

2020. 4. 10



## ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

**Neutral**

## Top Picks

강원랜드(035250)	Buy	30,000원
GKL(114090)	Buy	21,000원

## 관심종목

파라다이스(034230)	Buy	20,000원
JYP Ent.(035900)	Buy	24,000원
에스엠(041510)	Buy	33,000원
모두투어(080160)	Buy	17,000원
하나투어(039130)	Hold	43,000원
제이콘텐트리(036420)	Buy	38,000원
스튜디오드래곤(253450)	Buy	96,000원

# 엔터/레저

## 가보지 않은 길 앞에서

- ✓ 국가간 이동 제한되며 2월말 이후 엔터/레저 업체들의 실적 급격히 악화된 상황
- ✓ 1분기 실적은 대부분 종목 기대치 하회, 2분기 실적 바닥 형성할 것
- ✓ 신종플루와 유사한 흐름이라면 9월 위험 단계 '경계'로 하향 전망 예상
- ✓ 항공 노선 재개 시 실적 회복 순서는 카지노>여행>엔터로 전망
- ✓ 산업 선호도는 카지노>엔터>여행>콘텐츠 순. 섹터 Top pick은 강원랜드 제시

### 전례 없이 막힌 하늘길, 다시 열린다면 회복의 순서는?

지난 3월 12일 WHO의 코로나19 팬데믹 선언과 함께 전세계는 국경의 벽을 높였다. 당사 엔터/레저 커버리지 중 콘텐츠를 제외하고는 '자유로운 이동'을 전제해야 매출이 발생하는 구조다. 피해가 불가피하다. 가장 최근 팬데믹 사례인 신종플루 흐름을 따른다면 WHO는 9월 경계로 위험 단계를 하향할 것으로 전망한다.

엔터/레저는 시장 대비 언더퍼폼 하고 있다. 동 산업은 국내에 더해 상대국 안정화까지 필요한 교집합의 산업이라는 점이 투자자들의 불편함을 야기하는 듯하다. 3월 저점 대비 대부분 종목이 30~50% 상승을 기록한 현재, 실적 회복 속도가 추가 상승을 결정한다고 하면 그 순서는 카지노>여행>엔터다. 콘텐츠는 3월까지 주가 방어기가 뛰어나 시장 대비 프리미엄이 높아졌다. 하반기 예상되는 편성 매출 비중 하락에 따른 프로젝트 마진 하락도 우려 요인이다. 가격 매력 낮아진 상태로 소섹터 내 언더퍼폼이 예상된다.

### 예측 어려운 2020년, 섹터 전략은?

당사 엔터/레저 커버리지 1분기 실적은 대부분 시장 기대치에 미치지 못할 전망이다. 2월 말부터 하늘길이 막히며 피해가 확산되기 시작했다. 4월 현재 진작이 없는 점을 고려했을 때 2분기 실적은 1분기 실적 대비 악화, 바닥을 형성할 전망이다. 당사는 6월 상용 수요 제재 완화, 9월 민간 수요용 공급 재개를 가정한다. 이에 따르면 2020년 출국자와 입국자 성장률(YoY)은 각각 -66%, -50%로 전망된다.

위 가정에 따르면 팬데믹 종료까지 약 5개월이라는 긴 시간을 버텨야 한다. 위기를 지날 수 있는 체력, 즉 FCF(잉여현금흐름)과 넉넉한 현금성 자산을 보유한 업체가 엔터/레저 산업 내 가장 아웃퍼폼할 수 있다고 판단된다. 항공 재개 후 실적 개선이 고려된 산업 선호 순서는 카지노>엔터>여행>콘텐츠 순으로 제시한다. 섹터 Top pick으로는 국내 기반으로 변수가 적고 풍부한 현금을 보유했으며, 비탄력적 수요를 가진 강원랜드를 추천한다.

표1 카지노/레저 1Q20 Preview at a Glance											
(십억원)		1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2018	2019	2020E
강원랜드	매출액	189.2	377.4	-49.9	372.8	-49.2	301.9	-37.3	1,438.1	1,520.1	1,231.3
	영업이익	12.8	125.1	-89.8	64.1	-80.1	82.3	-84.5	430.7	501.2	277.9
	세전이익	20.4	139.7	-85.4	76.9	-73.4	65.0	-68.6	410.7	488.9	309.1
	당기순이익	14.9	102.4	-85.4	52.6	-71.6	66.7	-77.6	297.3	334.7	224.8
	영업이익률 (%)	6.8	33.1		17.2		27.2		30.0	33.0	22.6
당기순이익률 (%)	7.9	27.1		14.1		22.1		20.7	22.0	18.3	
GKL	매출액	110.0	109.2	0.8	130.8	-15.9	122.9	-10.5	480.3	490.8	382.9
	영업이익	16.4	16.6	-1.2	23.4	-30.1	25.7	-36.3	104.9	96.4	32.4
	세전이익	10.7	11.1	-3.4	24.0	-55.3	19.4	-44.8	103.8	95.3	32.0
	당기순이익	8.2	8.5	-3.4	18.8	-56.6	15.4	-47.0	77.6	72.0	26.8
	영업이익률 (%)	14.9	15.2		17.9		20.9		21.8	19.6	8.5
당기순이익률 (%)	7.4	7.7		14.4		12.5		16.2	14.7	7.0	
파라다이스	매출액	190.4	201.7	-5.6	269.5	-29.3	209.6	-9.2	787.6	979.4	683.8
	영업이익	1.7	-6.3	N/A	12.4	-86.1	-0.7	N/A	2.4	51.9	-73.4
	세전이익	-17.0	-13.4	N/A	-14.4	N/A	-20.9	N/A	-42.9	15.5	-154.0
	당기순이익	-13.6	-13.7	N/A	-14.5	N/A	-6.7	N/A	-21.0	15.1	-75.9
	영업이익률 (%)	0.9	-3.1		4.6		-0.3		0.3	5.3	-10.7
당기순이익률 (%)	-7.1	-6.8		-5.4		-3.2		-2.7	1.5	-11.1	
JYP Ent.	매출액	23.8	26.4	-9.5	44.3	-46.2	28.3	-15.6	124.8	155.4	159.3
	영업이익	6.2	5.8	8.0	13.5	-53.7	6.4	-2.7	28.7	43.5	43.6
	세전이익	7.3	7.2	2.3	12.8	-43.1	7.7	-4.4	30.2	43.0	41.7
	당기순이익	6.5	6.3	2.3	6.2	3.8	5.3	22.2	23.8	31.3	30.2
	영업이익률 (%)	26.2	22.0		30.4		22.7		23.0	28.0	27.4
당기순이익률 (%)	27.2	24.0		14.1		18.8		19.1	20.1	19.0	
에스엠	매출액	135.7	130.8	3.7	193.9	-30.0	131.5	3.1	612.2	657.8	647.5
	영업이익	-0.3	2.8	N/A	13.8	N/A	4.4	N/A	47.7	40.4	34.3
	세전이익	-0.9	2.7	N/A	-17.6	N/A	3.7	N/A	46.0	11.0	23.4
	당기순이익	-1.7	-3.7	N/A	-22.5	N/A	3.0	N/A	30.6	-9.1	15.5
	영업이익률 (%)	-0.2	2.1		7.1		3.3		7.8	6.1	5.3
당기순이익률 (%)	-1.2	-2.8		-11.6		2.3		5.0	-1.4	2.4	
모두투어	매출액	49.7	92.3	-46.1	65.4	-23.9	51.8	-3.9	365.0	297.2	127.5
	영업이익	-8.8	9.1	N/A	-3.6	N/A	-8.8	N/A	16.6	3.2	-38.3
	세전이익	-7.5	11.2	N/A	-5.5	N/A	-5.3	N/A	17.8	6.3	-36.3
	당기순이익	-9.8	8.3	N/A	-5.1	N/A	-6.7	N/A	12.6	1.8	-33.9
	영업이익률 (%)	-17.7	9.9		-5.5		-16.9		4.6	1.1	-30.0
당기순이익률 (%)	-19.6	9.0		-7.8		-13.0		3.4	0.6	-26.6	
하나투어	매출액	141.7	222.9	-36.4	163.5	-13.3	107.4	32.0	828.3	763.2	491.9
	영업이익	-21.5	13.2	N/A	-8.1	N/A	-19.1	N/A	24.9	5.9	-81.2
	세전이익	-16.3	14.8	N/A	-8.1	N/A	-13.9	N/A	22.3	-5.7	-89.2
	당기순이익	-17.1	9.4	N/A	-10.7	N/A	-15.3	N/A	8.7	-8.0	-71.0
	영업이익률 (%)	-15.2	5.9		-5.0		-17.8		3.0	0.8	-16.5
당기순이익률 (%)	-12.0	4.2		-6.6		-14.3		1.1	-1.1	-14.4	
제이콘텐츠리	매출액	102.2	126.3	-19.1	153.8	-33.6	110.2	-7.3	511.3	554.2	611.9
	영업이익	-8.6	11.1	N/A	-7.2	N/A	-1.0	N/A	34.7	35.4	20.9
	세전이익	-16.3	8.3	N/A	-19.3	N/A	1.2	N/A	33.6	20.8	-6.0
	당기순이익	-13.6	7.5	N/A	-10.7	N/A	-1.2	N/A	18.4	1.1	-9.6
	영업이익률 (%)	-8.4	8.8		-4.7		-0.9		6.8	6.4	3.4
당기순이익률 (%)	-13.3	5.9		-7.0		-1.1		3.6	0.2	-1.6	
스튜디오드래곤	매출액	103.6	111.8	-7.3	97.4	6.4	119.9	-13.5	379.6	468.7	538.2
	영업이익	11.3	11.0	3.2	-4.0	N/A	11.2	1.1	39.9	28.7	44.2
	세전이익	13.1	13.2	-0.8	-5.2	N/A	11.8	11.0	45.6	33.1	50.6
	당기순이익	10.6	9.2	14.6	-1.6	N/A	9.6	9.5	35.8	26.4	40.4
	영업이익률 (%)	11.0	9.8		-4.1		9.4		10.5	6.1	8.2
당기순이익률 (%)	10.2	8.2		-1.6		8.0		9.4	5.6	7.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 Meritz Entertainment/Leisure Coverage at a Glance

	콘텐츠		엔터테인먼트		카지노			여행		
	스튜디오 드래곤	제이 콘텐츠리	SM	JYP	파라다이스	GKL	강원랜드	모두투어	하나투어	
(십억원)										
종목코드	253450 KQ	036420 KS	041510 KQ	035900 KQ	034230 KQ	114090 KS	035250 KS	080160 KS	039130 KS	
종가(4/9, 원)	74,300	30,100	23,200	19,200	14,350	15,250	23,300	11,650	42,950	
시가총액	2,087.6	493.2	544.0	681.5	1,305.0	943.3	4,984.8	220.2	598.7	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	
변동 여부	유지	유지	유지	상향	유지	유지	상향	유지	유지	
적정주가(원)	96,000	38,000	33,000	24,000	20,000	21,000	30,000	17,000	43,000	
변동 여부	하향	하향	하향	유지	하향	하향	유지	하향	하향	
상승여력(%)	29.2	13.0	42.2	25.0	39.4	37.7	28.8	45.9	0.1	
매출액	2019	468.7	554.2	657.8	155.4	979.4	490.8	1,520.1	297.2	763.2
	2020E	538.2	611.9	647.5	159.3	683.8	382.9	1,231.3	127.5	491.9
	2021E	628.9	678.6	691.5	196.7	996.0	490.0	1,635.6	237.5	688.1
영업이익	2019	28.7	35.4	40.4	43.5	51.9	96.4	501.2	3.2	5.9
	2020E	44.2	20.9	34.3	43.6	-73.4	32.4	277.9	-38.3	-81.2
	2021E	65.5	37.8	46.7	48.9	150.9	100.8	488.6	6.8	37.2
당기순이익	2019	26.4	1.1	-9.1	31.3	15.1	72.0	334.7	1.8	-8.0
	2020E	40.4	-9.6	15.5	30.2	-75.9	26.8	224.8	-33.9	-71.0
	2021E	57.0	-1.7	25.2	34.6	34.8	75.5	381.1	8.8	16.7
EPS (원)	2019	941	78	-390	883	166	1,165	1,564	95	-691
	2020E	1,439	-597	660	851	-835	433	1,051	-1,791	-5,231
	2021E	2,028	-105	1,073	976	383	1,221	1,781	463	1,196
PER (x)	2019	85.9	494.4	N/A	27.4	118.9	16.7	18.9	192.4	N/A
	2020E	51.6	N/A	35.1	22.6	N/A	35.2	22.2	N/A	N/A
	2021E	36.6	N/A	21.6	19.7	37.5	12.5	13.1	25.1	35.9
PBR (x)	2019	5.3	1.7	2.0	5.4	1.4	2.1	1.7	2.8	3.3
	2020E	4.5	1.6	1.2	3.7	1.1	1.7	1.3	2.6	2.6
	2021E	4.0	1.6	1.2	3.2	1.1	1.6	1.3	2.4	2.5
EV/EBITDA (x)	2019	14.9	9.1	7.8	16.3	18.8	6.5	8.0	27.7	11.4
	2020E	12.9	6.8	5.4	12.0	67.0	9.4	9.0	N/A	N/A
	2021E	10.7	6.8	4.3	10.1	9.6	4.9	5.2	8.6	6.7
ROE (%)	2019	6.4	0.3	-2.1	21.9	1.2	12.6	9.2	1.4	-4.2
	2020E	9.0	-3.0	3.5	17.7	-6.2	4.6	6.0	-32.2	-34.2
	2021E	11.5	-0.6	5.5	17.7	2.9	13.0	9.9	9.9	7.0
ROA (%)	2019	4.8	1.1	-1.5	17.0	0.2	8.6	7.7	0.6	-1.4
	2020E	6.6	-0.3	0.7	13.7	-3.6	2.9	5.0	-10.0	-8.2
	2021E	8.3	0.6	1.7	13.7	1.8	8.1	8.2	1.9	1.8
DPS (원)	2019	-	-	-	155	100	659	900	120	1,000
	2020E	-	-	450	200	100	700	900	250	800
	2021E	-	-	450	220	200	800	900	250	800
배당수익률 (%)	2019	0.0	0.0	0.0	0.6	0.5	3.4	3.0	0.7	0.0
	2020E	0.0	0.0	2.2	1.2	0.8	5.2	4.9	2.5	2.2
	2021E	0.0	0.0	1.9	1.1	1.4	5.2	3.9	2.1	1.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 가보지 않은 길 앞에서

2달만에 바뀐 산업 기류:  
피해가 큰 1) 영화관 2) 카지노  
3) 여행, '동면'으로 대처

불과 2월까지만 하더라도 '기생충'이 오스카 영화제에서 수상하는 등 한국 엔터테인먼트 산업 기대감이 고조된 바 있다. 다른 산업의 상황도 마찬가지였지만 코로나19로 엔터/레저 산업은 전례 없는 위기에 처해 있다. 이 중 피해가 특히 큰 곳은 대규모 고정비를 활용해 매출을 일으키는 산업(영화관과 복합리조트형 카지노)과 매출이 0에 수렴하는 여행업이다. 이들은 사업장을 닫거나 전직원 휴직을 결정하는 등 '동면'으로 위기에 대처하고 있다.

엔터/콘텐츠 매출 영향은  
덜하지만 이익 하락의 방향성은  
피하기 어려워

엔터는 앨범과 음원 수익으로 매출은 발생하나 이익의 핵심 변수인 콘서트가 부재해 이익 부진은 면하기 어렵다. 콘텐츠 산업은 현재까지는 큰 어려움이 포착되지 않는 유일한 산업이다. 다만 방송사 광고 수익이 감소하고 있어 편성 매출 비중의 추가 하락에 따른 프로젝트 수익성 하락에 대비해야 한다.

'팬데믹' 언제 끝날까?

한국 시간 기준 지난 3월 12일 WHO는 코로나19에 대해 '팬데믹'을 선언했고 이와 함께 전세계 국가는 자국 국경의 벽을 높였다. 엔터/레저 커버리지 중 콘텐츠를 제외하고는 사람 간의 이동이 전제되어야 매출 발생이 가능한 구조를 가지고 있다. 피해가 불가피하다. 당사는 과거 신종플루의 케이스를 참고해 코로나19의 영향이 미치는 기간을 추정했다.

'신종플루' 흐름 따른다면 '코로나19' 위험 단계는 9월 하향 예상

신종플루는 WHO가 팬데믹을 선언한 가장 최근의 사례(2009년 6월 11일)다. 집단 발생이 첫 보고된 시기는 4월 12일이며 이로부터 2개월이 지난 6월 팬데믹 선언, 이후 6개월이 지난 12월 WHO는 위험에서 경계 단계로 하향했다. 우한에서 지난 1월 첫 집단발병이 보고된 후 3월 팬데믹을 선언된 점을 감안 시 현재까지의 흐름세는 유사하다. 신종플루와 유사한 흐름이라면, WHO가 '경계'로 현 위험 단계를 하향하는 시기는 9월로 예상된다. 이에 따르면 2020년 아웃바운드와 인바운드 성장률(YoY)은 각각 -66%, -50%로 전망된다.

실적 회복 속도가 추가 상승 결정한다면 순서는 카지노>여행>엔터

엔터/레저는 시장 대비 언더퍼폼 하고 있다. 국내에 더해 상대국의 안정화까지 필요한 교집합의 산업이기 때문에 투자자들의 불편함을 야기하는 듯하다. 3월 저점 대비 대부분 30~50% 상승을 기록한 현재, 실적 회복 속도가 추가 상승을 결정한다면 순서는 카지노>여행>엔터로 예상된다. 콘텐츠는 주가 방어가 뛰어나 시장 대비 프리미엄이 높아졌다. 하반기 예상되는 편성 매출 비중 하락에 따른 프로젝트 마진 하락도 우려 요인이다. 가격 매력 낮아져 소섹터 내 언더퍼폼이 예상된다.

항공 노선 재개 고려한 산업 선호도는 카지노>엔터>여행>콘텐츠  
섹터 Top pick은 강원랜드 추천

신종플루 사례와 같은 WHO의 행보를 가정했을 때 이번 팬데믹 종료까지는 약 5개월이라는 긴 터널이 예정되어 있다. 위기를 지날 수 있는 체력, 즉 FCF(잉여현금흐름)와 넉넉한 현금성 자산을 보유한 업체가 엔터/레저 산업 내 가장 아웃퍼폼할 수 있다고 판단된다. 항공 재개 후 실적 개선이 고려된 산업 선호 순서는 카지노>엔터>여행>콘텐츠 순으로 제시한다. 섹터 Top pick으로는 국내 기반으로 변수가 적고 풍부한 현금을 보유했으며, 비탄력적 수요를 가진 강원랜드를 추천한다.

# 엔터/레저, 2020년

업체들의 현 상황은 녹록치 않다. 콘텐츠를 제외한 엔터/카지노/여행 산업은 '자유로운 이동'을 전제하기 때문이다.

## 엔터 산업

엔터 산업, 앨범 매출 발생하더라도 콘서트 부재로 이익은 부진

엔터 산업의 핵심은 1) 앨범, 2) 콘서트, 3) 굿즈에 있다. 앨범의 부산물인 음원/유튜브 등이 존재하나 실적 발표에 콘서트가 가장 많이 언급되는 점을 통해 알 수 있듯이 이익 핵심 결정 변수는 콘서트다. 전염병이 확산되며 불특정 다수와 접촉이 불가피한 콘서트가 가장 먼저 차단되었다. 7월 예정되었던 도쿄 올림픽이 내년으로 연기된 점을 고려했을 때 상반기 콘서트 취소는 불가피해 보인다.

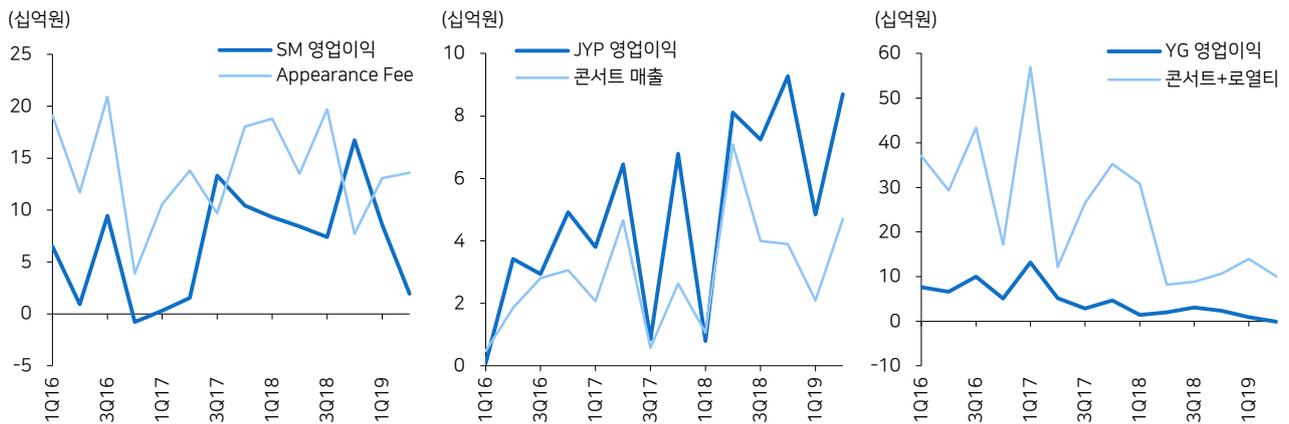
상반기 취소된 일본 콘서트의 하반기 이연을 기대하기 어려운 이유

콘서트 중 이익 기여도가 높은 지역은 단연 일본이다. 한국은 콘서트 장소가 부족하고, 동남아/유럽/미주 등은 MG(Minimum Guarantee) 형태로 회사 측면의 손익은 적자거나 이익 기여가 미미하다. 일본 대형 콘서트(돔 콘서트)는 프로 야구 시즌을 피해 예약되기 때문에 보통 6개월에서 1년치 예약이 잡혀있다. 상반기 취소된 콘서트 전부의 하반기 이연을 기대하기 힘든 이유다.

아티스트 앨범 발매가 부재한 이유

아티스트의 활동은 일반적으로 '앨범발매-방송활동-국내 콘서트-해외 콘서트'가 하나의 세트를 이룬다. 대부분의 아티스트 컴백 일정이 연기된 점 또한 이러한 이유에 기인한다. 팬데믹 경계 해제 후 본격적인 콘서트 매출이 가능하다고 가정할 경우 2020년 엔터 업체들의 이익을 보수적 접근이 유효하다.

그림1 엔터3사 실적, 콘서트 매출과 영업이익 동행성 가장 높아



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표3 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정				
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
<b>동방신기</b> 2004 데뷔 2013, 2018 재계약	7월 홍콩 아레나 1회 7월 필리핀 아레나 2회 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10/26 일본 정규 'XV'(15.5만장) 10~12월 일본 돔 투어 9회 (41.8만명)	1/11~13, 1/17~19 나고야돔 3회, 오사카돔 3회 (29.7만명 예상) 1/23 MANAZASHI 일본 싱글	
<b>슈퍼주니어</b> 2005 데뷔 2015 재계약	7/12 사우디 1회 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8/27,28 D&E 일본 홀투어 2회 (1.6만명)	10/4 정규앨범 'Time_Slip' (42.7만장) 10월 올림픽 체조경기장 2회 (2.8만명) 10월 일본 아레나 3회(11.1만명) 11/23~12/15 동남아 3회	1/11~1/19 동남아 3회 1/28 리패키지 'TIMELESS' (12만장) 2/7~2/16 일본 아레나 5회 (5.6만명 추정)	
<b>샤이니</b>	8월 태민 일본 미니 앨범 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8~9월 태민 일본 아레나 9회 (14만명)			
<b>엑소</b> 2012 데뷔 2019 재계약	7/1 일본 팬미팅 2회 (3만명) 7/19~28 체조경기장 6회 (8.5만명) 7월 유닛/백현 미니앨범 7/6~8/25 Lay 솔로 중국 4회, 동남아 1회 8/11~9/29 중국, 동남아 9회 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10/11~12/22 일본 아레나 10회 (12.6만명) 11/24 싱글앨범 BIRD 11/27 정규앨범 'OBSESSION' (56.3만장) 12/29~31 올림픽체조경기장 3회 (4.5만명)		3/30 수호 미니1집 '자화상' (25만장 가정)
<b>레드벨벳</b> 2014 데뷔 2021 만료	8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8/20 'The ReVe Festival-Day2' 미니 앨범	11/23,24 화정체육관 2회(0.8만명) 12월 리패키지앨범 'The ReVe Festival- Finale'	1/2월 일본 아레나투어 3회 (3.5만명) 3/14 에리 디지털 솔로 데뷔	6월 정규 3집 가정(23만장 추정) 6월 올림픽홀 2회(1만명 추정)
<b>NCT</b> 2016 데뷔 2023 만료	7월 러시아&영국 콘서트 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8월 동남아 투어 3회 가정 9월 일본 미니 앨범 가정 9월 일본(15회, 14만명) 추정	11/15~17 NCT Dream 장충체육관 3회 (1.3만명) 12/18,19 일본 아레나 2회 (3.2만명)	1/2 WayV 팬사인회 중국 1회 1/4~2/3 NCT127 일본 아레나 10회(6.9만명) 1/22 NCT드림 일본 미니 'THE DREAM' 2/29,3/1 NCT드림 동남아 2회 3/6 127 Neo Zone 정규2집 (60만장 가정)	5월 NCT127 리팩 가정 (40만 가정) 6/5~6/21 NCT127 북미 6회
<b>슈퍼 M</b>		10/4 미니앨범 Jopping (17.2만장) 11/18 싱글앨범 Let's go Everywhere 11/11~19 미주 5회	1/30~2/28 미주, 유럽 8회	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 JYP엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정				
	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
<b>2PM</b> 2008 데뷔 2015, 2018 재계약			닉쿤 1/6,7 일본 소극장 2회 (4천명 추정)	
<b>갯세븐</b> 2014 데뷔 2021 만료	7~8월 미주 7회/동남아 투어 2회 7월 일본 미니앨범 7/30,31 마쿠하리멧세, 고베월드홀, 나고야센추리홀, 후쿠오카 선 팔레스 홀 (총 7회, 6만명)	10월 콘서트 유럽 투어 5회(11~26일), 동남아 1회 11/4 미니앨범 'Call My Name' (29.8만장)		6월 정규앨범(40만장 가정)
<b>DAY6</b> 2015.9 데뷔 2022 만료	7/15 미니앨범 'The Book of Us: Gravity' 8/9~11 잠실 3회(3만명) 8/24 대구 1회 9/7~8 부산 2회 9/12~29 북미 9회	10/5~12/7 호주 2회, 동남아 4회 10/22 정규앨범 'The Book of Us : Entropy' (6.5만장) 12/20~24 올림픽홀 4회 (1만명)	1/8~31 유럽 10회	6월 미니앨범 (7만장 가정)
<b>트와이스</b> 2015.10 데뷔 2022 만료	7월 일본 싱글 앨범 2개 Happy Happy, Breakthrough 7/13~8/17 동남아, 미주 투어 6회 9/23 한국 미니 앨범 'Feel Special'(37만장)	11/20 일본 정규앨 'TWICE' 10/23~12/1 일본 아레나 11회 (13.7만명)	2/5 정규2집 리패키지 2/11~2/23 일본 아레나 4회 (4.6만명 가정)	4월 정규 앨범(55만장 가정)
<b>Stray Kids</b> 2018.3 데뷔	7/28-8/2 유럽 4회 10/9 싱글 앨범 'Double Knot'	11/4 싱글 앨범 'Astronaut' 11/23,24 올림픽홀 2회(0.5만명) 12/9 미니 앨범 'Cle; LEVANTER' 12/26 싱글앨범 Mixtape: Gone Days	1/24 Step Out of Clé(영어앨범) 1/29~2/16 미주 8회 3/18 SKZ2020(30만장 가정) 3/21-22 오사카 아레나 2회	4/18,25 싱가포르, 말레이 각 1회 5월 올림픽홀 2회(1만명 가정) 5~6월 미주, 동남아 투어
<b>ITZY</b> 2019.2 데뷔	7월 미니앨범 'IT'z ICY'(10만장)	11/2~12/21 동남아 6회	1/17~1/26 미주 5회 3/9 미니앨범 'IT'z ME' (15만장 가정)	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 카지노 산업

### 2월 전염병도 이기던 카지노 수요

외국인 카지노는 한국의 코로나19 전파 속도가 가장 가팔랐던 2월에도 양호한 실적을 기록했다. 2월 외국인 입국자 수는 전년 대비 43% 감소했음에도 동기간 파라다이스와 GKL의 카지노 매출은 각각 전년 대비 17%, 38% 증가했다. 2019년 2월 설 효과가 있었던 high base를 이겨낸 실적이었다.

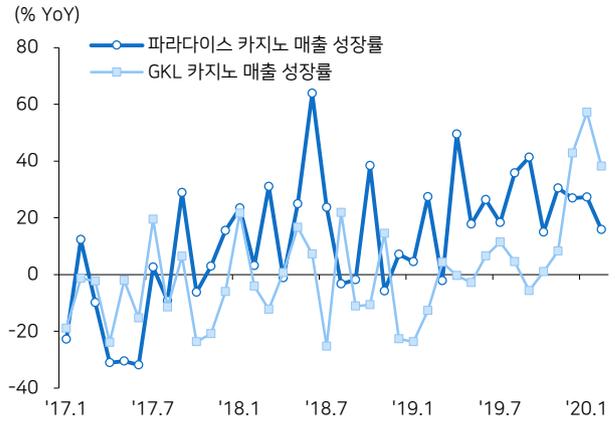
이는 카지노 산업의 특수성에 기인한다. 카지노 매출의 80% 이상은 VIP 고객으로부터 창출되는데 VIP 고객의 대다수는 비즈니스맨이다. 이들은 경기와 무관하게 주기적으로 카지노를 방문하는 '단골 고객'으로 2월 마카오까지 문이 닫히며 풍선 효과가 발생했던 것으로 추정된다. 카지노 수요의 비탄력성을 설명한다.

그림2 2월 외국인 입국자는 크게 줄었으나



주: 중국/일본을 포함한 외국인 입국자 증감을  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 외국인 카지노 매출은 증가



주: GKL과 파라다이스 카지노 매출의 전년 대비 증감을  
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 단한 하늘길 앞에 무릎 꿇은 카지노 수요

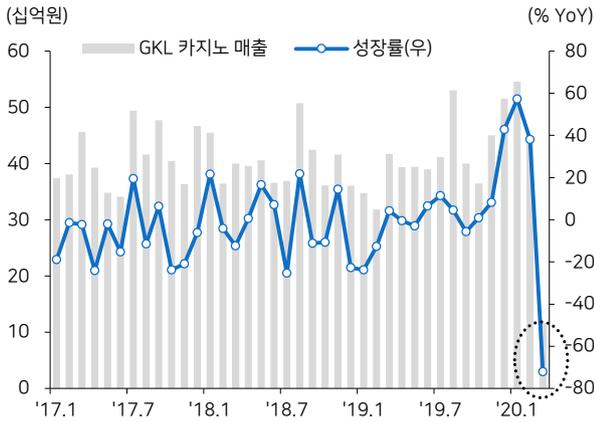
그러나 3월 일본인 무비자 입국 금지 조치가 시행되고 중국의 경우 한국을 방문한 자국민에 대해 14일 자가격리 조치를 명령하며 VIP의 발길이 끊기기 시작했다. 3월 국제선 여객 수는 전년 동기 대비 90% 감소했다. 현재는 양국의 항공 노선은 전년 대비 10% 이하로 줄어들어 하늘길이 사실상 막힌 형국이다. '자유로운 이동'이 카지노의 기본 조건이기 때문에 향후 개선 시기 또한 중국/일본의 한국 입국자에 대한 조치에 달려 있다.

