비지배지분	76	85	524	625	625
자본총계	**5,630**	**5,685**	**6,301**	**6,591**	**6,892**
순차입금	**-76**	**-301**	**1,494**	**909**	**308**
총차입금	2,299	1,861	4,036	3,793	3,549

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**817**	**551**	**-1,853**	**232**	**284**
당기순이익	159	58	193	329	388
감가상각비	308	268	266	251	252
외환손익	-13	3	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	156	58	-2,084	-141	-147
기타현금흐름	207	164	-229	-207	-207
투자활동 현금흐름	**-1,158**	**-59**	**230**	**-227**	**-214**
투자자산	-743	-115	-224	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-238	-202	-151	-200	-200
유형자산 감소	2	1	7	0	0
기타현금흐름	-179	258	599	-27	-14
재무활동 현금흐름	**398**	**-486**	**2,111**	**-337**	**-337**
단기차입금	0	0	772	-243	-243
사채 및 장기차입금	413	-442	1,367	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-44	-16	-78	-78
기타현금흐름	-16	1	-12	-16	-16
연결범위변동 등 기타	0	0	-28	674	625
현금의 증감	**56**	**6**	**459**	**342**	**358**
기초 현금	70	126	132	592	933
기말 현금	126	132	592	933	1,292
NOPLAT	**187**	**51**	**126**	**367**	**388**
FCF	**386**	**172**	**-1,861**	**179**	**210**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	824	267	978	1,384	1,988
BPS	31,395	31,654	32,657	33,729	35,429
EBITDAPS	2,787	1,807	2,215	3,454	3,568
SPS	42,363	50,077	44,872	52,709	50,783
DPS	250	0	350	350	350
PER	**31.4**	**84.5**	**21.3**	**14.2**	**9.9**
PBR	**0.8**	**0.7**	**0.6**	**0.6**	**0.6**
EV/EBITDA	**9.3**	**11.8**	**14.4**	**9.0**	**6.9**
PSR	**0.6**	**0.5**	**0.5**	**0.4**	**0.4**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**-6.7**	**18.2**	**-10.4**	**17.5**	**-3.7**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**-72.8**	**147.4**	**191.4**	**5.8**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**-67.6**	**266.6**	**41.5**	**43.6**
매출총이익률 (%)	21.4	17.3	18.9	16.1	16.5
영업이익률 (%)	**2.4**	**0.6**	**1.5**	**3.8**	**4.2**
지배순이익률 (%)	1.9	0.5	2.2	2.6	3.9
EBITDA 마진 (%)	6.6	3.6	4.9	6.6	7.0
ROIC	3.4	0.9	1.9	4.3	5.2
ROA	1.5	0.5	1.6	2.0	2.8
ROE	**2.7**	**0.9**	**3.1**	**4.3**	**5.9**
부채비율 (%)	94.0	68.5	103.2	95.8	89.7
순차입금/자기자본 (%)	-1.4	-5.4	25.9	15.2	4.9
영업이익/금융비용 (배)	4.7	1.0	2.0	5.5	6.2

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(5) CJ ENM 분기별 실적 추이 및 전망

[표 43] CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망 (Pro-forma basis) (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**7,784**	**7,902**	**7,809**	**9,593**	**8,602**	**10,055**	**9,099**	**10,141**	**8,542**	**9,456**	**9,434**	**10,221**	**33,089**	**37,897**	**37,653**	**40,838**
- 미디어	3,404	3,695	4,068	4,512	3,800	4,264	4,269	4,451	3,958	4,622	4,814	5,052	15,678	16,784	18,445	20,289
- 커머스	3,019	3,182	2,709	4,033	3,241	3,576	3,358	4,099	3,633	3,663	3,449	3,998	12,944	14,273	14,742	15,840
- 영화	800	360	450	523	1,041	678	843	931	484	703	703	703	2,132	3,493	2,593	2,593
- 음악	562	665	582	526	521	1,538	629	660	468	468	468	468	2,335	3,348	1,873	2,115
매출원가	4,438	4,581	4,825	5,327	5,034	6,168	5,648	6,426	5,386	5,699	5,754	6,238	19,171	23,276	23,077	25,007
판관비	2,587	2,685	2,421	3,765	2,778	3,012	2,848	3,288	2,653	2,807	2,834	3,073	11,458	11,927	11,366	12,317
영업이익	**759**	**637**	**563**	**501**	**790**	**874**	**603**	**427**	**503**	**950**	**847**	**910**	**2,461**	**2,694**	**3,209**	**3,514**
- 미디어	246	292	372	205	137	365	161	46	29	503	466	423	1,115	709	1,421	1,563
- 커머스	414	342	182	306	420	360	294	418	434	369	302	408	1,244	1,492	1,513	1,626
- 영화	72	-39	-23	-19	188	100	158	-10	26	50	50	50	-9	436	176	176
- 음악	27	42	33	9	46	49	-10	-28	14	28	28	28	111	56	98	148
OPM	10%	8%	7%	5%	9%	9%	7%	4%	6%	10%	9%	9%	7%	7%	9%	9%
- 미디어	7%	8%	9%	5%	4%	9%	4%	1%	1%	11%	10%	8%	7%	4%	8%	8%
- 커머스	14%	11%	7%	8%	13%	10%	9%	10%	12%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
- 영화	9%	-11%	-5%	-4%	18%	15%	19%	-1%	5%	7%	7%	7%	0%	12%	7%	7%
- 음악	5%	6%	6%	2%	9%	3%	-2%	-4%	3%	6%	6%	6%	5%	2%	5%	7%
세전이익	1,111	873	558	103	771	892	539	-323	581	1,028	925	788	2,645	1,879	3,321	3,774
RPM	14%	11%	7%	1%	9%	9%	6%	-3%	7%	11%	10%	8%	8%	5%	9%	9%
순이익 (지배주주)	**918**	**725**	**420**	**373**	**425**	**632**	**290**	**-293**	**402**	**689**	**606**	**539**	**2,436**	**1,055**	**2,236**	**2,529**
NIM	12%	9%	5%	4%	5%	6%	3%	-3%	5%	7%	6%	5%	7%	3%	6%	6%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 44] CJ ENM 미디어부문 실적 Breakdown 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
미디어 매출액	**3,404**	**3,695**	**4,068**	**4,512**	**3,800**	**4,264**	**4,269**	**4,451**	**3,958**	**4,622**	**4,814**	**5,052**	**15,678**	**16,784**	**18,445**	**20,752**
- 광고	1,196	1,419	1,453	1,582	1,398	1,723	1,465	1,544	1,314	1,809	1,714	1,853	5,650	6,130	6,690	7,025
- 수신료	502	501	496	586	530	527	525	614	530	527	525	614	2,085	2,196	2,196	2,196
- 기타	1,706	1,774	2,120	2,344	1,872	2,015	2,279	2,294	2,114	2,285	2,575	2,585	7,944	8,460	9,559	11,532
미디어 매출액(YoY)	19%	11%	28%	26%	12%	15%	5%	-1%	4%	8%	13%	13%	21%	7%	10%	13%
- 광고	10%	10%	24%	12%	17%	21%	1%	-2%	-6%	5%	17%	20%	14%	8%	9%	5%
- 수신료	3%	2%	-3%	8%	6%	5%	6%	5%	0%	0%	0%	0%	2%	5%	0%	0%
- 기타	33%	15%	43%	43%	10%	14%	8%	-2%	13%	13%	13%	13%	34%	6%	13%	21%
미디어 영업이익	**246**	**292**	**372**	**205**	**137**	**365**	**161**	**46**	**29**	**503**	**466**	**423**	**1,115**	**709**	**1,421**	**1,705**
미디어 기타매출	1,706	1,774	2,120	2,344	1,872	2,015	2,279	2,294	-	-	-	-	7,944	8,460	-	-
- 콘텐츠판매	774	539	880	770	848	926	859	696	-	-	-	-	2,963	3,329	-	-
(드래곤)	321	288	634	378	562	603	600	428	-	-	-	-	1,621	2,193	-	-
(예능/자체드라마)	453	251	246	392	286	323	259	268	-	-	-	-	1,342	1,136	-	-
- 기타	932	1,235	1,240	1,574	1,024	1,089	1,420	1,598	-	-	-	-	4,981	5,131	-	-
(디지털광고)	392	521	545	609	547	690	678	613	-	-	-	-	2,068	2,528	-	-
(해외/기타매출)	539	714	695	965	477	399	742	985	-	-	-	-	2,913	2,603	-	-
드래곤 실적																
영업이익	107	73	215	4	110	108	109	-40	62	208	240	113	399	287	623	749
미디어 실적(드래곤 제외)																
영업이익	139	219	157	201	27	257	51	86	-33	294	227	311	716	422	799	956

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ ENM (035760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**22,600**	**34,268**	**45,324**	**37,653**	**40,838**
매출원가	9,880	19,980	28,677	23,077	25,007
매출총이익	12,720	14,288	16,647	14,575	15,831
판관비	10,475	11,778	13,690	11,366	12,317
영업이익	**2,245**	**2,510**	**2,957**	**3,209**	**3,514**
EBITDA	4,691	7,774	10,904	11,601	11,905
영업외손익	-402	-338	-957	112	260
외환관련손익	-1	-24	0	0	0
이자손익	-136	-203	-86	-302	-302
관계기업관련손익	61	-21	386	614	762
기타	-325	-90	-1,257	-200	-200
법인세비용차감전순손익	1,843	2,173	2,000	3,321	3,774
법인세비용	409	330	961	913	1,038
계속사업순손익	1,434	1,842	1,039	2,408	2,736
중단사업순손익	0	0	-441	0	0
당기순이익	1,434	1,842	598	2,408	2,736
지배지분순이익	**1,309**	**1,626**	**1,055**	**2,236**	**2,529**
포괄순이익	1,419	1,337	1,292	3,033	3,361
지배지분포괄이익	1,305	1,132	1,225	2,865	3,175

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**6,640**	**18,066**	**18,579**	**20,818**	**24,015**
현금및현금성자산	1,143	4,534	2,959	5,121	7,483
매출채권 및 기타채권	3,725	9,413	9,127	9,194	9,922
재고자산	764	942	1,253	1,263	1,370
비유동자산	21,379	49,484	53,474	54,469	55,416
유형자산	8,156	13,982	15,986	15,986	15,986
관계기업등 지분관련자산	957	12,408	13,423	14,419	15,366
기타투자자산	1,925	2,764	2,461	2,461	2,461
자산총계	**28,018**	**67,549**	**72,053**	**75,287**	**79,431**
유동부채	7,315	20,218	25,467	25,544	27,523
매입채무 및 기타채무	4,464	9,406	9,780	9,708	11,539
단기차입금	218	6,928	7,496	7,644	7,792
유동성장기부채	1,519	2,009	5,264	5,264	5,264
비유동부채	5,862	13,075	10,641	10,641	10,641
장기차입금	0	2,705	2,758	2,758	2,758
사채	5,110	7,623	2,957	2,957	2,957
부채총계	**13,177**	**33,293**	**36,108**	**36,185**	**38,163**
지배지분	10,283	27,632	29,104	31,690	33,856
자본금	311	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	804	22,450	22,415	22,415	22,415
이익잉여금	9,241	10,699	11,514	13,475	15,641
비지배지분	4,558	6,624	6,841	7,412	7,412
자본총계	**14,841**	**34,256**	**35,945**	**39,102**	**41,268**
순차입금	**4,890**	**13,842**	**14,822**	**12,809**	**10,594**
총차입금	6,861	19,328	19,883	20,031	20,180

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**3,300**	**5,867**	**7,978**	**7,825**	**10,296**
당기순이익	1,434	1,842	598	2,408	2,736
감가상각비	1,657	1,802	2,164	2,187	2,187
외환손익	4	37	-47	0	0
종속,관계기업관련손익	-61	21	-386	-614	-762
자산부채의 증감	-944	-815	-1,328	-3,036	-745
기타현금흐름	1,209	2,980	6,976	6,880	6,880
투자활동 현금흐름	**-2,564**	**-1,584**	**-8,892**	**-8,725**	**-8,725**
투자자산	-548	80	-271	-333	-333
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,832	-2,292	-2,315	-2,187	-2,187
유형자산 감소	9	34	25	0	0
기타현금흐름	-192	595	-6,331	-6,205	-6,205
재무활동 현금흐름	**-618**	**-889**	**-1,346**	**-343**	**-432**
단기차입금	-1,371	1,309	518	148	148
사채 및 장기차입금	928	-106	-1,410	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-177	-208	-289	-328	-417
기타현금흐름	2	-1,885	-166	-163	-163
연결범위변동 등 기타	-7	-3	686	3,405	1,223
현금의 증감	**111**	**3,391**	**-1,575**	**2,161**	**2,363**
기초 현금	1,032	1,143	4,534	2,959	5,121
기말 현금	1,143	4,534	2,959	5,121	7,483
NOPLAT	**2,245**	**2,510**	**2,957**	**3,209**	**3,514**
FCF	**1,417**	**4,285**	**5,841**	**5,496**	**8,008**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	21,054	11,514	4,809	10,196	11,532
BPS	170,555	140,757	148,236	161,407	172,437
EBITDAPS	75,472	55,033	49,725	52,901	54,290
SPS	363,607	242,601	206,684	171,702	186,227
DPS	3,000	1,200	1,400	1,850	2,050
PER	**9.4**	**20.0**	**33.2**	**10.9**	**9.6**
PBR	**1.2**	**1.6**	**1.1**	**0.7**	**0.6**
EV/EBITDA	**4.6**	**6.6**	**5.2**	**4.2**	**3.6**
PSR	**0.5**	**0.9**	**0.8**	**0.8**	**0.6**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**2.3**	**51.6**	**32.3**	**-16.9**	**8.5**
영업이익 증가율 (%)	**25.5**	**11.8**	**17.8**	**8.5**	**9.5**
지배순이익 증가율 (%)	**458.6**	**24.3**	**-35.2**	**112.0**	**13.1**
매출총이익률 (%)	56.3	41.7	36.7	38.7	38.8
영업이익률 (%)	**9.9**	**7.3**	**6.5**	**8.5**	**8.6**
지배순이익률 (%)	5.8	4.7	2.3	5.9	6.2
EBITDA 마진 (%)	20.8	22.7	24.1	30.8	29.2
ROIC	10.7	8.5	4.4	6.4	7.0
ROA	4.7	3.4	1.5	3.0	3.3
ROE	**13.5**	**8.6**	**3.7**	**7.4**	**7.7**
부채비율 (%)	88.8	97.2	100.5	92.5	92.5
순차입금/자기자본 (%)	47.6	50.1	50.9	40.4	31.3
영업이익/금융비용 (배)	11.1	7.5	21.4	5.8	6.4

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(6) 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이 및 전망

[표 45] 스튜디오드래곤 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
총제작편수(편)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26	28	33	39
매출액	**799**	**743**	**1,237**	**1,017**	**1,118**	**1,282**	**1,312**	**974**	**1,190**	**1,429**	**1,615**	**1,444**	**3,796**	**4,686**	**5,678**	**6,826**
- 편성	407	341	489	544	441	581	608	457	417	489	527	573	1,781	2,087	2,006	2,360
- 판매	321	288	634	378	562	603	600	428	651	837	979	777	1,621	2,193	3,245	4,017
- 기타	71	114	114	95	115	98	104	89	121	103	109	93	395	406	426	448
매출액(YoY)	6%	20%	60%	42%	40%	73%	6%	-4%	6%	11%	23%	48%	32%	23%	21%	20%
- 편성	54%	41%	17%	40%	8%	71%	24%	-16%	-5%	-16%	-13%	25%	36%	17%	-4%	18%
- 판매	-12%	9%	172%	47%	75%	109%	-5%	13%	16%	39%	63%	82%	45%	35%	48%	24%
- 기타	-43%	-2%	-8%	33%	63%	-14%	-9%	-7%	5%	5%	5%	5%	-10%	3%	5%	5%
국내판매	94	123	172	130	136	181	161	111	-	-	-	-	519	588	-	-
해외판매	227	165	462	248	426	422	439	317	-	-	-	-	1,102	1,604	-	-
매출원가	662	637	989	952	968	1,128	1,159	951	1,084	1,171	1,328	1,263	3,240	4,207	4,845	5,824
COGS Ratio	83%	86%	80%	94%	87%	88%	88%	98%	91%	82%	82%	87%	85%	90%	85%	85%
매출총이익	**137**	**106**	**248**	**65**	**150**	**154**	**153**	**22**	**106**	**259**	**288**	**181**	**556**	**479**	**833**	**1,001**
GPM	17%	14%	20%	6%	13%	12%	12%	2%	9%	18%	18%	13%	15%	10%	15%	15%
판관비	30	33	33	60	40	46	44	62	44	50	48	68	157	191	210	252
SG&A Ratio	4%	4%	3%	6%	4%	4%	3%	6%	4%	4%	3%	5%	4%	4%	4%	4%
영업이익	**107**	**73**	**215**	**4**	**110**	**108**	**109**	**-40**	**62**	**208**	**240**	**113**	**399**	**287**	**623**	**749**
OPM	13%	10%	17%	0%	10%	8%	8%	-4%	5%	15%	15%	8%	11%	6%	11%	11%
세전이익	108	110	221	17	132	119	131	-51	73	219	251	125	457	331	668	806
RPM	14%	15%	18%	2%	12%	9%	10%	-5%	6%	15%	16%	9%	12%	7%	12%	12%
순이익	**79**	**89**	**173**	**17**	**92**	**73**	**115**	**-16**	**55**	**166**	**190**	**95**	**358**	**265**	**506**	**611**
NIM	10%	12%	14%	2%	8%	6%	9%	-2%	5%	12%	12%	7%	9%	6%	9%	9%
[성장률; YoY]																
매출액	6%	20%	60%	42%	40%	73%	6%	-4%	6%	11%	23%	48%	32%	23%	21%	20%
영업이익	-24%	-18%	223%	-87%	3%	47%	-49%	적전	-44%	93%	120%	흑전	21%	-28%	117%	20%
순이익	-41%	217%	206%	-13%	17%	-17%	-34%	적전	-40%	126%	65%	흑전	50%	-26%	91%	21%

자료: 유안타증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**2,868**	**3,796**	**4,686**	**5,678**	**6,826**
매출원가	2,397	3,240	4,207	4,845	5,824
매출총이익	471	556	479	833	1,001
판관비	142	157	192	210	252
영업이익	**330**	**399**	**287**	**623**	**749**
EBITDA	743	1,152	1,475	1,877	2,221
영업외손익	-27	57	44	46	57
외환관련손익	-14	26	75	0	0
이자손익	-12	34	34	35	47
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-3	-65	10	10
법인세비용차감전순손익	303	456	331	668	806
법인세비용	64	98	66	162	195
계속사업순손익	238	358	265	506	611
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	238	358	265	506	611
지배지분순이익	**238**	**358**	**265**	**506**	**611**
포괄순이익	238	347	265	506	611
지배지분포괄이익	238	347	265	506	611

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**2,898**	**2,472**	**2,556**	**3,110**	**3,799**
현금및현금성자산	513	1,530	550	740	1,204
매출채권 및 기타채권	549	688	749	1,110	1,335
재고자산	13	6	4	6	8
비유동자산	1,696	2,652	3,251	3,251	3,251
유형자산	11	10	0	0	0
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	38	37	99	99	99
자산총계	**4,595**	**5,124**	**5,807**	**6,361**	**7,050**
유동부채	907	1,082	1,432	1,479	1,557
매입채무 및 기타채무	342	599	160	208	286
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	100	0	0	0	0
비유동부채	3	29	85	85	85
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**910**	**1,111**	**1,517**	**1,564**	**1,643**
지배지분	3,684	4,013	4,290	4,796	5,407
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,196	3,201	3,217	3,217	3,217
이익잉여금	321	676	941	1,448	2,059
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**3,684**	**4,013**	**4,290**	**4,796**	**5,407**
순차입금	**-1,826**	**-1,576**	**-1,272**	**-1,462**	**-1,925**
총차입금	100	21	70	70	70

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**-72**	**-291**	**-56**	**330**	**821**
당기순이익	0	0	265	506	611
감가상각비	3	3	32	21	21
외환손익	8	-5	-36	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-729	-1,394	-1,422	-1,431	-1,262
기타현금흐름	646	1,105	1,106	1,234	1,452
투자활동 현금흐름	**-1,410**	**1,406**	**-1,276**	**-1,254**	**-1,472**
투자자산	0	0	-127	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-2	-11	-21	-21
유형자산 감소	1	0	1	0	0
기타현금흐름	-1,410	1,408	-1,138	-1,234	-1,452
재무활동 현금흐름	**1,881**	**-97**	**2**	**-10**	**-10**
단기차입금	-81	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-100	-100	0	0	0
자본	2,078	0	12	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-16	3	-10	-10	-10
연결범위변동 등 기타	-1	-1	350	1,125	1,125
현금의 증감	**398**	**1,017**	**-980**	**190**	**464**
기초 현금	115	513	1,530	550	740
기말 현금	513	1,530	550	740	1,204
NOPLAT	**330**	**399**	**287**	**623**	**749**
FCF	**-58**	**-330**	**-16**	**275**	**757**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,050	1,278	943	1,803	2,175
BPS	13,141	14,305	15,268	17,070	19,246
EBITDAPS	3,271	4,108	5,251	6,681	7,905
SPS	12,628	13,539	16,678	20,208	24,293
DPS	0	0	0	0	0
PER	**60.3**	**75.9**	**85.8**	**41.1**	**34.1**
PBR	**4.8**	**6.8**	**5.3**	**4.3**	**3.9**
EV/EBITDA	**21.4**	**22.2**	**14.5**	**10.7**	**8.5**
PSR	**5.0**	**7.2**	**4.9**	**3.8**	**3.1**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**85.7**	**32.4**	**23.4**	**21.2**	**20.2**
영업이익 증가율 (%)	**98.3**	**21.0**	**-28.0**	**116.8**	**20.3**
지배순이익 증가율 (%)	**192.9**	**50.3**	**-26.1**	**91.2**	**20.7**
매출총이익률 (%)	16.4	14.6	10.2	14.7	14.7
영업이익률 (%)	**11.5**	**10.5**	**6.1**	**11.0**	**11.0**
지배순이익률 (%)	8.3	9.4	5.7	8.9	9.0
EBITDA 마진 (%)	25.9	30.3	31.5	33.1	32.5
ROIC	19.7	19.3	10.3	16.7	18.6
ROA	6.8	7.4	4.8	8.3	9.1
ROE	**9.5**	**9.3**	**6.4**	**11.1**	**12.0**
부채비율 (%)	24.7	27.7	35.4	32.6	30.4
순차입금/자기자본 (%)	-49.6	-39.3	-29.6	-30.5	-35.6
영업이익/금융비용 (배)	19.0	343.0	94.6	0.0	0.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(7) CJ CGV 분기별 실적 추이 및 전망