표5 한국인 입국에 대한 중국, 일본의 제재 내역

국가	시기	내용
중국	2월 26일	웨이하이(威海), 칭다오(靑島), 선양(瀋陽), 옌벤(延邊)조선족자치주 등이 25일부터 한국인에 대한 강제 격리·통제 조치 시작
	3월 2일	강제 격리 조치 광둥성, 장쑤성, 산시성 등으로 확대
	3월 23일	중국의 해외 역유입 제한 조치(인근 지역 임시 경유 및 의무 검역)에 따라 주요 한국 항공사들이 베이징 노선 운항 중단
	3월 26일	항공사의 중국 노선을 제한. 국가마다 한 도시에 일주일에 한 번만 운항 가능
	3월 28일	특수 비자 소지자를 제외한 외국인의 입국을 28일 0시부터 일시 정지
일본	2월 27일	2주 이내에 대구와 경북 청도에 체류한 이력이 있는 외국인에 대해 입국 거부
	3월 5일	9일 0시부터 한국인 무사증(무비자)으로 일본에 입국할 수 있는 상호 사증 면제 조치 일시적 폐지 한국과 중국에서 들어오는 입국자 전원을 정부가 지정한 시설 등에서 2주간 격리. 사실상 입국 금지
	4월 1일	한국과 중국의 전역, 미국과 캐나다, 영국 등 모두 49개 국가에 대해 전면 입국 금지 조치. 3일 0시부터 적용

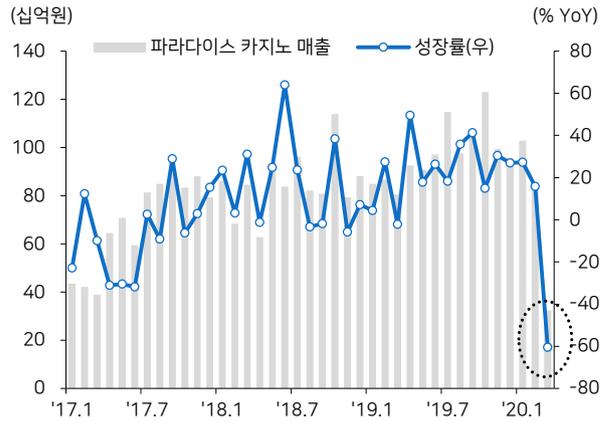
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 GKL의 카지노 매출 및 YoY 증감율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 파라다이스 카지노 매출 및 YoY 증감율



자료: 메리츠증권 리서치센터

정부의 '사회적 거리두기' 권고에 따라 문 닫은 강원랜드

국내 유일 내국인 출입이 가능한 강원랜드도 사정은 크게 다르지 않다. 정부의 '사회적 거리두기' 권고에 따라 2월 23일 이후 카지노 문을 닫고 있다. 4월 3일 기준 4월 20일까지 카지노 영업장 휴장을 결정했다고 공시했다. 6월까지 카지노 영업장이 휴장할 경우 2분기 강원랜드의 영업이익자는 943억원에 달할 전망이다.

표6 COVID-19 영향 지속 기간에 따른 강원랜드 실적 변동 예측

(십억원)	컨센서스				2분기 내 영향 종료				2분기 말까지 영향			
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
매출액	342.3	369.1	418.6	399.3	189.2	241.0	404.0	397.0	189.2	17.3	404.0	397.0
영업이익	105.6	127.8	142.9	91.1	12.8	48.1	137.0	80.1	12.8	-94.3	137.0	80.1
지배순이익	82.5	87.9	117.8	66.1	15.0	41.6	111.5	56.6	15.0	-59.8	111.5	56.6

주: 2분기 내 영향 종료는 5월 첫째주 일요일까지의 카지노 휴장을 가정. 2분기 말까지 영향은 2분기 전체 카지노 휴장을 가정한 수치

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 여행 산업

3월 패키지 송출객 -99% YoY.  
2분기 예약률도 사실상 제로

중국, 일본 등 일부 국가를 대상으로 진행되던 예약 취소는 2월과 3월 전염병 확산 기류가 가팔라지며 전세계로 확대되었다. 지난 4월 1일 발표된 수치에 따르면 하나투어와 모두투어의 3월 패키지 송출객 성장률은 각각 -99.0%, -99.2% (YoY)을 기록했다. 함께 발표된 4월/5월/6월 수치 또한 크게 다르지 않다. 사실상 매출 제로라는 최악의 상황에 맞닥뜨린 것이다.

표7 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

연월	내국인 출국자		하나투어							모두투어						
	명	% YoY	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	% YoY	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	% YoY
'18.01	2,714,908	23.3	634,086	18.0	400,516	21.6	14.8	218,613	12.4	296,730	20.9	169,245	20.0	6.2	127,485	22.2
'18.02	2,172,596	3.2	552,536	13.6	356,793	14.0	16.4	182,419	14.6	233,667	-6.2	135,413	-8.0	6.2	98,254	-3.6
'18.03	2,109,685	16.8	474,636	18.5	297,155	16.3	14.1	160,186	21.9	233,451	8.8	145,124	10.5	6.9	88,327	6.1
'18.04	2,088,324	11.4	470,348	15.1	291,037	16.9	13.9	157,068	17.3	217,860	2.8	131,264	14.3	6.3	86,596	-10.8
'18.05	2,184,015	16.8	454,686	11.8	267,504	7.8	12.2	164,551	22.7	214,421	6.6	124,355	18.1	5.7	90,066	-6.1
'18.06	2,180,519	10.8	460,356	4.2	267,098	1.5	12.2	174,384	9.5	218,202	0.4	121,159	7.5	5.6	97,043	-7.2
'18.07	2,344,420	4.5	473,664	-7.4	266,448	-14.1	11.4	191,708	4.5	217,050	-10.0	110,618	-6.9	4.7	106,432	-13.0
'18.08	2,364,398	6.0	493,652	-0.7	278,668	-5.3	11.8	197,197	8.8	223,173	-4.8	116,587	-3.8	4.9	106,586	-6.0
'18.09	2,081,967	-0.8	422,494	-7.6	223,146	-14.7	10.7	183,835	4.7	213,521	-2.8	108,703	-2.9	5.2	104,818	-2.7
'18.10	2,196,227	5.1	462,082	1.8	270,161	3.8	12.3	170,646	0.5	226,759	4.7	134,084	9.7	6.1	92,675	-1.8
'18.11	2,149,373	2.8	465,673	-5.3	280,220	-8.6	13.0	169,457	2.9	228,256	-1.5	135,536	-2.4	6.3	92,720	-0.1
'18.12	2,341,957	3.7	513,800	-5.0	294,014	-12.2	12.6	205,609	8.5	237,648	-4.7	122,713	-11.3	5.2	114,935	3.4
'19.01	<b>2,753,749</b>	<b>1.4</b>	<b>604,461</b>	<b>-4.7</b>	<b>360,877</b>	<b>-9.9</b>	<b>13.1</b>	<b>232,039</b>	<b>6.1</b>	<b>258,356</b>	<b>-12.9</b>	<b>142,740</b>	<b>-15.7</b>	<b>5.2</b>	<b>115,616</b>	<b>-9.3</b>
'19.02	2,474,407	13.9	514,349	-6.9	309,405	-13.3	12.5	192,387	5.5	241,690	3.4	140,962	4.1	5.7	100,728	2.5
'19.03	2,180,647	3.4	426,639	-10.1	255,124	-14.1	11.7	156,952	-2.0	230,260	-1.4	136,788	-5.7	6.3	93,472	5.8
'19.04	2,096,813	0.4	425,790	-9.5	249,738	-14.2	11.9	158,405	0.9	222,432	2.1	125,912	-4.1	6.0	96,520	11.5
'19.05	2,245,277	2.8	421,282	-7.3	226,370	-15.4	10.1	176,822	7.5	222,339	3.7	117,327	-5.7	5.2	105,012	16.6
'19.06	2,344,893	7.5	451,249	-2.0	237,158	-11.2	10.1	197,875	13.5	247,574	13.5	124,513	2.8	5.3	123,061	26.8
'19.07	2,486,739	6.1	460,809	-2.7	227,986	-14.4	9.2	219,809	14.7	256,879	18.4	109,944	-0.6	4.4	146,935	38.1
'19.08	2,270,559	-4.0	404,520	-18.1	191,394	-31.3	8.4	198,498	0.7	245,692	10.1	101,982	-12.5	4.5	143,710	34.8
'19.09	1,908,662	-8.3	339,872	-19.6	160,488	-28.1	8.4	166,746	-9.3	229,824	7.6	98,665	-9.2	5.2	131,159	25.1
'19.10	2,009,817	-8.5	372,732	-19.3	176,998	-34.5	8.8	178,015	4.3	248,558	9.6	117,914	-12.1	5.9	130,644	41.0
'19.11	1,952,220	-9.2	352,910	-24.2	168,746	-39.8	8.6	169,690	0.1	240,478	5.4	117,890	-13.0	6.0	122,588	32.2
'19.12	2,197,002	-6.2	369,254	-28.1	169,721	-42.3	7.7	189,655	-7.8	244,622	2.9	120,236	-2.0	5.5	124,386	8.2
'20.01	<b>2,357,829</b>	<b>-14.4</b>	<b>394,411</b>	<b>-34.7</b>	<b>177,34</b>	<b>-50.9</b>	<b>7.5</b>	<b>207,338</b>	<b>-10.6</b>	<b>254,568</b>	<b>-1.5</b>	<b>130,19</b>	<b>-8.8</b>	<b>5.5</b>	<b>124,369</b>	<b>7.6</b>
'20.02	928,970	-62.5	186,090	-63.8	43,951	-85.8	4.7	137,037	-28.8	129,048	-46.6	35,527	-74.8	3.8	93,521	-7.2
'20.03		-89.7	72,139	-83.1	1,229	-99.5		69,449	-55.8	39,043	-83.0	1,131	-99.2		37,912	-59.4
'20.04						-99.6							-99.9			
'20.05						-97.6							-97.1			
'20.06						-91.3							-90.6			

주: 1) 전체 출국자수는 승무원 제외 2) 하나투어, 모두투어의 2020년 4~6월 데이터는 전년 4월 1일 대비 각 월의 예약 증감

자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표8 전년 동기 대비 3월 지역별 패키지 송출객 성장률

(% YoY)	동남아	중국	유럽	미주	일본	남태평양
하나투어	-99.6	-99.9	-99.3	-95.2	-99.7	-98.7
모두투어	-99.7	-100.0	-97.7	-86.9	-99.9	-94.5

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

**'동면'을 선택한 여행 업체들**

최악의 상황에 여행 업체들은 '동면'을 선택했다. 업계 1위인 하나투어는 4월 한 달간 전 직원 유급 휴직을 시행하겠다고 밝혔으며 임원들은 급여 전부에 대한 반납을 결정했다. 2위인 모두투어 또한 3월부터 이어온 전 직원 대상 유급 휴직을 4월에도 연장 시행할 가능성이 높다고 한다. 이마저도 관광 업계가 코로나19에 대한 직접적인 타격을 가장 먼저 받으며 특별고용지원업종에 선정되어 고용유지 지원이 이루어졌기에 가능한 선택지였다.

**표9 최근 여행 업체들의 비용 절감 노력**

업체	내용
하나투어	<ul style="list-style-type: none"> <li>3월 전 직원 주 3일 근무제 시행. 80% 임금 보장</li> <li>4월 한 달간 전 직원 유급(최대 70%) 휴직. 본부장급 이상 임원은 급여 100%를 반납</li> </ul>
모두투어	<ul style="list-style-type: none"> <li>3월부터 전 직원을 대상으로 유급 휴직. 4월에도 연장 시행 유력</li> <li>임원은 수개월째 임금 30%를 반납 중</li> </ul>
노랑풍선	<ul style="list-style-type: none"> <li>2월부터 전 직원 주4일 근무 시행</li> <li>전 직원을 대상으로 3월부터 유급 휴직을 시행. 4월에는 유급 휴직 연장 대상 인원 확대</li> </ul>

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

**2020년 출국자 전년 대비 66% 감소한 916만명 전망**

당사는 2020년 아웃바운드 출국자 성장률을 기존 -0.2%에서 -66%로 하향한다. 3월 국제선 여객 수요 감소치인 -90%(YoY)를 3월 출국자 성장률에 활용했으며 한국발 항공 노선의 제한하는 국가가 3월 대비 감소하지 않은 점을 감안해, 이 감소율이 5월까지 이어진다고 가정했다. 신종플루 사례에 기반한 WHO의 위험경보가 하향되는 시기를 9월로 가정, 이후 감소율이 축소될 것으로 가정했다.

**가족 단위, 시니어 층 수요가 주를 이루는 패키지**

반면 하나투어와 모두투어의 월별 패키지 송출객 성장률이 바닥을 지나는 시점은 이보다 앞선 7월로 예상된다. 이는 지난해 여름부터 본격화된 일본 여행 보이콧에 따른 기저 효과에 기반한다. 그러나 절대적 수치는 여전히 부진할 전망이다. 패키지 고객은 여행 수요 중 가장 보수적인 성격을 띤다. 가족 단위나 시니어 층 수요가 중심이기 때문이다. 과거 동일본 대지진 때도 감소폭은 1년간 지속되었다.

**표10 출국자 수 성장률 대비 하나투어, 모두투어 패키지 성장률**

(천 명)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
국내 출국자 수	6,997.2	6,452.9	6,790.8	6,687.6	7,408.8	6,687.0	6,666.0	6,159.0	3,511.3	712.4	1,223.6	3,714.1
% YoY Growth	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-1.8	-7.9	-52.6	-89.3	-81.6	-39.7
하나투어 패키지 송출객수	1,100.0	889.4	817.1	895.8	964.1	765.2	620.1	557.5	238.8	15.2	88.8	164.2
% YoY Growth	17.1	7.2	-11.7	-7.0	-12.4	-14.0	-24.1	-37.8	-75.2	-98.0	-85.7	-70.6
모두투어 패키지 송출객수	449.8	376.8	335.9	392.3	420.5	367.8	310.6	356.0	166.9	7.3	49.0	101.0
% YoY Growth	7.2	13.2	-4.6	-1.8	-6.5	-2.4	-7.5	-9.3	-60.3	-98.0	-84.2	-71.6

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

최선의 시나리오에 따르면 6월부터  
예약률 회복과 함께 주가 상승

코로나19 이전으로 여건만 정상화된다면 억눌려 있던 여행 수요는 빠르게 제자리를 찾아갈 것이라 본다. 통상적으로 여행 예약부터 매출 인식(delivery)까지 2~3개월이 소요된다. 팬데믹 기간이 6개월이라는 전제에 따르면 빠르면 7~8월부터 여행 수요 회복이 예상된다.

다만 이 가정은 코로나19가 6개월을 넘어가 장기화되면 힘을 잃는다. 여행이라는 재화가 '선택 소비재'이기 때문에 실직 등으로 가계 손익계산서가 빈약해진다는 리스크에는 취약할 수 밖에 없다.

현재 보유 현금으로 하나투어/  
모두투어 6개월 버틸 수 있어

당사가 파악한 바에 따르면 하나투어와 모두투어는 3월말 기준 각각 1,200억원(IMM 유증을 통해 3월 회사에 투입된 금액)과 700억원의 현금을 보유하고 있다. 고정비 지출과 여행 예약 취소에 따른 카드사 환불로 지난해 말 당사가 파악한 현금 대비 크게 줄었다. 휴직과 정부 보조 인건비를 감안하면 본사 기준 하나투어는 분기당 200억, 모두투어는 120억의 고정비가 예상된다. 단순 계산으로 양사 모두 앞으로 6개월이 현재 현금으로 버틸 수 있는 최대 기간에 해당된다.

이 수치는 본사의 고정비만을 고려한 것으로 신규 사업을 시작하거나 양사의 수많은 자회사에 대한 지원이 본사 차원에서 이루어질 경우 기간은 더 짧아질 수 밖에 없다. 예를 들면 하나투어가 1) 4월부터 시행하겠다고 밝힌 IT 사업이나 2) 하나투어재팬이나 자유투어에 대한 지원 가능성 등이 이에 해당된다. 여행 산업은 지난 2년간 부진으로 재무제표가 취약해져 있다.

큰 부채 없다면 정부의 안전판이  
단기 운영 자금 해결하는 데  
도움 줄 것

light asset인 특징으로 인해 어려운 시기에 활용할 수 있는 담보자산도 타 산업에 비해 부족하다. 다만 전염병에 따른 영향을 가장 빨리 받은 탓에 정부 지원은 빠르게 결정되었다. 특별한 부채가 없다면 정부의 운영자금 대출 등 지원에 무리가 없어 보인다. 정부의 안전판이 확보된 상황이라면 업체들의 존속을 논할 필요는 없다고 판단한다. 다만 이는 단기 해결책일 뿐이다. 민간 항공 수요의 회복만이 여행 산업 내 돈의 혈류를 다시 흐르게 할 수 있다.

## 콘텐츠

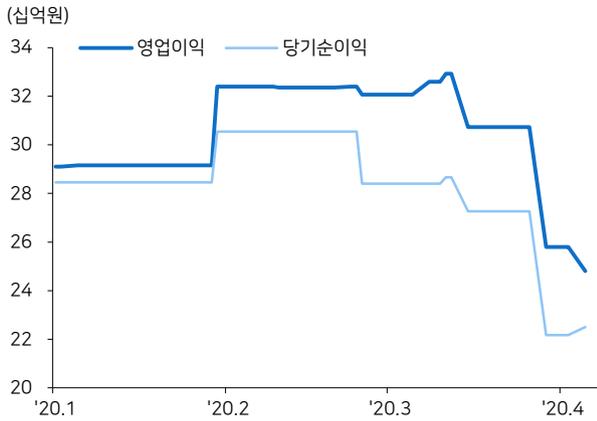
### 코로나19를 피한 콘텐츠

스튜디오드래곤, 제이콘텐츠리의 드라마 사업부는 코로나19에 따른 영향이 크지 않았고 현재까지도 큰 어려움이 포착되지 않는다. 다만 전방산업의 변화가 향후 프로젝트 마진 하락을 예상하게 한다.

### 콘텐츠 전방산업 이익 컨센서스는 하향중

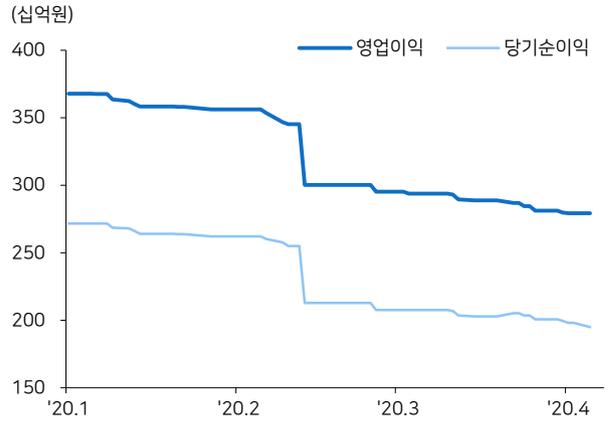
컨센서스에 따르면 SBS의 2020년 영업이익은 1월초 324억원에서 250억원까지 하향되었다. 경기 부진에 따른 광고 매출 추정 하향에 따른 결과로 해석된다. 스튜디오드래곤 작품의 90% 이상을 소화하는 CJ ENM도 크게 다르지 않다. 1월 초만 하더라도 2020년 CJ ENM의 영업이익 컨센서스는 3,562억원 이었으나 현재 2,792억원까지 하향되었다. JTBC도 크게 다르지 않을 것으로 추정된다.

그림6 SBS 2020년 영업이익, 순이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 CJ ENM 2020년 영업이익, 순이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

국내 상황 변화에 따른 프로젝트 마진 하락: <미디어3.0>과 다른 원인, 같은 결과

2분기 상황이 극적으로 반전되지 않는다면 이는 콘텐츠 투자 업체들의 마진 하락으로 연결될 가능성이 높다. 당사가 지난해 발간한 <미디어 3.0>과 유사한 상황이다. 해외 상황은 변하지 않았지만 국내 변화에 따른 마진 하락이 야기되는 것이다.

방송사의 빈약해진 수익 구조는 콘텐츠 투자 업체 실적에 영향 미칠 것

스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리의 2020년 드라마 제작비는 각각 3,600억원과 1,700억원으로 추정된다. 2분기 시작하는 작품들의 경우 기 계약된 건으로 편성 매출 비중이 예상을 하회할 가능성이 높아 보이지 않는다. 다만 늦어도 3분기부터는 방송사들이 감소한 영업이익의 일부를 제작사들에게 분담시킬 가능성이 높다. 양사의 지난해 말 넷플릭스 MOU 계약에 따른 프로젝트 마진 상승이 시장에 인지된 상황이기 때문이다.

편성 매출 비중을 기존 대비 2%p 하향하면 양사의 영업이익은 각각 72억원, 34억원 감소한다. 기업들의 부진한 마케팅 비용 집행을 반영하여 편당 PPL 금액의 소폭 하향까지 감안할 경우 감소폭은 더욱 확대된다.

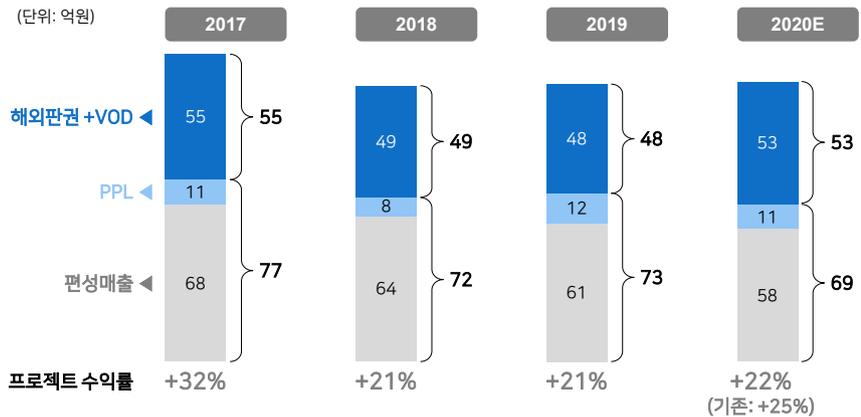
리콴올 하락 전망, 스튜디오드래곤 영업이익 442억원으로 하향

당사 추정에 따르면 스튜디오드래곤의 2019년 방송사 편성 매출은 전체 제작비의 61% 수준이었다. 이는 전년 대비 3%p 하락한 수치다. <아스달 연대기> 시즌1 방영 효과까지 더해지며 제작비 리콴올이 하락했다. 2020년 이 수치는 60%로 하락폭을 줄일 것으로 예상했으나 전방 산업 변화에 따라 58%로 수정한다. 스튜디오드래곤의 2020년 영업이익을 기존 640억원에서 442억원으로 하향하는 이유다.

굿 뉴스와 코로나19 방어주 역할 토포히 수행한 스튜디오드래곤

OTT 산업의 신규 론칭에 더해 강화된 넷플릭스와의 계약, HBO 등 신규 플랫폼과의 계약 등 굿 뉴스가 반영되며 콘텐츠 대장주인 스튜디오드래곤의 주가는 지난 8월 대비 60% 상승했으며, 코로나19 기간에 방어주로 훌륭히 역할을 수행한 바 있다. 바뀐 전방환경(방송사)으로 인해 실적 가시성은 과거보다 떨어지고 상대적으로 견고했던 주가 덕에 시장 대비 프리미엄은 벌어져 가격 매력도는 과거 대비 하락했다고 판단된다.

그림8 스튜디오드래곤의 프로젝트 마진 추이



주: 1) 제작비 100억원 가정 시 수익 구조  
 2) 상기 프로젝트 마진은 당사 추정에 의한 수치로 공통 판권비 등이 반영되지 않아 영업이익률과 상이함.  
 '해외판권+VOD' 수익은 수수료를 제외한 해에 제작사에 지급되는 R/S를 보정한 수치  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 강원랜드 035250

## 생각해야 하는 변수가 가장 적다

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 영업이익은 128억원으로 -90% YoY 전망
- ✓ 5월 첫째 일요일까지 휴장 가정 시 2020년 영업이익 YoY 45% 감소
- ✓ 다만 초과 수요라는 산업 특성으로 인해 개장 시 매출 회복 탄력 빠를 것
- ✓ 1) 국내 수요 기반 산업이며, 2) 비탄력적 수요, 3) 주가하락으로 높아진 배당 매력으로 인해 동사 투자 매력 높아진 시점. 섹터 Top-pick으로 추천

### Buy

적정주가 (12개월) **30,000 원**  
현재주가 (4.9) **23,300 원**  
상승여력 **28.8%**

KOSPI	1,836.21pt
시가총액	49,848억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	27.15%
52주 최고/최저가	34,150원/16,250원
평균거래대금	157.4억원

주요주주(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금공단	5.14

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	-20.5	-25.4
상대주가	4.9	-11.4	-10.1

주가그래프



### 어려운 1분기

1분기 강원랜드의 매출액, 영업이익은 각각 1,892억원(-49.9% YoY), 128억원 (-89.8% YoY)으로 전망한다. 코로나19로 정부 차원의 '사회적 거리두기'가 권고된 이후 줄곧 카지노 영업장은 닫혀 있다. 1분기 91일 중 영업 일수는 53일에 그치며 큰 폭의 영업이익 감소가 예상된다.

### 2020년은 힘들지만 2021년 기존 수준 원복은 무리 없어

2020년 동사의 영업이익은 역대 최저 수준이 예상된다. 복합리조트는 비카지노 사업의 고정비를 카지노 이익을 통해 커버해야 하는데 영업장이 닫혀 있기 때문이다. 당사의 2분기 실적 추정치는 1) 1분기 수준의 비카지노 실적, 2) 5월 첫째주 일요일까지의 카지노 휴장을 가정했다. 이 가정에 따르면 2020년 동사의 영업이익은 2,779억원으로 전년 대비 45% 감소한다.

동사 적정주가 3만원을 유지한다. 코로나19 이후 시계열이 맞춰진 점을 고려해 산정 기간을 2021년으로 설정하며 기존과 같은 밸류에이션이 산출되었다. 다만 괴리를 확대해 투자 의견은 Buy로 상향한다.

엔터/레저 업체 대부분이 어려운 환경에 처해있다. 동사 또한 마찬가지다. 다만 수요가 공급을 초과하는 산업 특성 상 개장 후 탄력적으로 매출이 회복될 수 있다. 특히 전세계에서 국내 상황이 가장 빠르게 안정화된 점이 개장의 기대감을 높인다. 주가 하락으로 배당 매력도 높아졌다. 정부 산하 기관들이 최대주주인 점을 고려했을 때 DPS(900원)는 유지될 가능성이 높다. 풍부한 현금 보유량 또한 이를 뒷받침한다. 현 주가 기준 3.9%의 수익률에 해당한다. 1) 국내 상황만이 변수이며 2) 수요 초과 산업으로 개장 시 빠르게 매출 회복이 가능하다는 점은 3) 배당 매력과 함께 동사 투자 매력을 높인다.