[표 46] CJ CGV 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결매출액	**4,412**	**4,048**	**4,730**	**4,504**	**4,646**	**4,819**	**4,975**	**4,983**	**3,601**	**5,228**	**5,349**	**5,579**	**17,694**	**19,423**	**19,758**	**23,528**
본사	2,202	2,214	2,820	2,512	2,488	2,663	2,821	2,567	1,823	2,656	2,927	2,729	9,748	10,539	10,136	11,259
4DX	218	294	374	339	209	319	283	318	136	351	311	392	1,225	1,129	1,190	1,476
중국 본사/상영관/광고	900	702	863	697	971	847	925	886	291	898	926	1,034	3,139	3,629	3,149	4,827
베트남 상영관	320	403	345	308	457	534	451	419	516	587	496	482	1,376	1,861	2,082	2,394
인도네시아 상영관	192	233	234	258	239	323	305	329	275	355	336	378	917	1,196	1,344	1,478
터키 상영관	627	317	212	521	387	263	256	550	484	302	294	495	1,677	1,456	1,576	1,812
연결영업이익	**192**	**3**	**326**	**256**	**235**	**235**	**310**	**452**	**-26**	**344**	**332**	**549**	**777**	**1,232**	**1,199**	**1,974**
본사	11	-12	256	106	73	93	265	254	-49	224	252	257	361	684	683	1,089
4DX	-3	40	60	38	-5	46	16	-44	-40	50	20	30	135	13	60	123
중국 본사/상영관/광고	75	-28	76	13	92	19	33	38	-81	25	38	63	134	182	44	210
베트남 상영관	22	52	11	-6	72	64	41	25	77	53	45	43	79	202	219	299
인도네시아 상영관	-10	15	19	31	2	64	42	59	11	47	36	68	55	167	162	193
터키 상영관	128	-33	-68	100	23	-29	-50	122	77	-33	-38	110	127	66	116	152
OPM	4%	0%	7%	6%	5%	5%	6%	9%	-1%	7%	6%	10%	4%	6%	6%	8%
본사	1%	-1%	9%	4%	3%	3%	9%	10%	-3%	8%	9%	9%	4%	6%	7%	10%
자회사	8%	1%	4%	8%	8%	7%	2%	8%	1%	5%	3%	10%	5%	6%	5%	7%
연결순이익(지배주주)	**-53**	**-170**	**14**	**-1,197**	**-69**	**-88**	**18**	**-1,387**	**-319**	**11**	**6**	**99**	**-1,407**	**-1,526**	**-202**	**388**
NIM	-1%	-4%	0%	-27%	-1%	-2%	0%	-28%	-9%	0%	0%	2%	-8%	-8%	-1%	2%
성장성(YoY)																
연결매출액	9%	6%	0%	-1%	5%	19%	5%	11%	-22%	8%	8%	12%	3%	10%	2%	19%
연결영업이익	32%	흑전	1%	-40%	23%	8720%	-5%	77%	적전	47%	7%	21%	-10%	59%	-3%	65%
연결순이익	적지	적지	-95%	적지	적지	적지	29%	적지	적지	흑전	-66%	흑전	적지	적지	적지	흑전
매출액	**2,202**	**2,214**	**2,820**	**2,512**	**2,488**	**2,663**	**2,821**	**2,567**	**1,823**	**2,656**	**2,927**	**2,729**	**9,748**	**10,539**	**10,136**	**11,259**
상영	1,487	1,471	1,903	1,629	1,687	1,717	1,849	1,656	1,182	1,739	1,934	1,788	6,490	6,910	6,642	7,423
매점	376	371	494	410	445	482	517	467	307	467	517	483	1,652	1,910	1,774	2,022
광고	211	231	281	281	186	276	293	285	175	291	312	297	1,003	1,040	1,075	1,201
기타	128	141	143	192	169	188	161	158	160	159	164	162	603	677	645	612
매출총이익	**1,156**	**1,159**	**1,509**	**1,335**	**998**	**1,059**	**1,246**	**1,137**	**783**	**1,138**	**1,251**	**1,207**	**5,158**	**4,440**	**4,379**	**4,953**
GPM	52%	52%	54%	53%	40%	40%	44%	44%	43%	43%	43%	44%	53%	42%	43%	44%
영업이익	**11**	**-12**	**256**	**106**	**73**	**93**	**265**	**254**	**-49**	**224**	**252**	**257**	**361**	**684**	**683**	**1,089**
OPM	1%	-1%	9%	4%	3%	3%	9%	10%	-3%	8%	9%	9%	4%	6%	7%	10%
성장성(YoY)																
본사 매출액	2%	12%	5%	1%	13%	20%	0%	2%	-27%	0%	4%	6%	5%	8%	-4%	11%
본사 영업이익	-74%	적지	14%	-59%	552%	흑전	3%	139%	적전	140%	-5%	1%	-18%	89%	0%	59%
[점포수]																
국내 직영점(개)	102	102	104	108	110	111	112	115	115	116	118	120	108	115	120	122
중국 점포(개)	100	101	107	118	120	125	134	141	141	143	145	147	118	141	147	154
베트남 점포(개)	55	57	63	71	73	76	77	82	84	86	88	90	71	82	90	98
인도네시아 점포(개)	46	46	47	57	57	61	62	67	69	71	73	77	57	67	77	87
터키 점포(개)	97	99	101	106	107	107	107	108	109	110	111	112	106	108	112	116
4DX 글로벌 스크린수(개)	498	540	562	612	630	656	679	730	740	760	780	800	612	730	800	900

주: 연결대상 중국실적은 중국 CGV 실적에서 JV 사이트 실적을 차감해 산출
자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV (079160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**17,144**	**17,694**	**19,423**	**19,758**	**23,528**
매출원가	8,471	8,570	11,573	10,128	11,771
매출총이익	8,673	9,123	7,850	9,630	11,757
판관비	7,810	8,346	6,618	8,431	9,784
영업이익	**862**	**777**	**1,232**	**1,199**	**1,974**
EBITDA	2,556	2,371	4,963	4,689	5,452
영업외손익	-747	-2,882	-3,517	-1,367	-1,338
외환관련손익	35	-16	0	0	0
이자손익	-342	-419	-360	-1,400	-1,421
관계기업관련손익	47	47	36	39	39
기타	-487	-2,494	-3,194	-7	43
법인세비용차감전순손익	115	-2,105	-2,286	-168	636
법인세비용	15	-219	105	-20	176
계속사업순손익	100	-1,885	-2,391	-148	459
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	100	-1,885	-2,391	-148	459
지배지분순이익	**-14**	**-1,407**	**-1,526**	**-202**	**388**
포괄순이익	-1,442	-3,601	-2,030	620	1,228
지배지분포괄이익	-582	-1,996	-232	142	281

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**4,576**	**4,970**	**4,103**	**8,733**	**11,914**
현금및현금성자산	1,326	1,853	791	5,199	7,982
매출채권 및 기타채권	2,018	1,903	1,633	1,829	2,178
재고자산	179	188	221	248	295
비유동자산	20,025	17,372	37,798	35,516	33,286
유형자산	10,020	8,998	29,488	27,382	25,276
관계기업등 지분관련자산	466	501	543	552	599
기타투자자산	439	472	750	750	750
자산총계	**24,601**	**22,342**	**41,901**	**44,250**	**45,199**
유동부채	8,684	8,628	11,345	12,367	13,618
매입채무 및 기타채무	3,565	2,904	2,663	2,632	2,830
단기차입금	2,547	1,963	2,903	3,956	5,008
유동성장기부채	1,301	2,336	2,963	2,963	2,963
비유동부채	8,141	8,211	26,829	26,079	25,329
장기차입금	5,122	3,033	2,821	3,321	3,821
사채	1,497	1,847	1,395	145	-1,105
부채총계	**16,824**	**16,839**	**38,174**	**38,446**	**38,947**
지배지분	3,080	2,598	2,609	4,062	4,377
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	899	899	899	899	899
이익잉여금	3,199	1,817	3,410	3,134	3,448
비지배지분	4,697	2,906	1,118	1,741	1,876
자본총계	**7,777**	**5,503**	**3,727**	**5,803**	**6,253**
순차입금	**9,529**	**9,648**	**30,663**	**26,558**	**24,077**
총차입금	11,111	11,556	31,758	32,061	32,364

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,943**	**1,087**	**918**	**2,599**	**3,248**
당기순이익	100	-1,885	-2,391	-148	459
감가상각비	1,310	1,386	3,249	3,306	3,306
외환손익	-34	19	-16	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	-7	-39	-39
자산부채의 증감	-594	-1,038	-285	-704	-650
기타현금흐름	1,161	2,606	367	184	172
투자활동 현금흐름	**-2,859**	**-434**	**-2,404**	**-1,204**	**-1,204**
투자자산	303	13	-232	-8	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,782	-2,453	-1,917	-1,200	-1,200
유형자산 감소	2	2,099	6	0	0
기타현금흐름	-382	-93	-260	5	5
재무활동 현금흐름	**360**	**-58**	**-268**	**-459**	**-459**
단기차입금	594	-450	820	1,053	1,053
사채 및 장기차입금	-25	-775	-184	-750	-750
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-122	-121	-157	-189	-189
기타현금흐름	-86	1,289	-747	-573	-573
연결범위변동 등 기타	-114	-68	690	3,471	1,198
현금의 증감	**-670**	**528**	**-1,063**	**4,408**	**2,784**
기초 현금	1,995	1,326	1,853	791	5,199
기말 현금	1,326	1,853	791	5,199	7,982
NOPLAT	**862**	**777**	**1,288**	**1,199**	**1,974**
FCF	**-933**	**-1,202**	**2,819**	**2,643**	**3,054**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-66	-6,647	-7,213	-956	1,835
BPS	14,554	12,271	12,329	19,197	20,683
EBITDAPS	12,080	11,204	23,455	22,160	25,762
SPS	81,015	83,613	91,784	93,367	111,186
DPS	350	200	350	350	350
PER	**-1,104.5**	**-9.1**	**-4.8**	**-25.3**	**13.2**
PBR	**5.0**	**4.9**	**2.8**	**1.3**	**1.2**
EV/EBITDA	**11.6**	**10.7**	**7.9**	**7.1**	**5.7**
PSR	**0.9**	**0.7**	**0.4**	**0.3**	**0.2**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**19.7**	**3.2**	**9.8**	**1.7**	**19.1**
영업이익 증가율 (%)	**22.6**	**-9.9**	**58.5**	**-2.6**	**64.5**
지배순이익 증가율 (%)	**적전**	**적지**	**적지**	**적지**	**-292.0**
매출총이익률 (%)	50.6	51.6	40.4	48.7	50.0
영업이익률 (%)	**5.0**	**4.4**	**6.3**	**6.1**	**8.4**
지배순이익률 (%)	-0.1	-7.9	-7.9	-1.0	1.7
EBITDA 마진 (%)	14.9	13.4	25.6	23.7	23.2
ROIC	4.7	5.0	5.6	3.3	4.7
ROA	-0.1	-6.0	-4.8	-0.5	0.9
ROE	**-0.4**	**-49.5**	**-58.6**	**-6.1**	**9.2**
부채비율 (%)	216.3	306.0	1,024.3	662.5	622.9
순차입금/자기자본 (%)	309.4	371.4	1,175.3	653.7	550.1
영업이익/금융비용 (배)	2.2	1.6	3.3	0.8	1.3

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(8) 제이콘텐트리 분기별 실적 추이 및 전망

[표 47] 제이콘텐트리 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**1,096**	**1,113**	**1,570**	**1,334**	**1,263**	**1,311**	**1,430**	**1,538**	**1,104**	**1,697**	**1,847**	**1,777**	**5,113**	**5,542**	**6,424**	**7,456**
방송	387	460	547	535	519	625	508	686	538	907	958	900	1,929	2,209	3,304	4,019
영화	704	648	1,022	797	738	820	915	806	566	789	888	877	2,990	3,206	3,120	3,437
영업이익	**40**	**82**	**182**	**42**	**110**	**163**	**153**	**-72**	**-9**	**162**	**188**	**193**	**347**	**354**	**534**	**734**
방송	3	59	35	25	56	8	56	-101	51	73	89	103	122	14	316	356
영화	30	16	150	17	55	156	111	68	-60	89	99	90	216	392	218	378
OPM	4%	7%	12%	3%	9%	12%	11%	-5%	-1%	10%	10%	11%	7%	6%	8%	10%
방송	1%	13%	6%	5%	11%	1%	11%	-15%	10%	8%	9%	11%	6%	1%	10%	9%
영화	4%	2%	15%	2%	7%	19%	12%	8%	-11%	11%	11%	10%	7%	12%	7%	11%
지배 순이익	**46**	**25**	**97**	**32**	**40**	**71**	**42**	**-188**	**-17**	**71**	**85**	**87**	**185**	**-33**	**226**	**333**
NIM	4%	2%	6%	2%	3%	5%	3%	-12%	-2%	4%	5%	5%	4%	-1%	4%	4%
[성장률; YoY]																
영업수익	26%	15%	36%	10%	15%	18%	-9%	15%	-13%	29%	29%	16%	22%	8%	16%	16%
영업이익	-23%	-8%	71%	-51%	176%	96%	-16%	적전	적전	-1%	23%	흑전	4%	2%	51%	37%
지배 순이익	32%	-21%	흑전	108%	-13%	185%	-57%	적전	적전	0%	104%	흑전	187%	적전	흑전	47%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 48] 제이콘텐트리 방송부문 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**387**	**460**	**547**	**535**	**525**	**491**	**508**	**686**	**538**	**907**	**958**	**900**	**1,929**	**2,209**	**3,304**	**4,019**
방영권	132	68	202	151	210	158	184	179	208	260	293	293	553	732	1,053	1,276
유통	161	289	237	266	277	299	308	436	292	612	650	535	953	1,320	2,090	2,579
- 국내	126	158	132	145	177	140	186	192	175	184	203	203	560	696	765	841
- 해외	35	132	105	121	100	158	122	244	117	428	448	333	393	624	1,325	1,738
기타	93	103	108	118	38	34	15	71	38	35	15	72	422	158	161	164
매출총이익	**70**	**145**	**104**	**117**	**133**	**96**	**130**	**2**	**130**	**161**	**185**	**198**	**437**	**361**	**674**	**736**
GPM	18%	32%	19%	22%	25%	20%	26%	0%	24%	18%	19%	22%	23%	16%	20%	18%
영업이익	**3**	**59**	**35**	**25**	**57**	**10**	**47**	**-101**	**51**	**73**	**89**	**103**	**122**	**14**	**316**	**356**
OPM	1%	13%	6%	5%	11%	2%	9%	-15%	10%	8%	9%	11%	6%	1%	10%	9%
[제이콘텐트리 본사]																
매출액	**174**	**138**	**199**	**187**	**172**	**206**	**181**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**699**	**-**	**-**	
- JTBC 향	130	60	119	100	110	125	122	-	-	-	-	-	409	-	-	
- JTBC 콘텐트허브향	38	72	71	73	54	74	37	-	-	-	-	-	254	-	-	
- 기타	6	6	9	14	8	7	22	-	-	-	-	-	36	-	-	
영업이익	**2**	**24**	**8**	**16**	**7**	**-33**	**10**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**50**	**-**	**-**	
OPM	1%	18%	4%	9%	4%	-16%	6%	-	-	-	-	-	7%	-	-	
[JTBC 콘텐트허브]																
매출액	**301**	**503**	**355**	**457**	**453**	**432**	**406**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**1,617**	**-**	**-**	
영업이익	**5**	**42**	**21**	**3**	**48**	**41**	**38**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**71**	**-**	**-**	
OPM	2%	8%	6%	1%	11%	9%	9%	-	-	-	-	-	4%	-	-	

자료: 유안타증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**4,203**	**5,113**	**5,542**	**6,424**	**7,456**
매출원가	1,998	2,738	3,071	3,534	4,033
매출총이익	2,206	2,375	2,471	2,890	3,423
판관비	1,872	2,027	2,116	2,356	2,689
영업이익	**333**	**347**	**354**	**534**	**734**
EBITDA	592	770	374	614	814
영업외손익	-90	-12	-190	-95	-89
외환관련손익	-8	4	6	0	0
이자손익	-50	-35	-87	-95	-89
관계기업관련손익	0	-1	2	0	0
기타	-32	20	-111	0	0
법인세비용차감전순손익	244	336	164	438	645
법인세비용	135	80	102	106	156
계속사업순손익	109	256	62	332	489
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	256	62	332	489
지배지분순이익	**64**	**184**	**-33**	**226**	**333**
포괄순이익	92	299	89	330	487
지배지분포괄이익	48	223	20	226	333

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**2,084**	**3,421**	**2,047**	**3,129**	**3,586**
현금및현금성자산	494	1,416	235	1,138	1,383
매출채권 및 기타채권	854	912	852	971	1,113
재고자산	237	329	383	442	513
비유동자산	4,536	4,791	8,438	8,714	8,906
유형자산	1,928	2,085	5,381	5,381	5,381
관계기업등 지분관련자산	5	4	144	420	692
기타투자자산	809	818	849	849	849
자산총계	**6,619**	**8,212**	**10,485**	**11,843**	**12,493**
유동부채	2,887	2,711	2,494	2,672	2,989
매입채무 및 기타채무	1,275	1,295	1,063	1,061	1,198
단기차입금	604	629	1,021	1,202	1,382
유동성장기부채	808	560	349	349	349
비유동부채	1,375	1,292	3,833	3,833	3,833
장기차입금	388	432	683	683	683
사채	554	371	0	0	0
부채총계	**4,262**	**4,003**	**6,326**	**6,505**	**6,822**
지배지분	1,584	3,370	3,288	4,203	4,536
자본금	570	720	720	720	720
자본잉여금	186	1,583	1,768	2,460	2,460
이익잉여금	750	955	664	890	1,222
비지배지분	773	839	871	1,135	1,135
자본총계	**2,357**	**4,209**	**4,159**	**5,338**	**5,670**
순차입금	**1,717**	**237**	**4,598**	**3,876**	**3,813**
총차입금	2,537	2,215	5,068	5,249	5,429

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**-35**	**248**	**-233**	**-609**	**-349**
당기순이익	109	256	62	332	489
감가상각비	163	177	0	0	0
외환손익	5	-2	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	1	0	0	0
자산부채의 증감	-420	-535	-905	-1,022	-918
기타현금흐름	109	353	610	80	80
투자활동 현금흐름	**-752**	**-478**	**-430**	**-352**	**-272**
투자자산	-46	-26	-291	-272	-272
유형자산 증가 (CAPEX)	-329	-288	-514	0	0
유형자산 감소	0	4	36	0	0
기타현금흐름	-378	-169	339	-80	0
재무활동 현금흐름	**728**	**1,152**	**-307**	**680**	**-11**
단기차입금	-1,330	25	-223	181	181
사채 및 장기차입금	854	-383	114	0	0
자본	0	1,548	0	691	0
현금배당	0	-13	-26	-26	-26
기타현금흐름	1,204	-25	-173	-166	-166
연결범위변동 등 기타	0	0	-210	1,184	876
현금의 증감	**-59**	**922**	**-1,180**	**903**	**244**
기초 현금	553	494	1,416	235	1,138
기말 현금	494	1,416	235	1,138	1,383
NOPLAT	**333**	**347**	**354**	**534**	**734**
FCF	**-341**	**-137**	**-1,264**	**-537**	**-282**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	532	1,448	-226	1,379	2,030
BPS	13,280	23,637	23,075	25,901	27,951
EBITDAPS	519	604	2,597	3,746	4,967
SPS	34,771	40,127	38,468	39,206	45,504
DPS	0	0	0	0	0
PER	**74.4**	**43.1**	**-170.5**	**23.2**	**15.7**
PBR	**3.0**	**2.6**	**1.7**	**1.2**	**1.1**
EV/EBITDA	**12.2**	**11.4**	**29.5**	**17.7**	**11.7**
PSR	**1.1**	**1.6**	**1.0**	**1.0**	**0.7**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**25.4**	**21.6**	**8.4**	**15.9**	**16.1**
영업이익 증가율 (%)	**15.2**	**4.2**	**1.9**	**50.7**	**37.5**
지배순이익 증가율 (%)	**-66.5**	**186.6**	**적전**	**흑전**	**47.2**
매출총이익률 (%)	52.5	46.4	44.6	45.0	45.9
영업이익률 (%)	**7.9**	**6.8**	**6.4**	**8.3**	**9.8**
지배순이익률 (%)	1.5	3.6	-0.6	3.5	4.5
EBITDA 마진 (%)	14.1	15.1	6.8	9.6	10.9
ROIC	5.6	9.7	2.8	5.8	7.9
ROA	1.1	2.5	-0.3	2.0	2.7
ROE	**5.3**	**7.4**	**-1.0**	**6.0**	**7.6**
부채비율 (%)	180.8	95.1	152.1	121.9	120.3
순차입금/자기자본 (%)	108.4	7.0	139.9	92.2	84.1
영업이익/금융비용 (배)	3.8	4.2	2.3	3.2	4.3

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(9) 에스엠 분기별 실적 추이 및 전망

[표 49] 에스엠 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019E	2020E	2021E
연결 매출액	**1,106**	**1,244**	**1,687**	**2,085**	**1,308**	**1,596**	**1,735**	**1,940**	**1,440**	**1,561**	**1,783**	**2,464**	**6,122**	**6,578**	**7,249**	**8,197**
SME	594	605	657	959	570	646	837	1,022	577	618	853	1,182	2,815	3,075	3,230	3,478
SM Japan	263	163	204	319	149	160	201	284	185	183	208	296	949	794	872	950
Dream Maker	67	124	179	213	163	140	294	199	156	162	283	265	583	796	866	870
SM C&C	375	525	445	625	352	427	398	488	340	443	413	510	1,970	1,666	1,706	1,746
키이스트	-	-	384	214	234	333	217	219	427	412	277	465	598	1,003	1,581	2,159
연결 영업이익	**104**	**100**	**121**	**152**	**28**	**38**	**199**	**138**	**37**	**42**	**213**	**269**	**477**	**404**	**561**	**687**
SME	93	84	74	167	86	19	157	110	69	37	155	164	418	372	424	492
SM Japan	60	29	45	44	20	42	36	39	28	26	31	44	178	136	129	141
Dream Maker	3	9	25	11	20	5	33	3	-2	5	31	24	48	60	59	59
SM C&C	-30	-3	4	9	-21	9	25	36	-31	11	28	46	-21	48	52	54
키이스트	-	-	8	-32	-12	7	-5	-5	23	4	5	17	-24	-15	49	54
(기타 및 내부거래)	-22	-19	-35	-47	-64	-44	-45	-44	-49	-41	-36	-26	-123	-197	-152	-112
OPM	9%	8%	7%	7%	2%	2%	11%	7%	3%	3%	12%	11%	8%	6%	8%	8%
SME	16%	14%	11%	17%	15%	3%	19%	11%	12%	6%	18%	14%	15%	12%	13%	14%
SM Japan	23%	18%	22%	14%	13%	26%	18%	14%	15%	14%	15%	15%	19%	17%	15%	15%
Dream Maker	4%	7%	14%	5%	12%	3%	11%	2%	-1%	3%	11%	9%	8%	8%	7%	7%
SM C&C	-8%	-1%	1%	1%	-6%	2%	6%	7%	-9%	2%	7%	9%	-1%	3%	3%	3%
키이스트	-	-	2%	-15%	-5%	2%	-2%	-2%	5%	1%	2%	4%	-4%	-1%	3%	3%
지배주주순이익	**112**	**51**	**64**	**80**	**-10**	**5**	**83**	**-169**	**44**	**31**	**152**	**166**	**306**	**-91**	**393**	**478**
NIM	10%	4%	4%	4%	-1%	0%	5%	-9%	3%	2%	9%	7%	5%	-1%	5%	6%
[본사 실적]																
매출액	**594**	**605**	**657**	**959**	**570**	**646**	**837**	**1,022**	**577**	**618**	**853**	**1,182**	**2,816**	**3,075**	**3,230**	**3,478**
음반	116	121	88	342	84	133	176	249	69	143	165	269	667	642	674	726
음원	98	106	94	153	152	134	162	171	167	147	178	188	451	619	650	700
매니지먼트	381	378	475	464	334	378	499	602	341	328	510	725	1,699	1,813	1,906	2,052
영업이익	**93**	**84**	**74**	**167**	**86**	**19**	**157**	**110**	**69**	**37**	**155**	**164**	**419**	**372**	**424**	**492**
OPM	16%	14%	11%	17%	15%	3%	19%	11%	12%	6%	18%	14%	15%	12%	13%	14%
[C&C 실적]																
매출액	**375**	**525**	**445**	**623**	**352**	**427**	**398**	**488**	**340**	**443**	**413**	**510**	**1,970**	**1,666**	**1,706**	**1,746**
영상콘텐츠	96	182	38	63	46	35	30	63	55	42	36	75	379	173	208	249
매니지먼트	53	50	55	53	53	54	60	65	55	57	63	69	210	232	244	256
여행	21	27	30	20	29	26	28	27	29	26	28	27	99	110	110	110
광고대행	205	266	322	488	223	309	277	330	200	319	286	340	1,280	1,139	1,145	1,150
영업이익	**-30**	**-3**	**4**	**8**	**-21**	**9**	**25**	**36**	**-31**	**11**	**28**	**46**	**-21**	**48**	**52**	**54**
OPM	-8%	-1%	1%	1%	-6%	2%	6%	7%	-9%	2%	7%	9%	-1%	3%	3%	3%

자료: 유안타증권 리서치센터

에스엠 (041510) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**3,654**	**6,122**	**6,579**	**7,249**	**8,197**
매출원가	2,490	4,095	4,422	4,836	5,469
매출총이익	1,164	2,027	2,157	2,412	2,728
판관비	1,055	1,550	1,752	1,851	2,041
영업이익	**109**	**477**	**404**	**561**	**687**
EBITDA	329	877	982	906	1,031
영업외손익	135	-18	-295	109	128
외환관련손익	-56	48	59	0	0
이자손익	-1	0	1	15	24
관계기업관련손익	206	-64	-51	-6	4
기타	-15	-2	-304	100	100
법인세비용차감전순손익	244	460	110	670	815
법인세비용	291	226	271	220	268
계속사업순손익	-47	234	-162	450	547
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-47	234	-162	450	547
지배지분순이익	**43**	**306**	**-91**	**393**	**478**
포괄순이익	-119	270	14	711	808
지배지분포괄이익	-14	345	-86	694	789

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**4,408**	**5,374**	**5,349**	**6,816**	**7,748**
현금및현금성자산	1,955	2,373	2,303	3,400	4,104
매출채권 및 기타채권	1,815	1,887	1,929	2,271	2,481
재고자산	86	115	104	133	150
비유동자산	3,567	4,651	5,009	5,009	4,903
유형자산	932	933	959	959	959
관계기업등 지분관련자산	815	1,011	959	959	953
기타투자자산	452	505	507	507	507
자산총계	**7,975**	**10,025**	**10,357**	**11,825**	**12,650**
유동부채	3,304	3,942	3,789	4,382	4,729
매입채무 및 기타채무	2,239	2,900	2,641	3,198	3,512
단기차입금	107	73	42	77	111
유동성장기부채	366	364	363	363	363
비유동부채	315	321	421	421	421
장기차입금	50	33	22	22	22
사채	62	69	74	74	74
부채총계	**3,619**	**4,263**	**4,210**	**4,803**	**5,150**
지배지분	3,443	4,242	4,546	5,200	5,677
자본금	109	115	117	117	117
자본잉여금	1,705	2,191	2,456	2,456	2,456
이익잉여금	1,341	1,742	1,653	2,045	2,523
비지배지분	914	1,519	1,601	1,822	1,822
자본총계	**4,356**	**5,761**	**6,147**	**7,022**	**7,500**
순차입금	**-1,404**	**-2,282**	**-2,191**	**-3,254**	**-3,924**
총차입금	586	539	622	656	691

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**775**	**1,200**	**302**	**908**	**893**
당기순이익	-47	234	-162	450	547
감가상각비	112	129	249	244	244
외환손익	41	0	-26	0	0
종속,관계기업관련손익	16	0	1	6	-4
자산부채의 증감	465	524	-351	-101	-203
기타현금흐름	188	313	591	309	309
투자활동 현금흐름	**-1,106**	**-1,270**	**-537**	**-490**	**-390**
투자자산	-212	-554	46	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-105	-104	-168	-244	-244
유형자산 감소	67	7	4	0	0
기타현금흐름	-855	-619	-419	-246	-146
재무활동 현금흐름	**639**	**460**	**-21**	**69**	**69**
단기차입금	-33	-65	-40	34	34
사채 및 장기차입금	77	-11	-13	0	0
자본	0	350	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	595	186	32	34	34
연결범위변동 등 기타	-49	29	186	610	132
현금의 증감	**259**	**419**	**-70**	**1,097**	**704**
기초 현금	1,696	1,955	2,373	2,303	3,400
기말 현금	1,955	2,373	2,303	3,400	4,104
NOPLAT	**109**	**477**	**404**	**561**	**687**
FCF	**558**	**1,064**	**-538**	**376**	**359**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	199	1,361	-388	1,675	2,037
BPS	15,966	18,450	19,416	22,208	24,248
EBITDAPS	1,515	3,902	4,188	3,862	4,399
SPS	16,795	27,227	28,060	30,915	34,960
DPS	0	0	0	0	0
PER	**141.7**	**31.8**	**-99.0**	**15.6**	**12.8**
PBR	**1.8**	**2.3**	**2.0**	**1.2**	**1.1**
EV/EBITDA	**17.1**	**10.2**	**8.6**	**5.3**	**3.9**
PSR	**1.7**	**1.6**	**1.4**	**0.9**	**0.7**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**4.4**	**67.6**	**7.5**	**10.2**	**13.1**
영업이익 증가율 (%)	**-47.2**	**336.4**	**-15.3**	**38.8**	**22.4**
지배순이익 증가율 (%)	**18.6**	**606.9**	**적전**	**흑전**	**21.6**
매출총이익률 (%)	31.9	33.1	32.8	33.3	33.3
영업이익률 (%)	**3.0**	**7.8**	**6.1**	**7.7**	**8.4**
지배순이익률 (%)	1.2	5.0	-1.4	5.4	5.8
EBITDA 마진 (%)	9.0	14.3	14.9	12.5	12.6
ROIC	-1.3	13.8	-28.9	17.2	23.0
ROA	0.7	3.4	-0.9	3.5	3.9
ROE	**1.3**	**8.0**	**-2.1**	**8.1**	**8.8**
부채비율 (%)	83.1	74.0	68.5	68.4	68.7
순차입금/자기자본 (%)	-40.8	-53.8	-48.2	-62.6	-69.1
영업이익/금융비용 (배)	9.1	18.7	9.8	11.4	13.2

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(10) 와이지엔터테인먼트 분기별 실적 추이 및 전망

[표 50] 와이지엔터테인먼트 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**773**	**627**	**652**	**807**	**647**	**781**	**637**	**580**	**610**	**845**	**700**	**944**	**2,858**	**2,645**	**3,099**	**4,421**
본사	575	371	373	392	417	379	352	330	332	362	343	481	1,711	1,477	1,518	2,440
YG Plus	154	281	277	312	240	413	313	396	252	433	328	416	1,023	1,362	1,430	1,501
연결 영업이익	**19**	**18**	**23**	**36**	**-23**	**2**	**-30**	**71**	**1**	**40**	**22**	**52**	**95**	**20**	**115**	**423**
본사	14	20	31	24	9	-1	3	65	16	32	18	48	89	76	115	306
YG Plus	-14	1	9	12	-14	21	-4	4	0	23	15	14	9	6	52	54
(기타 및 내부거래)	23	-7	-10	-8	-18	-18	-28	2	-15	-16	-12	-9	-3	-62	-51	63
OPM	2%	3%	4%	4%	-3%	0%	-5%	12%	0%	5%	3%	6%	3%	1%	4%	10%
본사	3%	5%	8%	6%	2%	0%	1%	20%	5%	9%	5%	10%	5%	5%	8%	13%
YG Plus	-9%	0%	3%	4%	-6%	5%	-1%	1%	0%	5%	5%	3%	1%	0%	4%	4%
지배주주 순이익	**23**	**-1**	**20**	**145**	**84**	**-61**	**-48**	**-194**	**3**	**24**	**14**	**36**	**178**	**-219**	**78**	**294**
NIM	3%	0%	3%	18%	13%	-8%	-8%	-33%	1%	3%	2%	4%	6%	-8%	3%	7%
[본사 실적]																
매출액	**575**	**371**	**373**	**392**	**417**	**379**	**352**	**330**	**332**	**362**	**343**	**481**	**1,711**	**1,477**	**1,518**	**2,440**
음반/음원	136	173	176	144	147	149	135	118	156	167	153	170	629	549	645	928
- 앨범/DVD	20	42	28	27	23	48	28	22	28	51	32	35	117	120	145	223
- 디지털콘텐츠	110	127	139	114	114	97	99	95	116	112	112	134	490	404	474	676
- 굿즈(기타)	6	4	9	3	11	4	9	1	11	4	9	1	22	25	26	28
매니지먼트	406	194	184	229	261	229	216	222	176	196	190	311	1,012	927	872	1,512
방송제작	34	4	13	19	9	1	1	-	-	-	-	-	70	11	0	0
매출총이익	112	116	108	128	103	109	98	161	113	129	117	146	465	471	504	691
GPM	20%	31%	29%	33%	25%	29%	28%	49%	34%	35%	34%	30%	27%	32%	33%	28%
영업이익	**14**	**20**	**31**	**24**	**9**	**-1**	**3**	**65**	**16**	**32**	**18**	**48**	**89**	**76**	**115**	**306**
OPM	3%	5%	8%	6%	2%	0%	1%	20%	5%	9%	5%	10%	5%	5%	8%	13%

자료: 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 (122870) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**3,499**	**2,858**	**2,645**	**3,099**	**4,421**
매출원가	2,492	2,008	1,848	2,297	3,094
매출총이익	1,007	850	797	802	1,326
판관비	765	754	788	687	903
영업이익	**242**	**96**	**9**	**115**	**423**
EBITDA	353	190	176	143	449
영업외손익	59	168	-30	28	39
외환관련손익	-4	5	6	0	0
이자손익	68	45	27	28	39
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-5	119	-63	0	0
법인세비용차감전순손익	300	264	-20	143	462
법인세비용	181	89	219	50	153
계속사업순손익	119	175	-239	93	309
중단사업순손익	0	-16	-8	0	0
당기순이익	119	159	-246	93	309
지배지분순이익	**178**	**178**	**-219**	**78**	**294**
포괄순이익	57	170	-233	92	308
지배지분포괄이익	128	186	-67	58	195

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**3,072**	**2,327**	**2,220**	**2,530**	**2,990**
현금및현금성자산	989	586	535	592	769
매출채권 및 기타채권	409	310	252	384	535
재고자산	185	232	190	310	442
비유동자산	2,764	3,616	3,552	3,552	3,758
유형자산	867	1,054	1,461	1,461	1,461
관계기업등 지분관련자산	142	243	242	242	242
기타투자자산	1,047	1,639	1,221	1,221	1,453
자산총계	**5,836**	**5,943**	**5,772**	**6,082**	**6,748**
유동부채	733	627	1,303	1,556	1,891
매입채무 및 기타채무	550	372	328	426	608
단기차입금	17	34	9	163	317
유동성장기부채	0	0	673	673	673
비유동부채	782	822	290	290	290
장기차입금	37	68	146	146	146
사채	34	38	0	0	0
부채총계	**1,515**	**1,449**	**1,593**	**1,845**	**2,181**
지배지분	3,428	3,598	3,362	3,412	3,679
자본금	93	93	86	86	86
자본잉여금	2,095	2,095	2,099	2,099	2,099
이익잉여금	1,241	1,397	1,149	1,200	1,466
비지배지분	893	897	816	824	889
자본총계	**4,321**	**4,494**	**4,179**	**4,236**	**4,567**
순차입금	**-1,418**	**-598**	**-506**	**-410**	**-432**
총차입금	772	840	955	1,109	1,263

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**219**	**225**	**372**	**468**	**735**
당기순이익	119	175	-239	93	309
감가상각비	42	51	121	0	0
외환손익	7	0	-2	0	0
종속,관계기업관련손익	4	7	-2	0	0
자산부채의 증감	-68	27	368	204	256
기타현금흐름	114	-35	126	171	169
투자활동 현금흐름	**-538**	**-656**	**-378**	**-35**	**-7**
투자자산	-528	-391	-91	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-303	-259	-279	0	0
유형자산 감소	2	1	1	0	0
기타현금흐름	291	-7	-8	-35	-7
재무활동 현금흐름	**708**	**14**	**-192**	**-9**	**-9**
단기차입금	-4	16	-25	154	154
사채 및 장기차입금	87	32	1	0	0
자본	500	0	-3	0	0
현금배당	-35	-29	-29	-27	-27
기타현금흐름	161	-5	-135	-136	-136
연결범위변동 등 기타	-24	14	147	-367	-542
현금의 증감	**365**	**-403**	**-51**	**58**	**177**
기초 현금	624	989	586	535	592
기말 현금	989	586	535	592	769
NOPLAT	**252**	**95**	**243**	**115**	**423**
FCF	**-169**	**-74**	**487**	**306**	**566**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	991	968	-1,203	428	1,614
BPS	17,670	18,544	18,624	18,893	20,369
EBITDAPS	1,847	970	958	785	2,469
SPS	18,292	14,625	14,369	17,023	24,284
DPS	150	150	150	150	150
PER	**29.6**	**36.2**	**-22.7**	**58.8**	**15.6**
PBR	**1.7**	**1.9**	**1.5**	**1.3**	**1.2**
EV/EBITDA	**13.2**	**35.2**	**30.0**	**41.2**	**11.2**
PSR	**1.6**	**2.4**	**1.9**	**1.8**	**1.0**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**8.7**	**-18.3**	**-7.5**	**17.2**	**42.7**
영업이익 증가율 (%)	**-21.1**	**-62.4**	**-78.7**	**467.8**	**268.2**
지배순이익 증가율 (%)	**-4.9**	**0.0**	**적전**	**흑전**	**276.6**
매출총이익률 (%)	28.8	29.7	30.1	25.9	30.0
영업이익률 (%)	**7.2**	**3.3**	**0.8**	**3.7**	**9.6**
지배순이익률 (%)	5.1	6.2	-8.3	2.5	6.6
EBITDA 마진 (%)	10.1	6.6	6.7	4.6	10.2
ROIC	7.4	3.5	11.7	3.3	11.9
ROA	3.3	3.0	-3.7	1.3	4.6
ROE	**5.7**	**5.1**	**-6.3**	**2.3**	**8.3**
부채비율 (%)	35.1	32.2	38.1	43.6	47.8
순차입금/자기자본 (%)	-41.4	-16.6	-15.1	-12.0	-11.8
영업이익/금융비용 (배)	14.6	4.5	0.8	4.6	14.9

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(11) JYP Ent. 분기별 실적 추이 및 전망

[표 51] JYP Ent. 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**230**	**316**	**339**	**363**	**264**	**392**	**456**	**443**	**293**	**376**	**450**	**476**	**1,248**	**1,554**	**1,595**	**1,817**
음반/음원	95	106	136	156	96	148	161	166	110	165	162	171	492	571	607	649
매니지먼트	91	143	96	128	91	121	171	117	99	92	152	149	457	515	492	623
- 콘서트	11	71	40	39	21	47	100	45	12	25	58	42	161	213	137	241
- 광고	46	45	39	36	38	28	46	45	40	45	49	47	166	173	181	190
- 출연료	34	26	17	53	32	46	24	27	47	21	46	60	130	129	174	192
기타	45	67	107	80	76	108	124	161	84	119	136	157	299	469	496	545
매출총이익	97	152	152	161	122	171	233	235	137	166	229	249	562	761	781	872
GPM	42%	48%	45%	44%	46%	44%	51%	53%	47%	44%	51%	52%	45%	49%	49%	48%
영업이익	**14**	**91**	**85**	**99**	**58**	**94**	**148**	**135**	**55**	**85**	**148**	**158**	**287**	**435**	**446**	**503**
OPM	6%	29%	25%	27%	22%	24%	32%	30%	19%	23%	33%	33%	23%	28%	28%	28%
순이익(지배주주)	**18**	**73**	**65**	**82**	**64**	**68**	**117**	**65**	**48**	**73**	**122**	**131**	**238**	**315**	**373**	**484**
NIM	8%	23%	19%	23%	24%	17%	26%	15%	16%	19%	27%	27%	19%	20%	23%	27%

자료: 유안타증권 리서치센터

JYP Ent. (035900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**1,022**	**1,248**	**1,554**	**1,595**	**1,817**
매출원가	630	687	793	814	946
매출총이익	393	562	761	781	872
판관비	198	274	327	335	369
영업이익	**195**	**287**	**435**	**446**	**503**
EBITDA	223	299	470	482	539
영업외손익	16	15	-4	44	112
외환관련손익	-6	3	4	0	0
이자손익	4	3	13	20	27
관계기업관련손익	-7	-3	4	10	72
기타	25	11	-26	14	14
법인세비용차감전순손익	211	302	430	489	615
법인세비용	47	59	115	116	131
계속사업순손익	164	243	315	373	484
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	164	243	315	373	484
지배지분순이익	**162**	**238**	**315**	**373**	**484**
포괄순이익	162	245	343	434	544
지배지분포괄이익	160	240	341	430	540

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**584**	**826**	**1,187**	**1,569**	**2,024**
현금및현금성자산	254	450	361	733	1,167
매출채권 및 기타채권	111	134	145	154	174
재고자산	17	15	11	12	14
비유동자산	660	767	828	834	848
유형자산	247	365	386	386	386
관계기업등 지분관련자산	3	0	2	8	25
기타투자자산	26	37	72	72	72
자산총계	**1,244**	**1,593**	**2,014**	**2,404**	**2,872**
유동부채	348	308	348	352	413
매입채무 및 기타채무	154	142	189	193	254
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	38	5	18	18	18
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**387**	**314**	**366**	**370**	**431**
지배지분	849	1,268	1,615	1,989	2,397
자본금	173	179	179	179	179
자본잉여금	550	705	771	771	771
이익잉여금	268	483	758	1,071	1,479
비지배지분	9	11	33	44	44
자본총계	**858**	**1,280**	**1,648**	**2,034**	**2,441**
순차입금	**-395**	**-607**	**-980**	**-1,351**	**-1,785**
총차입금	1	3	11	11	11

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**271**	**224**	**413**	**404**	**499**
당기순이익	164	243	315	373	484
감가상각비	3	9	33	34	34
외환손익	5	-2	-4	0	0
종속,관계기업관련손익	7	3	-4	-10	-72
자산부채의 증감	53	-44	25	-28	18
기타현금흐름	40	15	47	35	35
투자활동 현금흐름	**-287**	**-137**	**-533**	**-37**	**-34**
투자자산	50	0	-43	-7	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-248	-128	-21	-34	-34
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-89	-9	-468	3	6
재무활동 현금흐름	**25**	**105**	**42**	**5**	**-12**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	25	35	0	0	0
현금배당	0	0	-40	-60	-76
기타현금흐름	0	70	82	64	64
연결범위변동 등 기타	-4	3	-10	0	-19
현금의 증감	**5**	**196**	**-88**	**372**	**434**
기초 현금	248	254	450	361	733
기말 현금	254	450	361	733	1,167
NOPLAT	**195**	**287**	**435**	**446**	**503**
FCF	**-15**	**71**	**358**	**314**	**417**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	471	685	887	1,051	1,362
BPS	2,667	3,848	4,880	6,011	7,242
EBITDAPS	649	859	1,325	1,358	1,519
SPS	2,975	3,586	4,379	4,493	5,120
DPS	0	122	180	230	300
PER	**17.0**	**36.8**	**27.2**	**18.7**	**14.4**
PBR	**3.0**	**6.6**	**4.9**	**3.3**	**2.7**
EV/EBITDA	**10.6**	**27.4**	**16.2**	**11.9**	**9.7**
PSR	**2.7**	**7.0**	**5.5**	**4.4**	**3.8**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**38.8**	**22.1**	**24.5**	**2.6**	**14.0**
영업이익 증가율 (%)	**40.9**	**47.7**	**51.2**	**2.5**	**12.9**
지배순이익 증가율 (%)	**93.0**	**47.4**	**32.1**	**18.5**	**29.6**
매출총이익률 (%)	38.4	45.0	49.0	49.0	48.0
영업이익률 (%)	**19.0**	**23.0**	**28.0**	**27.9**	**27.7**
지배순이익률 (%)	15.8	19.1	20.3	23.4	26.6
EBITDA 마진 (%)	21.8	24.0	30.3	30.2	29.7
ROIC	47.5	49.0	58.0	63.3	76.2
ROA	15.3	16.8	17.5	16.9	18.3
ROE	**21.4**	**22.5**	**21.8**	**20.7**	**22.1**
부채비율 (%)	45.1	24.5	22.2	18.2	17.7
순차입금/자기자본 (%)	-46.5	-47.8	-60.7	-67.9	-74.5
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	887.1	932.9	1,052.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(12) 강원랜드 분기별 실적 추이 및 전망

[표 52] 강원랜드 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
[카지노지표]																
카지노방문객(만명)	73	66	78	68	75	67	78	70	-	-	-	-	285	290	-	-
(YoY)	-8%	-9%	-5%	-13%	2%	1%	1%	2%	-	-	-	-	-8%	2%	-	-
드롭액(억원)	15,509	14,750	15,906	15,180	15,678	15,898	17,206	16,520	-	-	-	-	61,345	65,302	-	-
(YoY)	-11%	-10%	-4%	-5%	1%	8%	8%	9%	-	-	-	-	-8%	6%	-	-
홀드율	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	-	-	-	-	20.8%	20.6%	-	-
매출액	**3,784**	**3,387**	**3,691**	**3,519**	**3,774**	**3,643**	**4,055**	**3,728**	**2,996**	**3,835**	**4,318**	**3,974**	**14,381**	**15,201**	**15,123**	**15,731**
카지노	3,640	3,418	3,509	3,434	3,621	3,631	3,900	3,665	2,988	3,813	4,154	3,903	14,001	14,817	14,857	16,135
일반테이블	1,645	1,516	1,545	1,553	1,639	1,621	1,719	1,611	1,450	1,702	1,831	1,716	6,259	6,590	6,698	7,179
VIP 테이블	543	544	577	564	612	616	655	599	371	647	698	638	2,228	2,482	2,354	2,698
머신	1,452	1,358	1,387	1,317	1,370	1,394	1,526	1,455	1,167	1,464	1,625	1,550	5,514	5,745	5,806	6,258
비카지노	455	274	515	399	484	352	530	412	338	362	539	418	1,643	1,778	1,658	1,845
영업비용	2,524	2,237	2,451	2,861	2,524	1,915	2,663	3,077	2,215	2,534	2,767	3,127	10,074	10,179	10,643	10,559
콤프	34	25	29	21	23	26	26	23	27	35	39	36	109	97	136	142
인건비	595	559	567	1,105	643	94	574	1,111	690	637	608	1,108	2,826	2,422	3,044	2,580
감가상각비	163	154	151	154	144	164	169	169	169	169	169	169	622	646	677	677
관광진흥개발기금	359	342	351	343	357	363	390	366	266	347	378	356	1,395	1,476	1,347	1,389
개별소비세	150	178	182	179	149	189	203	191	120	184	200	188	689	731	692	736
폐광지역개발기금	356	358	357	177	389	358	429	280	224	411	470	304	1,248	1,455	1,409	1,604
기타	868	621	814	881	769	721	872	936	719	751	902	966	3,184	3,299	3,339	3,432
영업이익	**1,260**	**1,150**	**1,239**	**658**	**1,251**	**1,728**	**1,392**	**651**	**781**	**1,300**	**1,551**	**847**	**4,307**	**5,022**	**4,480**	**5,171**
OPM	33%	34%	34%	19%	33%	47%	34%	17%	26%	34%	36%	21%	30%	33%	30%	33%
순이익	**904**	**946**	**933**	**191**	**1,024**	**509**	**1,286**	**530**	**614**	**1,040**	**1,252**	**657**	**2,972**	**3,351**	**3,563**	**4,109**
NIM	24%	28%	25%	5%	27%	14%	32%	14%	20%	27%	29%	17%	21%	22%	24%	26%
성장성(YoY)																
매출액	-8%	-9%	-3%	-9%	0%	8%	10%	6%	-21%	5%	6%	7%	-7%	6%	-1%	4%
카지노	-8%	-9%	-7%	-9%	-1%	6%	11%	7%	-17%	5%	6%	6%	-8%	6%	0%	9%
일반테이블	-7%	-9%	-9%	-9%	0%	7%	11%	4%	-12%	5%	6%	6%	-9%	5%	2%	7%
VIP 테이블	-22%	-18%	1%	-13%	13%	13%	14%	6%	-39%	5%	6%	6%	-14%	11%	-5%	15%
머신	-1%	-3%	-7%	-7%	-6%	3%	10%	10%	-15%	5%	6%	6%	-5%	4%	1%	8%
비카지노	56%	128%	181%	78%	6%	29%	3%	3%	-30%	3%	2%	1%	101%	8%	-7%	11%
영업이익	-22%	-15%	-10%	-31%	-1%	50%	12%	-1%	-38%	-25%	11%	30%	-19%	17%	-11%	15%
당기순이익	-30%	-14%	-22%	-76%	13%	-46%	38%	178%	-40%	104%	-3%	24%	-32%	13%	6%	15%

자료: 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**15,478**	**14,381**	**15,201**	**15,123**	**15,731**
매출원가	7,308	7,296	7,358	7,610	7,550
매출총이익	8,169	7,085	7,842	7,513	8,181
판관비	2,860	2,778	2,820	3,033	3,009
영업이익	**5,309**	**4,307**	**5,022**	**4,480**	**5,171**
EBITDA	6,051	4,968	5,717	5,182	5,952
영업외손익	353	-200	-107	298	360
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	374	438	443	479	541
관계기업관련손익	-1	-1	0	0	0
기타	-20	-637	-550	-181	-181
법인세비용차감전순손익	5,662	4,107	4,915	4,777	5,531
법인세비용	1,287	1,135	1,564	1,215	1,422
계속사업순손익	4,375	2,972	3,351	3,563	4,109
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,375	2,972	3,351	3,563	4,109
지배지분순이익	**4,376**	**2,973**	**3,351**	**3,563**	**4,109**
포괄순이익	4,492	2,863	3,374	3,441	3,987
지배지분포괄이익	4,493	2,864	3,302	3,260	3,778