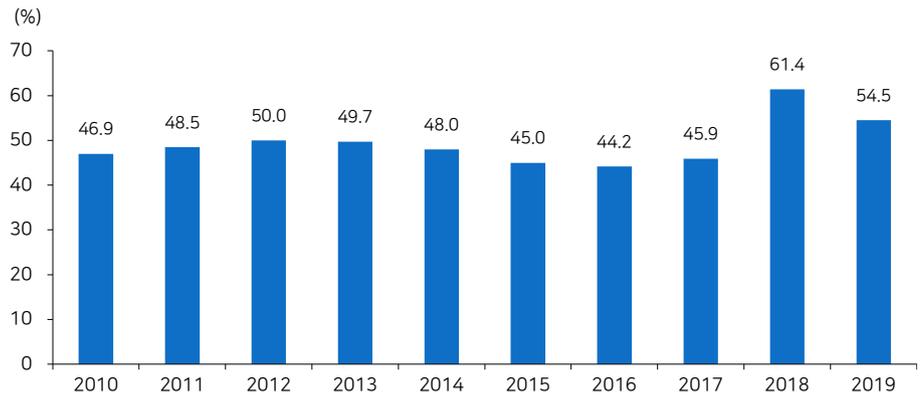
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,547.8	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	10.4	8.4	18.0
2019	1,520.1	501.2	334.7	1,564	12.6	17,377	18.9	1.7	8.0	9.2	19.4
2020E	1,231.3	277.9	224.8	1,051	-32.9	17,575	22.2	1.3	9.0	6.0	20.3
2021E	1,635.6	488.6	381.1	1,781	69.6	18,503	13.1	1.3	5.2	9.9	19.9

표11 강원랜드 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	189.2	377.4	-49.9	372.8	-49.3	301.9	-37.3
영업이익	12.8	125.1	-89.8	64.1	-80.0	82.3	-84.4
세전이익	20.4	139.7	-85.4	76.9	-73.5	65.0	-68.6
지배순이익	15.0	102.4	-85.4	52.6	-71.5	66.7	-77.5

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림9 강원랜드 배당성향 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 강원랜드의 과거 평균 PER은 18배 수준

(배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
EPS (원)	1,782	1,431	1,391	1,680	2,064	2,125	2,045	1,390	1,564	1,051
PER (End)	15.3	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	17.0	23.0	18.9	22.2
PER (High)	17.9	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	19.3	24.6	22.1	28.3
PER (Low)	13.0	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	15.7	18.2	17.7	15.2
PER (Avg)	15.3	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	17.4	20.9	19.8	23.7

주: 지배주주 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>드롭액</b>	<b>1,550.9</b>	<b>1,475.0</b>	<b>1,590.6</b>	<b>1,518.0</b>	<b>1,567.8</b>	<b>1,589.8</b>	<b>1,720.6</b>	<b>1,652.0</b>	<b>848.1</b>	<b>1,080.5</b>	<b>1,753.5</b>	<b>1,705.1</b>
Mass	672.9	619.6	631.7	635.0	670.2	662.8	702.9	658.7	294.9	449.6	741.2	709.1
슬롯머신	585.5	570.6	572.8	555.7	552.4	576.8	629.3	602.3	362.6	386.5	629.3	620.7
VIP테이블	292.5	284.7	386.1	327.3	345.2	350.2	388.4	390.9	190.6	244.3	383.0	375.3
<b>홀드율 (%)</b>	<b>23.6</b>	<b>23.6</b>	<b>22.1</b>	<b>22.6</b>	<b>23.1</b>	<b>22.8</b>	<b>22.7</b>	<b>22.2</b>	<b>22.8</b>	<b>22.9</b>	<b>22.5</b>	<b>22.8</b>
Mass	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.8	23.8	24.2	23.7	24.8	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.3	24.2
VIP테이블	18.6	19.1	14.9	17.2	17.7	17.6	16.9	15.3	17.4	17.8	15.8	17.3
<b>매출액</b>	<b>378.4</b>	<b>338.7</b>	<b>369.1</b>	<b>351.9</b>	<b>377.4</b>	<b>364.3</b>	<b>405.5</b>	<b>372.8</b>	<b>189.2</b>	<b>241.0</b>	<b>404.0</b>	<b>397.0</b>
Mass	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	162.1	171.9	161.1	72.1	110.0	181.3	173.4
슬롯머신	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	139.4	152.6	145.5	87.8	93.6	152.9	150.3
VIP테이블	54.3	54.4	57.7	56.4	61.2	61.6	65.5	59.9	33.1	43.5	60.4	65.0
비카지노	45.6	27.7	52.4	40.6	49.1	35.9	53.5	41.6	14.5	17.3	46.8	45.2
매출원가	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	135.5	187.6	232.1	137.5	139.9	191.6	241.7
인건비	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	4.2	30.1	59.2	30.8	19.9	30.4	59.6
컴프	31.1	30.4	33.4	31.4	2.3	2.6	2.6	2.3	1.3	1.8	2.5	2.2
세금	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	55.2	59.3	55.7	25.4	37.6	60.0	59.1
판관비	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	55.9	78.7	75.6	38.9	53.0	75.5	75.2
<b>영업이익</b>	<b>126.0</b>	<b>115.0</b>	<b>123.9</b>	<b>65.8</b>	<b>125.1</b>	<b>172.8</b>	<b>139.2</b>	<b>65.1</b>	<b>12.8</b>	<b>48.1</b>	<b>137.0</b>	<b>80.1</b>
세전이익	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	116.8	155.4	79.4	20.4	54.8	148.5	85.4
순이익	90.4	94.6	93.3	19.1	102.4	50.9	128.6	52.6	15.0	41.6	111.6	56.6
<b>(% YoY)</b>												
드롭액	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	7.8	8.2	8.8	-45.9	-32.0	1.9	3.2
Mass	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	3.7	-56.0	-32.2	5.4	7.6
슬롯머신	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	1.1	9.9	8.4	-34.4	-33.0	0.0	3.0
VIP테이블	-30.6	-23.0	13.4	7.6	18.0	23.0	0.6	19.4	-44.8	-30.2	-1.4	-4.0
매출액	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-0.3	7.5	9.9	5.9	-49.9	-33.8	-0.4	6.5
Mass	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	3.7	-56.0	-32.2	5.4	7.6
슬롯머신	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	2.7	10.0	10.5	-35.9	-32.9	0.2	3.3
VIP테이블	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	12.7	13.2	13.5	6.2	-45.9	-29.3	-7.8	8.5
<b>영업이익</b>	<b>-22.4</b>	<b>-15.1</b>	<b>-10.0</b>	<b>-31.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>50.2</b>	<b>12.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>-89.8</b>	<b>-72.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>23.0</b>
순이익	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	-46.1	37.9	176.2	-85.4	-18.3	-13.2	7.6
<b>Margin (%)</b>												
OPM	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	47.4	34.3	17.5	6.8	20.0	33.9	20.2
NPM	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	14.0	31.7	14.1	7.9	17.3	27.6	14.3
<b>Indicator</b>												
인당드롭액 (백만원)	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.38	2.19	2.37	1.85	2.42	2.14	2.34
% YoY	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	6.9	7.2	6.4	-12.1	2.0	-2.5	-1.3
일평균방문객 (명)	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	7,348	8,531	7,567	8,661	7,683	8,919	7,911
% YoY	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	0.8	0.9	2.3	4.5	4.6	4.6	4.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표14 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>드롭액</b>	<b>7,042.4</b>	<b>6,638.7</b>	<b>6,134.5</b>	<b>6,530.2</b>	<b>5,387.1</b>	<b>7,065.7</b>
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,694.6	2,194.8	3,051.5
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,360.9	1,999.1	2,472.1
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,474.8	1,193.3	1,542.1
<b>홀드율 (%)</b>	<b>23.1</b>	<b>22.9</b>	<b>22.8</b>	<b>22.7</b>	<b>22.7</b>	<b>22.8</b>
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.3	24.2	24.2
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	16.8	16.9	17.1
<b>매출액</b>	<b>1,696.5</b>	<b>1,547.8</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,520.0</b>	<b>1,231.3</b>	<b>1,635.6</b>
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	659.0	536.8	746.3
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	574.5	484.6	599.0
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	248.2	201.9	263.1
비카지노	67.2	124.3	166.4	180.1	123.8	179.6
매출원가	785.2	730.8	729.6	735.9	710.7	836.9
인건비	150.2	147.7	148.6	125.9	140.6	145.8
컴프	155.7	137.3	10.9	9.7	7.8	10.2
세금	243.0	227.1	208.4	220.7	182.0	240.6
판관비	292.7	286.0	277.8	282.0	242.7	310.1
<b>영업이익</b>	<b>618.6</b>	<b>530.9</b>	<b>430.7</b>	<b>502.2</b>	<b>277.9</b>	<b>488.6</b>
세전이익	596.9	566.2	410.7	491.4	309.1	519.8
순이익	454.6	437.6	297.3	334.7	224.8	381.1
<b>(% YoY)</b>						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	6.5	-17.5	31.2
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	5.3	-18.5	39.0
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	3.3	-15.3	23.7
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	14.3	-19.1	29.2
매출액	3.8	-8.8	-7.1	5.7	-19.0	32.8
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	5.3	-18.5	39.0
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	4.2	-15.6	23.6
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	11.4	-18.6	30.3
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	16.6	-44.7	75.8
순이익	2.9	-3.7	-32.1	12.6	-32.9	69.6
<b>Margin (%)</b>						
OPM	36.5	34.3	29.9	33.0	22.6	29.9
NPM	26.8	28.3	20.7	22.0	18.3	23.3
<b>Valuation (배)</b>						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,564	1,051	1,781
PER	16.8	17.0	23.0	18.9	22.2	13.1
PBR	2.4	2.1	1.9	1.7	1.3	1.3
EV/EBITDA	8.5	8.8	10.4	8.0	9.0	5.2
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	9.2	6.0	9.9
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	3.0	3.9	3.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 강원랜드 (035250)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,547.8</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,520.1</b>	<b>1,231.3</b>	<b>1,635.6</b>
매출액증가율 (%)	-8.8	-7.1	5.7	-19.0	32.8
매출원가	730.8	729.6	736.7	710.7	836.9
매출총이익	816.9	708.5	783.4	520.6	798.7
판매관리비	286.0	277.8	282.3	242.7	310.1
<b>영업이익</b>	<b>530.9</b>	<b>430.7</b>	<b>501.2</b>	<b>277.9</b>	<b>488.6</b>
영업이익률	34.3	30.0	33.0	22.6	29.9
금융손익	52.7	39.4	81.5	41.3	46.1
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-59.3	-93.9	-17.0	17.0
세전계속사업이익	566.2	410.7	488.9	302.3	551.7
법인세비용	128.7	113.5	154.3	94.0	175.5
<b>당기순이익</b>	<b>437.5</b>	<b>297.2</b>	<b>334.7</b>	<b>224.7</b>	<b>381.0</b>
지배주주지분 순이익	437.6	297.3	334.7	224.8	381.1

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>2,164.3</b>	<b>1,759.0</b>	<b>1,878.2</b>	<b>1,961.2</b>	<b>2,191.6</b>
현금및현금성자산	105.6	48.9	60.7	31.5	198.7
매출채권	4.7	9.8	7.8	8.4	8.6
재고자산	1.3	1.2	3.6	3.9	4.0
<b>비유동자산</b>	<b>2,021.4</b>	<b>2,472.2</b>	<b>2,559.9</b>	<b>2,561.6</b>	<b>2,553.7</b>
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,370.6	1,350.5	1,330.4
무형자산	1.3	0.9	3.9	3.2	2.6
투자자산	525.4	981.0	1,036.3	1,058.8	1,071.5
<b>자산총계</b>	<b>4,185.7</b>	<b>4,231.2</b>	<b>4,438.1</b>	<b>4,522.8</b>	<b>4,745.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>681.3</b>	<b>636.0</b>	<b>651.3</b>	<b>693.6</b>	<b>717.4</b>
매입채무	3.4	3.6	3.9	4.1	4.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>3.1</b>	<b>8.4</b>	<b>69.0</b>	<b>69.2</b>	<b>69.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>684.4</b>	<b>644.5</b>	<b>720.4</b>	<b>762.8</b>	<b>786.8</b>
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,438.9	3,524.5	3,655.5	3,697.9	3,896.4
비지배주주지분	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1
<b>자본총계</b>	<b>3,501.2</b>	<b>3,586.8</b>	<b>3,717.8</b>	<b>3,760.0</b>	<b>3,958.5</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>463.1</b>	<b>363.9</b>	<b>407.9</b>	<b>334.5</b>	<b>473.7</b>
당기순이익(손실)	437.5	297.2	334.7	224.7	381.0
유형자산상각비	74.2	66.0	72.1	70.1	70.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.3	0.7	0.6
운전자본의 증감	-71.0	-39.2	-40.1	39.0	22.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-250.2</b>	<b>-202.1</b>	<b>-211.3</b>	<b>-181.4</b>	<b>-124.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-85.5	-103.3	-79.6	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	144.9	-455.6	-55.3	-22.5	-12.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-200.3</b>	<b>-202.4</b>	<b>-184.8</b>	<b>-182.3</b>	<b>-182.4</b>
차입금의 증감	0.5	-1.4	68.0	0.2	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-56.7	11.8	-29.2	167.2
기초현금	93.0	105.6	48.9	60.7	31.5
기말현금	105.6	48.9	60.7	31.5	198.7

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,235	6,722	7,105	5,755	7,645
EPS(지배주주)	2,046	1,390	1,564	1,051	1,781
CFPS	2,968	2,302	2,345	1,628	2,716
EBITDAPS	2,829	2,322	2,681	1,630	2,614
BPS	16,365	16,765	17,377	17,575	18,503
DPS	990	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.8	2.8	3.0	3.9	3.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.0	23.0	18.9	22.2	13.1
PCR	11.7	13.9	12.6	14.3	8.6
PSR	4.8	4.8	4.2	4.0	3.0
PBR	2.1	1.9	1.7	1.3	1.3
EBITDA	605.1	496.8	573.5	348.8	559.2
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.0	9.0	5.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.4	9.2	6.0	9.9
EBITDA 이익률	39.1	34.5	37.7	28.3	34.2
부채비율	19.5	18.0	19.4	20.3	19.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	1,834.7	255.6		
매출채권회전율(x)	347.8	199.1	172.4	152.0	192.5
재고자산회전율(x)	1,186.4	1,174.7	635.3	328.0	415.2

Industry Brief  
2020. 4. 10

# GKL 114090

## 회복의 조건

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 일본/중국인 한국 입국 조치 사실상 불가능해지며 3월 매출 75% 감소
- ✓ 조치가 온전히 반영될 4월 실적은 3월 대비 악화될 것
- ✓ 다만 상용 수요는 상반기 내 완화 가능성 높다고 판단함
- ✓ 2020년 실적 하향 조정으로 적정주가 21,000원으로 하향. 다만 풍부한 현금에 기반한 높은 배당 가시성, 비탄력적 카지노 수요에 근거한 Buy 의견 유지

### Buy

적정주가 (12개월) **21,000 원**  
현재주가 (4.9) **15,250 원**  
상승여력 **37.7%**

KOSPI	1,836.21pt
시가총액	9,433억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	8.16%
52주 최고/최저가	23,850원/10,900원
평균거래대금	55.4억원

주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	13.05
신영자산운용	5.65

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	-29.6	-33.1
상대주가	-3.1	-21.5	-19.4

주가그래프



### 상용 수요 완화 조치가 카지노 매출 회복의 핵심

일본 무비자 입국 금지와 한국을 방문한 중국인의 자가격리 2주 조치가 본격화된 실적이 녹아있는 GKL의 3월 드롭액은 860억원으로 -75%(YoY, 이하 동일)를 기록, 매출은 117억원으로 72% 감소했다. 이로써 동사의 1분기 드롭액과 매출액은 각각 7,675억원(-32.2%)과 1,100억원(+0.8%)을 기록했다.

외국인 출입 금지 조치가 4월은 전부 반영되는 점을 감안하면 4월 카지노 매출은 전달 대비 악화될 -84%를 기록하며 바닥을 형성할 것으로 판단된다. 향후 개선 시기는 중국/일본의 한국 입국자에 대한 조치에 달려 있다. 당사는 6월부터 상용 수요에 대한 양국의 조치가 점진적으로 완화될 것이라는 전제 하에 2분기 드롭액은 2,738억원(-74.9%)과 327억원(-72.2%)을 전망한다.

### 코로나19 영향을 반영한 주가. 회복의 조건은?

최근 주가 하락으로 동사의 배당 수익률은 지난해 배당금 기준 4.3%까지 상승했다. 1) 최대주주의 주수익원이며 2) 5천억원에 달하는 현금성 자산을 보유하고 있는 점을 감안했을 때 다른 업종과 달리 동사의 주당 배당금이 실적 하락 폭만큼 줄어들 가능성은 높지 않다.

동사에 대한 적정주가를 기존 26,000원에서 21,000원으로 하향한다. 적용 밸류에이션은 기존과 동일한 PER 18배를 유지했으며 적정주가 산정 대상 기간은 상용 수요 제한 조치 완화에 따른 실적 회복이 기대되는 2H20~1H21을 대상으로 산정했다. 풍부한 현금에 기반해 전염병 시기를 버텨낼 수 있는 체력, 하늘길만 재개되면 회복될 수 있는 비탄력적 수요에 기반해 Buy 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	501.3	108.2	80.5	1,302	-29.6	8,602	22.5	3.4	10.2	15.3	37.6
2018	480.3	104.9	77.6	1,255	-3.6	9,086	19.8	2.7	9.1	14.2	36.3
2019	490.8	96.4	72.0	1,165	-7.2	9,457	16.7	2.1	6.5	12.6	54.9
2020E	382.9	32.4	26.8	434	-62.8	9,190	35.2	1.7	9.4	4.6	60.6
2021E	490.0	100.9	75.5	1,221	181.6	9,611	12.5	1.6	4.9	13.0	60.9

표15 GKL 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	110.0	109.2	0.8	130.8	-15.9	122.9	-10.5
영업이익	16.4	17.0	-3.5	22.8	-28.0	25.7	-36.2
세전이익	10.7	11.5	-7.1	23.3	-54.1	19.4	-44.8
지배순이익	8.2	8.7	-6.2	18.3	-55.2	15.4	-46.8

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표16 GKL 월별 실적 전망

(십억원)	'20.01	'20.02	'20.03	'20.04	'20.05	'20.06	'20.07	'20.08	'20.09	'20.10	'20.11	'20.12
<b>월별 실적 전망</b>												
전체 카지노 매출	54.6	44.0	11.7	6.3	11.7	14.8	23.2	35.8	38.2	43.5	43.4	57.0
전체 드롭액	385.6	284.3	97.6	52.6	97.9	123.2	193.8	299.3	347.7	436.3	434.9	519.4
홀드율 (%)	14.2	15.5	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	11.0	10.0	10.0	11.0
<b>성장률(% YoY)</b>												
전체 카지노 매출	57.2	38.1	-72.0	-84.0	-70.3	-62.1	-43.6	-32.4	-4.6	19.4	-3.6	10.6
전체 드롭액(% YoY)	-0.3	-20.4	-74.9	-84.9	-74.9	-64.9	-44.9	-24.9	-4.9	5.1	15.1	25.1
홀드율(%p YoY)	5.2	6.6	1.2	0.7	1.9	0.9	0.3	-1.3	0.0	1.2	-1.9	-1.4

주: 3월까지 확정 수치, 이후는 메리츠증권 추정치.

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표17 GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>드롭액</b>	<b>865.5</b>	<b>858.8</b>	<b>974.8</b>	<b>1,503.6</b>	<b>1,132.5</b>	<b>1,089.8</b>	<b>1,115.7</b>	<b>1,208.2</b>	<b>767.5</b>	<b>273.8</b>	<b>840.7</b>	<b>1,390.7</b>
일본	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	325.2	322.8	305.7	311.5	390.3	448.6	575.7
중국	240.7	233.4	251.5	630.4	371.7	361.9	375.9	359.6	409.2	565.9	390.7	363.3
기타	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	176.0	181.0	172.7	162.3	180.1	220.7	211.1
홀드율 (%)	14.1	13.6	13.3	7.6	9.6	10.8	12.0	11.0	14.4	12.0	11.6	10.3
<b>매출액</b>	<b>121.9</b>	<b>116.1</b>	<b>130.4</b>	<b>111.8</b>	<b>109.2</b>	<b>117.4</b>	<b>133.4</b>	<b>130.8</b>	<b>110.0</b>	<b>32.7</b>	<b>96.8</b>	<b>143.4</b>
매출원가	82.7	74.8	87.7	94.6	84.2	82.9	90.6	96.6	84.9	51.1	77.1	99.6
인건비	30.6	23.0	30.8	34.2	34.9	30.4	35.8	38.7	35.5	27.2	32.8	35.7
컴프	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	13.6	13.3	15.6	13.1	3.7	10.9	16.5
세금	15.4	14.7	16.6	13.7	13.7	14.9	17.1	17.0	14.0	4.2	12.4	18.3
판관비	39.3	41.4	42.7	17.2	25.0	34.5	42.7	34.3	25.1	-18.4	19.6	43.9
EBITDA	7.9	6.7	11.8	10.3	8.4	8.4	12.4	11.5	8.7	6.1	10.9	12.0
<b>영업이익</b>	<b>31.4</b>	<b>34.7</b>	<b>30.9</b>	<b>7.9</b>	<b>16.6</b>	<b>26.1</b>	<b>30.3</b>	<b>22.8</b>	<b>16.4</b>	<b>-24.5</b>	<b>8.7</b>	<b>31.8</b>
세전이익	23.1	37.6	33.2	9.9	11.1	28.0	32.2	23.2	10.7	-23.6	12.3	32.6
순이익	17.4	27.2	26.4	6.7	8.5	19.7	25.0	18.3	8.2	-16.6	9.6	25.7
<b>% YoY Growth</b>												
드롭액	-16.0	-9.5	-0.3	61.7	30.9	26.9	14.5	-19.6	-32.2	-74.9	-24.7	15.1
매출액	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-10.5	1.0	2.3	17.0	0.8	-72.2	-27.4	9.6
영업이익	-0.3	96.8	-24.1	-56.8	-47.3	-24.7	-1.9	186.9	-1.2	-193.7	-71.3	39.8
순이익	-1.0	76.2	-21.0	-52.7	-51.3	-27.3	-5.0	172.5	-3.4	-184.2	-61.7	40.2
<b>Margin (%)</b>												
GPM	32.2	35.6	32.8	15.4	22.9	29.4	32.0	26.2	22.8	-56.3	20.3	30.6
OPM	25.7	29.9	23.7	7.1	15.2	22.3	22.7	17.4	14.9	-74.9	9.0	22.2
NPM	14.2	23.4	20.2	6.0	7.7	16.8	18.8	14.0	7.4	-50.9	9.9	17.9

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표18 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>드롭액</b>	<b>4,168.7</b>	<b>4,081.5</b>	<b>3,886.2</b>	<b>4,202.6</b>	<b>4,546.2</b>	<b>3,272.6</b>	<b>4,224.5</b>
중국인	888.7	1,122.0	1,112.1	1,215.4	1,299.5	1,726.1	1,624.1
일본인	1,552.1	1,309.5	1,174.0	1,356.0	1,469.1	1,729.0	1,732.6
기타	761.7	691.2	614.6	691.1	717.9	774.2	867.7
홀드올 (%)	11.9	13.3	12.6	11.5	10.8	11.7	11.6
<b>매출액</b>	<b>505.7</b>	<b>548.2</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>492.6</b>	<b>382.9</b>	<b>490.0</b>
매출원가	350.7	364.9	354.9	339.8	354.3	312.7	349.8
인건비	115.9	117.0	124.0	118.7	139.9	131.1	136.4
컴프	74.6	73.5	64.4	53.5	55.6	44.2	56.5
세금	62.6	69.2	61.8	60.4	62.7	48.9	62.6
판관비	36.6	32.1	38.2	36.7	40.7	37.8	39.3
EBITDA	131.1	164.0	124.1	121.2	133.3	62.2	116.0
<b>영업이익</b>	<b>118.4</b>	<b>151.2</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>96.4</b>	<b>32.4</b>	<b>100.8</b>
세전이익	121.0	150.2	107.3	103.8	95.3	32.0	100.5
순이익	91.7	114.3	80.5	77.6	72.0	26.8	75.5
<b>(% YoY)</b>							
드롭액	-6.3	-2.1	-4.8	8.1	8.2	-28.0	29.1
매출액	-6.5	8.4	-8.6	-4.2	2.6	-22.3	28.0
EBITDA	-17.6	25.1	-24.4	-2.3	10.0	-53.3	86.5
영업이익	-19.9	27.7	-28.5	-3.0	-8.7	-66.1	211.2
순이익	-21.3	24.6	-29.6	-3.6	-7.8	-62.5	181.6
<b>Margin (%)</b>							
EBITDA Margin	25.9	29.9	24.8	25.2	27.1	16.2	23.7
OPM	23.4	27.6	21.6	21.8	19.4	8.5	20.6
NPM	18.1	20.9	16.1	16.2	14.5	7.0	15.4
<b>Valuation (배)</b>							
EPS (원)	1,483	1,849	1,302	1,255	1,165	433	1,221
PER	16.3	11.1	22.5	19.8	16.7	35.2	12.5
PBR	3.3	2.4	3.4	2.7	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.8	4.4	10.2	9.1	6.5	9.4	4.9
ROE (%)	20.7	23.5	15.3	14.2	12.6	4.6	13.0
Dividend Yield (%)	3.4	4.9	2.5	2.9	3.4	4.6	5.2

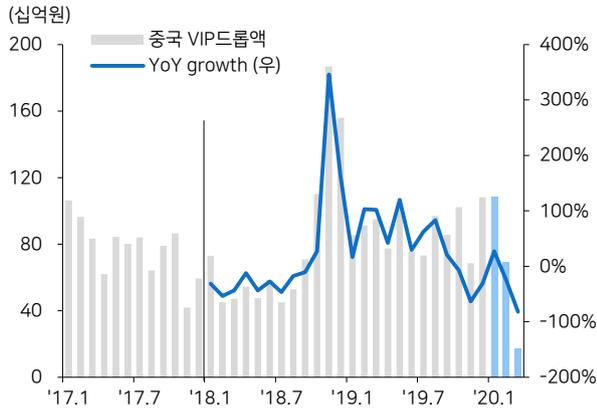
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표19 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7	'19.8	'19.9	'19.10	'19.11	'19.12	'20.1	'20.2	'20.3
<b>드롭액 (십억원)</b>														
Seoul Casino	Table Drop	177.6	138.4	165.1	148.2	152.4	169.5	165.2	211.6	174.6	178.0	177.4	138.0	45.8
	VIP	150.4	110.2	134.1	116.0	121.1	134.1	133.0	175.6	147.2	144.0	147.5	118.4	33.5
	Japan	46.5	31.3	31.8	36.7	37.4	45.7	41.1	58.8	52.5	44.0	34.0	31.0	3.6
	China	63.5	49.4	64.1	46.0	48.8	52.9	55.8	67.2	42.8	66.1	69.2	46.7	7.5
	Others	40.5	29.4	38.3	33.3	34.9	35.4	36.1	49.6	51.8	33.8	44.3	40.7	22.4
	Mass	27.2	28.2	31.0	32.1	31.3	35.5	32.2	36.1	27.5	34.0	30.0	19.6	12.3
Seoul Hilton Casino	Table Drop	115.8	121.6	118.9	103.7	113.8	125.7	107.4	104.2	110.8	125.2	111.1	82.3	34.4
	VIP	60.1	60.2	62.6	46.1	55.3	66.6	51.5	47.0	52.7	61.0	55.7	43.1	15.5
	Japan	36.9	39.2	41.1	26.2	34.2	38.5	24.3	27.4	32.0	32.1	30.8	24.6	1.6
	China	14.1	12.2	15.3	12.5	11.3	20.6	13.5	11.6	12.7	20.0	15.2	13.1	8.8
	Others	9.0	8.8	6.2	7.4	9.9	7.5	13.7	8.0	8.0	8.9	9.7	5.4	5.1
	Mass	55.7	61.4	56.3	57.6	58.5	59.1	55.9	57.3	58.1	64.2	55.4	39.2	18.9
Busan Lotte Casino	Table Drop	55.6	55.7	65.6	62.7	51.0	64.6	52.8	56.5	51.8	67.3	59.0	38.0	5.8
	VIP	44.4	42.8	51.7	47.2	36.7	48.3	37.6	42.4	39.1	52.8	44.7	28.4	2.4
	Japan	20.4	22.8	22.9	22.9	20.5	22.0	18.6	15.0	19.1	27.3	18.2	16.7	0.4
	China	17.4	15.7	25.1	17.1	13.1	23.5	16.3	23.5	13.1	22.1	24.1	9.3	0.9
	Others	6.6	4.3	3.7	7.2	3.1	2.7	2.7	3.9	6.9	3.4	2.3	2.4	1.1
	Mass	11.2	12.9	13.9	15.5	14.3	16.3	15.2	14.1	12.7	14.5	14.2	9.6	3.4
Total	Table Drop	349.0	315.6	349.6	314.6	317.2	359.8	325.4	372.4	337.3	370.5	347.5	258.3	86.0
	VIP	254.9	213.2	248.4	209.3	213.1	248.9	222.1	264.9	239.0	257.8	247.8	189.9	51.4
	Japan	103.9	93.3	95.7	85.8	92.1	106.3	84.0	101.3	103.6	103.4	83.0	72.2	5.6
	China	95.0	77.4	104.4	75.6	73.2	97.0	85.6	102.2	68.7	108.2	108.5	69.1	17.2
	Others	56.1	42.5	48.2	47.9	47.8	45.6	52.5	61.4	66.7	46.1	56.3	48.5	28.7
	Mass	94.0	102.5	101.2	105.3	104.1	110.9	103.3	107.5	98.3	112.8	99.6	68.4	34.6
	Slot Machine Drop	39.7	32.8	40.6	36.5	34.5	38.7	40.2	42.7	40.6	44.7	38.1	26.0	11.5
Total drop	388.7	348.5	390.2	351.1	351.6	398.5	365.6	415.2	377.8	415.2	385.6	284.3	97.6	
국적별 Breakdown	VIP+Mass	349.0	315.6	349.6	314.6	317.2	359.8	325.4	372.4	337.3	370.5	347.5	258.3	86.0
	Japan	114.1	102.5	106.3	96.9	101.2	115.9	92.3	108.2	111.7	112.7	91.7	80.1	6.1
	China	124.7	114.9	136.3	108.4	104.1	129.9	115.6	138.5	98.7	147.5	135.0	87.8	28.3
	Others	67.5	53.2	60.3	59.2	59.3	59.3	65.0	75.0	79.1	58.4	68.5	56.6	33.3
	No Name	42.7	45.1	46.7	50.0	52.5	54.7	52.5	50.7	47.7	51.9	52.2	33.8	18.4
<b>성장률 (% YoY)</b>														
Seoul Casino	Table Drop	58.8	26.9	57.0	26.6	43.1	8.9	-2.3	17.1	-25.7	-43.1	5.5	-11.1	-74.2
	VIP	75.6	34.6	72.2	25.4	46.8	3.5	-4.6	12.8	-24.3	-41.2	9.4	-8.3	-77.7
	Japan	57.3	13.8	9.8	26.6	12.8	-14.8	-31.0	58.5	35.5	-24.4	-20.6	-22.9	-92.2
	China	136.6	59.2	110.1	27.2	99.2	43.8	5.2	-7.3	-64.3	-41.0	30.6	-17.8	-88.2
	Others	38.3	26.3	107.3	21.7	40.7	-9.4	34.9	7.7	45.5	-54.5	13.4	26.6	-44.6
	Mass	3.8	3.8	13.6	31.3	30.3	35.4	8.5	43.3	-32.5	-49.9	-10.1	-24.8	-54.9
Seoul Hilton Casino	Table Drop	29.1	19.1	29.9	26.8	16.2	17.9	1.3	-2.9	-20.5	-29.4	-5.4	-21.2	-70.3
	VIP	35.4	11.5	54.1	34.9	15.6	23.0	4.6	-21.3	-29.7	-24.5	-11.1	-20.8	-74.1
	Japan	17.1	-2.9	36.2	12.4	-2.3	-4.6	-38.8	-37.9	-28.3	-30.6	-33.2	-35.8	-95.7
	China	256.3	190.2	280.3	273.2	162.9	274.9	392.0	212.1	-23.0	35.2	161.9	122.5	-37.7
	Others	1.9	-6.4	-3.6	-1.1	14.5	-9.5	99.1	-32.4	-42.3	-54.9	-9.5	-47.3	-43.2
	Mass	23.0	27.6	10.6	21.0	16.8	12.6	-1.6	20.2	-9.7	-33.5	1.1	-21.6	-66.1
Busan Lotte Casino	Table Drop	-0.5	12.6	32.7	16.9	4.3	44.2	13.2	-9.3	-49.0	-5.6	-13.3	-42.2	-89.6
	VIP	1.4	12.7	39.1	15.1	-1.2	50.0	7.2	-18.3	-56.6	-10.3	-21.1	-47.6	-94.7
	Japan	-4.5	53.1	5.4	24.1	32.3	23.9	14.3	-1.4	-47.4	18.9	-26.3	-22.4	-98.3
	China	6.6	-17.6	92.8	-9.7	-19.4	119.7	8.0	-30.9	-73.9	-23.6	-9.2	-67.3	-95.0
	Others	7.9	6.9	52.1	98.8	-42.8	-27.2	-26.7	46.8	105.7	-51.5	-56.0	-41.8	-82.6
	Mass	-7.3	12.4	13.6	22.8	21.9	29.5	31.1	35.1	9.2	17.0	25.6	-17.2	-69.3
Total	Table Drop	35.6	21.1	42.0	24.6	25.2	17.1	1.1	6.3	-29.2	-34.0	-1.7	-20.6	-75.4
	VIP	46.7	22.6	59.6	24.8	27.3	15.3	-0.7	-0.8	-33.5	-33.0	-2.5	-20.1	-79.8
	Japan	25.9	12.7	18.5	21.3	10.1	-4.9	-27.3	4.9	-13.4	-18.9	-26.9	-27.7	-94.6
	China	101.7	42.3	119.8	29.3	62.5	83.1	20.8	-7.2	-63.3	-30.6	27.1	-24.2	-81.9
	Others	26.8	15.8	76.3	24.5	23.3	-10.7	40.6	1.6	26.2	-54.4	2.2	4.4	-48.8
	Mass	12.6	18.1	11.9	24.2	21.3	21.4	5.3	29.0	-15.7	-36.2	0.2	-22.0	-63.2
	Slot Machine Drop	17.6	-11.9	24.6	22.5	20.4	21.4	25.4	2.6	18.1	12.8	15.3	-18.0	-70.9
Total drop	33.5	17.0	40.0	24.4	24.7	17.5	3.3	5.9	-26.0	-30.9	-0.3	-20.4	-74.9	