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**21,643**	**17,590**	**19,031**	**21,001**	**23,752**
현금및현금성자산	1,056	489	1,515	3,477	6,224
매출채권 및 기타채권	342	423	212	218	221
재고자산	13	11	23	24	25
비유동자산	20,214	24,722	23,173	22,818	22,385
유형자산	12,980	13,140	12,916	12,563	12,132
관계기업등 지분관련자산	530	529	532	532	532
기타투자자산	4,724	9,292	8,574	8,574	8,574
자산총계	**41,857**	**42,312**	**42,204**	**43,819**	**46,137**
유동부채	6,813	6,360	4,609	4,608	4,642
매입채무 및 기타채무	4,883	4,595	3,646	3,645	3,679
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	31	84	178	178	178
장기차입금	14	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**6,844**	**6,445**	**4,787**	**4,786**	**4,819**
지배지분	35,011	35,867	37,417	39,033	41,317
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	34,388	35,245	36,825	38,563	40,847
비지배지분	1	0	0	0	1
자본총계	**35,012**	**35,868**	**37,417**	**39,033**	**41,318**
순차입금	**-21,057**	**-17,015**	**-18,369**	**-20,331**	**-23,079**
총차입금	14	0	26	26	26

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**4,631**	**3,639**	**2,523**	**2,297**	**2,961**
당기순이익	4,375	2,972	3,351	3,563	4,109
감가상각비	742	660	693	701	779
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-710	-392	-1,048	-993	-954
기타현금흐름	223	398	-473	-974	-974
투자활동 현금흐름	**-2,502**	**-2,020**	**170**	**-350**	**-350**
투자자산	-3,994	-17,228	-12,105	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-855	-1,033	-499	-348	-348
유형자산 감소	4	2	0	0	0
기타현금흐름	2,342	16,238	12,774	-2	-2
재무활동 현금흐름	**-2,003**	**-2,024**	**-1,844**	**-1,825**	**-1,825**
단기차입금	0	-2	0	0	0
사채 및 장기차입금	5	-14	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,007	-2,007	-1,825	-1,825	-1,825
기타현금흐름	0	0	-19	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-162	177	1,840	1,962
현금의 증감	**126**	**-567**	**1,026**	**1,962**	**2,748**
기초 현금	930	1,056	489	1,515	3,477
기말 현금	1,056	489	1,515	3,477	6,224
NOPLAT	**5,309**	**4,307**	**5,022**	**4,480**	**5,171**
FCF	**3,280**	**2,354**	**2,571**	**2,702**	**3,321**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,045	1,390	1,566	1,665	1,921
BPS	17,269	17,691	18,456	19,253	20,379
EBITDAPS	2,828	2,322	2,672	2,422	2,782
SPS	7,235	6,722	7,105	7,069	7,353
DPS	990	900	900	900	1,000
PER	**17.4**	**20.9**	**18.9**	**13.8**	**12.0**
PBR	**2.1**	**1.6**	**1.6**	**1.2**	**1.1**
EV/EBITDA	**9.1**	**9.1**	**7.9**	**6.4**	**4.4**
PSR	**4.9**	**4.3**	**4.2**	**3.5**	**3.1**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**-8.8**	**-7.1**	**5.7**	**-0.5**	**4.0**
영업이익 증가율 (%)	**-14.2**	**-18.9**	**16.6**	**-10.8**	**15.4**
지배순이익 증가율 (%)	**-3.7**	**-32.1**	**12.7**	**6.3**	**15.3**
매출총이익률 (%)	52.8	49.3	51.6	49.7	52.0
영업이익률 (%)	**34.3**	**30.0**	**33.0**	**29.6**	**32.9**
지배순이익률 (%)	28.3	20.7	22.0	23.6	26.1
EBITDA 마진 (%)	39.1	34.5	37.6	34.3	37.8
ROIC	62.4	44.2	41.9	37.9	45.6
ROA	10.7	7.1	7.9	8.3	9.1
ROE	**13.0**	**8.4**	**9.1**	**9.3**	**10.2**
부채비율 (%)	19.5	18.0	12.8	12.3	11.7
순차입금/자기자본 (%)	-60.1	-47.4	-49.1	-52.1	-55.9
영업이익/금융비용 (배)	2,241.8	1,834.7	1,399.3	0.0	0.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(13) 파라다이스 분기별 실적 추이 및 전망

[표 53] 파라다이스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	**1,795**	**1,811**	**2,105**	**2,166**	**2,017**	**2,339**	**2,744**	**2,695**	**2,204**	**2,817**	**2,921**	**2,822**	**7,876**	**9,794**	**10,765**	**11,851**
본사	967	970	1,028	1,073	912	1,067	1,134	1,133	1,008	1,160	1,136	1,133	4,038	4,246	4,437	4,909
P-씨티	652	643	844	877	907	1,058	1,353	1,315	1,046	1,433	1,515	1,430	3,016	4,633	5,425	6,008
호텔 (부산+올랜도)	176	198	233	215	198	214	257	246	150	225	270	259	822	915	903	934
영업이익(억원)	**48**	**-1**	**108**	**-131**	**-63**	**47**	**411**	**125**	**44**	**471**	**514**	**387**	**24**	**520**	**1,416**	**1,885**
본사	35	15	43	61	-16	61	123	19	35	121	103	54	154	187	312	380
P-씨티	9	-23	18	-225	-71	-50	245	77	21	314	365	303	-221	200	1,003	1,400
호텔 (부산+올랜도)	4	7	47	32	24	35	43	29	-12	37	45	31	91	132	101	105
감가상각비(억원)	175	177	190	179	272	277	245	310	276	276	276	276	721	1,105	1,105	1,105
본사	49	50	50	22	80	80	61	109	82	82	82	82	171	330	330	330
P-씨티	40	40	39	11	154	161	23	32	32	32	32	32	129	130	130	130
호텔 (부산+올랜도)	87	87	101	146	39	36	161	169	161	161	161	161	421	645	645	645
EBITDA(억원)	**212**	**177**	**298**	**45**	**210**	**324**	**656**	**439**	**320**	**748**	**790**	**663**	**732**	**1,629**	**2,521**	**2,990**
본사	84	65	92	84	64	142	184	127	117	203	185	136	325	517	642	710
P-씨티	96	64	119	-79	82	112	406	246	182	475	527	464	200	846	1,648	2,045
호텔 (부산+올랜도)	32	48	86	40	63	71	66	66	21	70	78	63	207	266	231	235
지배주주순이익(억원)	**31**	**-17**	**47**	**-271**	**-75**	**-21**	**342**	**-97**	**-4**	**170**	**318**	**109**	**-210**	**150**	**593**	**908**
NIM	2%	-1%	2%	-13%	-4%	-1%	12%	-4%	0%	6%	11%	4%	-3%	2%	6%	8%
[본사 실적]																
영업수익(억원)	**967**	**970**	**1,028**	**1,073**	**912**	**1,067**	**1,134**	**1,133**	**1,008**	**1,160**	**1,136**	**1,133**	**4,038**	**4,246**	**4,437**	**4,909**
카지노	926	935	971	1,042	867	1,037	1,077	1,102	963	1,129	1,079	1,103	3,873	4,083	4,274	4,746
기타	41	35	57	31	45	30	57	30	45	30	57	30	164	163	163	163
영업비용	932	955	985	1,012	928	1,005	1,011	1,114	973	1,039	1,033	1,079	3,883	4,059	4,125	4,529
콤프	157	151	173	162	170	183	178	178	161	186	182	181	643	707	710	731
인건비	268	263	267	308	260	274	286	360	274	276	277	308	1,107	1,180	1,135	1,335
관광진흥개발기금	79	92	96	107	71	102	107	111	96	113	108	110	374	392	427	475
개별소비세	30	28	28	34	25	30	31	33	37	35	33	34	120	120	139	153
판매촉진비	65	68	74	90	82	72	79	84	79	75	80	90	297	317	324	340
광고선전비	21	26	29	30	25	26	25	27	29	28	26	28	107	103	111	116
감가상각비	49	50	50	22	80	80	61	109	82	82	82	82	158	330	330	330
기타	262	276	268	258	215	237	244	213	215	244	244	244	1,076	909	949	1,049
영업이익(억원)	**35**	**15**	**43**	**61**	**-16**	**61**	**123**	**19**	**35**	**121**	**103**	**54**	**154**	**187**	**312**	**380**
OPM	4%	2%	4%	6%	-2%	6%	11%	2%	3%	10%	9%	5%	4%	4%	7%	8%
[파라다이스세가사미]																
드롭액(억원)	4,817	5,326	5,912	6,873	6,489	7,779	7,607	6,835	7,268	8,012	7,987	7,518	22,928	28,709	30,785	33,864
홀드율	10.8%	9.4%	10.9%	10.0%	10.8%	10.6%	13.6%	15.0%	13.0%	14.2%	14.4%	14.6%	10.3%	12.5%	14.0%	14.0%
메인호텔 OCC	44.3%	48.3%	64.1%	56.5%	59.6%	64.2%	73.7%	72.7%	-	-	-	-	-	-	-	
메인호텔 ADR(만원)	26.5	27.6	31.8	28.3	27.7	28.1	33.6	29.0	-	-	-	-	-	-	-	
매출액	**652**	**643**	**844**	**877**	**907**	**1,058**	**1,353**	**1,315**	**1,046**	**1,433**	**1,515**	**1,430**	**3,016**	**4,633**	**5,425**	**6,008**
카지노	557	535	677	718	748	864	1,079	1,066	896	1,192	1,199	1,139	2,487	3,756	4,426	4,884
호텔	96	109	163	135	132	151	212	197	125	166	233	216	503	692	741	815
펀시티	-	-	4	24	27	43	64	53	25	75	83	75	28	187	257	309
매출원가	583	586	726	962	887	935	973	1,116	-	-	-	-	2,857	3,911	3,980	4,148
COGS Ratio	89%	91%	86%	110%	89%	88%	72%	85%	-	-	-	-	95%	84%	73%	69%
매출총이익	70	58	117	-86	20	123	380	199	-	-	-	-	159	722	1,445	1,860
GPM	11%	9%	14%	-10%	11%	12%	28%	15%	-	-	-	-	5%	16%	27%	31%
판관비	61	81	99	139	91	173	135	122	-	-	-	-	380	522	442	461
SG&A Ratio	9%	13%	12%	16%	9%	16%	10%	9%	-	-	-	-	13%	11%	8%	8%
영업이익	**9**	**-23**	**18**	**-225**	**-71**	**-50**	**245**	**77**	**21**	**314**	**365**	**303**	**-221**	**200**	**1,003**	**1,400**
OPM	1%	-4%	2%	-26%	1%	-5%	18%	6%	2%	22%	24%	21%	-7%	4%	18%	23%
EBITDA	96	64	119	-79	82	112	406	246	182	475	527	464	200	846	1,648	2,045
감가상각비	87	88	100	145	154	161	161	169	161	161	161	161	420	645	645	645

자료: 유안타증권 리서치센터

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**6,680**	**7,876**	**9,794**	**10,765**	**11,851**
매출원가	5,977	7,090	8,398	8,414	8,969
매출총이익	703	786	1,396	2,351	2,881
판관비	1,003	762	877	935	997
영업이익	**-300**	**24**	**520**	**1,416**	**1,885**
EBITDA	302	745	1,651	2,626	3,095
영업외손익	-36	-453	-367	-217	-192
외환관련손익	-12	10	19	0	0
이자손익	-190	-291	-483	-483	-459
관계기업관련손익	0	-11	207	0	0
기타	167	-161	-111	267	267
법인세비용차감전순손익	-335	-429	152	1,200	1,693
법인세비용	63	13	88	290	410
계속사업순손익	-399	-441	65	909	1,283
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-399	-441	65	909	1,283
지배지분순이익	**-190**	**-210**	**150**	**593**	**908**
포괄순이익	-446	2,964	-145	757	1,131
지배지분포괄이익	-243	2,865	32	507	757

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**3,447**	**3,275**	**3,558**	**4,327**	**6,460**
현금및현금성자산	1,720	2,071	2,365	3,120	5,226
매출채권 및 기타채권	187	275	237	248	269
재고자산	54	66	61	63	70
비유동자산	20,907	28,232	29,605	29,205	27,979
유형자산	16,242	22,626	22,081	21,577	21,072
관계기업등 지분관련자산	0	0	53	263	-354
기타투자자산	333	234	392	392	392
자산총계	**24,353**	**31,508**	**33,163**	**33,532**	**34,439**
유동부채	2,526	4,218	4,909	4,923	4,951
매입채무 및 기타채무	1,912	2,997	2,375	2,373	2,385
단기차입금	438	878	803	819	835
유동성장기부채	82	209	1,427	1,427	1,427
비유동부채	8,894	11,029	12,172	12,172	12,172
장기차입금	7,218	7,975	8,145	8,145	8,145
사채	998	999	0	0	0
부채총계	**11,420**	**15,247**	**17,082**	**17,095**	**17,124**
지배지분	9,942	12,722	12,660	13,016	13,711
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	2,950	2,950	2,950	2,950	2,950
이익잉여금	6,801	6,432	6,492	7,000	7,695
비지배지분	2,991	3,539	3,421	3,421	3,604
자본총계	**12,933**	**16,261**	**16,081**	**16,437**	**17,315**
순차입금	**5,738**	**7,379**	**9,183**	**8,444**	**6,354**
총차입금	8,739	10,073	12,261	12,277	12,293

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**40**	**1,064**	**1,285**	**2,044**	**2,416**
당기순이익	-399	-441	65	909	1,283
감가상각비	515	625	1,026	1,105	1,105
외환손익	-4	-8	-7	0	0
종속,관계기업관련손익	0	10	-207	0	0
자산부채의 증감	-271	278	-203	-445	-447
기타현금흐름	198	601	610	474	474
투자활동 현금흐름	**-2,075**	**-2,237**	**-632**	**-53**	**-53**
투자자산	-37	-4	116	617	617
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,573	-2,710	-864	-600	-600
유형자산 감소	178	5	46	0	0
기타현금흐름	1,357	473	70	-70	-70
재무활동 현금흐름	**1,936**	**1,513**	**-157**	**-244**	**-371**
단기차입금	0	0	-9	16	16
사채 및 장기차입금	1,654	1,151	120	0	0
자본	537	447	0	0	0
현금배당	-256	-85	-85	-85	-213
기타현금흐름	0	0	-183	-174	-174
연결범위변동 등 기타	-3	10	-202	-992	114
현금의 증감	**-103**	**351**	**294**	**755**	**2,106**
기초 현금	1,823	1,720	2,071	2,365	3,120
기말 현금	1,720	2,071	2,365	3,120	5,226
NOPLAT	**-356**	**25**	**520**	**1,416**	**1,885**
FCF	**-3,599**	**-1,687**	**285**	**1,238**	**1,592**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-208	-231	165	652	999
BPS	11,671	14,935	14,862	15,279	16,096
EBITDAPS	332	819	1,815	2,888	3,403
SPS	7,346	8,661	10,770	11,837	13,031
DPS	100	100	100	250	400
PER	**-77.0**	**-87.9**	**120.0**	**23.6**	**15.4**
PBR	**1.4**	**1.4**	**1.3**	**1.0**	**1.0**
EV/EBITDA	**77.3**	**39.5**	**18.5**	**10.6**	**7.7**
PSR	**2.2**	**2.3**	**1.8**	**1.5**	**1.2**

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**-3.9**	**17.9**	**24.4**	**9.9**	**10.1**
영업이익 증가율 (%)	**적전**	**흑전**	**2,058.3**	**172.5**	**33.1**
지배순이익 증가율 (%)	**적전**	**적지**	**흑전**	**296.3**	**53.1**
매출총이익률 (%)	10.5	10.0	14.3	21.8	24.3
영업이익률 (%)	**-4.5**	**0.3**	**5.3**	**13.2**	**15.9**
지배순이익률 (%)	-2.8	-2.7	1.5	5.5	7.7
EBITDA 마진 (%)	4.5	9.5	16.9	24.4	26.1
ROIC	-2.2	0.1	1.0	4.8	6.6
ROA	-0.8	-0.8	0.5	1.8	2.7
ROE	**-1.9**	**-1.9**	**1.2**	**4.6**	**6.8**
부채비율 (%)	88.3	93.8	106.2	104.0	98.9
순차입금/자기자본 (%)	57.7	58.0	72.5	64.9	46.3
영업이익/금융비용 (배)	-1.2	0.1	1.0	2.7	3.6

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(14) GKL 분기별 실적 추이 및 전망

[표 54] GKL 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**1,219**	**1,161**	**1,304**	**1,118**	**1,092**	**1,174**	**1,334**	**1,308**	**1,261**	**1,366**	**1,367**	**1,367**	**4,803**	**4,908**	**5,361**	**5,626**
연결 영업이익	**314**	**347**	**309**	**81**	**170**	**264**	**306**	**228**	**298**	**356**	**309**	**292**	**1,051**	**968**	**1,254**	**1,350**
본사	314	347	309	81	166	261	303	234	293	353	306	298	1,051	964	1,250	1,345
자회사	-	-	-	0	4	3	3	-6	4	3	3	-6	0	4	4	4
지배주주 순이익	**174**	**272**	**264**	**68**	**87**	**201**	**253**	**183**	**170**	**278**	**244**	**234**	**777**	**724**	**925**	**1,014**
성장성(YoY)																
매출액	-3%	6%	-6%	-12%	-10%	1%	2%	17%	15%	16%	3%	4%	-4%	2%	9%	5%
영업이익	0%	97%	-24%	-56%	-46%	-24%	-1%	180%	75%	35%	1%	28%	-3%	-8%	30%	8%
당기순이익	-1%	76%	-21%	-52%	-50%	-26%	-4%	168%	94%	39%	-3%	28%	-3%	-7%	28%	10%
[본사 실적]																
매출액	**1,219**	**1,161**	**1,304**	**1,118**	**1,092**	**1,174**	**1,334**	**1,308**	**1,261**	**1,366**	**1,367**	**1,367**	**4,803**	**4,908**	**5,361**	**5,626**
카지노	1,204	1,146	1,289	1,102	1,077	1,157	1,317	1,292	1,246	1,350	1,350	1,350	4,742	4,843	5,296	5,561
기타	15	15	15	17	15	16	17	17	15	16	17	17	62	65	65	65
영업비용	905	815	995	1,038	926	912	1,031	1,075	968	1,014	1,062	1,069	3,753	3,944	4,086	4,281
콤프	121	123	138	154	131	136	133	132	131	142	142	142	535	532	556	584
인건비	299	212	301	336	310	258	311	371	318	311	319	337	1,148	1,250	1,231	1,274
복리후생비	37	38	75	45	41	45	83	58	42	46	85	60	194	226	234	243
임차료	79	78	80	82	17	15	14	11	11	11	11	11	319	58	66	74
관광진흥개발기금	118	113	126	109	105	114	130	128	125	135	135	135	466	477	530	556
개별소비세	36	34	40	28	32	35	41	36	36	41	41	41	138	144	161	154
판매촉진비	62	65	79	117	71	92	90	95	78	95	90	99	323	348	383	421
광고선전비	14	14	15	17	12	15	16	15	13	15	16	15	61	58	63	68
감가상각비	26	26	26	26	79	75	80	82	82	82	82	82	104	316	316	316
지급수수료	47	49	48	56	66	68	69	76	69	75	75	75	200	279	279	309
기타	66	61	67	69	61	59	65	71	62	60	66	72	264	255	268	282
영업이익	**314**	**347**	**309**	**81**	**166**	**261**	**303**	**234**	**293**	**353**	**306**	**298**	**1,051**	**964**	**1,250**	**1,345**
OPM	26%	30%	24%	7%	15%	22%	23%	18%	23%	26%	22%	22%	22%	20%	23%	24%

자료: 유안타증권 리서치센터

GKL (114090) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**5,013**	**4,803**	**4,908**	**5,361**	**5,626**
매출원가	3,549	3,398	3,566	3,778	3,871
매출총이익	1,464	1,406	1,341	1,583	1,754
판관비	382	355	373	329	405
영업이익	**1,082**	**1,051**	**968**	**1,254**	**1,350**
EBITDA	1,241	1,213	1,338	1,630	1,726
영업외손익	-9	-11	-11	-34	-12
외환관련손익	-12	2	19	0	0
이자손익	84	102	65	74	96
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-80	-115	-95	-108	-108
법인세비용차감전순손익	1,073	1,040	957	1,220	1,338
법인세비용	268	262	233	295	324
계속사업순손익	805	777	724	925	1,014
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	805	777	724	925	1,014
지배지분순이익	**805**	**777**	**724**	**925**	**1,014**
포괄순이익	752	752	724	925	1,014
지배지분포괄이익	752	752	724	925	1,014

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**5,662**	**4,556**	**3,683**	**4,200**	**4,652**
현금및현금성자산	1,254	1,312	1,373	1,885	2,330
매출채권 및 기타채권	140	143	113	117	122
재고자산	23	25	31	32	34
비유동자산	1,657	3,102	5,096	5,096	5,096
유형자산	930	857	775	775	775
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	269	1,776	2,883	2,883	2,883
자산총계	**7,319**	**7,658**	**8,779**	**9,296**	**9,747**
유동부채	1,695	1,686	1,663	1,663	1,663
매입채무 및 기타채무	1,403	1,447	1,213	1,213	1,213
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2	2	1	1	1
비유동부채	303	351	1,253	1,253	1,253
장기차입금	2	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**1,999**	**2,037**	**2,916**	**2,916**	**2,916**
지배지분	5,321	5,621	5,863	6,381	6,832
자본금	309	309	309	309	309
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	4,799	5,099	5,342	5,859	6,310
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**5,321**	**5,621**	**5,863**	**6,381**	**6,832**
순차입금	**-5,487**	**-4,379**	**-2,658**	**-3,170**	**-3,615**
총차입금	4	2	820	820	820

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**784**	**928**	**972**	**1,407**	**1,496**
당기순이익	805	777	724	925	1,014
감가상각비	155	159	366	372	372
외환손익	3	-1	-7	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-231	-24	-275	-5	-6
기타현금흐름	53	18	164	116	116
투자활동 현금흐름	**-826**	**-419**	**-268**	**-376**	**-376**
투자자산	-733	-329	-126	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-95	-79	-124	-372	-372
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2	-11	-17	-4	-4
재무활동 현금흐름	**-615**	**-453**	**-588**	**-550**	**-705**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	4	-2	-1	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-619	-452	-359	-327	-482
기타현금흐름	0	0	-228	-223	-223
연결범위변동 등 기타	-3	1	-55	31	31
현금의 증감	**-659**	**58**	**61**	**512**	**445**
기초 현금	1,913	1,254	1,312	1,373	1,885
기말 현금	1,254	1,312	1,373	1,885	2,330
NOPLAT	**1,082**	**1,051**	**968**	**1,254**	**1,350**
FCF	**645**	**845**	**702**	**950**	**1,021**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,302	1,257	1,170	1,495	1,639
BPS	8,602	9,087	9,479	10,315	11,045
EBITDAPS	2,006	1,961	2,163	2,635	2,790
SPS	8,104	7,765	7,934	8,667	9,095
DPS	730	710	659	910	1,010
PER	**18.1**	**20.3**	**16.6**	**10.9**	**10.0**
PBR	**2.7**	**2.8**	**2.1**	**1.6**	**1.5**
EV/EBITDA	**7.3**	**9.4**	**7.0**	**5.2**	**3.8**
PSR	**2.9**	**3.3**	**2.5**	**2.2**	**1.8**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**0.0**	**-4.2**	**2.2**	**9.2**	**4.9**
영업이익 증가율 (%)	**na**	**-2.9**	**-7.9**	**29.5**	**7.6**
지배순이익 증가율 (%)	**na**	**-3.5**	**-6.9**	**27.7**	**9.7**
매출총이익률 (%)	29.2	29.3	27.3	29.5	31.2
영업이익률 (%)	**21.6**	**21.9**	**19.7**	**23.4**	**24.0**
지배순이익률 (%)	16.1	16.2	14.8	17.2	18.0
EBITDA 마진 (%)	24.8	25.3	27.3	30.4	30.7
ROIC	-326.1	-149.1	-158.1	-258.6	-282.6
ROA	22.0	10.4	8.8	10.2	10.6
ROE	**30.3**	**14.2**	**12.6**	**15.1**	**15.3**
부채비율 (%)	37.6	36.2	49.7	45.7	42.7
순차입금/자기자본 (%)	-103.1	-77.9	-45.3	-49.7	-52.9
영업이익/금융비용 (배)	9,842.4	11,370.0	25.2	33.2	35.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(15) 하나투어 분기별 실적 추이 및 전망

[표 55] 하나투어 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019E	2020E	2021E
연결매출액	**2,293**	**1,967**	**2,084**	**1,938**	**2,229**	**1,937**	**1,832**	**1,626**	**1,092**	**1,557**	**1,907**	**1,777**	**8,283**	**7,623**	**6,333**	**8,013**
본사	1,586	1,259	1,376	1,200	1,497	1,146	1,074	1,035	714	988	1,197	1,144	5,648	4,751	4,042	5,325
국내 자회사	422	501	485	511	470	549	579	528	304	486	577	520	1,934	2,126	1,886	2,352
SM 면세점	224	251	269	270	272	311	350	347	210	280	322	319	1,014	1,280	1,131	1,165
기타	197	250	216	241	198	238	229	182	94	206	255	201	929	846	755	831
해외 자회사	366	320	269	309	328	331	256	165	160	192	231	236	1,227	1,080	819	1,187
연결영업이익	**120**	**48**	**52**	**29**	**132**	**36**	**-28**	**-67**	**-232**	**-59**	**72**	**83**	**249**	**73**	**-136**	**464**
본사	139	38	72	17	129	-9	-25	-38	-113	-42	61	39	270	57	-55	320
국내 자회사	-70	-32	-25	-11	-25	8	12	21	-70	-14	14	21	-138	16	-48	35
SM 면세점	-49	-40	-26	-24	-10	-7	-7	-6	-46	-21	3	2	-138	-30	-62	12
기타	-22	8	1	12	-15	15	19	27	-23	7	11	19	0	46	14	23
해외 자회사	51	42	4	22	27	37	-10	-50	-50	-4	-2	24	119	4	-32	109
OPM	5%	2%	2%	1%	6%	2%	-2%	-4%	-21%	-4%	4%	5%	3%	1%	-2%	6%
본사	9%	3%	5%	1%	9%	-1%	-2%	-4%	-16%	-4%	5%	3%	5%	1%	-1%	6%
국내 자회사	-17%	-6%	-5%	-2%	-5%	1%	2%	4%	-23%	-3%	2%	4%	-7%	1%	-3%	1%
SM 면세점	-22%	-16%	-10%	-9%	-4%	-2%	-2%	-2%	-22%	-7%	1%	1%	-14%	-2%	-5%	1%
기타	-11%	3%	0%	5%	-7%	6%	8%	15%	-25%	3%	4%	9%	0%	5%	2%	3%
해외 자회사	14%	13%	2%	7%	8%	11%	-4%	-30%	-31%	-2%	-1%	10%	10%	0%	-4%	9%
연결순이익(지배주주)	**67**	**18**	**45**	**-42**	**91**	**-24**	**-58**	**-60**	**-146**	**-54**	**43**	**43**	**87**	**-51**	**-114**	**283**
NIM	3%	1%	2%	-2%	4%	-1%	-3%	-4%	-13%	-3%	2%	2%	1%	-1%	-2%	4%
성장성(YoY)																
연결매출액	34%	21%	25%	7%	-3%	-2%	-12%	-16%	-51%	-20%	4%	9%	21%	-8%	-17%	27%
연결영업이익	17%	-1%	-47%	-82%	10%	-24%	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	-39%	-71%	적전	흑전
연결순이익	27%	흑전	10%	적전	37%	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	-33%	적전	적지	흑전
[본사 실적 추정]																
[여행객 지표]																
패키지 송객수(만명)	110	89	82	90	96	76	62	56	29	50	71	72	370	291	222	305
(YoY)	17%	7%	-12%	-7%	-12%	-14%	-24%	-38%	-70%	-34%	14%	29%	1%	-21%	-24%	38%
패키지 ASP(만원)	61.9	67.2	71.7	65.0	67.4	71.9	80.9	83.9	101.2	86.2	84.9	75.5	66.1	74.6	84.3	78.4
(YoY)	-6%	0%	14%	-1%	9%	7%	13%	29%	50%	20%	5%	-10%	0%	13%	13%	-7%
매출전환율(패키지)	14.8%	14.7%	15.3%	13.8%	15.1%	14.3%	14.4%	14.1%	15.0%	14.2%	14.6%	14.2%	14.7%	14.5%	14.4%	14.7%
본사 매출액	**1,586**	**1,259**	**1,376**	**1,200**	**1,497**	**1,146**	**1,074**	**1,035**	**714**	**988**	**1,197**	**1,144**	**5,421**	**4,751**	**4,042**	**5,325**
항공권대매수익	28	22	21	25	16	16	14	11	11	13	18	15	96	57	57	69
국제관광알선수익	1,008	880	896	807	981	786	720	660	439	618	874	770	3,591	3,147	2,701	3,527
전세기수익	403	185	324	201	344	156	212	202	107	156	172	189	1,112	915	624	915
기타수익	148	172	153	168	155	201	129	162	156	202	133	170	640	646	660	814
본사 영업비용	1,447	1,221	1,303	1,183	1,368	1,154	1,099	1,073	827	1,030	1,136	1,105	5,154	4,694	4,097	5,005
급여 및 성과급	274	237	253	229	262	244	241	223	223	257	254	236	994	970	970	1,142
광고선전비	48	112	52	57	35	65	31	39	22	46	35	54	269	170	156	264
여행비지급수수료	436	386	385	380	439	368	333	312	204	278	390	341	1,588	1,452	1,214	1,512
전세기비용	403	185	324	207	342	158	210	202	107	156	172	189	1,119	911	624	915
기타	286	300	289	309	290	319	285	297	270	292	285	285	1,184	1,191	1,132	1,172
본사 영업이익	**139**	**38**	**72**	**17**	**129**	**-9**	**-25**	**-38**	**-113**	**-42**	**61**	**39**	**266**	**57**	**-55**	**320**
OPM	9%	3%	5%	1%	9%	-1%	-2%	-4%	-16%	-4%	5%	3%	5%	1%	-1%	6%

주: 4Q19 본사 및 자회사 실적 세부사항은 당사 추정치 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 (039130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**8,043**	**8,283**	**7,623**	**6,333**	**8,013**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,043	8,283	7,623	6,333	8,013
판관비	7,632	8,034	7,550	6,469	7,549
영업이익	**411**	**249**	**73**	**-136**	**464**
EBITDA	616	473	802	610	1,198
영업외손익	-28	-25	-108	-22	-21
외환관련손익	11	-20	-121	0	0
이자손익	14	24	-69	-52	-51
관계기업관련손익	-15	-5	-11	0	0
기타	-38	-25	93	30	30
법인세비용차감전순손익	383	223	-35	-158	443
법인세비용	254	117	6	-29	129
계속사업순손익	129	106	-101	-129	314
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	106	-101	-129	314
지배지분순이익	**132**	**87**	**-51**	**-114**	**283**
포괄순이익	84	144	-18	-48	395
지배지분포괄이익	96	108	-18	-45	373

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**4,548**	**4,977**	**4,369**	**5,574**	**5,570**
현금및현금성자산	2,284	1,577	1,126	2,213	1,851
매출채권 및 기타채권	1,034	1,037	963	1,032	1,282
재고자산	575	531	359	407	515
비유동자산	1,734	2,184	5,195	5,338	5,538
유형자산	826	1,095	3,652	3,692	3,739
관계기업등 지분관련자산	112	101	167	310	497
기타투자자산	396	443	542	542	542
자산총계	**6,282**	**7,161**	**9,564**	**10,912**	**11,107**
유동부채	3,623	4,136	4,513	4,417	4,460
매입채무 및 기타채무	1,638	1,667	1,394	1,502	1,751
단기차입금	105	696	1,221	1,016	811
유동성장기부채	59	23	33	33	33
비유동부채	202	627	2,804	2,804	2,804
장기차입금	52	104	96	96	96
사채	22	23	20	20	20
부채총계	**3,824**	**4,762**	**7,317**	**7,221**	**7,264**
지배지분	2,089	1,999	1,874	3,078	3,204
자본금	58	58	58	81	81
자본잉여금	1,145	1,113	1,113	2,449	2,449
이익잉여금	1,269	1,182	999	762	888
비지배지분	368	400	373	614	639
자본총계	**2,457**	**2,399**	**2,247**	**3,692**	**3,843**
순차입금	**-2,291**	**-1,725**	**1,332**	**39**	**196**
총차입금	248	1,197	3,958	3,754	3,549

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**662**	**202**	**252**	**199**	**529**
당기순이익	129	106	-101	-129	314
감가상각비	161	183	695	706	699
외환손익	4	18	121	0	0
종속,관계기업관련손익	15	-1	11	0	0
자산부채의 증감	20	-142	-596	-562	-663
기타현금흐름	332	39	121	185	179
투자활동 현금흐름	**-218**	**-1,310**	**-666**	**-821**	**-821**
투자자산	40	-62	-166	-187	-187
유형자산 증가 (CAPEX)	-214	-129	-385	-746	-746
유형자산 감소	4	8	180	0	0
기타현금흐름	-48	-1,127	-295	112	112
재무활동 현금흐름	**329**	**369**	**-230**	**517**	**-876**
단기차입금	77	578	435	-205	-205
사채 및 장기차입금	1	9	-11	0	0
자본	0	0	0	1,359	0
현금배당	-171	-182	-164	-154	-189
기타현금흐름	421	-37	-490	-483	-483
연결범위변동 등 기타	-50	32	193	1,192	806
현금의 증감	**723**	**-707**	**-451**	**1,088**	**-362**
기초 현금	1,560	2,284	1,577	1,126	2,213
기말 현금	2,284	1,577	1,126	2,213	1,851
NOPLAT	**411**	**249**	**85**	**-136**	**464**
FCF	**150**	**71**	**-166**	**-674**	**-347**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,135	753	-440	-698	1,743
BPS	18,876	18,060	16,938	19,589	20,393
EBITDAPS	5,306	4,071	6,904	3,752	7,364
SPS	69,243	71,303	65,625	38,944	49,275
DPS	1,500	1,300	1,000	1,000	1,000
PER	**76.7**	**117.9**	**-116.1**	**-62.6**	**25.1**
PBR	**4.6**	**4.9**	**3.0**	**2.2**	**2.1**
EV/EBITDA	**13.3**	**19.0**	**9.5**	**9.6**	**4.9**
PSR	**1.3**	**1.2**	**0.8**	**1.2**	**0.9**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**35.1**	**3.0**	**-8.0**	**-16.9**	**26.5**
영업이익 증가율 (%)	**96.4**	**-39.5**	**-70.6**	**적전**	**-442.1**
지배순이익 증가율 (%)	**64.1**	**-33.6**	**적전**	**적지**	**-349.6**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**5.1**	**3.0**	**1.0**	**-2.1**	**5.8**
지배순이익률 (%)	1.6	1.1	-0.7	-1.8	3.5
EBITDA 마진 (%)	7.7	5.7	10.5	9.6	14.9
ROIC	-47.3	-48.8	5.7	-3.7	10.7
ROA	2.3	1.3	-0.6	-1.1	2.6
ROE	**6.6**	**4.3**	**-2.6**	**-4.6**	**9.0**
부채비율 (%)	155.6	198.5	325.6	195.6	189.0
순차입금/자기자본 (%)	-109.7	-86.3	71.0	1.3	6.1
영업이익/금융비용 (배)	56.5	19.8	0.7	-1.4	5.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(16) 모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

[표 56] 모두투어 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결매출액	**1,098**	**834**	**973**	**744**	**923**	**706**	**693**	**654**	**516**	**632**	**812**	**825**	**3,650**	**2,972**	**2,785**	**3,566**
본사	943	704	823	638	780	574	560	514	399	510	664	681	3,109	2,424	2,253	2,994
자회사	155	130	150	106	143	132	133	140	117	122	149	144	541	548	531	572
모두투어인터	0	0	1	1	0	2	2	4	0	2	2	4	3	7	7	7
자유투어	111	66	96	66	93	77	72	52	46	41	62	57	340	294	207	248
크루즈인터	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	2	2	2	2
모두투어 REITs	11	11	12	14	12	14	16	35	11	11	11	11	48	76	44	44
모두스테이	28	40	39	45	39	46	53	55	47	55	62	61	152	193	224	247
다낭호텔	4	4	5	5	6	5	5	6	6	6	6	6	18	21	24	24
모두투어재팬	8	8	3	6	8	4	3	4	6	6	6	6	24	19	23	28
연결영업이익	**91**	**40**	**25**	**10**	**91**	**-2**	**-22**	**-36**	**-128**	**-52**	**40**	**43**	**166**	**31**	**-98**	**283**
본사	105	46	36	25	93	4	-13	-30	-87	-28	49	37	212	54	-30	260
자회사	-14	-6	-11	-15	-1	-6	-9	-6	-41	-24	-8	6	-46	-22	-68	23
모두투어인터	-2	-2	-1	-1	-2	-1	-1	1	-1	-1	-1	-1	-6	-2	-4	-4
자유투어	-5	-8	-1	-22	3	-3	-7	-21	-30	-20	-10	-12	-36	-27	-72	-25
크루즈인터	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모두투어 REITs	5	5	5	7	6	7	8	26	8	8	8	8	23	47	31	31
모두스테이	-6	-4	-9	-6	-13	-11	-7	-12	-17	-11	-9	9	-24	-44	-29	5
다낭호텔	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1	5	5	5	5
모두투어재팬	3	2	-3	0	3	-3	-2	1	-2	-1	3	1	2	-1	1	11
OPM	8%	5%	3%	1%	10%	0%	-3%	-6%	-25%	-8%	5%	5%	5%	1%	-4%	8%
본사	11%	7%	4%	4%	12%	1%	-2%	-6%	-22%	-5%	7%	5%	7%	2%	-1%	9%
자회사	-9%	-5%	-7%	-14%	-1%	-5%	-7%	-4%	-35%	-20%	-6%	4%	-9%	-4%	-13%	4%
연결순이익(지배주주)	**74**	**26**	**12**	**8**	**81**	**-7**	**0**	**-56**	**-83**	**-45**	**25**	**26**	**126**	**18**	**-76**	**210**
NIM	7%	3%	1%	1%	9%	-1%	0%	-9%	-16%	-7%	3%	3%	3%	1%	-3%	6%
성장성(YoY)																
연결매출액	48%	24%	34%	-3%	-16%	-15%	-29%	-12%	-44%	-11%	17%	26%	25%	-18%	-6%	28%
연결영업이익	-17%	-46%	-69%	-82%	0%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-48%	-81%	적전	흑전
연결순이익	-8%	-56%	-82%	-88%	9%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-55%	-85%	적전	흑전
[본사 실적 추정]																
[여행객 지표]																
패키지 송객수(만명)	45	38	34	39	42	37	31	36	20	32	35	44	155	145	131	177
(YoY)	7%	13%	-5%	-2%	-7%	-2%	-8%	-9%	-52%	-12%	13%	23%	3%	-6%	-10%	35%
패키지 ASP(만원)	87.2	86.2	93.6	83.3	85.6	80.2	86.1	79.6	96.7	81.0	87.8	80.0	87.4	82.9	84.9	84.9
(YoY)	0%	-6%	0%	-5%	-2%	-7%	-8%	-4%	13%	1%	2%	1%	-3%	-5%	2%	0%
매출전환율(패키지)	13.8%	14.3%	13.7%	12.7%	14.1%	12.3%	13.0%	12.5%	12.6%	11.6%	14.0%	13.0%	13.6%	13.1%	12.9%	13.3%
본사 매출액	**943**	**704**	**823**	**638**	**780**	**574**	**560**	**514**	**399**	**510**	**664**	**681**	**3,109**	**2,428**	**2,253**	**2,994**
항공권대매수익	50	35	40	41	41	39	47	42	26	34	53	48	167	168	161	198
국제관광알선수익	772	577	678	509	644	437	447	417	327	394	530	561	2,536	1,946	1,812	2,407
기타수익	118	93	104	88	95	98	65	55	46	82	81	71	403	313	280	389
본사 매출원가	233	111	246	94	137	74	99	62	81	89	98	107	684	372	374	412
본사 영업비용	605	547	540	520	550	496	474	463	406	449	518	537	2,212	1,982	1,909	2,322
급여 및 성과급	166	169	158	147	161	173	156	145	151	152	169	155	640	636	627	684
광고선전비	70	57	56	57	52	58	47	53	52	52	48	63	240	209	215	295
지급수수료	293	244	249	220	253	212	219	205	142	188	246	256	1,006	889	833	1,086
기타	76	77	77	95	84	53	52	60	60	56	55	63	326	249	234	257
본사 영업이익	**105**	**46**	**36**	**25**	**93**	**4**	**-13**	**-30**	**-87**	**-28**	**49**	**37**	**212**	**54**	**-30**	**260**
OPM	15%	8%	6%	4%	14%	1%	-3%	-7%	-27%	-7%	9%	6%	9%	3%	-2%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**3,721**	**3,650**	**2,972**	**2,785**	**3,566**
매출원가	945	870	528	528	566
매출총이익	2,776	2,780	2,444	2,257	3,000
판관비	2,437	2,614	2,412	2,354	2,717
영업이익	**339**	**166**	**32**	**-98**	**283**
EBITDA	370	206	132	6	387
영업외손익	8	-9	31	-8	-7
외환관련손익	-25	12	12	0	0
이자손익	10	10	-4	-14	-13
관계기업관련손익	30	1	9	0	0
기타	-7	-32	13	7	7
법인세비용차감전순손익	347	158	63	-105	277
법인세비용	89	56	41	-27	63
계속사업순손익	258	102	23	-78	214
중단사업순손익	-10	20	0	0	0
당기순이익	249	122	23	-78	214
지배지분순이익	**249**	**126**	**18**	**-76**	**210**
포괄순이익	247	121	19	-83	209
지배지분포괄이익	246	124	13	-73	185

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**2,211**	**2,006**	**1,898**	**1,779**	**1,965**
현금및현금성자산	531	572	450	241	312
매출채권 및 기타채권	469	293	273	335	414
재고자산	250	109	96	128	164
비유동자산	1,295	1,340	1,752	1,748	1,748
유형자산	1,002	1,006	1,413	1,413	1,410
관계기업등 지분관련자산	80	65	82	82	82
기타투자자산	85	150	134	134	134
자산총계	**3,506**	**3,346**	**3,650**	**3,527**	**3,713**
유동부채	1,527	1,466	1,334	1,334	1,334
매입채무 및 기타채무	772	596	591	591	591
단기차입금	140	0	4	4	4
유동성장기부채	8	228	20	20	20
비유동부채	334	268	812	812	812
장기차입금	302	71	509	509	509
사채	0	168	181	181	181
부채총계	**1,862**	**1,734**	**2,146**	**2,146**	**2,146**
지배지분	1,362	1,333	1,242	1,140	1,293
자본금	95	95	95	95	95
자본잉여금	292	292	290	290	290
이익잉여금	1,163	1,203	1,154	1,057	1,210
비지배지분	282	278	262	241	274
자본총계	**1,644**	**1,612**	**1,504**	**1,381**	**1,567**
순차입금	**-971**	**-1,068**	**-658**	**-449**	**-519**
총차입금	474	494	833	833	833

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**382**	**344**	**141**	**74**	**345**
당기순이익	249	122	23	-78	214
감가상각비	25	35	96	100	103
외환손익	23	-11	-6	0	0
종속,관계기업관련손익	-4	-1	-9	0	0
자산부채의 증감	114	182	-3	12	-9
기타현금흐름	-24	17	40	40	37
투자활동 현금흐름	**-538**	**-182**	**-222**	**18**	**18**
투자자산	-66	-53	-9	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-36	-29	-292	-100	-100
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-437	-101	79	119	119
재무활동 현금흐름	**113**	**-128**	**55**	**-103**	**-139**
단기차입금	-5	-128	-4	0	0
사채 및 장기차입금	22	153	238	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-69	-85	-70	-28	-64
기타현금흐름	165	-67	-110	-75	-75
연결범위변동 등 기타	-9	7	-95	-199	-155
현금의 증감	**-52**	**40**	**-121**	**-209**	**71**
기초 현금	583	531	572	450	241
기말 현금	531	572	450	241	312
NOPLAT	**339**	**166**	**32**	**-98**	**283**
FCF	**361**	**300**	**-184**	**-57**	**214**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

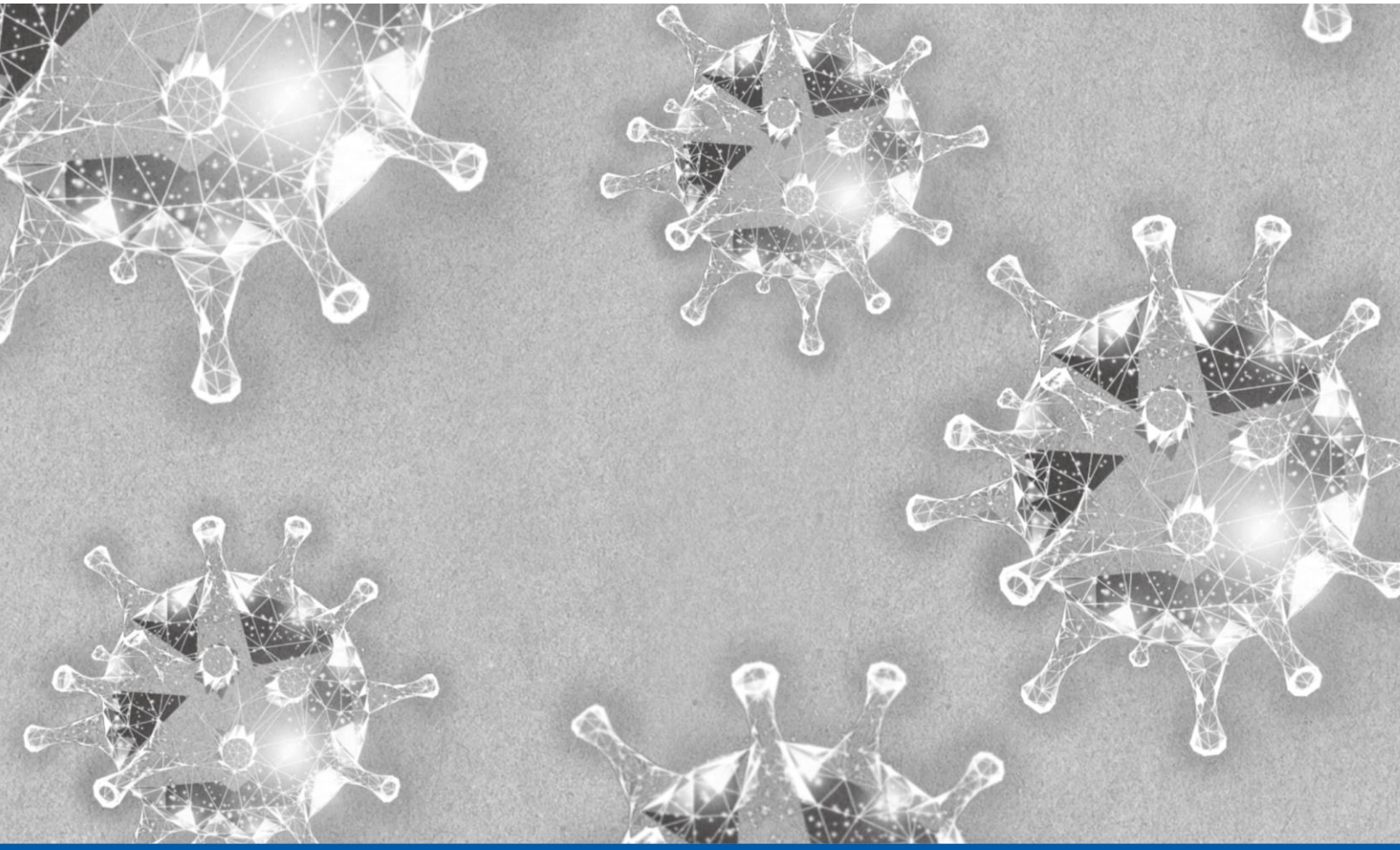
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,316	664	95	-404	1,110
BPS	7,487	7,441	7,023	6,452	7,319
EBITDAPS	1,956	1,090	697	34	2,046
SPS	19,686	19,311	15,723	14,735	18,868
DPS	450	350	120	320	520
PER	**20.8**	**44.5**	**192.4**	**-33.3**	**12.1**
PBR	**3.7**	**4.0**	**2.6**	**2.1**	**1.8**
EV/EBITDA	**11.7**	**23.3**	**23.1**	**433.7**	**5.9**
PSR	**1.4**	**1.5**	**1.2**	**1.1**	**0.7**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**56.9**	**-1.9**	**-18.6**	**-6.3**	**28.0**
영업이익 증가율 (%)	**68.6**	**-51.1**	**-80.7**	**적전**	**-389.9**
지배순이익 증가율 (%)	**48.4**	**-49.5**	**-85.8**	**적전**	**-374.6**
매출총이익률 (%)	74.6	76.2	82.2	81.0	84.1
영업이익률 (%)	**9.1**	**4.6**	**1.1**	**-3.5**	**7.9**
지배순이익률 (%)	6.7	3.4	0.6	-2.7	5.9
EBITDA 마진 (%)	9.9	5.6	4.4	0.2	10.8
ROIC	251.3	33.2	2.8	-11.6	30.3
ROA	8.9	3.7	0.5	-2.1	5.8
ROE	**20.8**	**9.3**	**1.4**	**-6.4**	**17.2**
부채비율 (%)	113.2	107.6	142.7	155.4	137.0
순차입금/자기자본 (%)	-71.3	-80.1	-53.0	-39.4	-40.2
영업이익/금융비용 (배)	82.0	11.9	1.1	-2.8	8.1