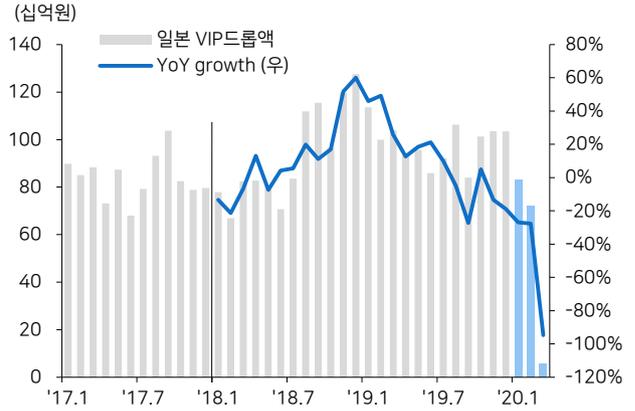
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림10 GKL 중국 VIP 드롭액



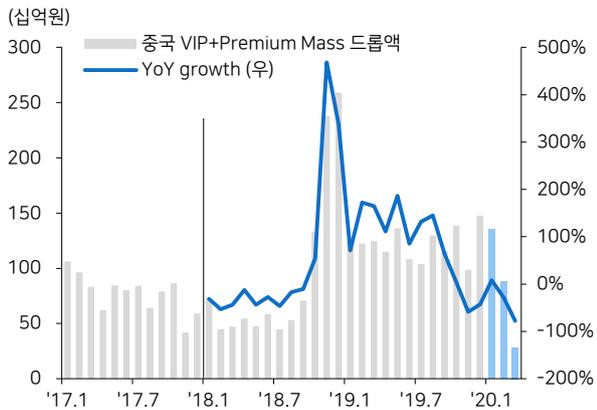
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림11 GKL 일본 VIP 드롭액 추이



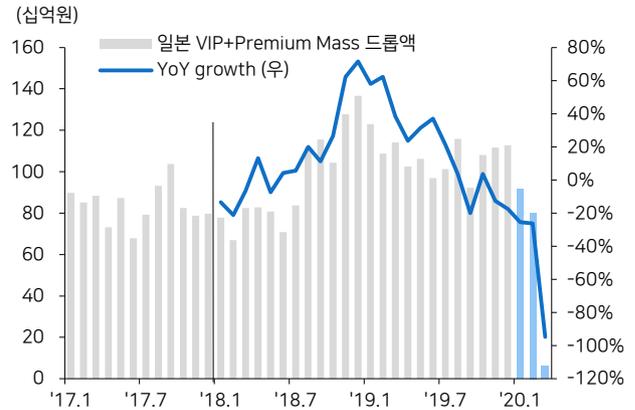
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림12 GKL 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



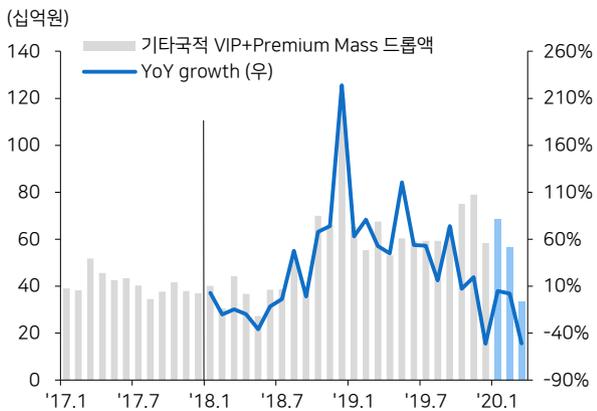
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림13 GKL 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림14 GKL 기타국적 VIP와 Premium Mass 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림15 GKL 테이블 합산 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>490.8</b>	<b>382.9</b>	<b>490.0</b>
매출액증가율 (%)	-8.6	-4.2	2.2	-22.0	28.0
매출원가	354.9	338.7	357.1	312.7	349.8
매출총이익	146.4	141.7	133.7	70.2	140.2
판매관리비	38.2	36.8	37.3	37.8	39.3
<b>영업이익</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>96.4</b>	<b>32.4</b>	<b>100.9</b>
영업이익률	21.6	21.8	19.6	8.5	20.6
금융손익	8.2	10.6	7.5	6.9	9.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.0	-11.7	-8.6	-8.1	-8.1
세전계속사업이익	107.3	103.8	95.3	31.2	102.1
법인세비용	26.8	26.2	23.3	5.2	25.0
<b>당기순이익</b>	<b>80.5</b>	<b>77.6</b>	<b>72.0</b>	<b>26.8</b>	<b>75.5</b>
지배주주지분 순이익	80.5	77.6	72.0	26.8	75.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>566.2</b>	<b>455.1</b>	<b>453.9</b>	<b>483.8</b>	<b>542.3</b>
현금및현금성자산	125.4	130.8	129.0	156.1	218.5
매출채권	8.9	8.4	13.3	14.6	12.8
재고자산	2.3	2.5	2.5	2.7	2.4
<b>비유동자산</b>	<b>165.7</b>	<b>310.7</b>	<b>452.2</b>	<b>429.4</b>	<b>414.0</b>
유형자산	93.0	85.5	80.5	55.1	44.3
무형자산	9.5	9.6	9.0	8.7	8.3
투자자산	26.9	178.6	231.2	234.2	230.0
<b>자산총계</b>	<b>731.9</b>	<b>765.9</b>	<b>906.1</b>	<b>913.2</b>	<b>956.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>169.6</b>	<b>168.8</b>	<b>210.1</b>	<b>230.3</b>	<b>252.1</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0
유동성장기부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>30.3</b>	<b>35.0</b>	<b>111.0</b>	<b>114.4</b>	<b>109.7</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>199.9</b>	<b>203.8</b>	<b>321.1</b>	<b>344.7</b>	<b>361.8</b>
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	479.9	509.8	532.8	516.3	542.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>532.1</b>	<b>562.0</b>	<b>585.0</b>	<b>568.5</b>	<b>594.5</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>78.5</b>	<b>93.0</b>	<b>114.7</b>	<b>73.3</b>	<b>57.7</b>
당기순이익(손실)	80.5	77.6	72.0	26.8	75.5
유형자산상각비	15.5	15.9	36.5	29.4	14.8
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-23.1	-2.1	-10.8	16.6	-32.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-82.6</b>	<b>-42.5</b>	<b>-51.5</b>	<b>-7.5</b>	<b>0.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-9.5	-7.7	-5.5	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-151.6	-52.7	-3.0	4.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-61.5</b>	<b>-45.3</b>	<b>-64.9</b>	<b>-38.7</b>	<b>3.8</b>
차입금의 증감	0.4	-0.2	97.9	2.1	47.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.9	5.3	-1.7	27.1	62.4
기초현금	191.3	125.4	130.8	129.0	156.1
기말현금	125.4	130.8	129.0	156.1	218.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,104	7,766	7,934	6,190	7,921
EPS(지배주주)	1,302	1,255	1,165	434	1,221
CFPS	1,988	1,927	2,233	871	1,719
EBITDAPS	2,006	1,959	2,155	1,006	1,876
BPS	8,602	9,086	9,457	9,190	9,611
DPS	730	710	659	700	800
배당수익률(%)	2.5	2.9	3.4	4.6	5.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.5	19.8	16.7	35.2	12.5
PCR	14.7	12.9	8.7	17.5	8.9
PSR	3.6	3.2	2.5	2.5	1.9
PBR	3.4	2.7	2.1	1.7	1.6
EBITDA	124.1	121.2	133.3	62.2	116.0
EV/EBITDA	10.2	9.1	6.5	9.4	4.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.3	14.2	12.6	4.6	13.0
EBITDA 이익률	24.8	25.2	27.2	16.2	23.7
부채비율	37.6	36.3	54.9	60.6	60.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.8	1.1	1.2
이자보상배율(x)	9,842.4	11,353.5	25.4	7.4	17.1
매출채권회전율(x)	54.0	55.7	45.3	27.5	35.8
재고자산회전율(x)	233.0	202.2	198.4	146.7	191.2

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 파라다이스 034230

## 항공 노선 재개가 유일한 필요 조건

### ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 3월 이후 중국/일본 입국자 제한 조치 시작되며 매출 타격 본격화
- ✓ 카지노 매출 감소폭은 영업장 일시 휴장이 있는 4월이 가장 클 것
- ✓ 연말 항공 노선 60% 회복 가정 시 카지노 매출 -26%, 영업적자 734억원 전망
- ✓ 부채 존재하나 장기성 자금이며 현금 3천억원 이상으로 자금 문제 기우에 불과
- ✓ 경기와 상관없이 하늘길만 재개된다면 timelag 없이 빠른 회복할 것

## Buy

적정주가 (12개월) **20,000 원**  
현재주가 (4.9) **14,350 원**  
상승여력 **39.4%**

KOSDAQ	615.95pt
시가총액	13,050억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.67%
외국인비중	7.79%
52주 최고/최저가	21,800원/9,790원
평균거래대금	215.6억원

주요주주(%)  
파라다이스글로벌 외 10 인 46.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	-19.8	-21.2
상대주가	-6.7	-17.3	-3.1

### 주가그래프



### 1분기는 선방

3월 파라다이스의 드롭액은 1,289억원으로 -75%(YoY, 이하 동일) 를 기록, 매출은 197억원으로 61% 감소했다. 1분기 드롭액과 매출액은 각각 1.16조원(-24.1%) 과 1,552억원(-3.8%)을 해당된다. 1) 2월까지의 영업 호조, 2) 호텔 인건비에 대한 정부 지원이 반영되며 1분기 영업이익은 17억원으로 선방이 예상된다. 외국인 출입 금지 조치가 전부 반영되고 카지노 영업장 섯다운으로 4월 카지노 매출 성장률은 전달 대비 악화된 -84%를 기록하며 바닥을 형성할 전망이다.

### 막힌 하늘길, 상용 수요 완화 시기에 달려

향후 개선 시기는 중국/일본의 한국 입국자에 대한 조치에 달려 있다. 6월부터 양국의 상용 수요에 대한 조치가 완화될 것이라는 전제 하에 연간 카지노 매출 26% 감소 시 2020년 연결 영업적자는 734억원으로 전망된다. 이는 연말 항공 노선의 60% 회복만을 가정한 보수적 수치로 항공 제약 문제가 해결될 경우 매출은 관련 산업 중 가장 빠르게 정상화될 것이다. '19년말 기준 3천억 원 이상의 현금을 보유하고 있고, 감가상각이 연간 천억원으로 회계상 비용에 불과하기 때문에 자금 문제 또한 기우에 그친다.

동사에 대한 적정주가를 기존 24,000원에서 20,000원으로 하향한다. 1) 적정주가 대상 기간을 코로나19 영향권에서 본격적으로 벗어날 2021년으로 변경했고, 2) 차입금에 대한 관심이 높아지는 점을 감안해 순차입금을 별도와 P-city 가치에 가감하여 합산하는 방식으로 변경했다. 2월 카지노 매출에서 보여진 바와 같이 카지노 수요는 비탄력적 성격을 지닌다. 하늘길이 재개된다면 매출 회복은 시간 문제일 뿐이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	668.0	-30.0	-19.0	-208	N/A	10,933	N/A	2.0	96.1	-1.9	88.3
2018	787.6	2.4	-21.1	-231	N/A	13,989	N/A	1.3	37.7	-1.9	93.8
2019	979.4	51.9	15.1	166	N/A	13,924	118.9	1.4	18.8	1.2	116.3
2020E	683.8	-73.4	-75.9	-835	N/A	12,951	N/A	1.1	67.0	-6.2	116.1
2021E	996.0	150.9	34.8	383	N/A	13,270	37.5	1.1	9.6	2.9	114.0

표20 파라다이스 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	190.4	201.7	-5.6	269.5	-29.3	209.6	-9.1
영업이익	1.7	-6.3	N/A	12.4	-86.3	-0.7	N/A
세전이익	-17.0	-13.4	N/A	-14.4	N/A	-20.9	N/A
지배순이익	-7.7	-7.5	N/A	-9.5	N/A	-6.7	N/A

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표21 파라다이스 월별 실적 전망

(십억원)	'20.01	'20.02	'20.03	'20.04	'20.05	'20.06	'20.07	'20.08	'20.09	'20.10	'20.11	'20.12
<b>월별 실적 전망</b>												
전체 드롭액	540.3	494.0	128.9	118.5	175.4	232.0	268.8	359.1	379.1	497.0	487.9	551.1
전체 카지노 매출	71.4	64.1	19.7	20.2	30.5	31.0	36.8	46.0	51.9	69.3	65.0	74.7
홀드율 (%)	12.9	11.8	15.7	17.1	17.4	13.4	13.7	12.8	13.7	13.9	13.3	13.6
<b>성장률 (% YoY)</b>												
전체 드롭액	3.0	-0.1	-74.8	-80.0	-70.0	-60.0	-50.0	-40.0	-25.5	-10.0	-0.0	15.0
전체 카지노 매출	27.3	15.8	-60.5	-64.6	-50.1	-56.9	-50.0	-33.5	-28.8	-14.0	-2.5	7.3
홀드율 (%p YoY)	2.4	0.4	5.6	7.6	7.7	2.2	-0.0	1.9	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2

주: 3월까지 확정 수치, 이후는 메리츠증권 추정치  
 자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표22 가치합산 방식에 기반한 적정주가 산정

(십억원)	EBITDA	적용배수 (배)	적정가치	비고
별도	117.2	8.0	967.8	EBITDA에 기반한 적정 가치 산출 후 순현금 300억 반영
P-city	214.9	10.0	1,478.8	EBITDA에 기반한 적정 가치 산출 후 순차입금 6,700억 가감
<b>합산</b>			<b>1,781.2</b>	<b>별도 적정가치와 P-city 지분율(55%)를 반영한 가치의 합산</b>
<b>적정주가(원)</b>			<b>19,586</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7	'19.8	'19.9	'19.10	'19.11	'19.12	'20.1	'20.2	'20.3
<b>Drop</b>	<b>197,742</b>	<b>228,547</b>	<b>261,237</b>	<b>225,763</b>	<b>220,568</b>	<b>262,688</b>	<b>231,236</b>	<b>226,923</b>	<b>204,603</b>	<b>216,326</b>	<b>242,240</b>	<b>242,012</b>	<b>48,432</b>
Sales	22,433	21,121	26,710	38,519	32,733	36,035	39,108	36,817	30,904	38,864	37,664	31,635	6,662
Sales (table)	21,964	17,879	21,260	30,562	31,050	31,742	36,015	34,471	29,598	34,961	35,256	25,482	6,801
Sales (slot)	1,409	1,385	1,465	1,298	1,644	1,496	1,566	1,076	1,670	1,417	1,626	1,854	366
홀드율 (table,%)	11.1	7.8	8.1	13.5	14.1	12.1	15.6	15.2	14.5	16.2	14.6	10.5	14.0
홀드율 (total,%)	11.8	8.4	8.7	14.1	14.8	12.7	16.3	15.7	15.3	16.8	15.2	11.3	14.8
<b>YoY Growth (%)</b>													
<b>Drop</b>	<b>17.7</b>	<b>37.5</b>	<b>57.7</b>	<b>29.4</b>	<b>25.0</b>	<b>37.3</b>	<b>17.6</b>	<b>12.4</b>	<b>-9.4</b>	<b>7.5</b>	<b>15.7</b>	<b>31.5</b>	<b>-75.5</b>
Sales	32.1	102.1	70.8	40.7	25.0	97.1	68.6	41.1	28.4	79.6	36.0	28.4	-70.3
Sales (table)	48.8	162.9	33.8	22.0	38.9	80.7	63.0	27.6	30.7	89.3	44.2	6.3	-69.0
Sales (slot)	4.4	34.5	0.3	1.2	8.4	47.2	29.9	15.9	-19.9	39.5	34.9	-8.2	-74.0
홀드율 (table,%p)	2.3	3.7	-1.4	-0.8	1.4	2.9	4.3	1.8	4.4	7.0	2.9	-2.5	2.9
홀드율 (total,%p)	2.2	3.7	-1.8	-1.0	1.3	2.9	4.4	1.8	4.3	7.1	3.0	-2.8	3.0
<b>Drop breakdown</b>													
VIP	167,061	192,997	222,198	188,322	181,600	217,531	189,284	188,209	164,888	171,402	198,123	205,486	36,992
China VIP	28,126	38,977	58,418	44,280	39,425	39,392	49,934	60,383	38,204	38,314	53,963	65,305	12,118
Japan VIP	87,622	103,743	113,540	94,066	94,059	118,375	86,577	73,999	87,972	94,486	111,389	78,239	7,027
Other VIP	51,312	50,277	50,240	49,976	48,116	59,763	52,772	53,827	38,712	38,601	32,771	61,943	17,848
Mass	30,681	35,550	39,039	37,441	38,968	45,157	41,952	38,714	39,714	44,924	44,117	36,526	11,440
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIP	13.8	36.4	60.1	25.0	21.0	32.4	11.8	9.4	-11.7	1.9	12.0	31.4	-77.9
China VIP	-6.1	55.7	119.7	19.2	20.7	-0.6	2.9	-1.4	-11.0	-6.6	33.0	74.0	-56.9
Japan VIP	24.6	35.5	67.9	41.5	16.5	35.1	10.1	7.7	-4.6	14.5	32.9	-2.5	-92.0
Other VIP	10.4	25.9	12.7	6.3	31.1	61.2	25.1	27.7	-24.9	-13.5	-37.6	60.3	-65.2
Mass	44.0	43.9	45.2	57.2	47.7	66.7	53.9	29.9	1.3	36.1	35.6	31.9	-62.7
<b>VIP방문객 (명)</b>													
VIPs	7,403	8,152	8,798	7,897	7,751	8,275	7,300	7,893	7,147	7,779	7,950	6,701	2,594
China VIP	991	1,039	1,583	1,393	1,206	1,464	1,085	1,929	1,267	1,228	1,590	1,209	245
Japan VIP	3,208	3,910	3,945	3,409	3,497	3,939	3,424	3,016	3,162	3,516	3,923	2,522	367
Other VIP	3,204	3,203	3,270	3,095	3,048	2,872	2,791	2,948	2,718	3,035	2,437	2,970	1,982
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIPs	44.2	26.8	36.9	36.9	21.5	14.2	4.3	7.0	-10.7	0.8	3.1	-7.8	-65.0
China VIP	1.5	0.1	77.9	20.0	3.9	15.1	-25.3	-5.1	3.0	-17.9	35.5	-12.6	-75.3
Japan VIP	38.2	15.3	22.8	33.7	15.8	9.2	11.7	12.7	-23.7	0.7	8.9	-21.7	-88.6
Other VIP	74.5	60.2	40.7	50.2	38.5	21.3	12.3	10.5	3.3	11.2	-16.9	11.3	-38.1
<b>정킷 실적</b>													
Rolling Chip Turnover	192,191	105,820	306,333	275,378	187,201	163,752	189,723	240,421	190,263	226,320	135,801	221,234	41,782
W/L	1,385	5,238	12,555	20,229	2,539	7,996	6,991	6,287	2,185	9,549	3,723	11,823	661
Win rate(%)	0.7	4.9	4.1	7.3	1.4	4.9	3.7	2.6	1.1	4.2	2.7	5.3	1.6
Sales	-940	1,857	3,985	6,659	39	2,797	1,527	1,270	-364	2,486	782	4,299	-505

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표24 파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,389.0	2,581.2	2,367.0	2,661.4
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	4.1	8.0	-8.3	12.4
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	1,922.1	2,104.0	1,939.0	2,198.9
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	522.8	674.0	541.0	614.5
	일본인	527.8	630.8	653.0	761.0	769.9	760.5	861.7
	매출액	350.6	350.3	271.5	293.4	290.6	289.3	312.7
	% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.1	-0.9	-0.4	8.1
2. 제주그랜드	드롭액	586.3	569.3	398.2	225.5	389.8	364.2	367.7
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.4	72.9	-6.5	1.0
	VIP	539.5	511.2	364.8	184.2	307.5	282.1	281.5
	중국인	476.3	446.3	294.4	115.6	209.2	179.1	184.3
	일본인	34.8	33.0	46.8	45.4	64.8	61.8	55.5
	매출액	49.5	55.2	32.6	24.5	40.4	40.6	41.5
	% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-24.7	64.6	0.6	2.2
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,364.7	2,156.2	2,669.2	1,857.6	3,026.1
	% YoY	-15.4	-13.9	55.9	58.0	23.8	-30.4	62.9
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,829.6	2,216.8	1,518.5	2,520.2
	중국인	634.5	450.8	409.8	435.2	513.5	292.0	623.6
	일본인	241.7	270.4	502.4	891.3	1,118.5	573.7	1,238.8
	매출액	95.2	95.9	197.3	245.6	377.5	274.1	399.0
	% YoY	-12.4	0.8	105.8	24.4	53.7	-27.4	45.6
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	743.7	941.2	1,017.5	805.2	813.2	875.2	852.5
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-20.9	1.0	7.6	-2.6
	VIP	692.6	869.6	915.7	688.2	688.4	728.9	706.6
	중국인	449.7	545.7	526.3	305.3	303.8	352.5	345.0
	일본인	207.1	287.6	314.4	311.7	303.8	290.2	275.7
	매출액	71.4	99.4	72.4	68.0	75.5	86.4	86.3
	% YoY	-7.8	39.3	-28.7	-6.1	11.1	14.4	-0.2
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,075.9	5,575.8	6,453.3	4,276.3	6,907.7
	% YoY	-18.1	11.3	5.1	9.8	15.7	-33.7	61.5
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.3	4,624.2	5,338.0	4,444.9	5,707.1
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.7	1,378.8	1,721.8	1,340.9	1,767.4
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.6	2,009.3	2,257.1	1,686.2	2,431.7
	매출액	528.4	600.9	554.8	636.0	784.1	580.7	808.4
	% YoY	-10.1	13.7	-8.0	14.6	23.3	-25.9	39.2

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔

자료: 메리츠증권 리서치센터

표25 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>전체 매출액</b>	<b>137.7</b>	<b>302.1</b>	<b>463.3</b>	<b>313.3</b>	<b>489.5</b>
카지노 매출	119.3	247.1	375.6	274.1	399.0
드림액	871.0	2,156.2	2,669.2	1,857.6	3,026.1
비카지노 매출	20.6	53.0	87.9	39.1	90.5
영업이익	-2.1	-20.8	20.0	-41.3	85.9
영업이익률(%)	-1.0	-6.9	4.3	-13.2	17.5
감가상각비	17.8	40.8	63.8	64.5	64.5
<b>EBITDA</b>	<b>15.8</b>	<b>20.0</b>	<b>83.8</b>	<b>23.2</b>	<b>150.4</b>

주: 파라다이스시티는 2017년 4월 오픈. 위 자료는 3Q17 이후 실적.  
자료: 메리츠증권 리서치센터

표26 파라다이스 시티 분기 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>드림액</b>	<b>456.3</b>	<b>506.4</b>	<b>564.5</b>	<b>629.0</b>	<b>591.3</b>	<b>715.5</b>	<b>714.5</b>	<b>647.9</b>	<b>532.7</b>	<b>214.4</b>	<b>452.9</b>	<b>657.6</b>
VIP드림액	387.9	431.0	483.8	527.0	500.4	603.5	588.4	524.5	420.4	205.1	291.4	601.7
Mass드림액	68.4	75.4	80.7	102.0	90.9	112.0	126.1	123.4	66.8	1.2	19.5	177.9
전체 매출액	65.7	64.3	84.4	87.7	90.7	105.8	135.3	131.5	92.4	39.0	72.7	109.1
<b>카지노 매출</b>	<b>56.2</b>	<b>51.5</b>	<b>67.7</b>	<b>71.8</b>	<b>74.8</b>	<b>86.4</b>	<b>107.9</b>	<b>106.6</b>	<b>76.0</b>	<b>35.2</b>	<b>64.5</b>	<b>98.5</b>
드림액	456.3	506.4	564.5	629.0	591.3	715.5	714.5	647.9	532.7	214.4	452.9	657.6
비카지노매출	9.6	10.9	16.7	15.9	15.9	19.5	27.6	25.0	16.5	3.9	8.2	10.6
영업이익	1.4	-2.3	3.1	-23.0	-7.1	-5.0	24.5	7.7	-4.3	-12.9	-13.5	-10.6
영업이익률(%)	2.1	-3.6	3.6	-26.2	-7.8	-4.7	18.1	5.8	-4.7	-33.1	-18.6	-9.7
감가상각비	8.2	8.8	9.1	14.7	15.4	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
EBITDA	9.6	6.4	12.2	-8.3	8.2	11.2	40.6	23.8	11.8	3.2	2.6	5.6
EBITDA이익률(%)	14.6	10.0	14.5	-9.4	9.1	10.5	30.0	18.1	12.8	8.2	3.6	5.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표27 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>매출액</b>	<b>179.5</b>	<b>181.1</b>	<b>210.5</b>	<b>216.6</b>	<b>201.7</b>	<b>233.9</b>	<b>274.4</b>	<b>269.5</b>	<b>190.4</b>	<b>93.9</b>	<b>158.7</b>	<b>240.8</b>
카지노	148.3	147.5	164.7	176.3	161.4	190.1	215.7	216.9	155.2	81.7	134.7	209.1
호텔	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	20.4	25.1	24.1	14.6	6.3	15.8	21.1
기타	13.8	14.7	6.4	3.2	22.6	22.5	27.6	25.0	20.5	5.8	8.2	10.6
매출원가	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	200.9	211.3	237.1	167.2	140.0	167.5	214.3
매출총이익	20.3	19.4	30.2	8.7	11.2	33.0	63.1	32.3	23.2	-46.1	-8.7	26.5
판관비	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	28.3	22.1	19.8	21.4	10.4	13.9	22.6
영업이익	4.8	-0.1	10.8	-13.1	-6.3	4.7	41.1	12.5	1.7	-56.4	-22.6	3.9
세전이익	0.0	-4.6	6.8	-45.0	-13.4	-5.3	48.6	-14.6	-17.0	-76.5	-44.1	-16.4
순이익	3.1	-1.7	4.7	-27.1	-7.5	-2.1	34.2	-9.7	-7.7	-40.9	-20.8	-6.5
<b>% YoY Growth</b>												
매출액	26.0	29.4	7.3	14.2	12.4	29.2	30.4	24.4	-5.6	-59.9	-42.1	-10.6
영업이익	흑전	적지	6.4	적지	적전	흑전	280.0	흑전	흑전	적전	적전	-68.4
순이익	-61.6	적지	11.5	적지	적전	적지	626.3	적지	적지	적지	적전	적지
<b>Margin (%)</b>												
GPM	11.3	10.7	14.4	4.0	5.5	14.1	23.0	12.0	12.2	-49.1	-5.5	11.0
OPM	2.7	0.0	5.1	-6.1	-3.1	2.0	15.0	4.6	0.9	-60.1	-14.3	1.6
NPM	1.7	-0.9	2.2	-12.5	-3.7	-0.9	12.5	-3.6	-4.1	-43.5	-13.1	-2.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 파라다이스 (034230)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	668.0	787.6	979.4	683.8	996.0
매출액증가율 (%)	-3.9	17.9	24.4	-30.2	45.7
매출원가	597.7	709.0	839.9	688.9	768.2
매출총이익	70.3	78.6	139.5	-5.1	227.8
판매관리비	100.3	76.2	87.7	68.3	76.9
<b>영업이익</b>	<b>-30.0</b>	<b>2.4</b>	<b>51.9</b>	<b>-73.4</b>	<b>150.9</b>
영업이익률	-4.5	0.3	5.3	-10.7	15.1
금융손익	-19.0	-29.1	-47.8	-51.6	-46.9
중속/관계기업손익	0.0	-1.1	20.7	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	-15.1	-9.3	-27.1	-29.1
세전계속사업이익	-33.5	-42.9	15.5	-152.0	75.0
법인세비용	6.3	1.3	8.8	-32.6	16.0
<b>당기순이익</b>	<b>-39.9</b>	<b>-44.2</b>	<b>6.7</b>	<b>-121.4</b>	<b>57.0</b>
지배주주지분 순이익	-19.0	-21.1	15.1	-75.9	34.8

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	344.7	327.6	532.2	322.4	464.3
현금및현금성자산	172.0	207.1	221.6	44.4	171.5
매출채권	12.7	22.2	31.5	28.1	29.6
재고자산	5.4	6.7	6.2	5.5	5.8
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,938.2	2,863.5	2,794.8
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,197.0	2,126.2	2,058.2
무형자산	289.6	276.2	263.0	261.3	259.6
투자자산	33.3	23.4	23.9	21.8	22.8
<b>자산총계</b>	<b>2,435.3</b>	<b>3,150.8</b>	<b>3,470.4</b>	<b>3,186.0</b>	<b>3,259.1</b>
유동부채	252.6	421.8	632.4	599.2	614.3
매입채무	2.6	3.5	4.2	3.8	4.0
단기차입금	43.8	87.8	77.4	77.4	77.4
유동성장기부채	8.2	20.9	242.9	242.9	242.9
비유동부채	889.4	1,102.9	1,233.7	1,112.5	1,122.1
사채	99.8	99.9	99.7	99.7	99.7
장기차입금	721.8	797.5	726.2	626.2	626.2
<b>부채총계</b>	<b>1,142.0</b>	<b>1,524.7</b>	<b>1,866.2</b>	<b>1,711.7</b>	<b>1,736.4</b>
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
기타포괄이익누계액	-1.8	313.2	306.1	306.1	306.1
이익잉여금	680.1	643.2	644.3	555.8	584.8
비지배주주지분	299.1	353.9	337.9	296.5	316.0
<b>자본총계</b>	<b>1,293.3</b>	<b>1,626.1</b>	<b>1,604.2</b>	<b>1,474.3</b>	<b>1,522.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.0</b>	<b>106.4</b>	<b>156.8</b>	<b>-52.0</b>	<b>188.0</b>
당기순이익(손실)	-39.9	-44.2	6.7	-121.4	57.0
유형자산상각비	51.5	62.5	100.4	110.8	108.0
무형자산상각비	8.7	9.6	10.4	1.7	1.7
운전자본의 증감	-27.1	29.0	11.8	-44.3	20.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-207.5</b>	<b>-223.7</b>	<b>-222.5</b>	<b>-16.4</b>	<b>-52.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-357.3	-271.0	-84.9	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	10.2	8.8	20.2	2.1	-1.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>193.6</b>	<b>151.3</b>	<b>79.6</b>	<b>-108.9</b>	<b>-8.4</b>
차입금의 증감	163.8	133.3	350.7	-100.4	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.3	35.1	14.5	-177.3	127.1
기초현금	182.3	172.0	207.1	221.6	44.4
기말현금	172.0	207.1	221.6	44.4	171.5

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,346	8,661	10,770	7,519	10,952
EPS(지배주주)	-208	-231	166	-835	383
CFPS	696	1,129	2,097	125	2,538
EBITDAPS	332	819	1,788	430	2,865
BPS	10,933	13,989	13,924	12,951	13,270
DPS	100	100	100	100	200
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.7	1.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	N/A	N/A	118.9	N/A	N/A
PCR	32.0	16.7	9.4	114.9	5.7
PSR	3.0	2.2	1.8	1.9	1.3
PBR	2.0	1.3	1.4	1.1	1.1
EBITDA	30.2	74.5	162.6	39.1	260.6
EV/EBITDA	96.1	37.7	18.8	67.0	9.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-1.9	1.2	-6.2	2.9
EBITDA 이익률	4.5	9.5	16.6	5.7	26.2
부채비율	88.3	93.8	116.3	116.1	114.0
금융비용부담률	3.8	4.2	5.3	8.2	5.4
이자보상배율(x)	-1.2	0.1	1.0	-1.3	2.8
매출채권회전율(x)	42.2	45.1	36.5	22.9	34.5
재고자산회전율(x)	171.8	131.0	152.6	116.7	175.3

Industry Brief  
2020. 4. 10

# JYP Ent. 035900

## 낙제점 없는 종목

### ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 영업이익은 62억원으로 시장 기대치와 유사할 것
- ✓ 美 CDC 제한 조치 고려했을 때 상반기 콘서트 부재 전망. 산업 공통의 사항
- ✓ 동사는 단순한 기업구조로 비용 구조 슬림한 편
- ✓ 프로젝트 구조로 인해 신인 데뷔 비용 부담도 적어 투자 매력도 높아진 시점
- ✓ 투자 의견 Hold에서 Buy로 상향

## Buy

**적정주가 (12개월)** 24,000 원  
**현재주가 (4.9)** 19,200 원  
**상승여력** 25.0%

KOSDAQ	615.95pt
시가총액	6,815억원
발행주식수	3,549만주
유동주식비율	74.87%
외국인비중	15.90%
52주 최고/최저가	31,950원/15,350원
평균거래대금	121.3억원

<b>주요주주(%)</b>	
박진영 외 3인	18.37
한국투자밸류자산운용	8.10

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-3.3	-9.6	-39.9
상대주가	-3.5	-6.8	-26.2

### 주가그래프



### 콘서트 취소로 상반기 실적 부진

JYP의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 238억원(-9.5% YoY)과 62억원(+8.0% YoY)으로 시장 기대치와 유사한 실적이 예상된다. 일본 실적이 4~6개월 래깅돼 인식되는 회계 방식으로 타사 대비 적은 실적 타격이 예상된다.

美 CDC는 3월 13일부터 8주간 50명 이상 모이는 행사에 대해 금지했다. 이후 사회적 합의 과정이 추가적으로 필요한 점을 고려했을 때 상반기 엔터 업체 이익에 대한 기대감은 갖기 어렵다. 상용 수요에 대한 제한 완화, 민간 항공 수요 회복이 모두 이루어진 후 콘서트 재개가 가능할 것으로 전망한다. 다만 길어지는 공백으로 앨범 발매는 2분기 말부터는 정상화될 예정이다.

### 단순한 기업 구조, 코로나19 버티기에 가장 유리한 구도

동사의 적정주가를 24,000원을 유지한다. 이는 산정 대상 기간을 영업 정상화 시점인 2021년으로 변경한 데 따른다. 적용 밸류에이션은 기존 수준(PER 25배, 과거 평균치)을 유지했다. 괴리율 확대로 인해 투자 의견은 Hold에서 Buy로 상향한다.

상반기 콘서트 부재로 인한 2020년 실적 하향은 엔터 업체들의 공통 사항이다. 다만 동사는 1) 일본 신인 그룹 데뷔가 예정에도 불구하고 프로젝트 구조로 인해 비용 부담이 적고 2) 아티스트의 활동을 보조하는 일본, 중국 자회사만으로 이루어진 단순한 그룹 구조로 코로나19가 장기화된다 하더라도 관련 비용 부담이 가장 적다.

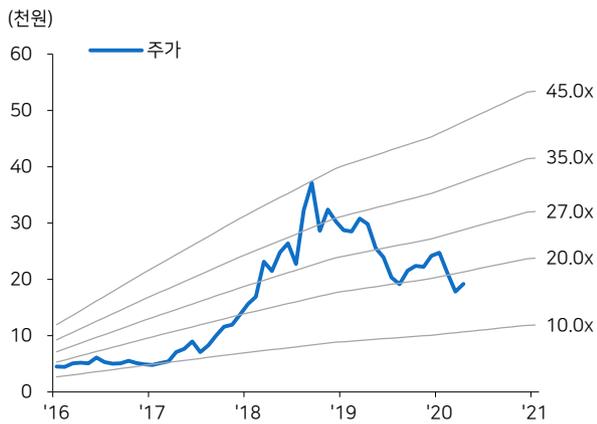
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	102.2	19.5	16.2	471	90.2	2,452	29.2	5.6	19.6	21.4	45.1
2018	124.8	28.8	23.8	685	46.4	3,587	44.2	8.4	33.8	22.5	24.5
2019	155.4	43.5	31.3	883	26.3	4,477	27.4	5.4	16.3	21.9	28.0
2020E	159.3	43.6	30.2	851	-3.6	5,141	22.6	3.7	12.0	17.7	25.1
2021E	196.8	48.9	34.6	976	14.7	5,912	19.7	3.2	10.1	17.7	26.9

표28 JYP Ent. 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	23.8	26.4	-9.5	44.3	-46.2	28.3	-15.6
영업이익	6.2	5.8	8.0	13.5	-53.7	6.4	-2.7
세전이익	7.3	7.2	2.3	12.8	-43.1	7.7	-4.4
지배순이익	6.5	6.3	2.3	6.2	3.8	5.3	22.2

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

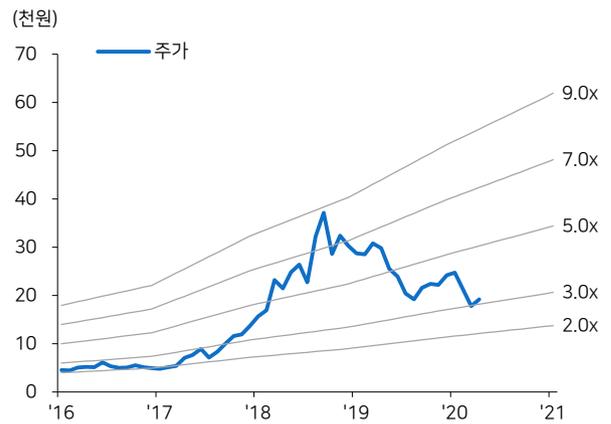
그림16 JYP Ent. 12M Fwd PER 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림17 JYP Ent. 12M Fwd PBR 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표29 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망																
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출 추정</b>																
<b>매출</b>	<b>23.0</b>	<b>31.6</b>	<b>33.9</b>	<b>36.3</b>	<b>26.4</b>	<b>37.1</b>	<b>42.2</b>	<b>41.2</b>	<b>21.9</b>	<b>35.9</b>	<b>47.2</b>	<b>46.9</b>	<b>124.8</b>	<b>146.8</b>	<b>151.9</b>	<b>178.3</b>
음반/음원 사업	9.3	10.4	13.3	15.6	9.2	14.6	15.6	16.5	9.7	19.0	21.7	16.3	48.6	55.9	66.7	75.7
매니지먼트 사업	12.7	19.6	18.3	18.9	15.6	23.0	27.9	24.7	12.2	16.8	25.5	30.6	69.5	91.2	85.2	102.6
출연료 등	1.1	7.1	4.0	3.9	2.1	4.7	10.0	4.5	1.5	2.4	8.0	5.3	16.1	21.3	17.2	26.6
광고	4.6	4.5	3.9	3.6	3.8	4.3	4.6	4.5	3.6	4.2	4.8	4.8	16.6	17.2	17.4	18.0
초상권 외	3.4	2.6	1.7	5.3	3.2	4.5	2.5	2.7	2.1	4.8	2.4	5.9	13.0	15.4	15.2	16.4
기타	3.7	5.6	8.9	8.1	6.5	9.5	10.7	13.0	5.1	5.4	10.3	14.6	26.3	39.8	35.4	41.6
<b>% YoY</b>																
매출	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	24.4	13.3	-16.8	-3.2	11.9	13.8	29.0	17.6	3.5	17.4
음반/음원 사업	8.3	39.1	162.1	24.9	-0.8	40.9	17.2	5.4	5.3	30.4	38.8	-1.2	44.6	15.0	19.3	13.4
매니지먼트 사업	2.1	-3.1	60.9	-0.9	23.0	17.5	52.1	30.6	-21.7	-26.8	-8.6	23.8	10.2	31.2	-6.7	20.5
출연료 등	-48.8	52.2	582.8	47.9	97.0	-33.7	149.9	16.0	-30.7	-48.9	-20.1	17.5	61.3	32.8	-19.5	55.2
광고	4.9	17.6	-12.4	-13.4	-17.6	-4.2	19.8	23.7	-5.2	-2.3	3.2	6.7	-1.3	3.7	0.9	3.4
초상권 외	-4.7	-46.0	-50.3	82.5	-4.3	69.7	47.2	-49.0	-34.8	6.7	-4.3	118.3	-12.0	18.5	-1.4	7.9
기타	49.4	-20.5	201.8	-15.5	75.7	69.9	20.6	60.8	-22.0	-42.9	-3.9	12.3	19.2	51.3	-10.9	17.5
<b>원가 추정</b>																
매출원가	13.7	16.6	18.5	20.3	14.2	21.6	22.4	20.6	11.2	19.6	27.8	25.5	69.1	78.7	84.1	105.0
% to sales	62.2	55.4	58.5	55.8	54.0	58.2	53.1	50.0	51.1	54.7	58.9	54.4	55.3	53.7	55.4	58.9
% YoY	-2.8	0.0	60.1	3.6	4.1	30.0	20.7	1.5	-21.1	-9.0	24.2	23.8	11.8	14.0	6.8	24.8
판매관리비	7.5	5.3	5.9	5.0	5.6	6.8	7.6	6.7	5.5	7.3	8.7	7.7	23.7	26.6	29.2	36.5
% to sales	32.7	16.6	17.4	13.8	21.1	18.3	17.9	16.3	24.9	20.4	18.4	16.5	19.0	18.1	19.2	20.5
% YoY	139.4	13.5	45.2	-4.5	-26.0	28.9	28.4	34.5	-2.0	7.9	14.8	15.1	38.7	12.5	9.6	24.9
<b>이익 추정</b>																
매출총이익	9.3	15.0	15.4	16.1	12.1	15.5	19.8	20.6	10.7	16.2	19.4	21.4	55.8	68.0	67.8	73.3
% YoY	19.0	25.4	160.2	9.0	29.9	3.4	28.8	28.2	-11.7	5.0	-2.0	3.8	59.5	22.0	-0.4	8.2
매출총이익률(%)	40.6	47.4	45.3	44.2	46.0	41.8	46.9	50.0	48.9	45.3	41.1	45.6	44.7	46.3	44.6	41.1
<b>영업이익</b>	<b>0.8</b>	<b>8.1</b>	<b>7.2</b>	<b>9.3</b>	<b>4.8</b>	<b>8.7</b>	<b>12.2</b>	<b>13.5</b>	<b>5.3</b>	<b>8.9</b>	<b>10.7</b>	<b>13.6</b>	<b>25.4</b>	<b>39.2</b>	<b>38.6</b>	<b>36.8</b>
% YoY	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	69.0	45.0	8.6	2.7	-12.4	1.5	42.1	54.3	-1.7	-4.5
영업이익률(%)	3.5	25.7	21.4	25.5	18.4	23.5	29.0	32.7	24.0	24.9	22.7	29.1	20.4	26.7	25.4	20.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표30 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출 추정</b>																
<b>연결 매출</b>	<b>23.0</b>	<b>31.6</b>	<b>33.9</b>	<b>36.3</b>	<b>26.4</b>	<b>39.2</b>	<b>45.6</b>	<b>44.3</b>	<b>23.8</b>	<b>43.0</b>	<b>46.9</b>	<b>45.6</b>	<b>124.8</b>	<b>155.5</b>	<b>159.3</b>	<b>196.7</b>
% YoY	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	24.1	34.5	22.0	-9.5	9.8	2.9	2.8	22.1	24.6	2.4	23.5
<b>본사 매출</b>	<b>22.0</b>	<b>30.0</b>	<b>31.7</b>	<b>36.3</b>	<b>26.4</b>	<b>37.1</b>	<b>42.2</b>	<b>41.2</b>	<b>21.9</b>	<b>35.9</b>	<b>47.2</b>	<b>46.9</b>	<b>120.0</b>	<b>146.8</b>	<b>151.9</b>	<b>178.3</b>
% YoY	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	24.4	13.3	-16.8	-3.2	11.9	13.8	29.0	17.6	3.5	17.4
<b>자회사 합산</b>	<b>2.9</b>	<b>5.3</b>	<b>9.4</b>	<b>9.0</b>	<b>8.4</b>	<b>6.6</b>	<b>16.1</b>	<b>12.3</b>	<b>4.6</b>	<b>12.2</b>	<b>9.6</b>	<b>10.0</b>	<b>26.5</b>	<b>43.4</b>	<b>36.4</b>	<b>53.0</b>
% YoY	19.5	-10.1	248.0	-9.7	192.4	24.0	72.1	36.5	-45.0	84.9	-40.6	-18.6	26.6	63.5	-16.2	45.7
JYP Ent. JP	2.4	5.0	8.4	7.7	7.3	5.8	15.8	11.3	4.3	11.5	8.4	8.2	23.5	40.1	32.5	47.5
% YoY	99.4	-4.5	342.9	-14.5	204.8	15.8	87.8	46.0	-41.2	100.0	-46.5	-27.0	35.4	70.7	-19.0	46.3
JYP Ent. HK	0.4	0.3	0.6	1.0	1.1	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	1.1	1.0	2.4	2.0	2.6	4.2
% YoY	-10.7	-21.2	169.8	130.5	151.8	7.6	-47.4	-80.1	-70.8	-47.0	243.0	401.7	50.3	-15.1	29.8	60.1
제이와이피픽쳐스	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.5	0.0	0.8	0.0	0.5	0.0	0.8	0.7	1.3	1.3	1.3
% YoY	-92.7	-98.9	-40.3	-38.6	-24.6	15,060	-98.3	159.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-66.0	87.4	0.0	0.0
<b>이익 추정</b>																
<b>연결 영업이익</b>	<b>1.4</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.9</b>	<b>5.8</b>	<b>9.4</b>	<b>14.8</b>	<b>13.5</b>	<b>6.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.8</b>	<b>15.8</b>	<b>28.7</b>	<b>43.5</b>	<b>43.6</b>	<b>48.9</b>
% YoY	-64.1	30.9	664.0	29.4	322.7	3.9	74.5	36.9	8.0	4.8	-27.0	17.3	47.7	51.2	0.3	12.2
영업이익률(%)	5.9	28.7	25.0	27.1	22.0	24.1	32.4	30.4	26.2	23.0	23.0	34.7	23.0	27.9	27.4	24.9
<b>본사 영업이익</b>	<b>0.8</b>	<b>8.1</b>	<b>7.2</b>	<b>9.3</b>	<b>4.8</b>	<b>8.7</b>	<b>12.2</b>	<b>13.5</b>	<b>5.3</b>	<b>8.9</b>	<b>10.7</b>	<b>13.6</b>	<b>25.4</b>	<b>39.2</b>	<b>38.6</b>	<b>36.8</b>
% YoY	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	69.0	45.0	8.6	2.7	-12.4	1.5	42.1	54.3	-1.7	-4.5
<b>자회사 합산</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>2.5</b>	<b>0.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>	<b>2.2</b>	<b>3.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>11.2</b>
% YoY	14,681	99.0	366.5	-29.9	65.9	-24.4	107.0	-93.0	4.7	30.7	-97.9	5,267	111.6	27.4	-1.6	169.1
<b>세전이익</b>	<b>2.4</b>	<b>9.7</b>	<b>8.5</b>	<b>9.6</b>	<b>7.2</b>	<b>8.7</b>	<b>14.3</b>	<b>12.8</b>	<b>7.3</b>	<b>8.9</b>	<b>10.3</b>	<b>15.2</b>	<b>30.2</b>	<b>43.0</b>	<b>41.7</b>	<b>47.0</b>
% YoY	-28.6	-0.9	557.3	46.1	192.6	-10.3	69.4	33.9	2.3	1.8	-27.8	18.2	43.3	42.4	-3.1	12.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>1.8</b>	<b>7.3</b>	<b>6.5</b>	<b>8.2</b>	<b>6.4</b>	<b>6.8</b>	<b>11.7</b>	<b>6.3</b>	<b>6.6</b>	<b>7.0</b>	<b>8.5</b>	<b>8.2</b>	<b>23.8</b>	<b>31.3</b>	<b>30.2</b>	<b>34.6</b>
% YoY	-37.2	7.5	592.2	48.3	249.4	-5.9	80.0	-23.1	2.2	1.8	-27.8	29.8	47.4	31.3	-3.5	14.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

## JYP Ent. (035900)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>102.2</b>	<b>124.8</b>	<b>155.4</b>	<b>159.3</b>	<b>196.8</b>
매출액증가율 (%)	38.8	22.1	24.5	2.5	23.5
매출원가	63.0	68.7	79.4	85.1	106.2
매출총이익	39.3	56.2	76.1	74.3	90.5
판매관리비	19.8	27.4	32.6	35.6	43.3
<b>영업이익</b>	<b>19.5</b>	<b>28.8</b>	<b>43.5</b>	<b>43.6</b>	<b>48.9</b>
영업이익률	19.0	23.0	28.0	27.4	24.9
금융손익	-0.2	1.2	-0.6	2.0	2.6
중속/관계기업손익	-0.7	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	2.5	0.5	0.2	0.2	0.4
세전계속사업이익	21.1	30.2	43.0	45.7	51.8
법인세비용	4.7	5.9	11.8	12.7	13.7
<b>당기순이익</b>	<b>16.4</b>	<b>24.3</b>	<b>31.2</b>	<b>30.1</b>	<b>34.6</b>
지배주주지분 손이익	16.2	23.8	31.3	30.2	34.6

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>58.4</b>	<b>82.6</b>	<b>116.3</b>	<b>144.0</b>	<b>183.7</b>
현금및현금성자산	25.4	45.0	38.7	64.5	85.8
매출채권	10.7	12.9	13.9	14.3	17.6
재고자산	1.7	1.5	0.7	0.7	0.9
비유동자산	66.0	76.8	91.6	88.5	86.7
유형자산	24.7	36.6	38.8	35.5	32.2
무형자산	29.1	29.1	29.0	29.0	29.0
투자자산	2.9	10.5	22.1	22.3	23.9
<b>자산총계</b>	<b>124.4</b>	<b>159.3</b>	<b>207.8</b>	<b>232.5</b>	<b>270.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>34.8</b>	<b>30.5</b>	<b>43.2</b>	<b>44.2</b>	<b>54.6</b>
매입채무	6.7	4.2	1.8	1.9	2.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.8	0.9	2.3	2.4	2.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>38.7</b>	<b>31.4</b>	<b>45.5</b>	<b>46.6</b>	<b>57.3</b>
자본금	17.3	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	55.0	70.5	76.9	76.9	76.9
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.1	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	26.8	48.3	75.5	99.1	126.5
비지배주주지분	0.9	1.1	3.5	3.4	3.3
<b>자본총계</b>	<b>85.8</b>	<b>128.0</b>	<b>162.4</b>	<b>185.9</b>	<b>213.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27.1</b>	<b>22.6</b>	<b>50.9</b>	<b>32.7</b>	<b>43.4</b>
당기순이익(손실)	16.4	24.3	31.2	30.1	34.6
유형자산상각비	0.3	0.9	3.3	3.3	3.3
무형자산상각비	2.6	0.3	0.3	0.0	0.0
운전자본의 증감	5.4	-4.2	6.1	-0.9	5.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-28.7</b>	<b>-13.9</b>	<b>-58.8</b>	<b>-1.6</b>	<b>-15.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-24.8	-12.8	-1.8	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-7.6	-11.7	-0.2	-1.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2.5</b>	<b>10.5</b>	<b>1.0</b>	<b>-5.2</b>	<b>-6.4</b>
차입금의 증감	0.1	-0.1	2.3	0.0	0.3
자본의 증가	2.5	16.1	6.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.5	19.6	-6.3	25.8	21.3
기초현금	24.8	25.4	45.0	38.7	64.5
기말현금	25.4	45.0	38.7	64.5	85.8

### Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	2,975	3,586	4,383	4,489	5,543
EPS(지배주주)	471	685	883	851	976
CFPS	731	988	1,346	1,211	1,345
EBITDAPS	649	859	1,326	1,321	1,471
BPS	2,452	3,587	4,477	5,141	5,912
DPS	0	122	155	200	220
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.6	1.0	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	29.2	44.2	27.4	22.6	19.7
PCR	18.8	30.6	17.9	15.9	14.3
PSR	4.6	8.4	5.5	4.3	3.5
PBR	5.6	8.4	5.4	3.7	3.2
EBITDA	22.3	29.9	47.0	46.9	52.2
EV/EBITDA	19.6	33.8	16.3	12.0	10.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.4	22.5	21.9	17.7	17.7
EBITDA 이익률	21.8	24.0	30.3	29.4	26.5
부채비율	45.1	24.5	28.0	25.1	26.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
이자보상배율(x)			884.3	440.7	462.9
매출채권회전율(x)	13.1	10.6	11.6	11.3	12.4
재고자산회전율(x)	67.6	79.6	143.1	227.7	248.6

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 에스엠 041510

## 가격 매력 vs. 애매한 조건들

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

### Buy

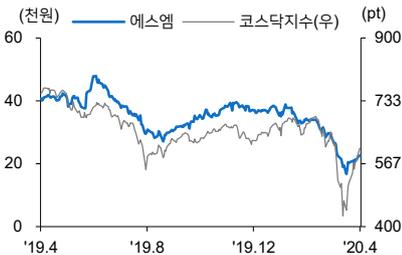
**적정주가 (12개월)** 33,000 원  
**현재주가 (4.9)** 23,200 원  
**상승여력** 42.2%

KOSDAQ	615.95pt
시가총액	5,440억원
발행주식수	2,345만주
유동주식비율	80.65%
외국인비중	16.53%
52주 최고/최저가	47,950원/16,700원
평균거래대금	77.7억원

<b>주요주주(%)</b>			
이수만 외 7인	19.21		
한국투자신탁운용	7.64		
국민연금공단	7.04		

<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-12.1	-33.8	-42.1
상대주가	-12.3	-31.7	-28.9

**주가그래프**



- ✓ 1분기 영업손익은 BEP 수준 예상. 콘서트 취소에 따른 부대 비용 계상한 것
- ✓ 국내는 5월까지, 일본은 6월까지 콘서트 취소 감내해야
- ✓ 민간 항공 수요 회복된 뒤 시간 지나야 해외 콘서트 재개될 것
- ✓ 내부적으로는 이익 기여 높은 엑소 군입대로 이익 방어 어려운 시기 진입
- ✓ 신인 데뷔 모멘텀 존재하나 복잡한 자회사 구도는 투자 매력 낮춰 애매한 상황

### 콘서트 취소로 상반기 실적 부진

SM의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 1,357억원(+3.7% YoY)과 -3억원(적전 YoY)으로 부진한 실적이 예상된다. 2월 국내 콘서트 취소를 시작으로 3월 해외까지 콘서트 취소가 이어져 분사 이익이 15억에 그친 점이 원인이다. 아티스트 활동은 '앨범발매-방송출연-국내콘서트-해외 콘서트'로 이어지는데 이 중 이익은 국내와 일본 콘서트에서 실현된다. 회사 이익에 도움이 되는 콘서트가 불가능해 티켓 파워가 있는 가수들의 컴백이 늦어지면서 앨범 발매도 미진한 상황이다. 상반기 콘서트의 하반기 이연은 이미 잡혀있는 공연, 프로야구 등 장소의 본래 목적 등을 생각하면 일부만이 가능해 보인다.

### 애매한 시기

동사의 적정주가를 기존 45,000원에서 33,000원으로 하향한다. 이는 1) 산정 대상 기간을 기존 2020년에서 2021년으로 변경했으며 2) 높은 이익 기여를 보이는 엑소의 본격적 군입대로 이익 하락 국면에 진입한 점을 반영해 적용 밸류에이션을 기존 25배에서 20배로 하향한 데 따른다.

아이돌 가수의 경우 시간이 가장 중요한 요소다. 인기가 높아지는 구간에 팬들과의 접점을 늘리며 회사 수익 구간에 가장 유리한 데뷔 7년을 잘 활용하는 것이 전략의 핵심이다. 특히 군대 문제가 걸려 있는 남자 아이돌의 경우 이 문제는 더욱 민감하게 작용한다. 비우호적인 산업 환경으로 단기적으로 동사에 크게 기대할 수 있는 요소는 없다. 다만 충분한 주가 하락으로 데뷔 예정인 신인 걸그룹과 보이그룹의 성과에 기대감을 가지기에는 나쁘지 않은 시점이다

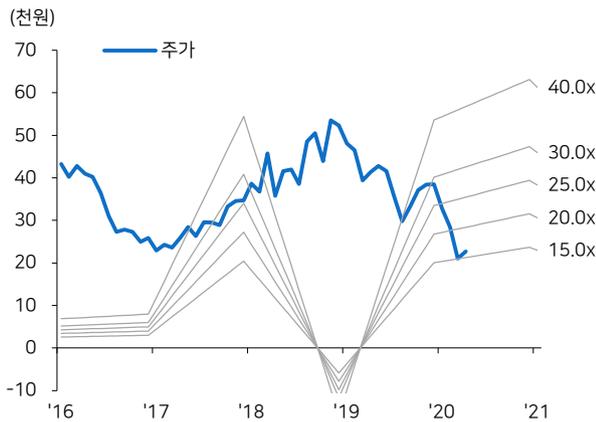
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	365.4	10.9	4.3	199	-210.4	15,824	174.5	2.2	21.5	1.3	83.1
2018	612.2	47.8	30.6	1,361	-581.2	18,424	38.4	2.8	12.9	8.0	74.0
2019	657.8	40.4	-9.1	-390	N/A	18,944	N/A	2.0	7.8	-2.1	76.3
2020E	647.5	34.3	15.5	660	N/A	19,153	35.1	1.2	5.4	3.5	75.7
2021E	691.5	46.7	25.2	1,073	128.7	19,777	21.6	1.2	4.3	5.5	78.9

표31 에스엠 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	135.7	130.8	3.7	193.9	-30.0	131.5	3.1
영업이익	-0.3	2.8	N/A	13.8	N/A	4.4	N/A
세전이익	-0.9	2.7	N/A	-17.6	N/A	3.7	N/A
지배순이익	-1.7	-3.7	N/A	-22.5	N/A	3.0	N/A

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

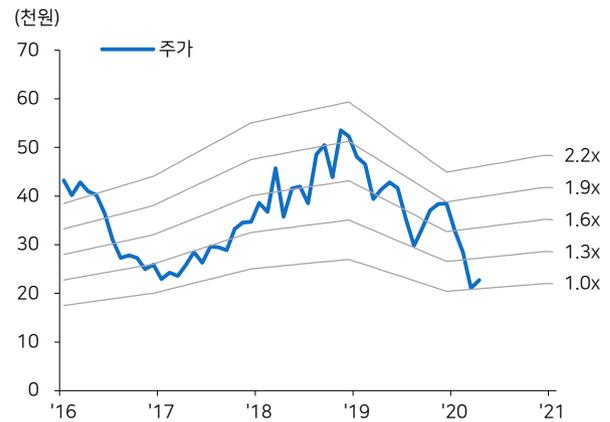
그림18 에스엠 12M Fwd PER 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림19 에스엠 12M Fwd PBR 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표32 에스엠 적정주가 산정 내역