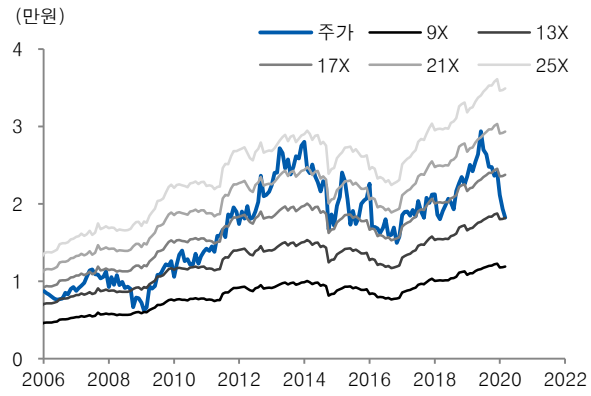
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함



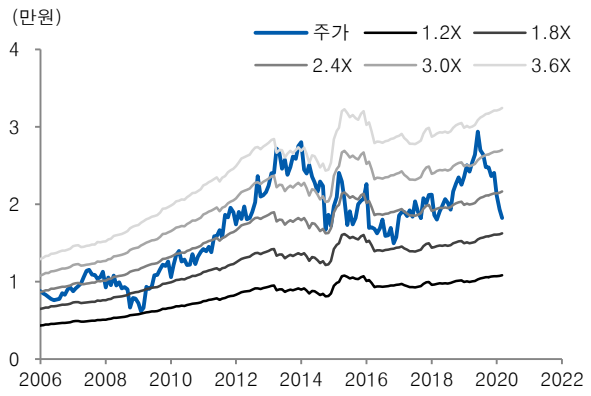
기업별 PER, PBR 밴드 차트

[그림 87] 제일기획, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



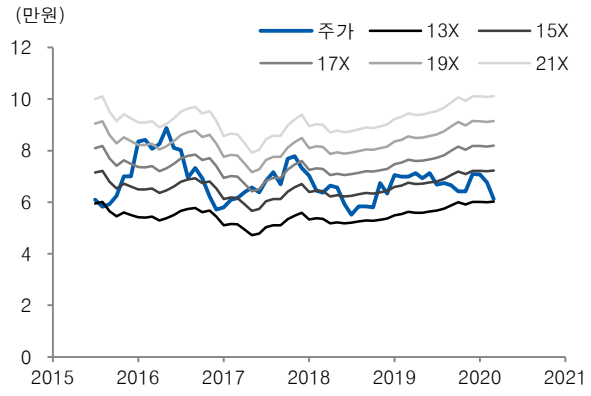
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 88] 제일기획, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



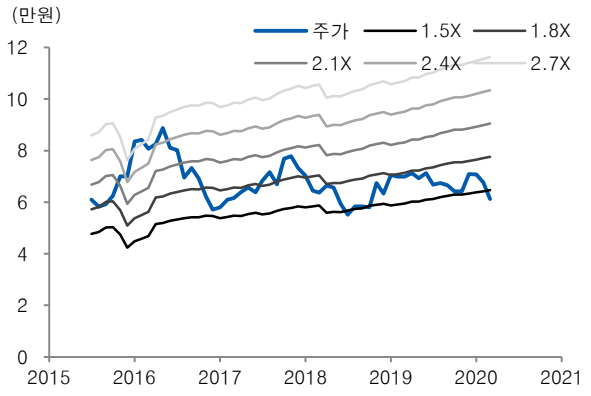
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 89] 이노션, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



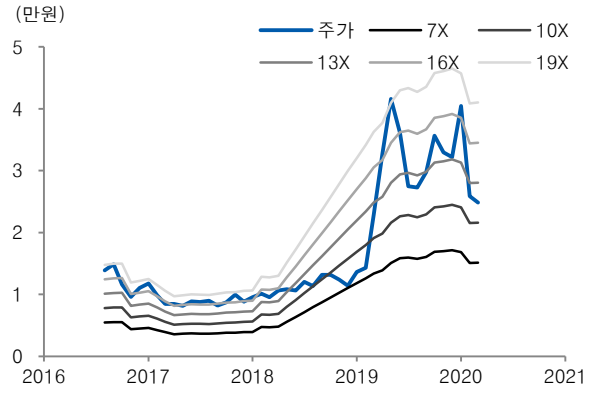
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 90] 이노션, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



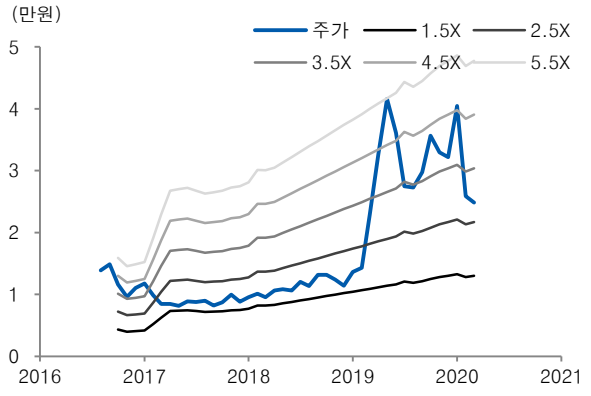
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 91] 에코마케팅, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



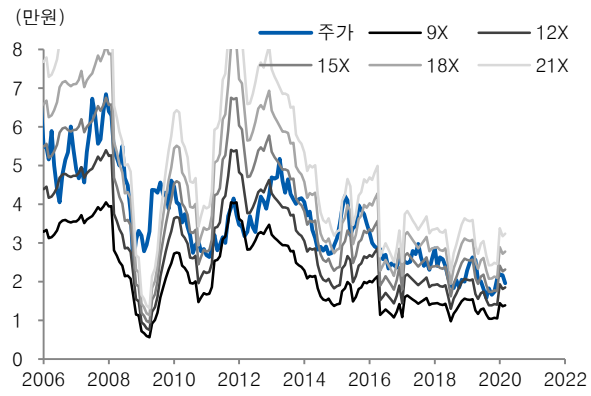
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 92] 에코마케팅, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



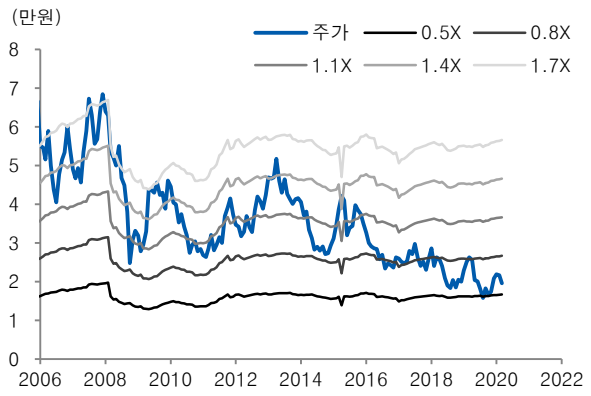
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 93] SBS, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



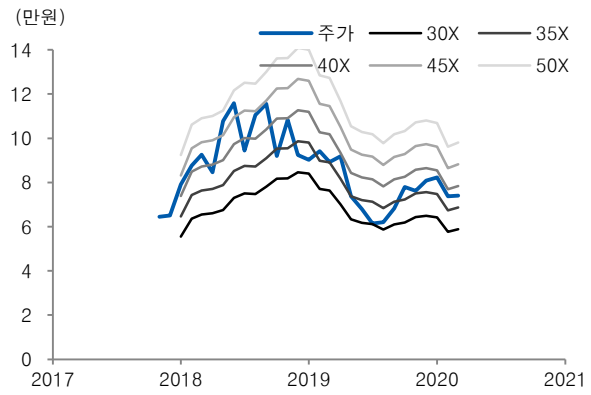
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 94] SBS, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



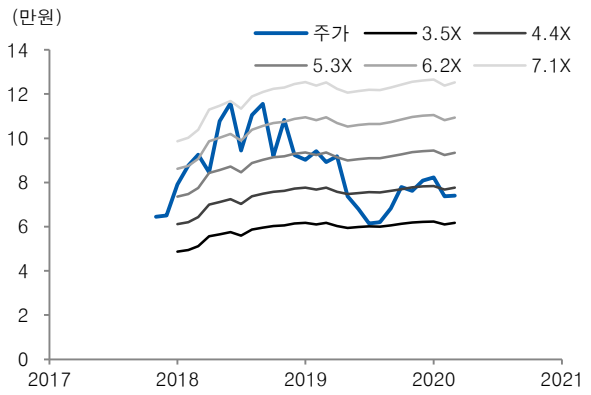
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 95] 스튜디오드래곤, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



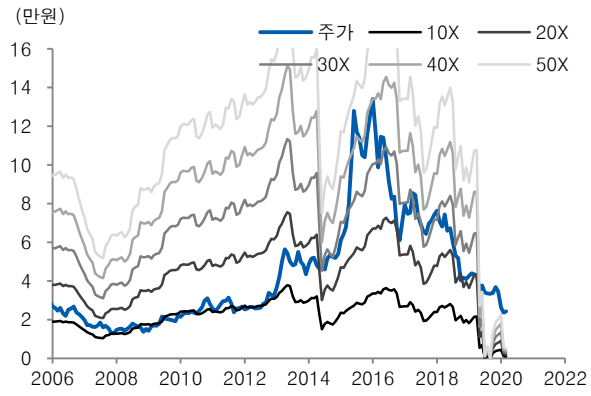
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 96] 스튜디오드래곤, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



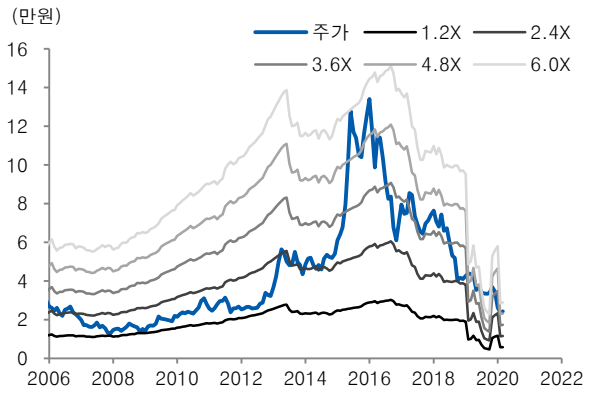
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 97] CJ CGV, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



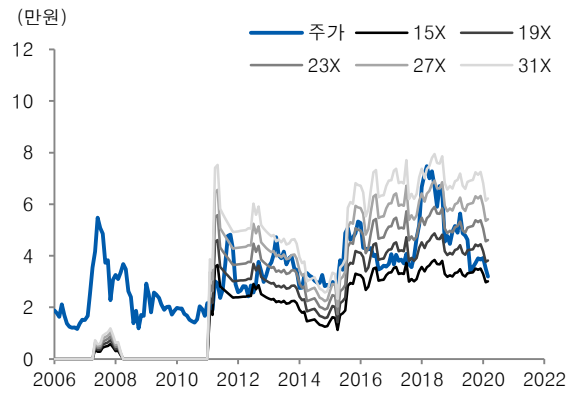
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 98] CJ CGV, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



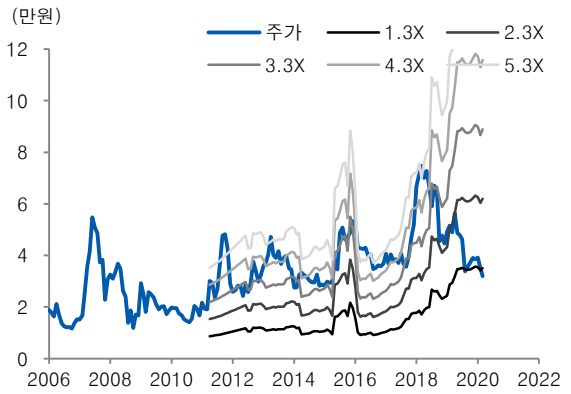
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 99] 제이콘텐트리, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



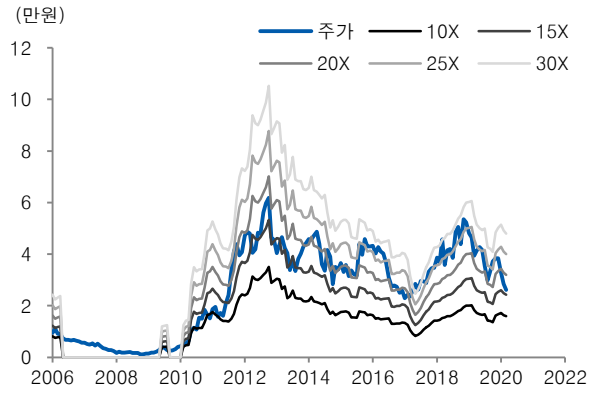
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 100] 제이콘텐트리, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



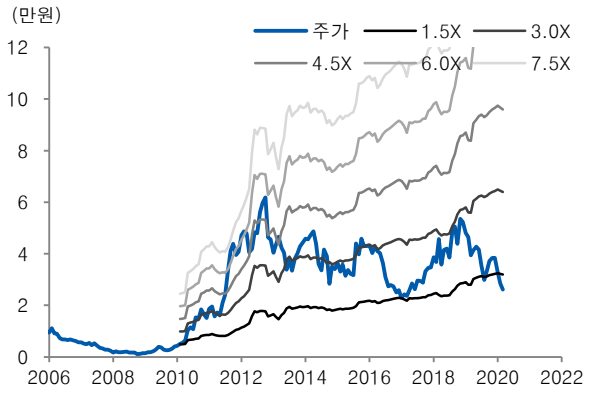
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 101] 에스엠, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



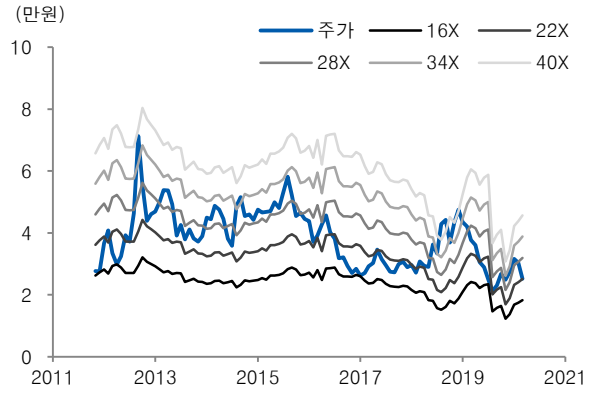
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 102] 에스엠, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



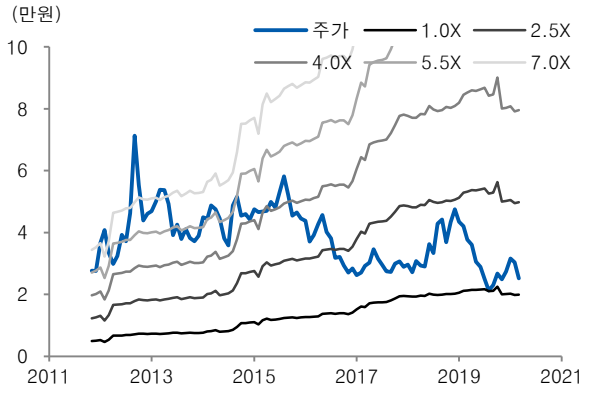
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 103] 와이지엔터테인먼트, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



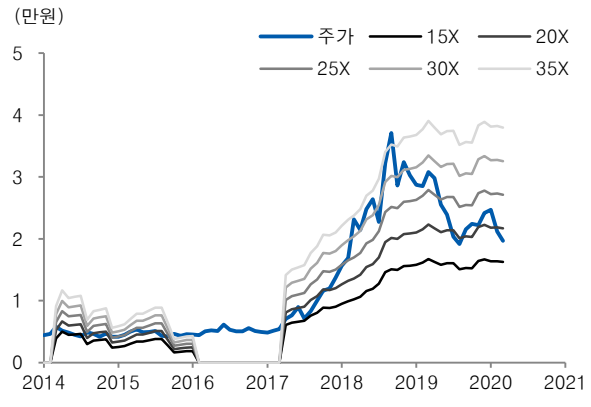
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 104] 와이지엔터테인먼트, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



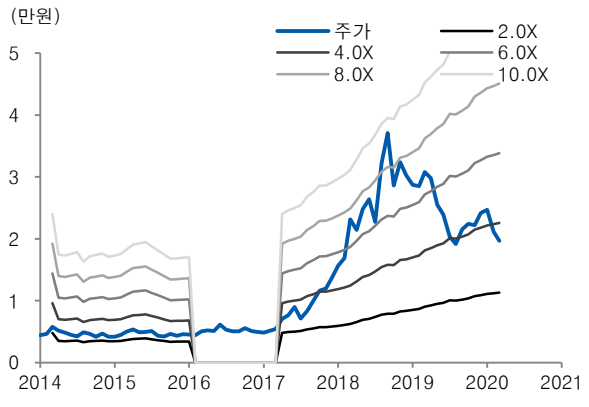
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 105] JYP Ent., PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



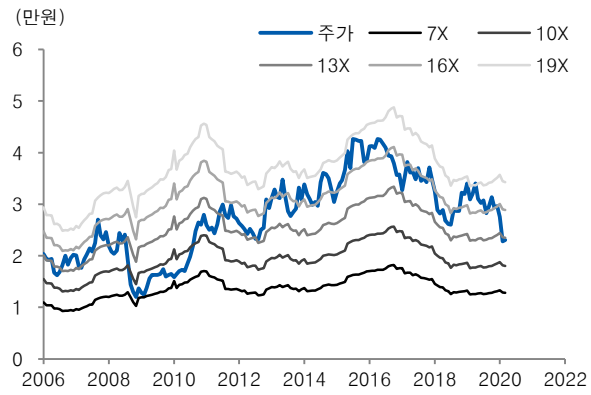
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 106] JYP Ent., PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



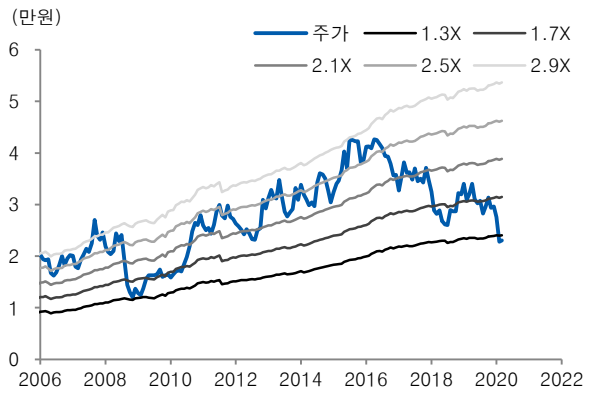
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 107] 강원랜드, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



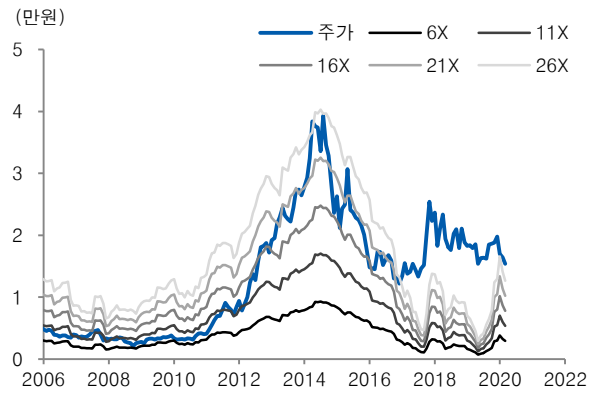
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 108] 강원랜드, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



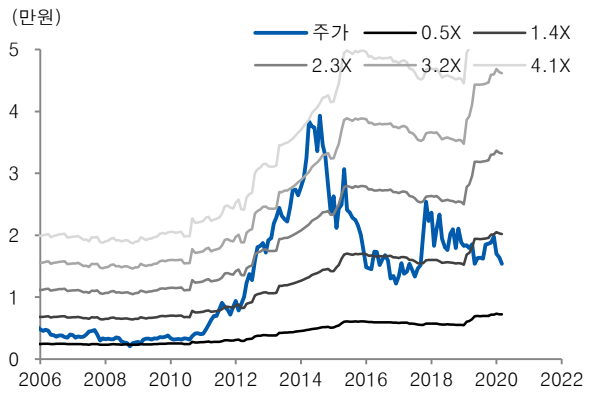
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 109] 파라다이스, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



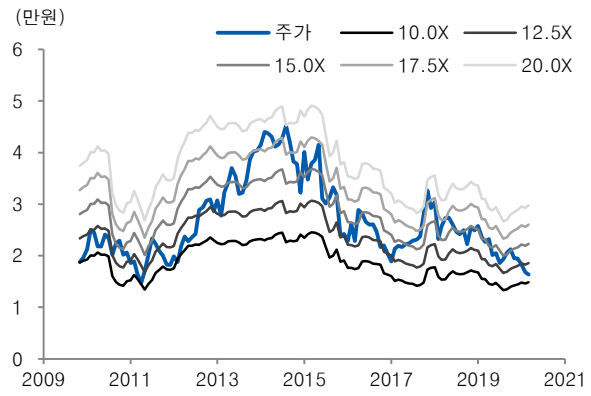
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 110] 파라다이스, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



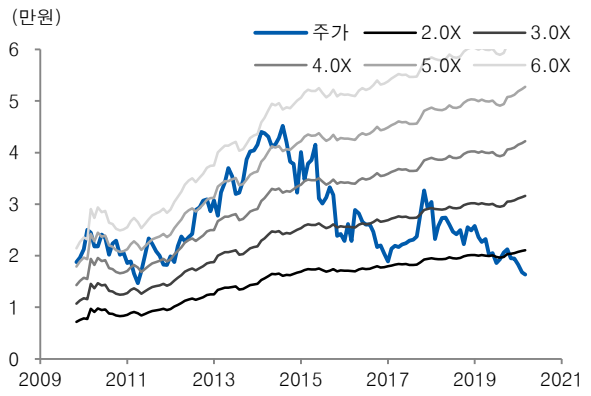
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 111] GKL, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



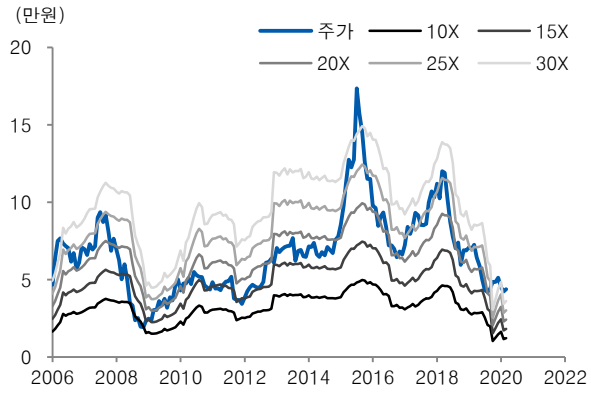
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 112] GKL, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