(십억원)	12M Fwd OP	12M Fwd NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	SM 보유가치	주당 가치 (원)
SM본사	40.4	28.3	20	565.2	100%	565.2	24,103
SM JP	10.5	7.3	20	146.7	100%	146.7	6,257
SM Beijing	5.0	3.5	20	70.0	100%	70.0	2,985
<b>합계</b>	<b>55.9</b>	<b>39.1</b>				<b>782</b>	<b>33,345</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표33 에스엠 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출 추정</b>																
<b>매출</b>	<b>59.4</b>	<b>60.5</b>	<b>65.7</b>	<b>95.9</b>	<b>57.0</b>	<b>64.6</b>	<b>83.7</b>	<b>102.2</b>	<b>52.1</b>	<b>45.2</b>	<b>88.6</b>	<b>97.2</b>	<b>281.6</b>	<b>307.5</b>	<b>283.0</b>	<b>311.1</b>
음반/음원 사업	21.3	22.8	18.2	49.5	23.6	26.7	33.8	42.0	31.8	27.9	33.9	32.4	111.8	126.1	126.0	143.7
음반 매출	11.6	12.1	8.8	34.2	8.4	13.3	17.6	24.9	14.4	11.8	16.1	13.4	66.7	64.2	55.7	68.0
음원 매출	9.7	10.6	9.4	15.3	15.2	13.4	16.2	17.1	17.4	16.1	17.8	19.0	45.0	61.9	70.2	75.7
매니지먼트 사업	38.1	37.8	47.5	46.4	33.4	37.8	49.9	60.2	20.3	17.3	54.7	64.8	169.8	181.3	157.1	167.4
출연료 등	18.8	13.5	19.7	7.7	13.1	13.6	19.1	6.8	7.7	6.8	23.9	11.4	59.7	52.6	49.8	53.3
광고	5.2	7.0	10.0	6.0	6.5	5.3	6.8	5.2	5.2	5.3	6.8	5.2	28.2	23.8	22.5	23.6
초상 외	14.1	17.3	17.8	32.7	13.9	18.9	24.0	48.2	7.4	5.2	24.0	48.2	81.9	105.0	84.8	90.5
<b>% YoY</b>																
<b>매출</b>	<b>46.7</b>	<b>49.6</b>	<b>8.3</b>	<b>28.8</b>	<b>-4.1</b>	<b>6.7</b>	<b>27.4</b>	<b>6.5</b>	<b>-8.6</b>	<b>-30.0</b>	<b>5.8</b>	<b>-4.9</b>	<b>30.3</b>	<b>9.2</b>	<b>-8.0</b>	<b>9.9</b>
음반/음원 사업	59.0	83.0	-43.7	76.4	10.6	17.3	85.7	-15.2	34.6	4.5	0.4	-22.9	29.6	12.8	-0.1	14.1
음반 매출	95.3	128.3	-60.4	144.1	-27.6	9.9	100.0	-27.2	71.4	-11.1	-8.5	-46.1	40.6	-3.7	-13.2	22.0
음원 매출	30.0	47.2	-7.8	9.9	56.7	26.4	72.3	11.8	14.2	20.0	10.0	10.8	16.0	37.6	13.4	7.8
매니지먼트 사업	40.7	34.8	67.5	0.1	-12.3	0.0	5.0	29.7	-39.2	-54.2	9.5	7.6	30.7	6.8	-13.4	6.6
출연료 등	78.0	-2.2	103.1	-57.3	-30.5	0.7	-3.0	-11.7	-41.0	-50.0	24.9	67.6	14.6	-12.0	-5.3	7.0
광고	-36.8	84.2	20.5	8.5	25.0	-24.3	-32.0	-13.6	-20.0	0.0	0.0	0.0	9.1	-15.7	-5.5	5.0
초상 외	69.9	66.3	72.8	42.7	-1.8	9.2	34.8	47.4	-46.4	-72.5	0.0	0.0	57.8	28.1	-19.2	6.7
<b>원가 추정</b>																
매출원가	35.3	37.8	42.9	56.4	33.2	44.5	52.4	65.6	36.0	23.4	60.0	56.9	172.3	195.6	176.3	189.2
% to sales	59.3	62.4	65.2	58.8	58.2	68.9	62.6	64.2	69.1	51.8	67.7	58.5	61.2	63.6	62.3	60.8
% YoY	26.3	44.6	27.6	25.1	-5.9	17.8	22.2	16.3	8.5	-47.3	14.6	-13.3	29.8	13.5	-9.9	7.3
판매관리비	14.9	14.4	15.4	22.8	15.2	18.2	15.7	25.6	14.6	14.7	17.2	28.4	67.5	74.7	74.9	81.5
% to sales	25.0	23.7	23.5	23.8	26.7	28.1	18.7	25.1	28.0	32.5	19.5	29.2	24.0	24.3	26.5	26.2
% YoY	21.0	12.2	12.1	20.4	2.3	26.6	1.6	12.4	-4.4	-19.1	10.0	10.8	16.7	10.7	0.3	8.8
<b>이익 추정</b>																
매출총이익	24.2	22.8	22.9	39.5	23.8	20.1	31.3	36.6	16.1	21.8	28.6	40.3	109.4	111.9	106.7	121.9
% YoY	91.8	58.8	-15.7	34.6	-1.6	-11.7	37.1	-7.4	-32.5	8.3	-8.8	10.0	31.1	2.3	-4.6	14.2
매출총이익률(%)	40.7	37.6	34.8	41.2	41.8	31.1	37.4	35.8	30.9	48.2	32.3	41.5	38.8	36.4	37.7	39.2
<b>영업이익</b>	<b>9.3</b>	<b>8.4</b>	<b>7.4</b>	<b>16.7</b>	<b>8.6</b>	<b>1.9</b>	<b>15.7</b>	<b>11.0</b>	<b>1.5</b>	<b>7.1</b>	<b>11.3</b>	<b>11.9</b>	<b>41.9</b>	<b>37.2</b>	<b>31.8</b>	<b>40.4</b>
% YoY	29.4	444.6	-44.4	60.3	-7.7	-77.0	111.3	-34.3	-82.3	265.0	-27.6	8.2	63.5	-11.2	-14.4	26.8
영업이익률(%)	15.7	13.9	11.3	17.4	15.1	3.0	18.7	10.7	2.9	15.7	12.8	12.2	14.9	12.1	11.2	13.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표34 에스엠 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망																
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출 추정</b>																
연결 매출	110.6	124.4	168.7	208.5	130.8	159.6	173.5	193.9	135.7	128.7	175.4	207.7	612.2	657.8	647.5	691.5
% YoY	62.5	83.8	94.6	45.9	18.2	28.3	2.8	-7.0	3.7	-19.4	1.1	7.1	67.6	7.4	-1.6	6.8
본사 매출	59.4	60.5	65.7	95.9	57.0	64.6	83.7	102.2	52.1	45.2	88.6	97.2	281.6	307.5	283.0	311.1
% YoY	46.7	49.6	8.3	28.8	-4.1	6.7	27.4	6.5	-8.6	-30.0	5.8	-4.9	30.3	9.2	-8.0	9.9
자회사 합산	51.2	63.9	103.0	112.6	73.8	95.1	89.8	91.7	83.6	83.5	86.8	110.5	330.6	350.3	364.5	380.4
% YoY	85.7	134.5	296.4	64.4	44.2	48.8	-12.8	-18.5	13.2	-12.1	-3.2	20.5	121.5	6.0	4.0	4.4
SM C&C	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	42.7	39.8	48.8	36.3	44.0	41.0	50.3	197.0	166.7	171.7	176.8
% YoY	151.4	361.7	338.0	20.0	-6.1	-18.5	-10.5	-21.9	3.0	3.0	3.0	3.0	122.5	-15.4	3.0	3.0
SM Japan	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	16.0	20.1	28.4	11.8	2.4	21.1	30.2	94.9	79.4	65.4	63.4
% YoY	102.3	34.2	123.2	30.2	-43.3	-2.0	-1.4	-10.9	-20.9	-85.1	4.8	6.1	61.4	-16.3	-17.6	-3.1
Dream Maker	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	14.0	29.4	19.9	9.2	16.1	18.0	30.2	58.3	79.6	73.4	80.3
% YoY	19.1	-21.8	113.3	67.8	142.8	13.2	64.3	-6.8	-43.8	14.9	-38.6	51.7	37.0	36.5	-7.7	9.3
키이스트	17.5	27.0	38.4	20.9	23.4	33.3	21.7	21.9	40.0	29.9	23.8	24.1	103.7	100.2	117.9	129.7
% YoY	-18.1	-18.4	53.7	-22.0	33.6	23.3	-43.6	5.1	71.1	-10.0	10.0	10.0	-2.3	-3.4	17.6	10.0
<b>이익 추정</b>																
연결 영업이익	10.4	10.0	12.1	15.2	2.8	3.9	19.9	13.8	-0.3	2.2	17.2	15.3	47.7	40.4	34.3	46.7
% YoY	765.8	626.2	162.8	306.3	-72.9	-61.3	64.2	-9.4	N/A	-43.6	-13.9	10.9	336.4	-15.4	-15.1	36.0
영업이익률(%)	9.4	8.0	7.2	7.3	2.1	2.4	11.5	7.1	-0.2	1.7	9.8	7.4	7.8	6.1	5.3	6.7
본사 영업이익	9.3	8.4	7.4	16.7	8.6	1.9	15.7	11.0	1.5	7.1	11.3	11.9	41.9	37.2	31.8	40.4
% YoY	2,939	444.6	-44.4	60.3	-7.7	-77.0	111.3	-34.3	-82.3	265.0	-27.6	8.2	63.5	-11.2	-14.4	26.8
영업이익률(%)	15.7	13.9	11.3	17.4	15.1	3.0	18.7	10.7	2.9	15.7	12.8	12.2	14.9	12.1	11.2	13.0
자회사 영업이익	1.1	1.6	4.7	-1.5	-5.8	1.9	4.3	2.8	-1.8	-4.9	5.8	3.4	5.9	3.2	2.5	6.3
% YoY	20.6	N/A	N/A	N/A	N/A	21.7	-9.6	N/A	N/A	N/A	36.0	21.5	N/A	-45.3	-23.1	154.2
SM C&C	-3.0	-0.3	0.4	0.9	-2.1	0.9	2.5	3.6	-1.0	0.4	2.0	3.1	-2.1	4.8	4.4	5.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	584.3	307.3	N/A	-56.3	-20.4	-14.0	N/A	N/A	-9.4	18.4
SM Japan	6.0	2.9	4.5	4.4	2.0	4.2	3.6	3.9	2.0	1.6	4.5	3.9	17.9	13.6	12.0	10.5
% YoY	150.2	66.8	206.1	N/A	-67.2	43.1	-20.5	-12.9	-33.6	21.5	-10.3	-6.5	2.4	-0.2	-0.1	-0.1
Dream Maker	0.3	0.9	2.5	1.1	2.0	0.5	3.3	0.3	-1.0	-2.0	2.8	0.3	4.8	6.0	0.1	0.9
% YoY	N/A	-45.5	N/A	N/A	504.8	-48.4	28.1	-71.1	N/A	N/A	-15.0	0.0	26,967.0	24.0	-98.6	963.9
키이스트	0.2	-0.2	0.8	-3.2	-1.2	0.7	-0.5	-0.5	1.5	0.4	-0.4	-0.4	-2.4	-1.5	1.1	1.5
% YoY	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-44.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	37.9
SM Beijing	-	-	-	-	-1.3	0.0	0.2	0.2	0.4	0.2	1.2	0.7	0.0	-0.9	2.5	5.0
% YoY	N/A	500.0	250.0	N/A	N/A	N/A	100.0									

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 에스엠 (041510)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	365.4	612.2	657.8	647.5	691.5
매출액증가율 (%)	4.4	67.6	7.4	-1.6	6.8
매출원가	249.0	409.5	442.2	445.8	476.8
매출총이익	116.4	202.7	215.6	201.7	214.7
판매관리비	105.5	155.0	175.2	167.4	168.0
<b>영업이익</b>	<b>10.9</b>	<b>47.8</b>	<b>40.4</b>	<b>34.3</b>	<b>46.7</b>
영업이익률	3.0	7.8	6.1	5.3	6.7
금융손익	-5.4	4.5	-2.9	-1.4	0.1
중속/관계기업손익	20.6	-6.4	-10.8	-9.7	-8.8
기타영업외손익	-1.7	0.2	-15.7	-4.2	-3.5
세전계속사업이익	24.4	46.0	11.0	19.0	34.6
법인세비용	29.1	22.6	27.1	12.4	17.2
<b>당기순이익</b>	<b>-4.7</b>	<b>23.4</b>	<b>-16.2</b>	<b>8.1</b>	<b>18.6</b>
지배주주지분 순이익	4.3	30.6	-9.1	15.5	25.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	440.8	537.4	628.7	654.3	711.3
현금및현금성자산	195.5	237.3	285.0	316.0	350.0
매출채권	120.8	124.3	129.4	127.4	136.0
재고자산	8.6	11.5	14.8	14.5	15.5
비유동자산	356.7	465.1	486.9	453.2	431.1
유형자산	93.2	93.4	105.7	90.2	74.7
무형자산	113.5	186.0	199.3	182.6	169.4
투자자산	126.7	151.7	109.3	107.8	114.4
<b>자산총계</b>	<b>797.5</b>	<b>1,002.5</b>	<b>1,115.6</b>	<b>1,107.5</b>	<b>1,142.4</b>
유동부채	330.4	394.2	437.0	431.5	457.2
매입채무	123.9	178.7	190.8	187.9	200.6
단기차입금	10.7	7.3	6.9	6.9	6.9
유동성장기부채	36.6	36.4	35.6	36.2	36.1
비유동부채	31.5	32.1	45.9	45.6	46.8
사채	6.2	6.9	9.3	9.3	9.3
장기차입금	5.0	3.3	2.7	2.7	2.7
<b>부채총계</b>	<b>361.9</b>	<b>426.4</b>	<b>482.9</b>	<b>477.2</b>	<b>504.0</b>
자본금	10.9	11.5	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	170.5	219.1	245.3	245.3	245.3
기타포괄이익누계액	-3.4	-10.1	-6.8	-6.8	-6.8
이익잉여금	134.2	174.3	164.5	169.5	184.1
비지배주주지분	91.4	151.9	188.6	181.3	174.7
<b>자본총계</b>	<b>435.6</b>	<b>576.1</b>	<b>632.8</b>	<b>630.4</b>	<b>638.4</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>77.5</b>	<b>120.0</b>	<b>92.0</b>	<b>36.3</b>	<b>63.3</b>
당기순이익(손실)	-4.7	23.4	-16.2	8.1	18.6
유형자산상각비	11.2	12.9	25.5	25.5	25.5
무형자산상각비	10.8	27.1	38.2	16.7	13.2
운전자본의 증감	46.5	52.4	-4.8	-12.7	9.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-110.6</b>	<b>-127.0</b>	<b>-52.9</b>	<b>-6.2</b>	<b>-20.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-10.5	-10.4	-13.5	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-27.7	-24.6	44.1	1.6	-6.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>63.9</b>	<b>46.0</b>	<b>5.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-9.7</b>
차입금의 증감	3.2	-5.4	39.9	0.4	0.9
자본의 증가	5.6	49.2	26.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.9	41.9	47.7	30.5	33.4
기초현금	169.6	195.5	237.3	285.0	315.4
기말현금	195.5	237.3	285.0	315.4	348.8

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	16,795	27,227	28,215	27,614	29,490
EPS(지배주주)	199	1,361	-390	660	1,073
CFPS	2,218	4,725	5,220	2,750	3,091
EBITDAPS	1,515	3,902	4,467	3,262	3,643
BPS	15,824	18,424	18,944	19,153	19,777
DPS	0	0	0	450	450
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.9	1.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	174.5	38.4	N/A	35.1	21.6
PCR	15.6	11.1	7.4	8.4	7.5
PSR	2.1	1.9	1.4	0.8	0.8
PBR	2.2	2.8	2.0	1.2	1.2
EBITDA	33.0	87.8	104.1	76.5	85.4
EV/EBITDA	21.5	12.9	7.8	5.4	4.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.3	8.0	-2.1	3.5	5.5
EBITDA 이익률	9.0	14.3	15.8	11.8	12.4
부채비율	83.1	74.0	76.3	75.7	78.9
금융비용부담률	0.3	0.4	0.6	0.8	0.7
이자보상배율(x)	9.1	18.7	10.4	7.0	9.4
매출채권회전율(x)	4.4	5.0	5.2	5.0	5.3
재고자산회전율(x)	36.8	60.8	50.1	44.2	46.0

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 모두투어 080160

## 2021년에 투자 시계열을 맞춘다면

### ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 영업이익은 -88억원으로 부진한 실적 전망
- ✓ 2월 예약률은 0에 수렴, 여행 업체들 동면에 진입
- ✓ 동일본 지진 사례 참고 시 패키지 고객, 항공 노선 수요보다 회복 속도 느려
- ✓ 정부 정책으로 safety net 보장된다면 보유 자금을 의한 존속 논할 필요는 없어
- ✓ 2021년 회복에 초점 맞춘다면 보수적 비용 집행자가 적합

## Buy

**적정주가 (12개월)** 17,000 원  
**현재주가 (4.9)** 11,650 원  
**상승여력** 45.9%

KOSDAQ	615.95pt
시가총액	2,202억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	75.86%
외국인비중	15.83%
52주 최고/최저가	23,450원/7,690원
평균거래대금	39.0억원

<b>주요주주(%)</b>	
우종용 외 19인	15.28
JP Morgan Investment Management	10.14

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-13.1	-17.1	-49.3
상대주가	-13.3	-14.5	-37.8

### 주가그래프



### 예상된 1분기 부진, 2분기 동면 진입

모두투어의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 497억원(-46.1% YoY)과 -88억원(적전 YoY)로 부진한 실적이 예상된다. 3월 발표된 패키지 송출객 성장률이 -99% YoY로 민간 수요는 전무한 수준으로 떨어졌다. 코로나19로 전세계가 문을 걸어 잠그며 여행 업체들을 동면 상태에 진입하게 했다. 3월 실적과 함께 발표된 4월/5월/6월 예약률은 -99.9%/-97.1%/-90.6%였다.

### 회복에 베풀었다면 보수적 비용 집행자가 유리

6월 상용 수요 완화 조치 시작, 9월 이후 민간 수요용 항공 노선의 본격적 회복을 가정했을 때 2020년 동사의 영업이익은 -383억원이 예상된다. 패키지 고객은 가족 단위나 시니어 층으로 보수적 수요에 해당한다. 하반기 항공 노선이 회복되더라도 패키지 사업자들의 실적 영향은 시장 대비 느릴 가능성이 높다고 보는 이유다. 과거 동일본 지진 사태 때에도 패키지 고객은 시장 대비 수요는 빠르게 감소하고, 회복은 느렸다.

당사가 파악한 바에 따르면 동사의 순현금은 700억원으로 동면 상태에 진입한 현 상황이 지속되더라도 반년은 버틸 수 있다. 자금이 바닥나더라도 정부 차원의 자금 조달 정책이 더해진다면 존속을 논할 필요는 없어 보인다. 높은 수준의 부채를 요구하는 사업을 영위하고 있지 않아 정부 지원에 조건이 붙을 가능성도 높지 않다. 동사에 대한 적정주가를 기존 21,000원에서 17,000원으로 하향한다. 1) 적정주가 산정 대상 기간을 기존 Fwd 12M에서 2021년으로 변경했으며 2) 부진한 출국자 수치를 반영해 실적을 하향 조정한 데 따른다. 2021년 회복의 시기, 가장 빠른 이익 회복은 보수적 비용 집행자에게 유리할 가능성이 높다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	372.1	33.9	24.9	1,316	56.8	7,208	23.2	4.2	13.7	20.8	113.2
2018	365.0	16.6	12.6	664	-51.1	7,056	36.3	3.4	18.3	9.3	107.6
2019	297.2	3.2	1.8	95	-81.4	6,567	192.4	2.8	27.7	1.4	175.8
2020E	127.5	-38.3	-33.9	-1,791	N/A	4,546	-6.5	2.6	N/A	-32.2	174.4
2021E	237.5	6.8	8.8	464	N/A	4,780	25.1	2.4	8.6	9.9	219.0

표35 모두투어 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	49.7	92.3	-46.1	65.4	-23.9	51.8	-3.9
영업이익	-8.8	9.1	N/A	-3.6	N/A	-8.8	N/A
세전이익	-7.5	11.2	N/A	-5.5	N/A	-5.3	N/A
지배순이익	-9.8	8.1	N/A	-5.6	N/A	-6.7	N/A

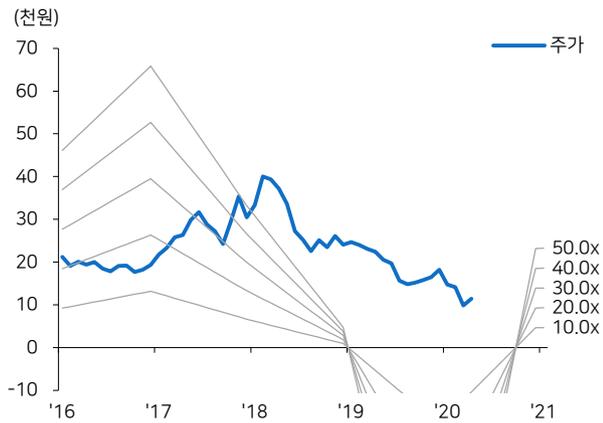
자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표36 모두투어 적정주가 산출

	가치 (십억원)	주당가 치 (원)	비고
모두투어본사	230.4	12,191	2021년 PER 20배(과거 밸류에이션 평균값) (1)
해외사업가치	25.5	1,350	2021년 PER 20배 (2)
net cash	70.0	3,704	1Q20말 기준 현금
<b>합계</b>	<b>325.9</b>	<b>17,244</b>	<b>(1)+(2)+(3)</b>

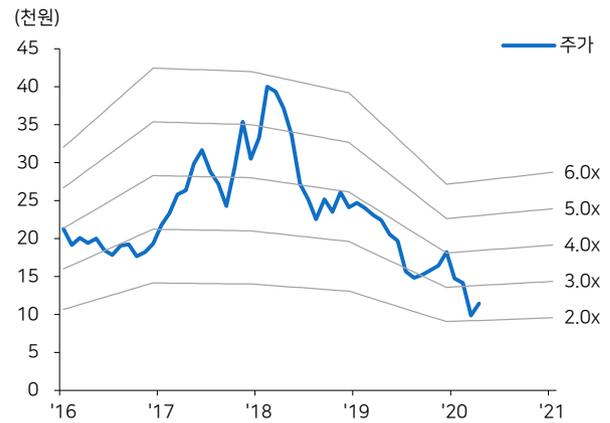
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 모두투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림21 모두투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표37 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>총 수탁금</b>	<b>551.3</b>	<b>456.1</b>	<b>491.9</b>	<b>475.3</b>	<b>515.3</b>	<b>440.2</b>	<b>462.8</b>	<b>443.8</b>	<b>284.3</b>	<b>30.5</b>	<b>87.4</b>	<b>244.2</b>	<b>1,975</b>	<b>1,862.0</b>	<b>646.3</b>
% YoY	8.3	2.1	-3.3	-5.3	-6.5	-3.5	-5.9	-6.6	-44.8	-93.1	-81.1	-45.0	0.4	-5.7	-65.3
% 매출전환율	12.9	13.3	11.7	11.6	12.5	11.4	10.0	10.2	11.8	21.4	14.5	9.0	12.4	11.0	11.5
<b>매출총이익</b>	<b>70.9</b>	<b>60.6</b>	<b>57.7</b>	<b>54.9</b>	<b>64.3</b>	<b>50.0</b>	<b>46.1</b>	<b>45.2</b>	<b>33.5</b>	<b>6.5</b>	<b>12.7</b>	<b>21.9</b>	<b>244.1</b>	<b>205.5</b>	<b>74.6</b>
% YoY	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-17.5	-20.1	-17.7	-47.9	-86.9	-72.5	-51.4	-2.1	-15.8	-63.7
<b>영업비용</b>	<b>60.5</b>	<b>54.7</b>	<b>54.0</b>	<b>52.0</b>	<b>55.0</b>	<b>49.2</b>	<b>47.4</b>	<b>48.2</b>	<b>37.1</b>	<b>15.8</b>	<b>19.0</b>	<b>29.0</b>	<b>221.2</b>	<b>199.8</b>	<b>100.9</b>
% YoY	15.1	10.6	0.7	-14.5	-9.1	-10.0	-12.4	-7.2	-32.6	-68.0	-59.8	-39.8	2.2	-9.7	-49.5
% 매출액 대비	85.4	90.2	93.7	94.6	85.6	98.4	102.8	106.7	110.8	241.2	150.2	132.3	90.6	97.2	135.2
인건비	16.7	17.0	15.8	14.8	16.2	17.4	15.7	14.5	11.5	9.9	10.8	12.1	64.3	63.7	44.3
% 매출액 대비	23.6	28.0	27.5	26.9	25.2	34.7	34.0	32.1	34.2	151.6	85.2	55.3	26.4	31.0	59.4
커미션수수료	29.3	24.4	24.9	22.0	25.3	21.1	21.9	20.5	16.2	2.7	5.0	7.9	100.6	88.8	31.7
% 매출액 대비	41.3	40.3	43.2	40.1	39.3	42.2	47.5	45.4	48.3	41.1	39.1	36.1	41.2	43.2	42.5
광고비	7.0	5.7	5.6	5.7	5.2	5.8	4.7	5.3	3.7	1.9	1.6	5.3	24.0	20.9	12.5
% 매출액 대비	9.9	9.4	9.7	10.3	8.1	11.6	10.1	11.6	11.1	29.5	12.3	23.9	9.8	10.2	16.7
<b>영업이익</b>	<b>10.5</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>2.5</b>	<b>9.3</b>	<b>0.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.6</b>	<b>-9.2</b>	<b>-6.4</b>	<b>-7.1</b>	<b>21.2</b>	<b>5.3</b>	<b>-26.3</b>
% YoY	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-12.2	-91.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-37.2	-74.8	-591.4
영업이익률(%)	14.9	7.6	6.3	4.5	14.4	0.8	-2.8	-6.7	-10.8	-141.2	-50.2	-32.3	8.7	2.6	-35.2
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,687	6,666	6,159	3,511	712	1,224	3,714	26,928	26,921	9,161
% YoY	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-1.8	-7.9	-52.6	-89.3	-81.6	-39.7	8.4	0.0	-66.0
패키지 송출객	450	377	336	392	420	368	311	356	167	7	49	101	1,555	1,455	324
% YoY	7.2	13.2	-4.6	-1.8	-6.5	-2.4	-7.5	-9.3	-60.3	-98.0	-84.2	-71.6	3.4	-6.4	-77.7
항공권승객	314	274	318	300	310	325	422	378	256	59	84	338	1,206	1,434	737
% YoY	8.5	-8.0	-7.5	0.6	-1.4	18.6	32.7	25.7	-17.4	-81.7	-80.0	-10.6	-1.9	18.9	-48.6
<b>패키지M/S(%)</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>	<b>4.7</b>	<b>5.8</b>	<b>4.8</b>	<b>1.0</b>	<b>4.0</b>	<b>2.7</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>3.5</b>
%p YoY	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.8	-0.3	-0.3	-0.1	-0.9	-4.5	-0.7	-3.1	-0.3	-0.4	-1.9

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

표38 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>109.8</b>	<b>83.4</b>	<b>97.3</b>	<b>74.4</b>	<b>92.3</b>	<b>70.2</b>	<b>69.3</b>	<b>65.4</b>	<b>49.7</b>	<b>15.3</b>	<b>26.6</b>	<b>35.8</b>	<b>365.0</b>	<b>297.2</b>	<b>127.5</b>
% YoY	48.4	24.0	33.9	-52.9	-15.9	-15.9	-28.8	-12.1	-46.1	-78.2	-61.6	-45.2	-1.9	-18.6	-57.1
모두투어본사	94.1	71.7	82.3	63.8	77.5	57.4	56.0	51.4	44.4	13.2	22.6	28.2	312.0	242.3	108.4
% YoY	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-17.5	-20.1	-17.7	-47.9	-86.9	-72.5	-51.4	-2.1	-15.8	-63.7
중속회사	15.2	12.6	15.0	12.5	13.8	13.1	13.1	11.8	4.7	2.2	4.0	6.5	55.3	51.7	17.5
% YoY	51.5	18.8	40.2	2.9	-9.5	3.8	-12.3	-5.8	-65.6	-83.0	-69.8	-44.4	27.2	-6.4	-66.2
<b>영업이익</b>	<b>9.5</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>	<b>9.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>-12.4</b>	<b>-7.7</b>	<b>-9.4</b>	<b>16.6</b>	<b>3.2</b>	<b>-38.3</b>
% YoY	-13.9	-45.6	-69.2	-86.7	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-51.1	-80.7	N/A
영업이익률(%)	8.6	4.8	2.6	1.3	9.9	-0.2	-3.2	-5.5	-17.7	-81.1	-29.0	-26.2	4.6	1.1	-30.0
모두투어본사	10.5	4.6	3.6	2.5	9.3	0.4	-1.3	-3.0	-3.6	-9.2	-6.4	-7.1	21.2	5.3	-26.3
% YoY	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-12.2	-91.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-37.2	-74.8	N/A
중속회사	-2.1	-1.4	-1.3	-3.1	-1.0	-1.4	-1.3	-3.1	-5.6	-3.5	-2.0	-2.8	-7.9	-6.7	-13.8
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자유투어	-0.5	-0.8	-0.1	-2.2	0.3	-0.3	-0.7	-2.1	-3.2	-1.3	-0.2	-1.1	-3.6	-2.7	-5.7
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

주: 2018년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

## 모두투어 (080160)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	372.1	365.0	297.2	127.5	237.5
매출액증가율 (%)	56.9	-1.9	-18.6	-57.1	86.3
매출원가	94.5	87.0	53.1	41.7	56.2
매출총이익	277.6	278.0	244.0	85.8	181.3
판매관리비	243.7	261.4	240.8	124.1	174.6
영업이익	33.9	16.6	3.2	-38.3	6.8
영업이익률	9.1	4.6	1.1	-30.0	2.8
금융손익	0.8	1.0	-0.6	-3.4	-3.6
중속/관계기업손익	3.0	0.1	1.4	1.5	1.6
기타영업외손익	-2.9	-2.0	2.3	3.9	5.0
세전계속사업이익	34.7	15.8	6.3	-36.3	9.7
법인세비용	8.9	5.6	4.1	0.0	3.4
당기순이익	24.9	12.2	2.3	-36.3	6.3
지배주주지분 순이익	24.9	12.6	1.8	-33.9	8.8

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	221.1	200.6	203.7	116.1	183.2
현금및현금성자산	53.1	57.2	57.0	-3.6	-42.0
매출채권	44.7	25.0	23.2	8.1	17.2
재고자산	25.0	10.9	9.8	4.2	7.9
비유동자산	129.5	134.0	216.9	190.7	179.9
유형자산	100.2	100.6	183.3	164.4	149.1
무형자산	2.6	1.1	0.6	0.4	0.3
투자자산	16.5	21.5	24.0	16.8	21.5
자산총계	350.6	334.6	420.6	306.9	363.1
유동부채	152.7	146.8	139.4	67.9	121.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	14.0	0.0	0.3	0.3	0.3
유동성장기부채	0.8	22.8	1.8	8.5	11.0
비유동부채	33.4	26.6	128.7	127.1	128.2
사채	0.0	16.8	17.5	17.5	17.5
장기차입금	30.2	7.1	53.1	53.1	53.1
부채총계	186.2	173.4	268.1	195.0	249.3
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.0	29.0	29.0
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	116.3	120.3	115.6	77.4	81.8
비지배주주지분	28.2	27.8	28.4	25.9	23.5
자본총계	164.5	161.2	152.5	111.8	113.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	26.1	-66.8	58.3
당기순이익(손실)	24.9	12.2	2.3	-36.3	6.3
유형자산상각비	2.5	3.5	8.9	23.8	20.4
무형자산상각비	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1
운전자본의 증감	11.4	18.2	10.2	-52.6	33.4
투자활동 현금흐름	-53.8	-18.2	-36.2	4.1	-96.5
유형자산의증가(CAPEX)	-3.6	-2.9	-26.7	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-5.0	-2.5	7.2	-4.7
재무활동 현금흐름	11.3	-12.8	8.0	2.1	-0.2
차입금의 증감	40.1	2.0	83.3	4.2	4.1
자본의 증가	4.5	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.2	4.0	-0.2	-60.6	-38.4
기초현금	58.3	53.1	57.2	57.0	-3.6
기말현금	53.1	57.2	57.0	-3.6	-42.0

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	19,686	19,311	15,723	6,745	12,568
EPS(지배주주)	1,316	664	95	-1,791	464
CFPS	1,906	1,270	975	-574	1,686
EBITDAPS	1,956	1,090	659	-755	1,443
BPS	7,208	7,056	6,567	4,546	4,780
DPS	450	350	120	250	250
배당수익률(%)	1.5	1.5	0.7	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	23.2	36.3	192.4	N/A	25.1
PCR	16.0	19.0	18.7	N/A	6.9
PSR	1.5	1.2	1.2	1.7	0.9
PBR	4.2	3.4	2.8	2.6	2.4
EBITDA	37.0	20.6	12.5	-14.3	27.3
EV/EBITDA	13.7	18.3	27.7	N/A	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	9.3	1.4	-32.2	9.9
EBITDA 이익률	9.9	5.6	4.2	-11.2	11.5
부채비율	113.2	107.6	175.8	174.4	219.0
금융비용부담률	0.1	0.4	1.2	4.2	2.3
이자보상배율(x)	82.0	11.9	0.9	-7.1	1.2
매출채권회전율(x)	9.8	10.5	12.3	8.1	18.8
재고자산회전율(x)	29.7	20.4	28.6	18.1	39.3

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 하나투어 039130

## 새로운 대주주의 행보를 기대하며

### ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 영업이익은 -215억원으로 부진한 실적 전망
- ✓ 2월 예약률은 0에 수렴, 여행 업체들 동면에 진입
- ✓ 동일본 지진 사례 참고 시 패키지 고객, 항공 노선 수요보다 회복 속도 느려
- ✓ 높은 일본 실적 민감도는 부담 가중
- ✓ 다만 새로운 대주주가 주도하는 전략 변화 기대

## Hold

적정주가 (12개월) **43,000 원**  
현재주가 (4.9) **42,950 원**  
상승여력 **0.1%**

KOSPI	1,836.21pt
시가총액	5,987억원
발행주식수	1,394만주
유동주식비율	67.32%
외국인비중	5.53%
52주 최고/최저가	75,200원/27,800원
평균거래대금	81.5억원

### 주요주주(%)

하모니아1호 유한회사 외 15 인	28.74
키움프라이빗에쿼티 외 1 인	8.64
국민연금공단	5.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	2.9	-41.1
상대주가	4.6	14.6	-29.0

### 주가그래프



### 예상된 1분기 부진, 2분기 동면 진입

하나투어의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,417억원(-36.4% YoY)과 -215억원(적전 YoY)으로 부진한 실적이 예상된다. 본사 -106억원과 하나투어 재팬 -80억원이 적자 대부분을 설명한다.