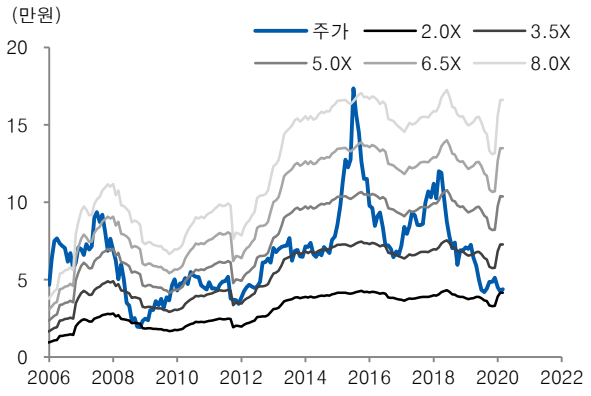
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 113] 하나투어, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



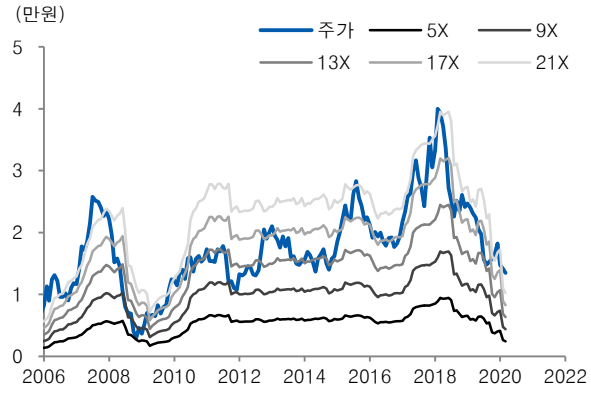
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 114] 하나투어, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



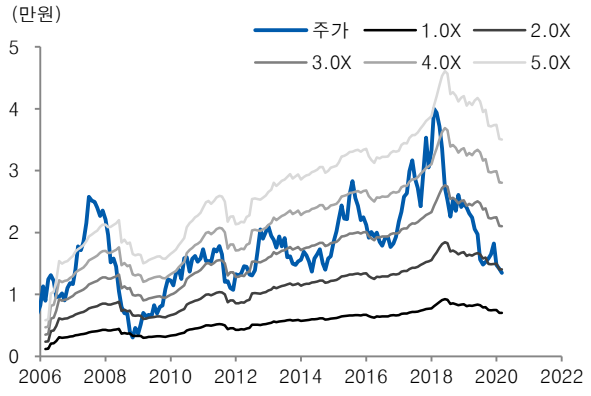
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 115] 모두투어, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)

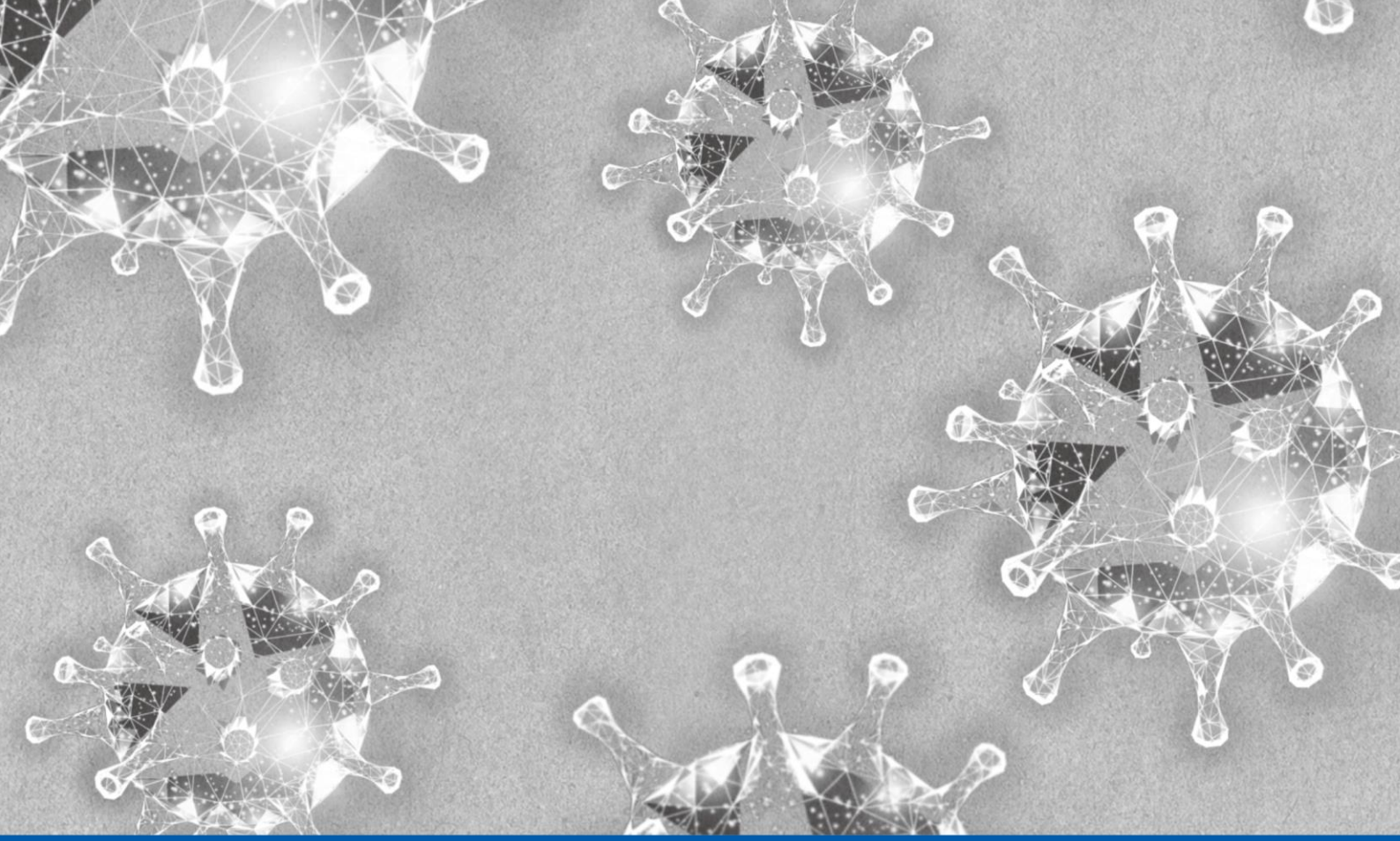


자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 116] 모두투어, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)

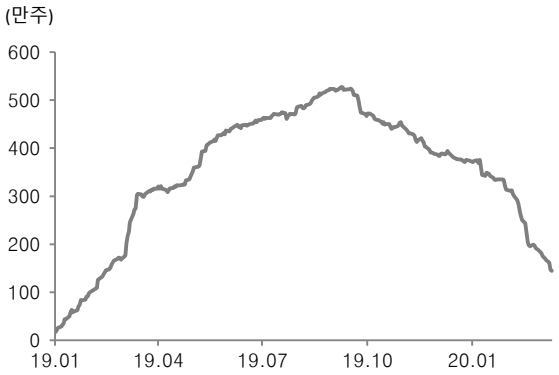


자료: 유안타증권 리서치센터



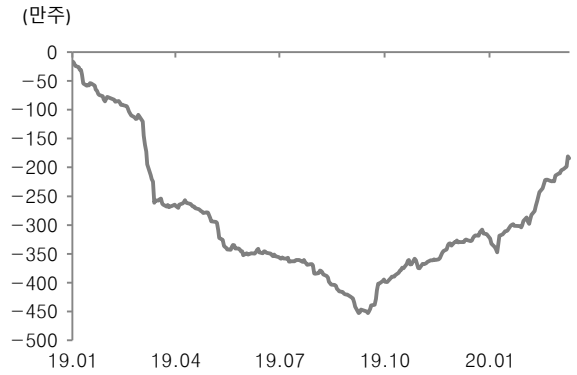
기업별 외국인, 기관 수급 차트

[그림 117] 제일기획, 외국인 누적 순매수 수량 추이



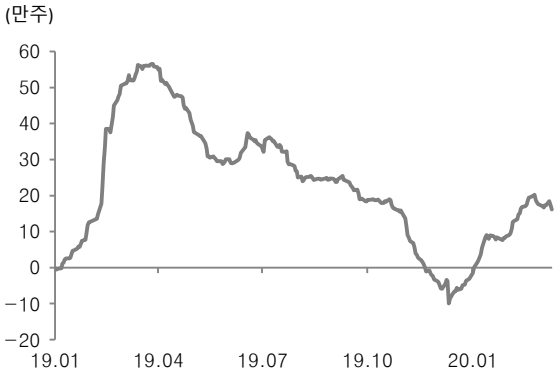
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 118] 제일기획, 기관 누적 순매수 수량 추이



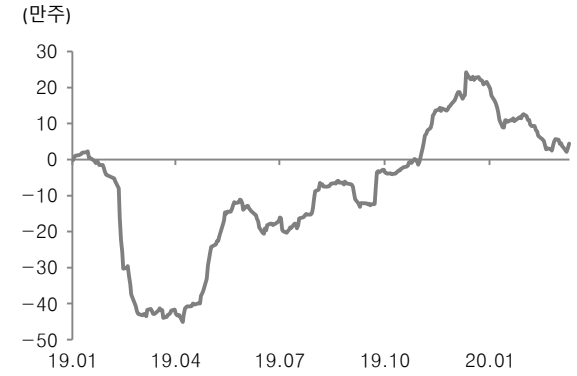
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 119] 이노션, 외국인 누적 순매수 수량 추이



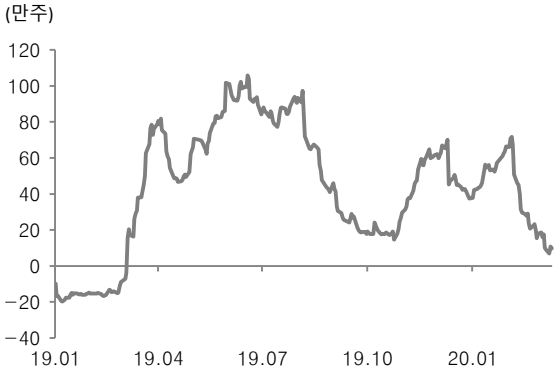
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 120] 이노션, 기관 누적 순매수 수량 추이



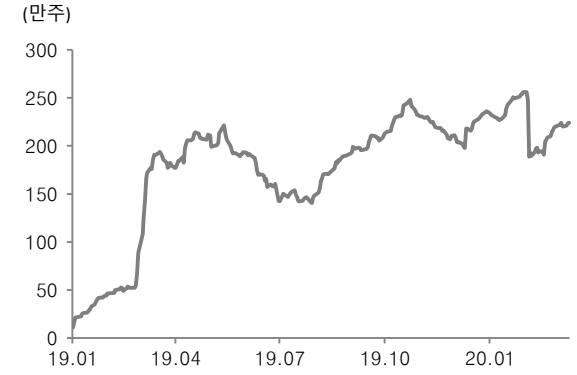
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 121] 에코마케팅, 외국인 누적 순매수 수량 추이



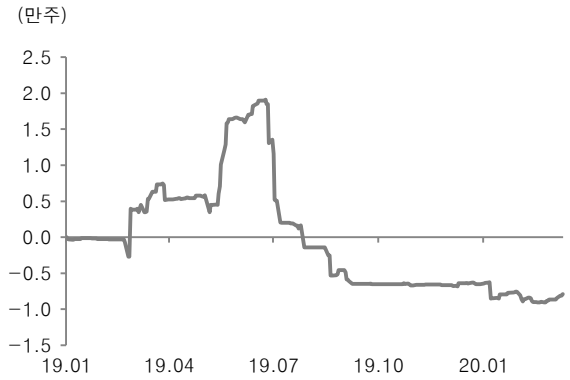
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 122] 에코마케팅, 기관 누적 순매수 수량 추이



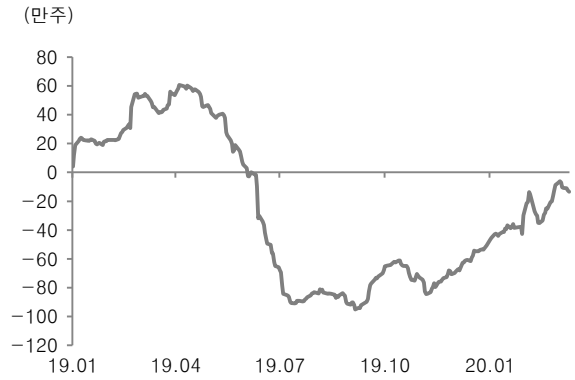
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 123] SBS, 외국인 누적 순매수 수량 추이



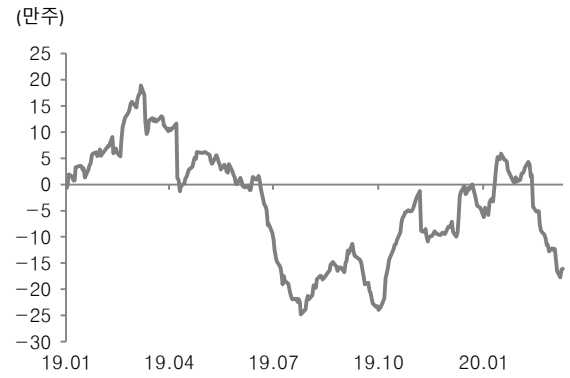
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 124] SBS, 기관 누적 순매수 수량 추이



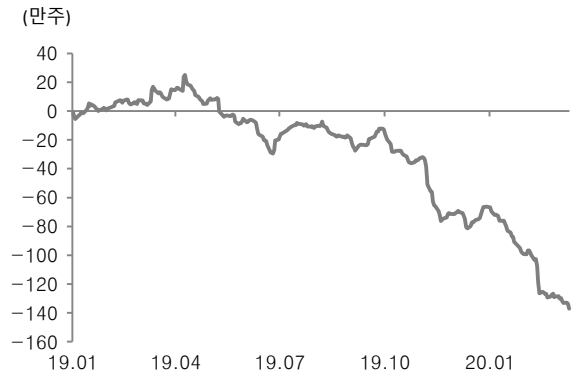
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 125] CJ ENM, 외국인 누적 순매수 수량 추이



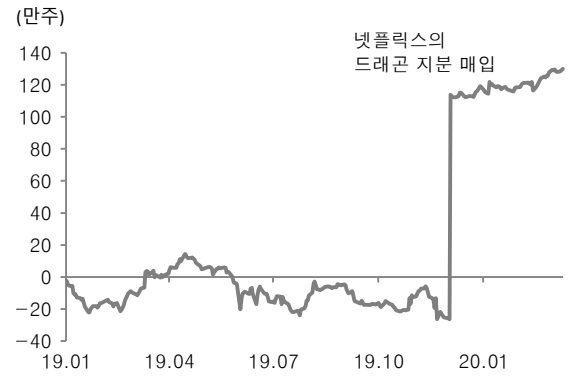
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 126] CJ ENM, 기관 누적 순매수 수량 추이



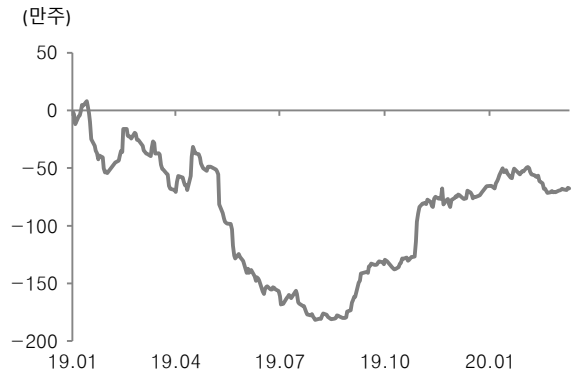
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 127] 스튜디오드래곤, 외국인 누적 순매수 수량 추이



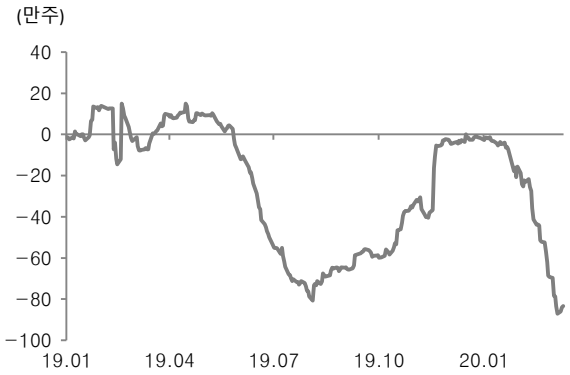
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 128] 스튜디오드래곤, 기관 누적 순매수 수량 추이



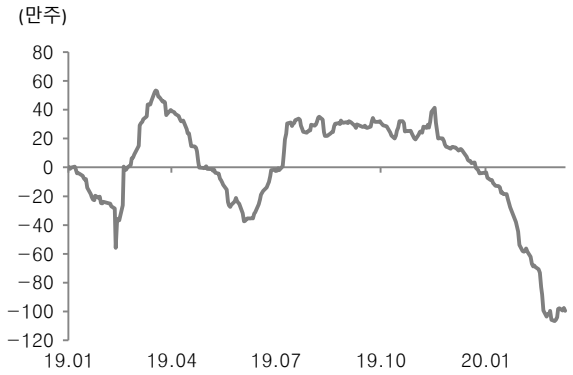
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 129] CJ CGV, 외국인 누적 순매수 수량 추이



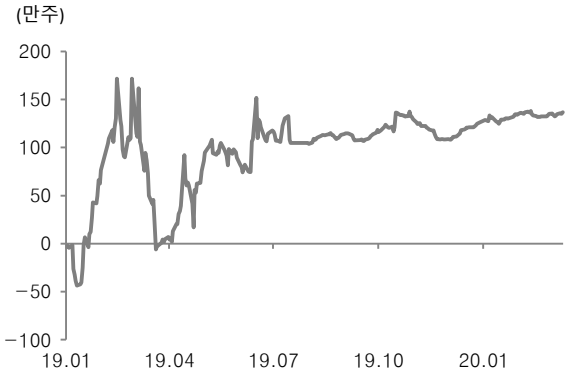
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 130] CJ CGV, 기관 누적 순매수 수량 추이



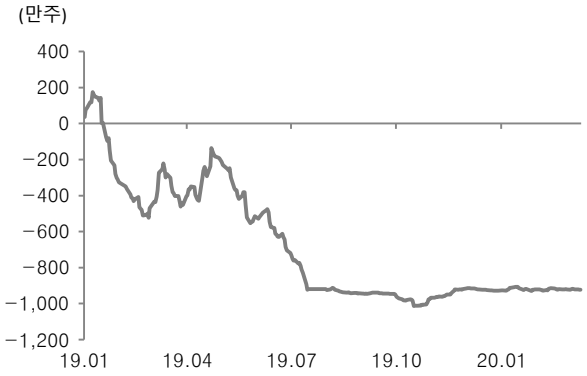
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 131] 제이콘텐트리, 외국인 누적 순매수 수량 추이



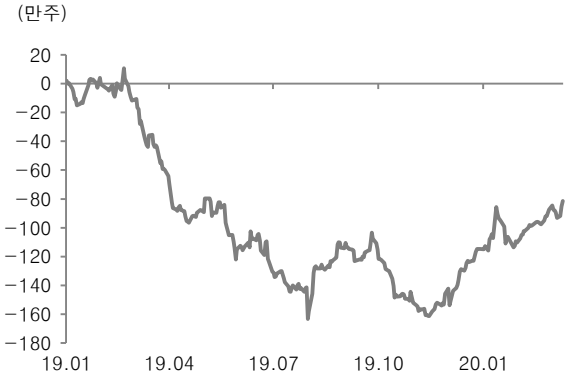
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 132] 제이콘텐트리, 기관 누적 순매수 수량 추이



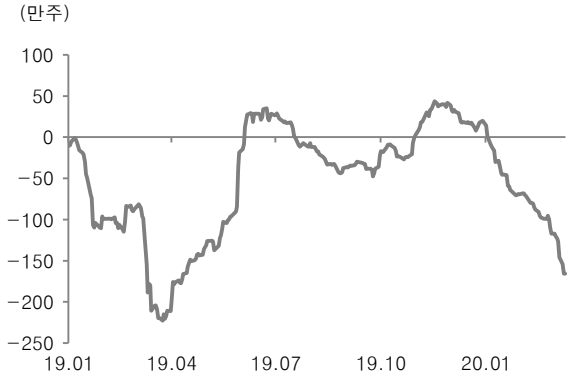
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 133] 에스엠, 외국인 누적 순매수 수량 추이



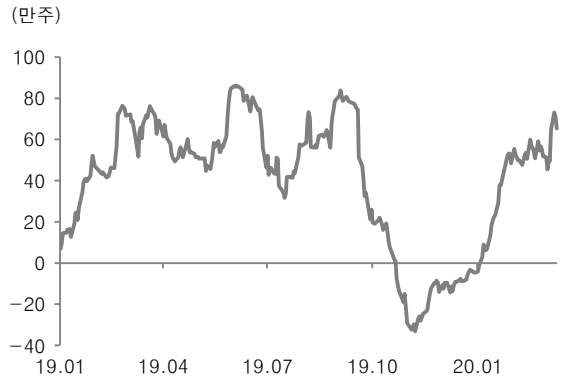
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 134] 에스엠, 기관 누적 순매수 수량 추이



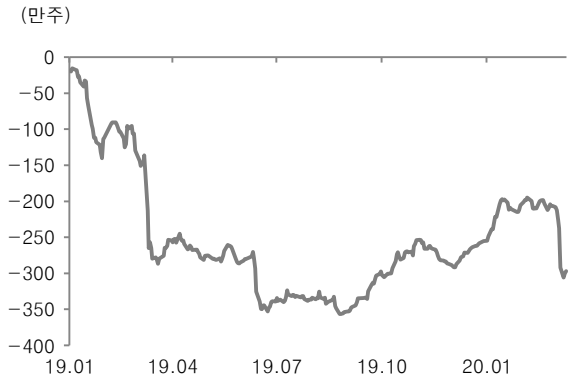
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 135] 와이지엔터테인먼트, 외국인 누적 순매수 수량 추이



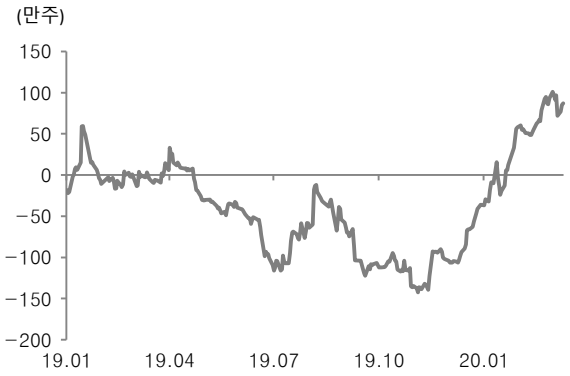
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 136] 와이지엔터테인먼트, 기관 누적 순매수 수량 추이



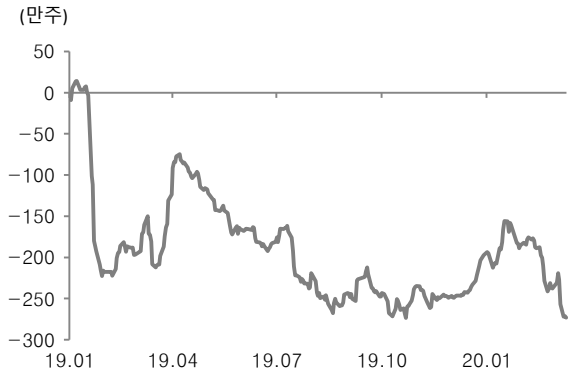
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 137] JYP Ent., 외국인 누적 순매수 수량 추이



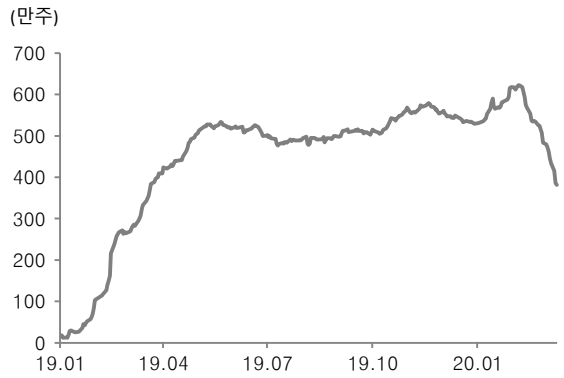
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 138] JYP Ent., 기관 누적 순매수 수량 추이



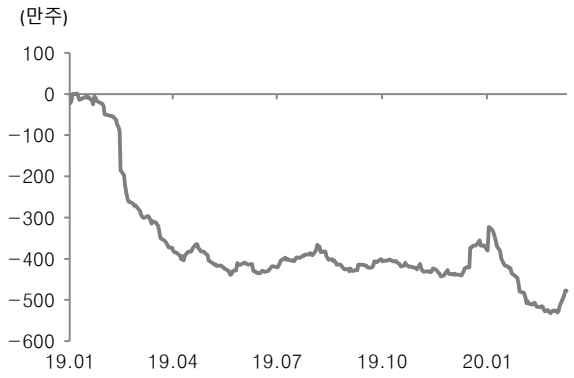
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 139] 강원랜드, 외국인 누적 순매수 수량 추이



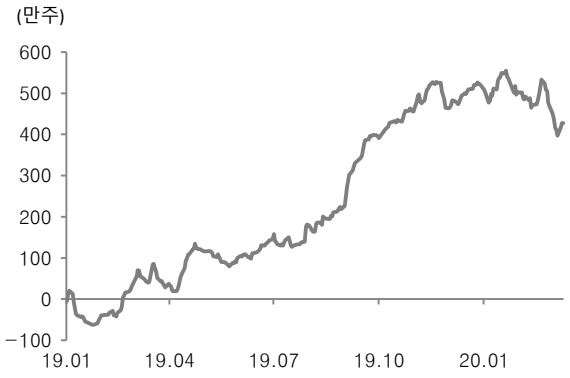
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 140] 강원랜드, 기관 누적 순매수 수량 추이



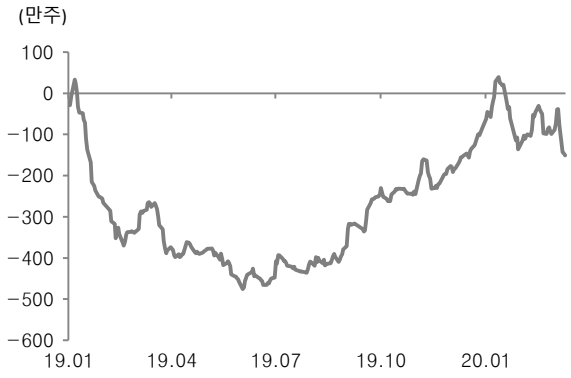
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 141] 파라다이스, 외국인 누적 순매수 수량 추이



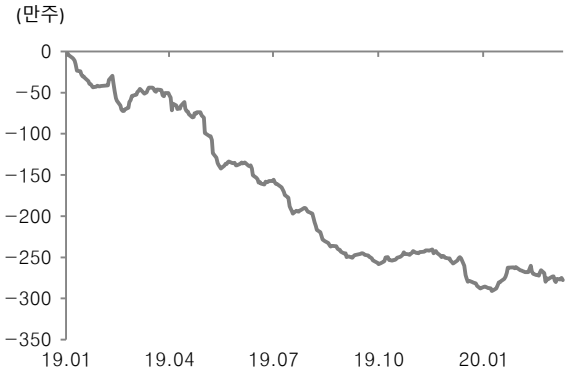
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 142] 파라다이스, 기관 누적 순매수 수량 추이



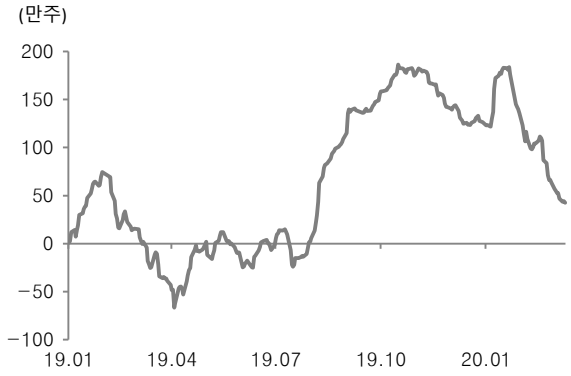
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 143] GKL, 외국인 누적 순매수 수량 추이



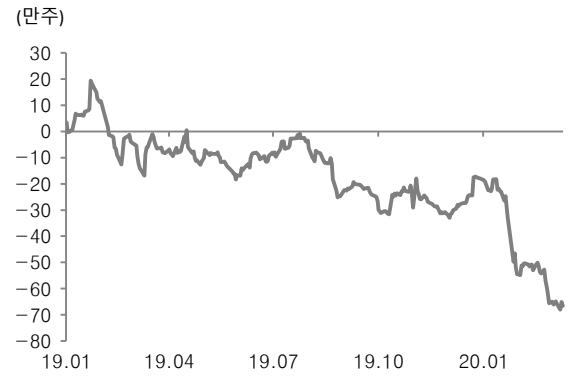
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 144] GKL, 기관 누적 순매수 수량 추이



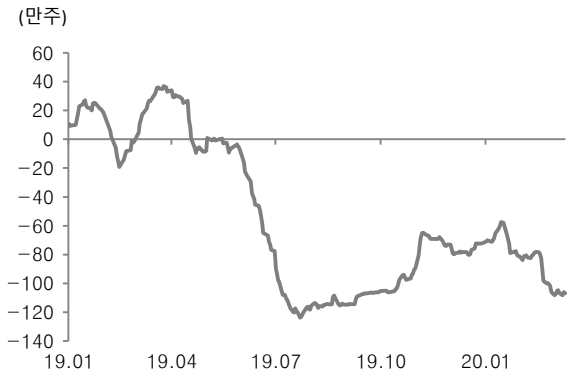
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 145] 하나투어, 외국인 누적 순매수 수량 추이



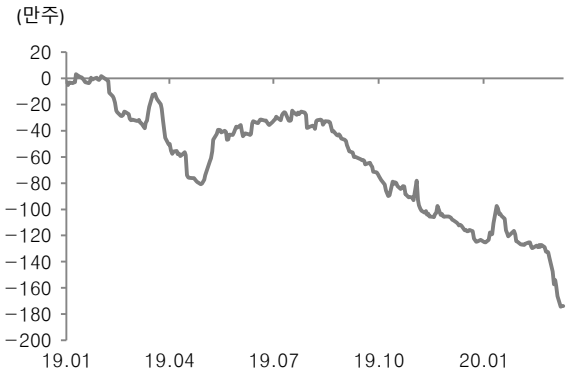
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 146] 하나투어, 기관 누적 순매수 수량 추이



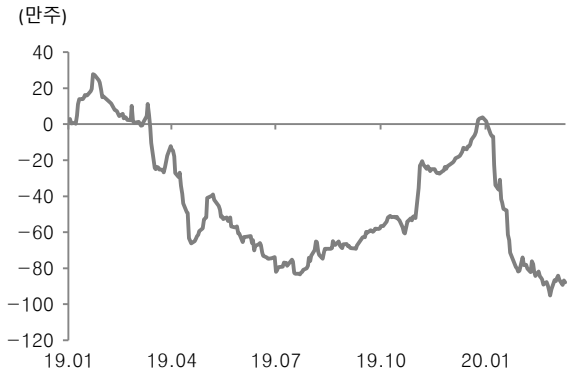
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 147] 모두투어, 외국인 누적 순매수 수량 추이



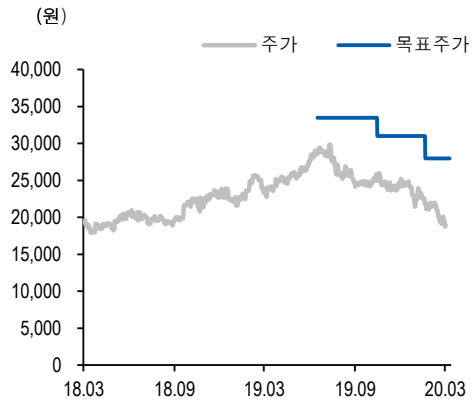
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 148] 모두투어, 기관 누적 순매수 수량 추이



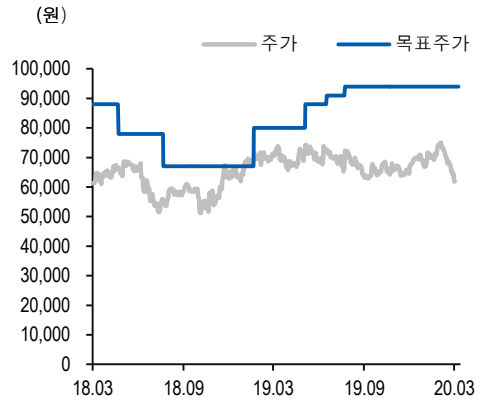
자료: 유안타증권 리서치센터

제일기획 (030000) 투자등급 및 목표주가 추이



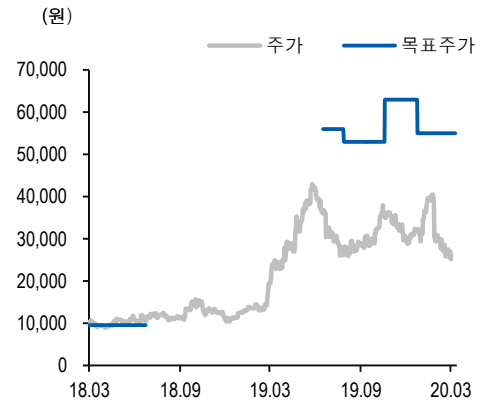
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	28,000	1년		
2020-01-29	BUY	28,000	1년		
2019-10-24	BUY	31,000	1년	-22.60	-16.13
2019-06-25	BUY	33,500	1년	-21.36	-10.90

이노션 (214320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	94,000	1년		
2019-08-01	BUY	94,000	1년		
2019-06-25	BUY	91,000	1년	-23.80	-20.33
2019-05-13	BUY	88,000	1년	-19.21	-15.57
2019-01-29	BUY	80,000	1년	-12.76	-7.63
2018-07-30	BUY	67,000	1년	-10.40	3.88
2018-04-30	BUY	78,000	1년	-21.11	-11.92
2017-11-01	BUY	88,000	1년	-21.13	-11.59

에코마케팅 (230360) 투자등급 및 목표주가 추이



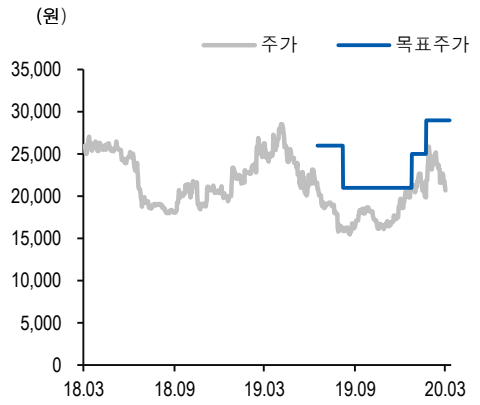
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	55,000	1년		
2020-01-02	BUY	55,000	1년		
2019-10-28	BUY	63,000	1년	-48.19	-42.30
2019-08-06	BUY	53,000	1년	-43.62	-28.40
2019-06-25	BUY	56,000	1년	-45.35	-34.38
2018-08-02	1년 경과 이후		1년	100.70	-
2017-08-02	HOLD	9,540	1년	48.09	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

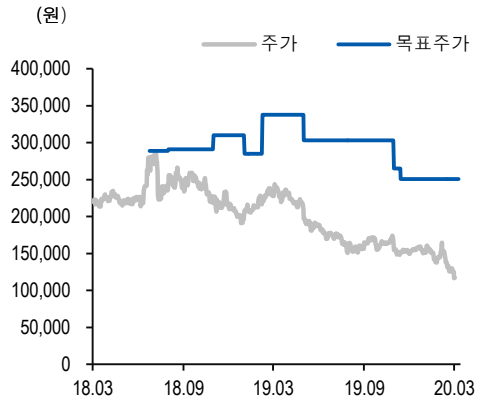
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

SBS (034120) 투자등급 및 목표주가 추이



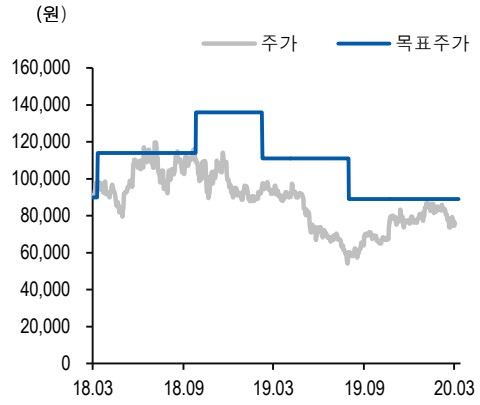
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	29,000	1년		
2020-01-31	BUY	29,000	1년		
2020-01-02	BUY	25,000	1년	-14.83	-9.40
2019-08-16	BUY	21,000	1년	-16.46	-0.95
2019-06-25	BUY	26,000	1년	-29.10	-19.62

CJ ENM (035760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	251,000	1년		
2019-11-22	BUY	251,000	1년		
2019-11-08	BUY	265,000	1년	-42.86	-41.28
2019-05-10	BUY	303,000	1년	-43.79	-35.91
2019-02-15	BUY	338,000	1년	-32.79	-27.87
2019-01-10	BUY	285,000	1년	-25.05	-19.93
2018-11-08	BUY	310,000	1년	-31.53	-24.52
2018-08-09	BUY	291,000	1년	-16.27	-8.42
2018-07-02	HOLD 담당자변경	289,000	1년	-13.10	-

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급 및 목표주가 추이



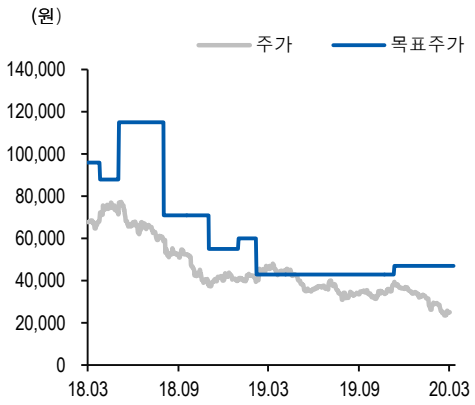
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	HOLD	89,000	1년		
2020-02-14	HOLD	89,000	1년		
2019-08-09	BUY	89,000	1년	-16.75	-2.25
2019-02-15	BUY	111,000	1년	-27.63	-11.44
2018-10-04	BUY	136,000	1년	-28.00	-16.10
2018-03-19	BUY	114,000	1년	-10.46	5.09
2018-02-08	BUY	90,000	1년	-5.24	8.56

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

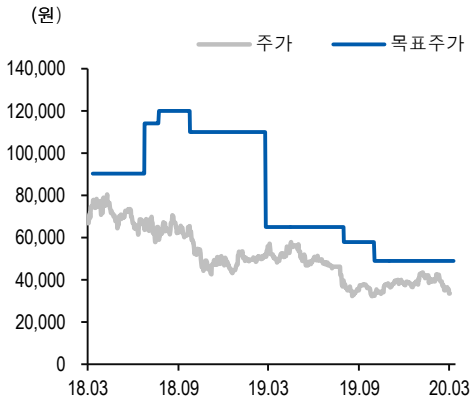
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

CJ CGV (079160) 투자등급 및 목표주가 추이



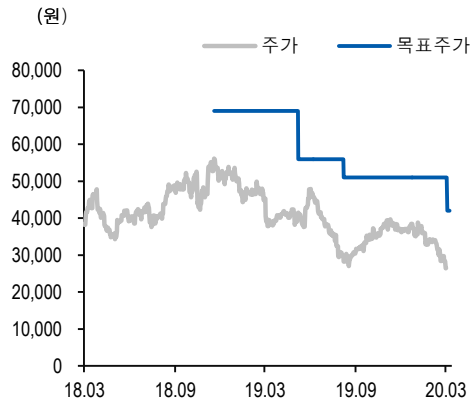
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	47,000	1년		
2019-11-19	BUY	47,000	1년		
2019-02-13	HOLD	43,000	1년	-11.49	-
2019-01-08	BUY	60,000	1년	-31.16	-28.00
2018-11-09	BUY	55,000	1년	-25.45	-20.18
2018-08-10	BUY	71,000	1년	-32.02	-21.97
2018-05-11	BUY	115,000	1년	-42.86	-32.78
2018-04-03	BUY	88,000	1년	-15.77	-12.50
2018-02-09	BUY	96,000	1년	-28.13	-23.02

제이콘텐트리 (036420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	49,000	1년		
2019-10-10	BUY	49,000	1년		
2019-08-09	BUY	58,000	1년	-38.86	-34.91
2019-08-02	액면병합	65,000	1년	-23.18	-
2019-03-04	BUY	65,000	1년	-22.39	-10.92
2019-01-17	BUY	110,000	1년	-55.05	-42.73
2018-10-02	Strong Buy	110,000	1년	-55.24	-42.73
2018-07-02	Strong Buy	114,110	1년	-43.70	-38.04
2018-03-19	BUY	90,337	1년	-20.79	-10.84

에스엠 (041510) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	42,000	1년		
2019-08-16	BUY	51,000	1년	-32.32	-22.25
2019-05-16	BUY	56,000	1년	-30.68	-14.38
2018-11-27	BUY	69,000	1년	-33.99	-18.99

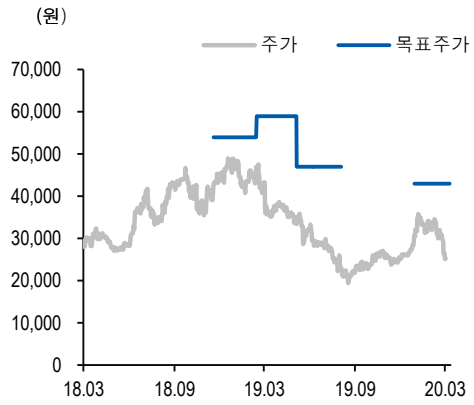
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

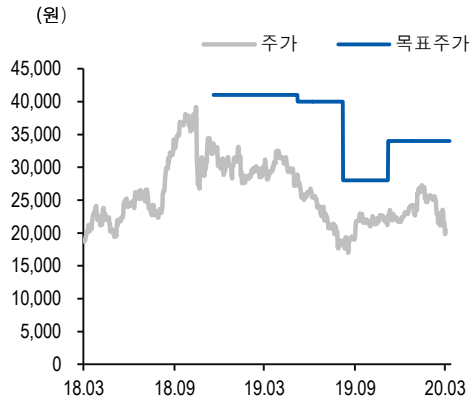
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급 및 목표주가 추이



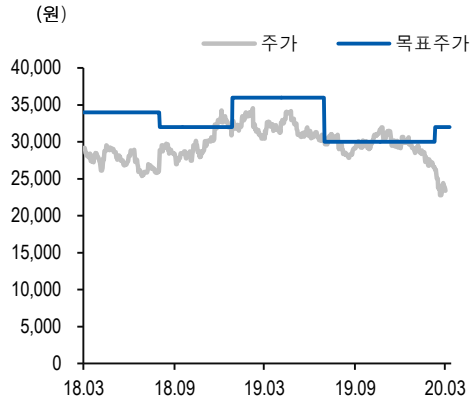
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	43,000	1년		
2020-01-07	BUY	43,000	1년		
2019-08-13	Not Rated	-	1년		-
2019-05-14	BUY	47,000	1년	-38.43	-23.72
2019-02-22	BUY	59,000	1년	-36.24	-19.49
2018-11-27	BUY	54,000	1년	-16.61	-9.35
	담당자변경				
2018-05-31	1년 경과 이후		1년	-3.12	18.23
2017-05-31	BUY	39,500	1년	-18.35	18.23

JYP Ent. (035900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	34,000	1년		
2019-11-15	BUY	34,000	1년		
2019-08-16	BUY	28,000	1년	-24.51	-18.04
2019-05-16	BUY	40,000	1년	-42.21	-30.88
2018-11-27	BUY	41,000	1년	-26.64	-19.15

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



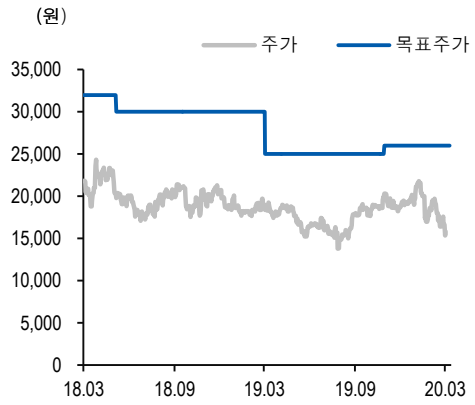
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	Strong Buy	32,000	1년		
2020-02-27	Strong Buy	32,000	1년		
2020-02-18	BUY	32,000	1년	-22.58	-17.97
2019-07-09	HOLD	30,000	1년	-1.48	-
2019-02-15	HOLD	36,000	1년	-11.25	-
2019-01-04	BUY	36,000	1년	-8.53	-4.03
2018-08-10	BUY	32,000	1년	-6.87	7.03
2018-02-12	HOLD	34,000	1년	-18.66	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

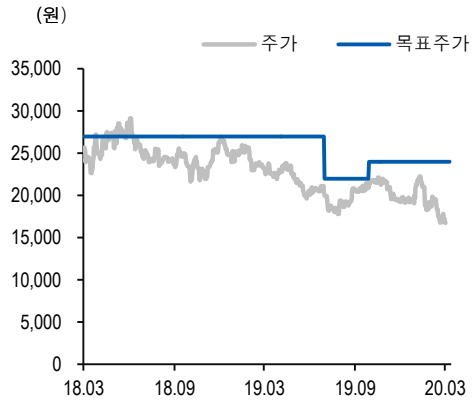
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

파라다이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



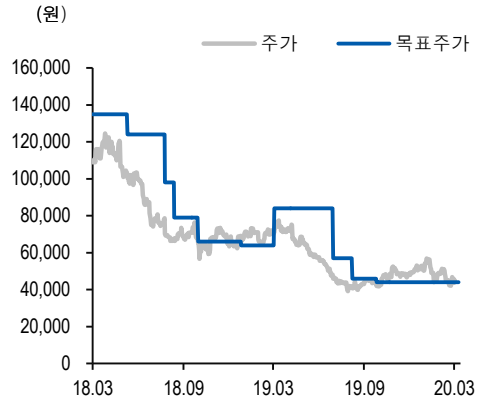
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	26,000	1년		
2019-11-07	BUY	26,000	1년		
2019-03-11	BUY	25,000	1년	-30.95	-20.40
2018-05-14	Strong Buy	30,000	1년	-35.89	-28.67
2017-11-08	Strong Buy	32,000	1년	-29.53	-14.84

GKL (114090) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	BUY	24,000	1년		
2020-02-18	BUY	24,000	1년		
2019-10-07	HOLD	24,000	1년	-15.07	-
2019-07-09	HOLD	22,000	1년	-11.27	-
2018-11-09	1년 경과 이후		1년	-14.10	-
2017-11-09	HOLD	27,000	1년	-6.95	-

하나투어 (039130) 투자등급 및 목표주가 추이



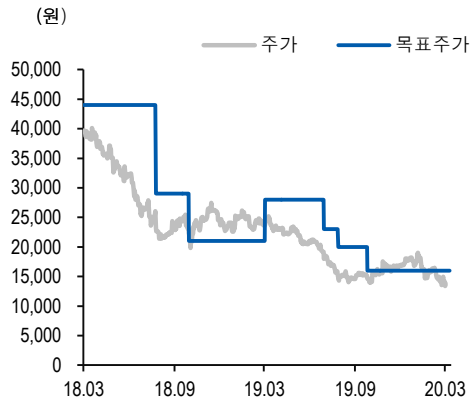
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	HOLD	44,000	1년		
2019-10-04	HOLD	44,000	1년		
2019-08-16	BUY	46,000	1년	-5.80	-0.98
2019-07-08	BUY	57,000	1년	-23.99	-18.07
2019-03-11	BUY	84,000	1년	-24.01	-7.86
2019-01-03	HOLD	64,000	1년	8.88	-
2018-10-08	HOLD	66,000	1년	0.48	-
2018-08-21	BUY	79,000	1년	-11.68	-3.16
2018-08-02	BUY	98,000	1년	-30.63	-29.08
2018-05-18	BUY	124,000	1년	-29.76	-16.53

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-12	HOLD	16,000	1년		
2019-10-04	HOLD	16,000	1년		
2019-08-06	BUY	20,000	1년	-24.86	-20.75
2019-07-08	BUY	23,000	1년	-25.91	-19.57
2019-03-11	BUY	28,000	1년	-21.21	-10.00
2018-10-08	HOLD	21,000	1년	15.82	-
2018-08-02	BUY	29,000	1년	-20.69	-12.24
2018-02-02	BUY	44,000	1년	-23.55	-8.07

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자:박성호,이혜인)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

암중모색
暗中摸索

유안타증권 元大證券