3월 발표된 패키지 송출객 성장률은 -99% YoY로 민간 수요는 전무한 수준으로 떨어졌다. 3월 실적과 함께 발표된 4월/5월/6월 예약률은 -99.6%/-97.6%/-91.3%다. 코로나19로 전세계가 문을 걸어 잠그며 4월 이후 동사는 전직원 휴직에 돌입했다.

### 대주주 변화에 따른 사업 전략 변화를 기대

6월 상용 수요 완화 조치 시작, 9월 이후 민간 수요용 항공 노선의 본격적 회복을 가정했을 때 2020년 동사의 영업적자는 812억원이 예상된다. 특히 동사는 일본 실적에 대한 민감도가 높는데 일본이 국가 비상사태를 선포하기 시작해 실적에 대해서는 보수적 접근이 필요하다.

당사가 파악한 바에 따르면 동사의 순현금은 1,200억원(유증을 통해 확보한 금액)을 보유하고 있다. 여행 사업 특성 상 높은 부채를 짊어줘야 하는 경우가 없지만 동사의 경우 지난해 호텔 매입을 통해 차입 비용이 커진 상황이다.

동사에 대한 적정주가를 기존 50,000원에서 43,000원으로 하향한다. 1) 적정주가 산정 대상 기간을 기존 Fwd 12M에서 2021년으로 변경했으며 2) 부진한 출국자 수치를 반영해 실적을 하향, 3) 유상증자로 증가한 주식수를 반영했다. 2020년 감내할 비용은 크겠지만 비관련 사업을 도려낸다면 회복 속도는 빨라질 수 있다. 대주주 변화에 따른 사업 전략 변화를 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	804.3	41.1	13.2	1,135	71.8	17,984	90.7	5.7	16.3	6.6	155.6
2018	828.3	24.9	8.8	753	-18.1	17,206	91.3	4.0	14.2	4.3	198.5
2019	763.2	5.9	-8.0	-691	N/A	15,562	N/A	3.3	11.4	-4.2	362.4
2020E	491.9	-81.2	-71.0	-5,231	N/A	16,773	N/A	2.6	N/A	-34.2	255.4
2021E	688.1	37.2	16.7	1,196	N/A	17,201	35.9	2.5	6.7	7.0	279.7

표39 하나투어 1Q20 Preview							
(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	141.7	222.9	-36.4	163.5	-13.3	107.4	32.0
영업이익	-21.5	13.2	N/A	-8.1	N/A	-19.1	N/A
세전이익	-16.3	14.8	N/A	-8.1	N/A	-13.9	N/A
지배순이익	-17.1	9.4	N/A	-10.7	N/A	-15.3	N/A

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표40 사업별 가치 합산을 통한 적정주가 산출			
	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	461.4	33,098	2021 PER 20배. 적용 PER은 모두투어와 동일 (1)
해외사업가치	83.6	5,996	(2)+(3)
JP 가치	23.6	1,690	2021 20배 및 지분율 51% 적용 (2)
ex. JP 가치	60.0	4,305	2021 PER 20배 (3)
net cash	120.0	8,609	유증 금액
<b>Total</b>	<b>604.9</b>	<b>43,397</b>	<b>(1)+(2)+(3)+(4)</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표41 하나투어 월별 패키지 송출객 수 전망												
	'20.01	'20.02	'20.03	'20.04	'20.05	'20.06	'20.07	'20.08	'20.09	'20.10	'20.11	'20.12
<b>지역별 패키지 송출객 전망 (천명)</b>												
해외 전체	177.3	44.0	1.2	95.3	109.5	136.4	164.1	213.0	201.7	226.2	238.1	245.1
국내	9.7	5.1	1.5	15.8	18.0	16.9	15.0	17.5	14.9	20.7	15.8	12.7
<b>성장률 (% YoY)</b>												
해외 전체	-50.9	-85.8	-99.5	-61.8	-51.6	-42.5	-28.0	11.3	25.7	27.8	41.1	44.4
국내	-15.7	-58.3	-89.8	-9.3	-2.1	2.7	17.6	18.0	16.1	16.7	10.7	28.8

주: 3월 수치까지 확정치, 이외는 모두 메리츠증권 추정치

자료: 메리츠증권 리서치센터

표42 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>총 수탁금</b>	<b>980.3</b>	<b>857.3</b>	<b>923.8</b>	<b>873.3</b>	<b>969.9</b>	<b>820.6</b>	<b>842.2</b>	<b>750.7</b>	<b>429.4</b>	<b>74.4</b>	<b>154.6</b>	<b>405.2</b>	<b>3,634.7</b>	<b>3,383.4</b>	<b>1,063.6</b>
% YoY	10.5	4.0	2.1	-7.0	-1.1	-4.3	-8.8	-14.0	-55.7	-90.9	-81.6	-46.0	2.3	-6.9	-68.6
% 매출전환율	16.2	14.7	14.9	13.7	15.4	14.0	12.8	12.2	17.5	44.7	27.5	10.7	14.9	13.7	18.3
<b>매출액</b>	<b>158.6</b>	<b>125.9</b>	<b>137.6</b>	<b>120.0</b>	<b>149.7</b>	<b>114.6</b>	<b>107.4</b>	<b>91.3</b>	<b>75.3</b>	<b>33.2</b>	<b>42.6</b>	<b>43.5</b>	<b>542.1</b>	<b>462.9</b>	<b>194.6</b>
% YoY	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-9.0	-21.9	-23.9	-49.7	-71.0	-60.4	-52.4	21.9	-14.6	-58.0
<b>영업비용</b>	<b>144.7</b>	<b>122.1</b>	<b>130.3</b>	<b>118.3</b>	<b>136.8</b>	<b>115.4</b>	<b>109.9</b>	<b>95.1</b>	<b>85.9</b>	<b>46.4</b>	<b>59.6</b>	<b>53.0</b>	<b>515.4</b>	<b>457.3</b>	<b>244.9</b>
% YoY	48.9	27.2	34.0	10.2	-5.5	-5.4	-15.6	-19.6	-37.2	-59.8	-45.8	-44.2	29.6	-11.3	-46.5
% 매출액 대비	91.3	97.0	94.7	98.6	91.4	100.8	102.3	104.2	114.1	139.5	140.0	122.0	95.1	98.8	125.8
<b>영업이익</b>	<b>13.9</b>	<b>3.8</b>	<b>7.2</b>	<b>1.7</b>	<b>12.9</b>	<b>-0.9</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.8</b>	<b>-10.6</b>	<b>-13.1</b>	<b>-17.0</b>	<b>-9.5</b>	<b>26.6</b>	<b>5.7</b>	<b>-50.3</b>
% YoY	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	N/A	-43.1	-78.7	-984.9						
영업이익률(%)	8.7	3.0	5.3	1.4	8.6	-0.8	-2.3	-4.2	-14.1	-39.5	-40.0	-22.0	4.9	1.2	-25.8
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,687	6,666	6,159	3,511	712	1,224	3,714	26,928	26,921	9,161
% YoY	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-1.8	-7.9	-52.6	-89.3	-81.6	-39.7	8.4	0.0	-66.0
패키지승객	1,100	889	817	896	964	765	620	558	239	15	89	164	3,702	2,907	507
% YoY	17.1	7.2	-11.7	-7.0	-12.4	-14.0	-24.1	-37.8	-75.2	-98.0	-85.7	-70.6	1.2	-21.5	-82.6
항공권승객	561	496	573	546	581	533	585	537	414	116	125	525	2,176	2,237	1,180
% YoY	15.7	16.1	6.0	4.2	3.6	7.5	2.1	-1.5	-28.8	-78.2	-78.6	-2.3	10.1	2.8	-47.2
<b>패키지M/S(%)</b>	<b>15.7</b>	<b>13.8</b>	<b>12.0</b>	<b>13.4</b>	<b>13.0</b>	<b>11.4</b>	<b>9.3</b>	<b>9.1</b>	<b>6.8</b>	<b>2.1</b>	<b>7.3</b>	<b>4.4</b>	<b>13.7</b>	<b>10.8</b>	<b>5.5</b>
%p YoY	0.4	-0.7	-2.0	-1.6	-2.7	-2.3	-2.7	-4.3	-6.2	-9.3	-2.0	-4.6	-1.0	-3.0	-5.3

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

표43 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>229.3</b>	<b>196.7</b>	<b>208.4</b>	<b>193.8</b>	<b>222.9</b>	<b>193.7</b>	<b>183.2</b>	<b>163.5</b>	<b>141.7</b>	<b>104.8</b>	<b>120.1</b>	<b>125.3</b>	<b>828.3</b>	<b>763.2</b>	<b>491.9</b>
% YoY	33.9	21.0	3.4	-7.0	-2.8	-1.6	-12.1	-15.7	-36.4	-45.9	-34.4	-23.3	3.0	-7.9	-35.5
하나투어본사	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	107.4	91.3	75.3	33.2	42.6	43.5	542.1	462.9	194.6
% YoY	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-9.0	-21.9	-23.9	-49.7	-71.0	-60.4	-52.4	21.9	-14.6	-58.0
종속회사	78.7	82.2	75.3	82.0	79.8	88.0	83.5	79.6	70.6	76.4	82.6	87.5	318.3	330.9	317.1
% YoY	18.6	18.4	8.4	14.5	1.4	7.1	10.8	-3.0	-11.6	-13.2	-1.1	9.9	14.9	4.0	-4.2
<b>영업이익</b>	<b>12.0</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>	<b>2.9</b>	<b>13.2</b>	<b>3.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-8.1</b>	<b>-21.5</b>	<b>-20.3</b>	<b>-23.7</b>	<b>-15.7</b>	<b>24.9</b>	<b>5.9</b>	<b>-81.2</b>
% YoY	16.6	-1.2	-47.5	-82.1	9.6	-24.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-39.5	-76.1	N/A
OPM(%)	5.2	2.4	2.5	1.5	5.9	1.9	-1.5	-5.0	-15.2	-19.4	-19.7	-12.5	3.0	0.8	-16.5
하나투어본사	13.9	3.8	7.2	1.7	12.9	-0.9	-2.5	-3.8	-10.6	-13.1	-17.0	-9.5	26.6	5.7	-50.3
% YoY	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	N/A	-43.1	-78.7	N/A						
종속회사	-1.9	1.0	-2.1	1.2	0.3	4.5	-0.3	-4.3	-10.9	-7.2	-6.7	-6.2	-1.8	0.3	-30.9
% YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	3.3	0.4	N/A						
국내자회사	-7.0	-3.2	-2.5	-1.1	-2.5	0.8	1.2	2.6	-2.0	1.3	-0.4	1.7	-13.8	2.1	0.6
% YoY	N/A	69.5	N/A	-33.0	N/A	N/A	-72.4								
SM면세점	-4.9	-4.0	-2.6	-2.4	-1.0	-0.5	-0.4	-0.4	0.1	0.4	-0.5	0.0	-13.8	-2.3	0.0
% YoY	N/A														
해외자회사	5.1	4.2	-2.6	2.2	2.7	3.7	-1.0	-6.6	-8.9	-8.5	-6.3	-7.9	8.8	-1.2	-31.5
% YoY	1.3	-18.3	N/A	-60.7	-47.1	-11.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-57.6	N/A	N/A
일본자회사	4.5	3.1	0.0	1.5	3.1	2.9	-0.4	-0.4	-8.0	-8.0	-6.0	-2.0	9.1	5.1	-24.0
% YoY	4.0	-30.1	-99.6	-67.4	-31.1	-8.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-49.4	-43.4	N/A

주: 2018년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

## 하나투어 (039130)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	804.3	828.3	763.2	491.9	688.1
매출액증가율 (%)	35.1	3.0	-7.9	-35.5	39.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	804.3	828.3	763.2	491.9	688.1
판매관리비	763.2	803.4	757.3	573.2	650.8
<b>영업이익</b>	<b>41.1</b>	<b>24.9</b>	<b>5.9</b>	<b>-81.2</b>	<b>37.2</b>
영업이익률	5.1	3.0	0.8	-16.5	5.4
금융손익	1.5	2.3	-6.8	-13.7	-12.6
중속/관계기업손익	-1.5	-0.5	-2.8	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.8	-4.4	-2.0	-0.0	-1.8
세전계속사업이익	38.3	22.3	-5.7	-89.2	29.0
법인세비용	25.4	11.8	6.3	-9.8	11.2
<b>당기순이익</b>	<b>12.9</b>	<b>10.6</b>	<b>-12.0</b>	<b>-79.4</b>	<b>17.8</b>
지배주주지분 순이익	13.2	8.8	-8.0	-71.0	16.7

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	454.8	497.7	408.2	391.0	545.8
현금및현금성자산	228.4	157.7	110.9	198.5	277.5
매출채권	98.1	97.0	88.1	56.8	79.5
재고자산	57.5	53.1	33.8	21.8	30.5
비유동자산	173.4	218.4	599.3	542.0	478.1
유형자산	82.6	109.5	470.2	430.2	360.2
무형자산	13.9	22.1	40.5	36.6	33.0
투자자산	50.7	54.4	43.0	29.7	39.3
<b>자산총계</b>	<b>628.2</b>	<b>716.1</b>	<b>1,007.6</b>	<b>933.0</b>	<b>1,023.9</b>
유동부채	362.3	413.6	407.5	292.8	373.3
매입채무	102.9	99.7	66.7	43.0	60.1
단기차입금	10.5	69.6	90.8	90.8	90.8
유동성장기부채	5.9	2.3	3.4	0.0	0.0
비유동부채	20.2	62.7	382.2	377.8	381.0
사채	2.2	2.3	1.4	1.4	1.4
장기차입금	5.2	10.4	88.7	88.7	88.7
<b>부채총계</b>	<b>382.4</b>	<b>476.2</b>	<b>789.7</b>	<b>670.5</b>	<b>754.2</b>
자본금	5.8	5.8	5.8	7.0	7.0
자본잉여금	114.5	111.3	111.3	244.9	244.9
기타포괄이익누계액	-4.4	-1.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	126.9	118.3	96.9	15.2	21.2
비지배주주지분	36.8	40.0	37.1	28.7	29.9
<b>자본총계</b>	<b>245.7</b>	<b>239.9</b>	<b>217.9</b>	<b>262.5</b>	<b>269.6</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>66.2</b>	<b>20.2</b>	<b>28.6</b>	<b>-37.9</b>	<b>120.3</b>
당기순이익(손실)	12.9	10.6	-12.0	-79.4	17.8
유형자산상각비	16.1	18.3	70.0	70.0	70.0
무형자산상각비	4.4	4.2	4.2	4.0	3.6
운전자본의 증감	2.0	-14.2	-59.4	-34.8	25.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-21.8</b>	<b>-131.0</b>	<b>-112.7</b>	<b>22.3</b>	<b>-43.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-21.4	-12.9	-110.9	-30.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	-4.2	8.7	13.3	-9.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>32.9</b>	<b>36.9</b>	<b>28.6</b>	<b>103.2</b>	<b>1.6</b>
차입금의 증감	5.4	97.1	388.8	-20.4	12.3
자본의 증가	22.5	-3.2	-0.0	134.7	0.0
현금의 증가(감소)	72.3	-70.7	-46.9	87.7	78.9
기초현금	156.1	228.4	157.7	110.9	198.5
기말현금	228.4	157.7	110.9	198.5	277.5

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	69,243	71,303	65,701	36,248	49,363
EPS(지배주주)	1,135	753	-691	-5,231	1,196
CFPS	6,781	5,428	8,978	59	8,515
EBITDAPS	5,306	4,071	6,895	-534	7,951
BPS	17,984	17,206	15,562	16,773	17,201
DPS	1,500	1,300	1,000	800	800
배당수익률(%)	1.5	1.9	2.0	1.9	1.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	90.7	91.3	N/A	N/A	35.9
PCR	15.2	12.7	5.7	731.7	5.0
PSR	1.5	1.0	0.8	1.2	0.9
PBR	5.7	4.0	3.3	2.6	2.5
EBITDA	61.6	47.3	80.1	-7.3	110.8
EV/EBITDA	16.3	14.2	11.4	N/A	6.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.6	4.3	-4.2	-34.2	7.0
EBITDA 이익률	7.7	5.7	10.5	-1.5	16.1
부채비율	155.6	198.5	362.4	255.4	279.7
금융비용부담률	0.1	0.2	1.4	3.4	2.4
이자보상배율(x)	56.5	19.8	0.6	-4.9	2.3
매출채권회전율(x)	9.0	8.5	8.2	6.8	10.1
재고자산회전율(x)	19.7	15.0	17.6	17.7	26.3

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 제이콘텐트리 036420

## 반전을 위해서는

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 영업이익은 -86억원으로 부진한 실적 전망
- ✓ 2월 코로나19 확진자 방문 이후 영화관 관객수 하락하며 적자 키워
- ✓ 해외, 즉 할리우드 개봉 본격화 되어야 영화관 회복 기대 가능
- ✓ JTBC 또한 타 방송사와 유사한 전략 택할 가능성 높다고 판단
- ✓ 화제성 높은 작품, 상대적 가격 매력도에 근거해 콘텐츠 내 선호 의견 제시

### Buy

적정주가 (12개월) **38,000 원**  
현재주가 (4.9) **30,100 원**  
상승여력 **26.2%**

KOSPI	1,836.21pt
시가총액	4,932억원
발행주식수	1,639만주
유통주식비율	57.66%
외국인비중	4.54%
52주 최고/최저가	57,900원/20,350원
평균거래대금	62.0억원

<b>주요주주(%)</b>	
중앙홀딩스 외 2인	41.37
국민연금공단	11.06

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-10.4	-9.3	-40.7
상대주가	-4.6	1.0	-28.6

주가그래프



### 코로나19를 정통으로 맞은 영화관

제이콘텐트리의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,022억원(-19.1% YoY)과 -86억원(적전 YoY)로 부진한 실적이 예상된다. 부문별로는 메가박스 -149억원, JTBC콘텐츠허브 26억원, IP투자 41억원이 예상되어 적자 대부분이 메가박스에서 기인한다.

2월 한국 코로나19가 정점에 달하며 영화관은 부진한 실적을 이어가고 있다. 1분기 국내 박스오피스는 YoY 52.7% 감소라는 충격적인 수치를 기록했으며 사회적 거리두기가 연장된 4월도 3월과 유사한 상황이 예상된다. 전세계 중 국내 상황이 상대적으로 빠르게 안정되어 영화관 회복에 대한 기대가 높아지고 있다. 제자리를 찾을 수 있다고 판단하기 위해서는 국내 박스오피스의 55% 이상을 책임지는 해외 영화, 즉 할리우드의 개봉이 본격화될 필요가 있다. 콘텐츠가 없는 영화관은 제한적 실적 회복에 그칠 수 밖에 없다. 2분기 박스오피스 또한 1분기와 유사한 감소폭이 예상된다.

### 화제성과 가격 매력도에 근거, 트레이딩 유효한 구간

동사에 대한 적정주가를 기존 50,000원에서 38,000원으로 하향한다. 적정주가 산정에 기준이 되는 밸류에이션은 기존 방식을 유지하나 1) 사회적 거리두기 및 할리우드 작품 개봉 지연을 반영하여 영화관 실적 추정치를 하향했으며 2) 방송사 광고 매출 부진을 반영해 하반기 편성 매출 비중을 하향한 데 따른다. 경쟁사와 마찬가지로 해외 뉴스가 이끄는 상승세는 마무리 국면으로 판단한다. 다만 지상파를 뛰어넘는 화제성을 기록하는 <부부의 세계>, 상대적 가격 매력도에 근거한 트레이딩에 유효한 구간으로 판단된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	420.3	33.4	6.4	533	-51.4	13,105	97.5	4.0	14.8	5.3	180.8
2018	511.3	34.8	18.5	1,448	122.7	23,391	30.8	1.9	9.8	7.4	95.1
2019	554.2	35.4	1.1	78	-63.2	22,129	494.2	1.7	9.1	0.3	176.2
2020E	611.9	21.0	-9.6	-597	N/A	18,874	N/A	1.6	6.8	-3.0	158.3
2021E	678.6	37.8	-1.7	-105	N/A	18,769	N/A	1.6	6.8	-0.6	161.2

표44 제이콘텐트리 1Q20 Preview

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	102.2	126.3	-19.1	155.1	-34.1	110.2	-7.3
영업이익	-8.6	11.1	-177.5	-6.6	30.2	-1.0	802.6
세전이익	-16.3	8.3	-295.2	-18.7	-13.0	1.2	-1,514.7
지배순이익	-13.6	7.5	-281.3	-10.7	27.3	-1.2	1,034.1

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표45 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 38,000원

(십억원)	적용 value (배)	EBITDA	가치	주당 가치 (원)	비고
방송부문 (1)	12.6	77.0	967.2	67,135	JTBC콘텐트허브 지분율을 고려한 2020년 EBITDA에 peer EBITDA 적용배수 15.7배(스튜디오드래곤 적용 밸류에이션)를 20% 할인해 적용함
JTBC콘텐트허브		23.9			44% 지분 보유
본사 드라마 투자		66.5			제이콘텐트리 본사의 사업
영화부문 (2)	5.6	20.7	85.2	5,916	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 대비 20% 할인 적용 후 지분율 73.5% 반영
순차입금 (3)			504.8	35,038	4Q19말 기준
<b>(1) + (2) - (3)</b>			<b>547.7</b>	<b>38,013</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표46 2018~2020 JTBC 드라마 라인업								
방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2018	미스티	2.2-3.24	글앤그림미디어	제인	모완일	김남주, 지진희	16부	금토
	으라차차 와이키키	2.5-4.17	씨제스프로덕션, DH	김기호 등	이창민	김정현, 이이경	20부	월화
	밥 잘 사주는 예쁜 누나	3.30-5.19	DH, 콘텐츠케이	김은	안판석	손예진, 정해인	16부	금토
	미스 함무라비	5.21-7.17	스튜디오앤뉴	문유석	곽정환	고아라, 엘	16부	월화
	스케치	5.25-7.14	DH, 네오 Ent	강현성	임태우	비, 이동건	16부	금토
	라이프	7.23-9.11	씨그널 Ent	이수연	홍종찬, 임현욱	조승우, 이동욱	16부	월화
	내 아이디는 강남미인	7.27-9.15	아트앤컬처	최수영	최성범	임수형, 차은우	16부	금토
	제3의 매력	9.28-11.17	이매진아시아, JYP픽쳐스	박희권, 박은영	표민수	서강준, 이솜	16부	금토
	뷰티 인사이드	10.1-11.20	스튜디오앤뉴, 융필름	임메아리	백종열	서현진, 이민기	16부	월화
	SKY 캐슬	11.23-19.2.1	DH, HB엔터	유현미	조현탁	염정아, 오나라	16부	금토
일단 뜨겁게 청소하라	11.26-19.2.4	DH, 오형제	한희정	노종찬	김유정, 안효섭, 송재림	16부	월화	
2019	눈이 부시게	2.11-3.19	DH	이남규, 김수진	김석윤	한지민, 남주혁	12부	월화
	리갈하이	2.8-3.30	지앤지프로덕션	박성진	김정현	진구, 서은수	16부	금토
	으라차차 와이키키 시즌2	3.25~5.28	DH, 씨제스엔터	김기호	이창민	소희, 이이경	20부	월화
	아름다운 세상	4.5~5.25	MI	김지우	박찬홍	박희순, 추자현, 오만성	16부	금토
	바람이 분다	5.27~7.16	DH, 소금빛미디어	황주하	정정화, 김보경	감우성, 김하늘	16부	월화
	보좌관	5.31~6.29	스튜디오앤뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	금토
	열여덟의 순간	7.22~9.10	DH, 키이스트	윤경아	심나연	옹성우, 김향기	16부	월화
	멜로가 체질	8.9~9.28	삼화네트웍스	이병헌, 김영영	이병헌, 김혜영	천우희, 안재홍, 공명	16부	금토
	꽃파당: 조선혼담공작소	9.16~11.5	JP E&M, 블러썬스토리	김이랑	김가람	김민재, 공승연	16부	월화
	나의 나라	10.4~11.23	셀트리온엔터테인먼트	채승대	김진원	양세준, 우도환, 김설현	20부	금토
	보좌관 2	11.11~12.10	스튜디오앤뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	월화
	초콜릿	11.29~20.1.12	JYP픽쳐스	이경희	이형민	하지원	16부	금토
	검사내전	12.16~20.2.4	에스피스	이범익, 서자연	이태곤	이선균, 정려원	16부	월화
2020	이태원 클라쓰	1.31~3.21	쇼박스, 지음	광진	김성윤	박서준, 김다미	16부	금토
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	2.24~4.14	에이스팩토리	한가람	한지승	서강준, 박민영	16부	월화
	부부의 세계	3.27~5.16	DH	주현	모완일	박해준, 김희애	16부	금토
	모범형사	4.27~6.16	DH, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리야	16부	월화
	쌍갑포차	5.20~6.25	DH, 삼화네트웍스	하윤아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목
	우아한 친구들	5월~		박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	16부	금토
	에이틴 어게인	6월~		김도연, 안은빈, 최이륜	하병훈	김하늘, 이도현(검토중)	12부	월화
	경우의 수	7월~		조승희	최성범	옹성우, 신예은	16부	금토
	우리, 사랑했을까	7월~		이승진	김도형	송지호, 손호준	16부	수목
	사생활	9월~		유성열	송지원	서현, 고경표, 김효진		
	시지프스: the myth(가제)	9월~			진혁	조승우(검토중), 박신혜(검토중)		
	선배, 그 립스틱 바르지마요					장동윤		
	지금 우리 학교는	1H20			이재규			Netflix

주: 1) 제이콘텐츠리는 '힘쎈여자 도봉순'부터 IP투자를 시작함. 이후 작품은 '더 패키지'를 제외하고 모두 제이콘텐츠리 본사가 IP보유

2) DH- 드라마하우스 (제이콘텐츠리 자회사인 JTBC콘텐츠허브 드라마 제작부문)

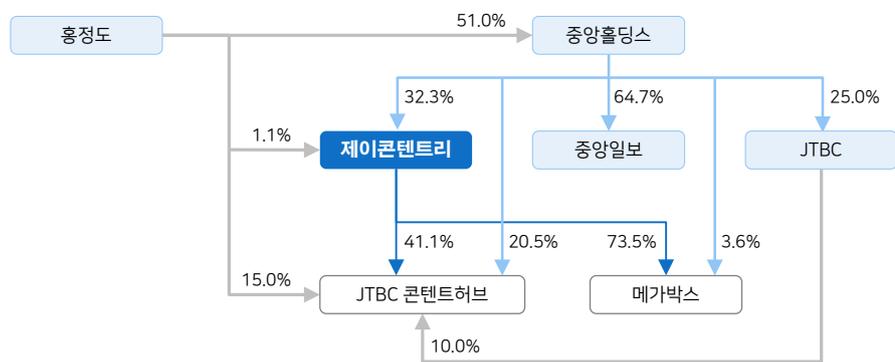
자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

표47 제이콘텐츠리 연간 연결실적 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>335.2</b>	<b>420.3</b>	<b>511.3</b>	<b>554.2</b>	<b>611.9</b>	<b>678.6</b>
% YoY	9.6	25.4	21.6	8.4	10.4	10.9
방송	82.1	161.8	231.6	295.4	435.3	552.4
JTBC 콘텐츠허브	82.1	126.9	161.7	203.2	246.8	270.6
IP 투자	-	34.8	69.9	92.1	188.5	281.8
메가박스	255.1	290.9	317.2	327.9	236.1	269.3
(연결 및 조정)	-2.0	-32.3	-37.5	-69.1	-59.5	-143.2
매출원가	152.6	199.8	273.8	314.5	400.1	441.4
매출총이익	182.5	220.6	237.5	239.7	211.9	237.2
매출총이익률(%)	54.5	52.5	46.4	43.3	34.6	35.0
판매관리비	153.6	187.2	202.7	204.3	190.9	199.4
<b>영업이익</b>	<b>28.9</b>	<b>33.3</b>	<b>34.7</b>	<b>35.4</b>	<b>20.9</b>	<b>37.8</b>
방송	8.4	11.7	12.1	1.6	24.8	28.3
JTBC 콘텐츠허브	8.4	9.9	7.1	11.8	17.0	15.4
IP 투자	-	1.8	5.0	-10.2	7.8	12.9
메가박스	22.3	25.9	21.4	39.1	-2.3	11.1
<b>영업이익률(%)</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>	<b>6.8</b>	<b>6.4</b>	<b>3.4</b>	<b>5.6</b>
방송	10.2	7.2	5.2	0.5	5.7	5.1
JTBC 콘텐츠허브	10.2	7.8	4.4	5.8	6.9	5.7
IP 투자	N/A	5.2	7.2	-11.1	4.1	4.6
메가박스	8.7	8.9	6.7	11.9	-1.0	4.1

주: 메가박스는 2017년 KMIC 청산 20억원 적자 포함. 이를 제외할 경우 메가박스 2017년 영업이익률은 9.6%  
 자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권 리서치센터

그림22 제이콘텐츠리 지배구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

표48 제이콘텐츠리 분기별 실적 전망											
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>JTBC콘텐츠허브 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)</b>											
<b>매출액</b>	<b>45.3</b>	<b>43.2</b>	<b>40.6</b>	<b>74.2</b>	<b>48.8</b>	<b>64.7</b>	<b>57.0</b>	<b>76.3</b>	<b>161.7</b>	<b>203.2</b>	<b>246.8</b>
작품 방영 매출	20.9	10.5	14.0	30.6	14.7	15.8	14.7	17.5	66.4	76.0	62.6
작품당 매출액	7.0	7.5	7.0	7.9	7.3	7.9	7.4	8.3	7.4	7.6	7.8
작품수 (편)	3.0	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	9.0	10.0	8.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	4.0	3.0	3.0	2.0	3.0	4.0	5.0	5.0	11.0	12.0	17.0
VOD매출	17.7	14.0	18.6	19.2	17.4	21.3	16.9	28.8	13.2	15.8	18.7
드라마	6.4	2.4	3.4	3.6	5.1	3.9	5.1	4.6	13.2	15.8	18.7
편당 VOD	2.1	0.8	1.1	0.9	1.7	1.0	1.0	0.9	1.2	1.3	1.1
드라마 외	11.3	11.6	15.2	20.4	13.6	13.9	18.3	19.8	34.4	58.6	65.6
해외판권	8.1	14.6	12.2	24.4	16.7	27.7	25.4	30.0	39.3	59.6	99.9
드라마 (중국 외)	5.5	7.0	8.5	21.0	16.0	18.6	20.9	27.3	25.8	42.0	82.8
중국 向	2	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
드라마 외	0.6	7.6	3.7	3.6	0.7	9.1	4.5	2.8	13.5	15.6	17.1
<b>영업이익</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>	<b>-1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>6.9</b>	<b>5.6</b>	<b>1.9</b>	<b>7.1</b>	<b>11.8</b>	<b>17.0</b>
영업이익률(%)	10.6	10.4	9.3	-1.7	8.7	19.3	6.3	2.3	4.6	5.6	6.9
<b>IP투자 (드라마 및 영화투자)</b>											
<b>매출액</b>	<b>17.2</b>	<b>20.6</b>	<b>18.1</b>	<b>36.2</b>	<b>33.1</b>	<b>46.4</b>	<b>48.0</b>	<b>61.0</b>	<b>69.9</b>	<b>92.1</b>	<b>188.5</b>
% YoY	-1.4	49.3	-8.9	93.3	92.5	125.2	164.7	68.6	100.7	31.8	104.6
<b>영업이익</b>	<b>0.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>1.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>1.7</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.0</b>	<b>-10.2</b>	<b>7.8</b>
영업이익률(%)	4.1	-13.1	5.5	-25.4	12.4	9.3	3.6	-3.9	7.2	-11.1	4.1
<b>메가박스</b>											
<b>매출액</b>	<b>73.8</b>	<b>82.0</b>	<b>91.5</b>	<b>80.6</b>	<b>30.3</b>	<b>35.7</b>	<b>89.5</b>	<b>80.6</b>	<b>317.2</b>	<b>327.9</b>	<b>236.1</b>
상영매출	43.2	48.6	53.3	45.3	21.2	22.9	51.3	44.7	174.2	190.4	140.1
매점매출	14.2	15.5	16.2	15.8	7.0	7.5	15.6	15.5	55.1	61.6	45.6
기타매출	7.0	9.8	9.7	8.2	1.7	2.4	9.4	8.1	30.5	34.7	21.5
% YoY	4.8	26.5	-10.5	1.1	-58.9	-56.5	-2.1	0.0	9.0	3.4	-28.0
상영매출	11.1	32.7	-1.7	2.0	-50.9	-52.9	-3.8	-1.4	10.0	9.3	-26.4
매점매출	18.0	24.9	-7.7	19.6	-50.9	-51.5	-3.8	-1.4	23.5	11.7	-26.0
기타매출	7.2	49.4	5.3	-0.6	-75.8	-75.7	-3.0	-1.4	-65.3	13.6	-37.9
<b>영업이익</b>	<b>5.5</b>	<b>15.6</b>	<b>11.1</b>	<b>6.8</b>	<b>-14.9</b>	<b>-6.0</b>	<b>12.9</b>	<b>5.7</b>	<b>21.4</b>	<b>39.1</b>	<b>-2.3</b>
영업이익률(%)	7.5	19.0	12.2	8.5	-49.2	-16.8	14.4	7.1	6.7	11.9	-1.0
<b>Total</b>											
<b>매출액</b>	<b>126.3</b>	<b>131.1</b>	<b>143.0</b>	<b>153.8</b>	<b>102.2</b>	<b>132.1</b>	<b>187.4</b>	<b>190.3</b>	<b>511.3</b>	<b>554.2</b>	<b>611.9</b>
JTBC콘텐츠허브	45.3	43.2	40.6	74.2	48.8	64.7	57.0	76.3	161.7	203.2	246.8
IP투자	17.2	20.6	18.1	36.2	33.1	46.4	48.0	61.0	69.9	92.1	188.5
메가박스	73.8	82.0	91.5	80.6	30.3	35.7	89.5	80.6	317.2	327.9	236.1
연결조정	-10.0	-14.7	-7.1	-37.2	-10.0	-14.7	-7.1	-27.7	-37.5	-69.1	-59.5
<b>영업이익</b>	<b>11.1</b>	<b>16.3</b>	<b>15.3</b>	<b>-7.2</b>	<b>-8.6</b>	<b>4.8</b>	<b>19.9</b>	<b>4.8</b>	<b>34.7</b>	<b>35.4</b>	<b>20.9</b>
JTBC콘텐츠허브	4.8	4.5	3.8	-1.3	2.6	6.9	5.6	1.9	7.1	11.8	17.0
IP투자	0.7	-2.7	1.0	-9.2	4.1	4.3	1.7	-2.4	5.0	-10.2	7.8
메가박스	5.5	15.6	11.1	6.8	-14.9	-6.0	12.9	5.7	21.4	39.1	-2.3
연결조정	0.1	-1.1	-0.7	-3.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	1.2	-5.2	-1.6

주: KMIC(한국멀티플렉스투자) 실적 합산. KMIC는 2Q17, 3Q17 청산 과정에서 각각 영업적자 10억원을 기록함

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 제이콘텐츠리 (036420)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	420.3	511.3	554.2	611.9	678.6
매출액증가율 (%)	25.4	21.6	8.4	10.4	10.9
매출원가	199.8	273.8	314.5	400.1	441.4
매출총이익	220.6	237.5	239.7	211.9	237.2
판매관리비	187.2	202.7	204.3	190.9	199.4
<b>영업이익</b>	<b>33.4</b>	<b>34.8</b>	<b>35.4</b>	<b>21.0</b>	<b>37.8</b>
영업이익률	7.9	6.8	6.4	3.4	5.6
금융손익	-5.0	-3.5	-9.1	-15.4	-13.7
중속/관계기업손익	-0.0	-0.1	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.0	2.4	-4.9	-11.5	-11.5
세전계속사업이익	24.4	33.6	20.8	-6.0	12.6
법인세비용	13.5	8.0	10.2	-2.9	6.2
<b>당기순이익</b>	<b>10.9</b>	<b>25.6</b>	<b>10.6</b>	<b>-3.0</b>	<b>6.4</b>
지배주주지분 순이익	6.4	18.5	1.1	-9.6	-1.7

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	208.4	342.1	236.8	209.4	263.8
현금및현금성자산	49.4	141.6	64.0	18.6	52.2
매출채권	61.6	77.1	67.4	74.5	82.6
재고자산	23.7	32.9	25.6	28.2	31.3
비유동자산	453.6	479.1	924.9	869.3	843.5
유형자산	192.8	208.5	257.9	192.8	154.3
무형자산	84.4	87.5	133.9	135.2	138.5
투자자산	81.4	82.3	99.3	107.5	117.0
<b>자산총계</b>	<b>661.9</b>	<b>821.2</b>	<b>1,161.6</b>	<b>1,078.7</b>	<b>1,107.3</b>
유동부채	288.7	271.1	339.2	257.6	277.8
매입채무	16.2	15.1	18.4	20.3	22.5
단기차입금	60.4	62.9	72.3	72.3	72.3
유동성장기부채	80.8	56.0	99.1	0.0	0.0
비유동부채	137.5	129.2	401.8	403.5	405.5
사채	55.4	37.1	40.6	40.6	40.6
장기차입금	38.8	43.2	10.0	10.0	10.0
<b>부채총계</b>	<b>426.2</b>	<b>400.3</b>	<b>741.1</b>	<b>661.2</b>	<b>683.3</b>
자본금	57.0	72.0	72.0	72.0	72.0
자본잉여금	18.6	158.3	154.5	154.5	154.5
기타포괄이익누계액	12.9	16.3	14.3	14.3	14.3
이익잉여금	75.0	95.5	83.4	73.9	72.1
비지배주주지분	77.3	84.0	101.8	108.3	116.4
<b>자본총계</b>	<b>235.7</b>	<b>420.9</b>	<b>420.6</b>	<b>417.5</b>	<b>424.0</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-3.5</b>	<b>24.8</b>	<b>39.8</b>	<b>129.7</b>	<b>116.8</b>
당기순이익(손실)	10.9	25.6	10.6	-3.0	6.4
유형자산상각비	16.3	17.7	48.6	75.1	48.5
무형자산상각비	9.6	24.6	39.7	53.7	57.2
운전자본의 증감	-42.0	-53.5	-59.4	4.0	4.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-75.2</b>	<b>-47.8</b>	<b>-101.2</b>	<b>-76.4</b>	<b>-83.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-32.9	-28.8	-69.9	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-14.1	-0.9	-17.7	-8.2	-9.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>72.8</b>	<b>115.2</b>	<b>-16.2</b>	<b>-98.7</b>	<b>0.5</b>
차입금의 증감	-44.1	-33.9	338.6	-98.7	0.5
자본의 증가	69.7	154.8	-3.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.9	92.2	-77.6	-45.4	33.6
기초현금	55.3	49.4	141.6	64.0	18.6
기말현금	49.4	141.6	64.0	18.6	52.2

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	34,771	40,127	38,468	38,204	41,414
EPS(지배주주)	533	1,448	78	-597	-105
CFPS	5,088	7,269	8,735	8,628	8,060
EBITDAPS	4,899	6,042	8,591	9,345	8,761
BPS	13,105	23,391	22,129	18,874	18,769
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	97.5	30.8	494.2	N/A	-286.4
PCR	10.2	6.1	4.4	3.5	3.7
PSR	1.5	1.1	1.0	0.8	0.7
PBR	4.0	1.9	1.7	1.6	1.6
EBITDA	59.2	77.0	123.8	149.7	143.5
EV/EBITDA	14.8	9.8	9.1	6.8	6.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.3	7.4	0.3	-3.0	-0.6
EBITDA 이익률	14.1	15.1	22.3	24.5	21.2
부채비율	180.8	95.1	176.2	158.3	161.2
금융비용부담률	2.1	1.6	2.6	3.1	2.5
이자보상배율(x)	3.8	4.2	2.5	1.1	2.2
매출채권회전율(x)	9.0	7.4	7.7	8.6	8.6
재고자산회전율(x)	17.9	18.1	19.0	22.8	22.8

Industry Brief  
2020. 4. 10

# 스튜디오드래곤 253450

## 다른 원인 같은 결과?

### ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 영업이익은 113억원으로 시장 눈높이 충족할 것
- ✓ 선판매 작품에 대한 선상각 고려한 1분기 감가상각은 QoQ 80억원 준 195억원
- ✓ 방송사들의 빈약해진 광고 이익은 동사 프로젝트 마진 하락으로 이어질 것
- ✓ 지난 8개월 상승과 코로나19 방어주로 시장 대비 프리미엄 높아진 상황
- ✓ 주가에 소화된 해외 굿뉴스보단 국내 변화가 주가에 미치는 힘 커지는 시기

## Buy

적정주가 (12개월) **96,000 원**  
현재주가 (4.9) **74,300 원**

상승여력 **29.2%**

KOSDAQ	615.95pt
시가총액	20,876억원
발행주식수	2,810만주
유동주식비율	30.26%
외국인비중	11.16%
52주 최고/최저가	97,300원/54,000원
평균거래대금	170.8억원

주요주주(%)  
CJENM 외 5 인 69.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	11.9	-18.8
상대주가	-0.6	15.4	-0.2

### 주가그래프



### 1분기 실적은 눈높이에 부합

스튜디오드래곤의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,036억원(-7.3% YoY)과 113억원(+3.2% YoY)로 시장 눈높이(115억원)에 부합하는 실적이 예상된다.

넷플릭스 MOU영향으로 일부 작품이 텐트폴이 아님에도 불구하고 기존 대비 높은 제작비 대비 판권율을 보장받으며 380억원의 해외판권을 기록할 전망이다. 예상 감가상각은 195억원으로 QoQ 80억원 줄어든 것으로 가정했는데 이는 지난 4분기 대규모 상각으로 인해 잔존 무형자산이 줄어든 점을 감안했다.

### 2019년과 다른 원인, 그러나 같은 결과

제작비의 60% 이상을 담당하는 방송사의 광고 손익이 크게 악화되고 있어 하반기 방송사들이 감소한 영업이익의 일부를 동사에 분담시킬 가능성이 높아졌다. 2020년 편성매출 비중 3%p YoY 하락(기존 대비 -2%p)하며 기업들의 부진한 마케팅 비용 집행을 반영, PPL을 소폭 하향함에 따라 영업이익 추정치를 기존 640억원에서 442억원으로 하향한다. 지난해 상반기와 유사한 상황이다. 해외 뉴스엔 변화가 없지만 국내 변화에 따른 프로젝트 마진 하락이 야기되는 시기다.

동사에 대한 적정주가를 기존 110,000원에서 96,000원으로 하향한다. 밸류에이션 틀은 기존과 동일하나 편성매출 비중 하락에 따른 EBITDA 전망치 하향분을 반영했다. OTT 산업 변화에 힘입어 동사는 지난 8월 대비 약 60% 상승했으며, 코로나19 기간 방어주로 훌륭한 역할을 수행했다. 바뀐 전방환경(방송사)으로 인해 실적 가시성은 과거 대비 떨어졌고 시장 대비 프리미엄은 벌어져 가격 매력도 또한 하락한 구간으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	286.8	33.0	23.9	1,050	84.5	13,141	61.9	4.9	22.1	9.5	24.7
2018	379.6	39.9	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	6.5	21.1	9.3	27.7
2019	468.7	28.7	26.4	942	-26.3	15,242	85.9	5.3	14.9	6.4	35.8
2020E	538.2	44.2	40.4	1,439	52.9	16,682	51.6	4.5	12.9	9.0	37.6
2021E	628.9	65.5	57.0	2,028	40.9	18,710	36.6	4.0	10.7	11.5	38.1

**표49 스튜디오드래곤 1Q20 Preview**

(십억원)	1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	103.6	111.8	-7.3	97.4	6.4	119.9	-13.5
영업이익	11.3	11.0	3.2	-4.0	N/A	11.2	1.1
세전이익	13.1	13.2	-0.8	-5.2	N/A	11.8	11.0
지배순이익	10.6	9.2	14.6	-1.6	N/A	9.6	9.5

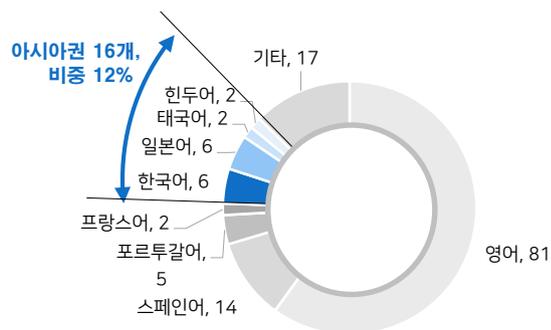
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

**표50 스튜디오드래곤 적정주가 산출**

(십억원)	가치 및 적용 밸류에이션	비고
Fwd 12M EBITDA	157.2	(1) 2020년 EBITDA
적용 밸류에이션 (배)	17.1	(2) Netflix EV/EBITDA의 58%(플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치) 활용
적정 시가총액	2,692	(1) * (2)
<b>적정주가 (원)</b>	<b>95,824</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림23 2H19 미국에 소개된 넷플릭스 아시아 오리지널 한국 비중 약 40%에 달해**



주: 사용 언어에 따른 2H19 상영 예정 Netflix 오리지널 드라마  
 자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

**표51 2H19 Netflix 오리지널로 미국 내 소개된 한국 드라마**

제목	제작사	개봉일	시즌
60일, 지정생존자	스튜디오드래곤, DK E&M	01-Jul-19	1
신입사관 구해령	초록뎀미디어	17-Jul-19	1
첫사랑은 처음이라서	SBS Plus	26-Jul-19	2
좋아하면 울리는	스튜디오드래곤	22-Aug-19	1
베가본드	셀트리온엔터테인먼트	01-Sep-19	1
나의 나라	셀트리온엔터테인먼트	04-Oct-19	1

자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

표52 2020년 스튜디오드래곤 드라마 Library							
	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	머니게임	1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	방법	2.10~3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	하이바이, 마마!	2.22~4.12	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	메모리스트	3.11~4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	3.23~5.12	16부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25~6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.6~6.25	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오앤뉴
	(아는 건 별로 없지만) 가족입니다	5.18-7.7	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	사이코지만 괜찮아	6.20~	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	악의 꽃	6월~	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	구미호던	7월~	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	
	청춘기록	7월~	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	
	산후조리원	7월~	10부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	비밀의 숲2	8월~	16부	이수연	박현석	조승우, 배두나, 최무성	
	스타트업	8월~	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	
	Luca	9월~	12부	천성일	김홍선		
	낮과 밤	9월~	16부	신유담	조수원	한예슬(검토 중), 남궁민	
	마우스	10월~	10부	최란	강철우	이승기, 최진혁(검토 중)	
	이 사랑 통역이 되나요	10월~	16부	홍정은, 홍미란	박준화		
	철인왕후(가제)	11월~	20부	박계옥, 최진영	윤성식	신혜선(검토 중)	
시그널2				김은희	조진웅, 김혜수, 이제훈		
tvN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에이치즈커밍
	슬기로운 감빵생활2		16부	박상희	신원호		CJ ENM
OCN	본대로 말하라	2.1~3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	3.28~5.3	16부	도현	강철우	최진혁, 박성웅	SD, 리엔터
	변외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	SD, 콘텐츠 지음
	미생: 그들이 있었다	5월~	16부	반기리, 정소영	김성수	고수, 안소희(검토 중)	
	써치	5월~	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	SD, 반딧불
	트레인: 열차의 땅		12부	박가연	류승진	김재욱	
	제5열		12부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	소유		12부		방은진		
	다크홀		16부	정이도			
	아일랜드						
결핍스							
Netflix	나홀로 그대	2월 7일				윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	좋아하면 울리는 시즌2	3Q 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	스위트홈	4Q 전망			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
KBS	한번 다녀왔습니다	3/12~5/28	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
SBS	더 킹: 영원의 군주	4/17-6/6		김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	

주: 1) SD-스튜디오드래곤  
 2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴  
 3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품  
 자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

표53 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>111.8</b>	<b>128.2</b>	<b>131.2</b>	<b>97.4</b>	<b>103.6</b>	<b>144.3</b>	<b>146.9</b>	<b>143.3</b>	<b>379.6</b>	<b>468.6</b>	<b>538.2</b>
(% YoY)	39.9	72.5	6.1	-4.2	-7.3	12.6	12.0	47.0	32.4	23.5	14.8
<b>드라마 부문</b>	<b>111.7</b>	<b>128.1</b>	<b>131.1</b>	<b>97.3</b>	<b>103.5</b>	<b>144.2</b>	<b>146.8</b>	<b>143.1</b>	<b>367.8</b>	<b>468.2</b>	<b>537.7</b>
<b>1. 작품 방영 매출액</b>	<b>44.1</b>	<b>58.1</b>	<b>60.8</b>	<b>45.7</b>	<b>35.6</b>	<b>65.0</b>	<b>66.9</b>	<b>42.1</b>	<b>178.1</b>	<b>208.7</b>	<b>209.5</b>
작품당 편성매출	6.8	7.3	7.6	6.5	6.5	8.7	8.9	4.4	6.7	7.1	7.0
작품 수 (편)	6.5	8.0	8.0	7.0	5.5	7.5	7.5	9.5	24.5	29.5	30.0
ENM 필요 작품 수 (편)									33.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									6.5	6.5	6.5
<b>2. PPL</b>	<b>11.4</b>	<b>9.7</b>	<b>10.3</b>	<b>8.8</b>	<b>6.9</b>	<b>9.7</b>	<b>9.7</b>	<b>14.7</b>	<b>27.5</b>	<b>40.2</b>	<b>40.9</b>
작품당 PPL	1.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.1	1.4	1.4
<b>3. VOD 매출</b>	<b>13.6</b>	<b>18.1</b>	<b>16.1</b>	<b>11.1</b>	<b>11.1</b>	<b>15.1</b>	<b>17.0</b>	<b>18.6</b>	<b>51.9</b>	<b>58.9</b>	<b>61.7</b>
작품당 VOD	2.1	2.3	2.0	1.6	2.0	2.0	2.3	2.0	2.1	2.0	2.1
<b>4. 해외판권</b>	<b>42.6</b>	<b>42.2</b>	<b>35.9</b>	<b>31.7</b>	<b>38.0</b>	<b>54.5</b>	<b>44.3</b>	<b>47.8</b>	<b>110.2</b>	<b>152.4</b>	<b>184.6</b>
작품당 해외판권	6.6	5.3	4.5	4.5	6.9	7.3	5.9	5.0	4.5	5.2	6.2
↳중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>5. 글로벌</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>8.0</b>	<b>0.0</b>	<b>12.0</b>	<b>0.0</b>	<b>9.0</b>	<b>20.0</b>	<b>0.0</b>	<b>8.0</b>	<b>41.0</b>
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	13.7
작품수 (편)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	3.0
<b>엔터테인먼트 부문</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>11.9</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
<b>매출원가</b>	<b>96.8</b>	<b>112.8</b>	<b>115.9</b>	<b>95.2</b>	<b>87.3</b>	<b>123.0</b>	<b>130.7</b>	<b>123.9</b>	<b>324.0</b>	<b>420.7</b>	<b>464.9</b>
매출원가율(%)	86.6	88.0	88.3	97.7	84.3	85.3	89.0	86.4	89.8	86.4	84.2
제작비	48.8	64.5	70.8	48.6	51.4	72.4	81.9	70.0	185.6	232.7	275.7
작품당 제작비	7.5	8.1	8.1	6.9	7.7	9.9	10.2	6.0	7.6	8.4	8.3
CJ ENM 수수료	15.0	10.4	10.4	11.5	10.0	14.3	12.3	17.3	36.9	47.2	53.9
감가상각	26.7	32.2	28.5	27.6	19.5	30.0	30.0	33.4	74.9	115.0	113.0
기타	6.5	1.4	2.6	5.0	2.7	3.8	3.1	7.3	12.6	15.5	16.9
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.0	7.0	8.0	9.1	15.7	19.2	29.0
판관비율(%)	3.6	3.6	3.3	6.4	4.8	4.9	5.4	6.3	4.1	4.1	5.4
매니지먼트 수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	4.0	4.6	4.4	6.3	5.0	7.0	8.0	9.1	14.5	19.2	29.0
<b>Profitability</b>											
<b>EBITDA</b>	<b>37.7</b>	<b>43.0</b>	<b>39.4</b>	<b>23.6</b>	<b>30.9</b>	<b>44.3</b>	<b>38.3</b>	<b>43.8</b>	<b>114.8</b>	<b>143.7</b>	<b>157.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>11.3</b>	<b>14.3</b>	<b>8.2</b>	<b>10.4</b>	<b>39.9</b>	<b>28.7</b>	<b>44.2</b>
드라마 부문	10.9	10.7	10.8	-4.1	11.2	14.2	8.2	10.1	40.7	28.3	43.8
엔터테인먼트부문	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	-0.8	0.4	0.4
영업이익률(%)	9.8	8.4	8.3	-4.1	11.0	9.9	5.6	7.2	10.5	6.1	8.2
드라마 부문(%)	9.8	8.4	8.3	-4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	11.1	6.0	8.1
엔터테인먼트부문(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.0	100.0	100.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표54 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>195.5</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>468.6</b>	<b>538.2</b>	<b>628.9</b>
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	23.5	14.8	16.9
<b>드라마 부문</b>	<b>195.5</b>	<b>262.0</b>	<b>367.8</b>	<b>468.2</b>	<b>537.7</b>	<b>628.4</b>
<b>1. 작품 방영 매출액</b>	<b>87.8</b>	<b>131.2</b>	<b>178.1</b>	<b>208.7</b>	<b>209.5</b>	<b>237.4</b>
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.1	7.0	7.2
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.5	30.0	33.0
ENM 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	39.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	6.5	6.5
<b>2. PPL</b>	<b>32.3</b>	<b>19.0</b>	<b>27.5</b>	<b>40.2</b>	<b>40.9</b>	<b>45.9</b>
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.4	1.4	1.4
<b>3. VOD 매출</b>	<b>31.2</b>	<b>44.6</b>	<b>51.9</b>	<b>58.9</b>	<b>61.7</b>	<b>69.9</b>
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
<b>4. 해외판권</b>	<b>44.2</b>	<b>67.2</b>	<b>110.2</b>	<b>152.4</b>	<b>184.6</b>	<b>213.2</b>
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.2	6.2	6.5
L중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>5. 글로벌</b>			0.0	8.0	41.0	62.0
작품당			0.0	8.0	13.7	20.7
작품수 (편)			0.0	1.0	3.0	3.0
<b>엔터테인먼트 부문</b>	<b>16.8</b>	<b>24.7</b>	<b>11.9</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>
<b>매출원가</b>	<b>168.4</b>	<b>239.7</b>	<b>324.0</b>	<b>420.7</b>	<b>464.9</b>	<b>529.4</b>
% of sales	86.1	85.4	89.8	86.4	84.2	84.2
제작비	120.1	149.7	185.6	232.7	275.7	314.6
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.4	8.3	8.6
CJ ENM 수수료	11.3	16.9	36.9	47.2	53.9	65.1
감가상각	22.0	41.0	74.9	115.0	113.0	123.6
기타	2.2	0.1	12.6	15.5	16.9	22.7
<b>판관비</b>	<b>5.9</b>	<b>14.1</b>	<b>15.7</b>	<b>19.2</b>	<b>29.0</b>	<b>33.9</b>
% of sales	3.0	4.9	4.1	4.1	5.4	5.4
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	19.2	29.0	33.9
<b>Profitability</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>43.2</b>	<b>74.0</b>	<b>114.8</b>	<b>143.7</b>	<b>157.2</b>	<b>189.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>21.2</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>28.7</b>	<b>44.2</b>	<b>65.5</b>
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	28.3	43.8	65.0
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	0.4	0.4	0.5
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	6.1	8.2	10.4
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	6.0	8.1	10.3
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	100.0	100.0	100.0

주: 2016년 데이터는 스튜디오드래곤이 컨설팅 업체를 통해 받은 추정 재무제표 기준으로 작성된 당사 추정치  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤 (253450)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	468.7	538.2	628.9
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	23.5	14.8	16.9
매출원가	239.7	324.0	420.8	464.9	529.4
매출총이익	47.1	55.6	47.9	73.3	99.4
판매관리비	14.2	15.7	19.2	29.0	33.9
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>28.7</b>	<b>44.2</b>	<b>65.5</b>
영업이익률	11.5	10.5	6.1	8.2	10.4
금융손익	-2.5	6.1	4.3	6.3	5.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.4	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	30.3	45.6	33.1	50.6	71.3
법인세비용	6.4	9.8	6.6	10.2	14.3
<b>당기순이익</b>	<b>23.9</b>	<b>35.8</b>	<b>26.4</b>	<b>40.4</b>	<b>57.0</b>
지배주주지분 순이익	23.9	35.8	26.4	40.4	57.0

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	244.5	237.1	291.6
현금및현금성자산	51.3	153.0	59.8	27.4	49.1
매출채권	54.9	68.8	83.6	96.0	112.2
재고자산	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0
비유동자산	169.6	265.2	337.1	407.9	434.4
유형자산	1.1	1.0	1.2	0.9	0.7
무형자산	127.5	198.5	233.1	243.4	258.8
투자자산	3.8	3.7	13.4	74.3	85.6
<b>자산총계</b>	<b>459.5</b>	<b>512.4</b>	<b>581.6</b>	<b>645.1</b>	<b>726.0</b>
유동부채	90.7	108.2	145.2	168.2	192.1
매입채무	6.1	19.6	18.4	21.2	24.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	20.0	40.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	2.9	8.2	8.2	8.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>91.0</b>	<b>111.1</b>	<b>153.3</b>	<b>176.4</b>	<b>200.4</b>
자본금	14.0	14.0	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	319.6	320.1	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액	0.0	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	32.1	67.7	93.5	134.0	191.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>368.4</b>	<b>401.3</b>	<b>428.3</b>	<b>468.7</b>	<b>525.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-7.2</b>	<b>-29.1</b>	<b>-12.2</b>	<b>129.9</b>	<b>152.5</b>
당기순이익(손실)	23.9	35.8	26.4	40.4	57.0
유형자산상각비	0.3	0.3	1.8	0.3	0.2
무형자산상각비	41.0	75.0	115.0	113.0	123.6
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	-142.9	-16.2	-21.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-141.0</b>	<b>140.6</b>	<b>-81.0</b>	<b>-181.0</b>	<b>-147.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	-0.6	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-9.7	-60.9	-11.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>188.1</b>	<b>-9.7</b>	<b>-0.0</b>	<b>18.7</b>	<b>17.1</b>
차입금의 증감	-18.0	-7.9	7.8	20.3	20.4
자본의 증가	207.8	0.5	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	101.7	-93.2	-32.4	21.8
기초현금	11.5	51.3	153.0	59.8	27.4
기말현금	51.3	153.0	59.8	27.4	49.1

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	12,628	13,539	16,698	19,154	22,383
EPS(지배주주)	1,050	1,278	942	1,439	2,028
CFPS	3,068	4,280	5,346	5,561	6,692
EBITDAPS	3,271	4,108	5,185	5,607	6,739
BPS	13,141	14,305	15,242	16,682	18,710
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	61.9	72.3	85.9	51.6	36.6
PCR	21.2	21.6	15.1	13.4	11.1
PSR	5.1	6.8	4.8	3.9	3.3
PBR	4.9	6.5	5.3	4.5	4.0
EBITDA	74.3	115.2	145.5	157.6	189.4
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.9	12.9	10.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	6.4	9.0	11.5
EBITDA 이익률	25.9	30.3	31.1	29.3	30.1
부채비율	24.7	27.7	35.8	37.6	38.1
금융비용부담률	0.6	0.0	0.1	0.3	0.5
이자보상배율(x)	19.0	343.0	58.1	26.9	19.8
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.2	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	1,620.7		

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

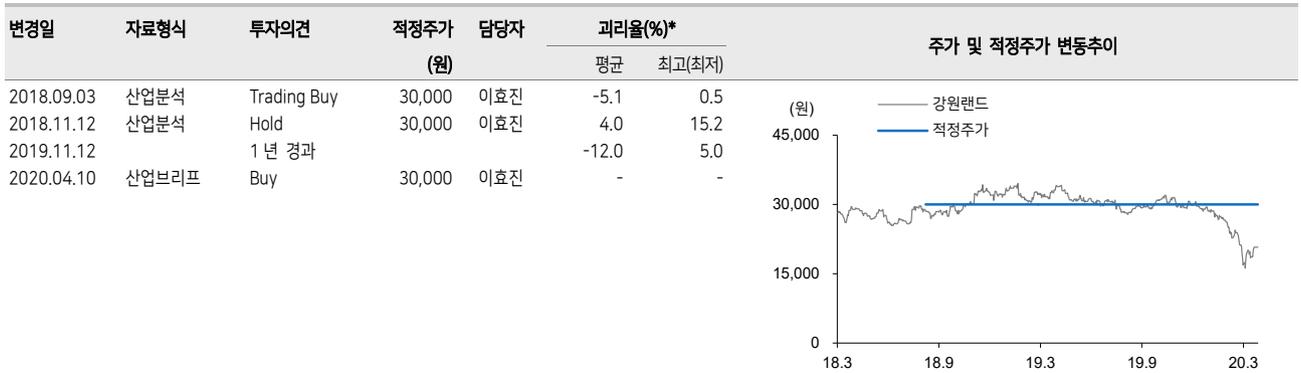
**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

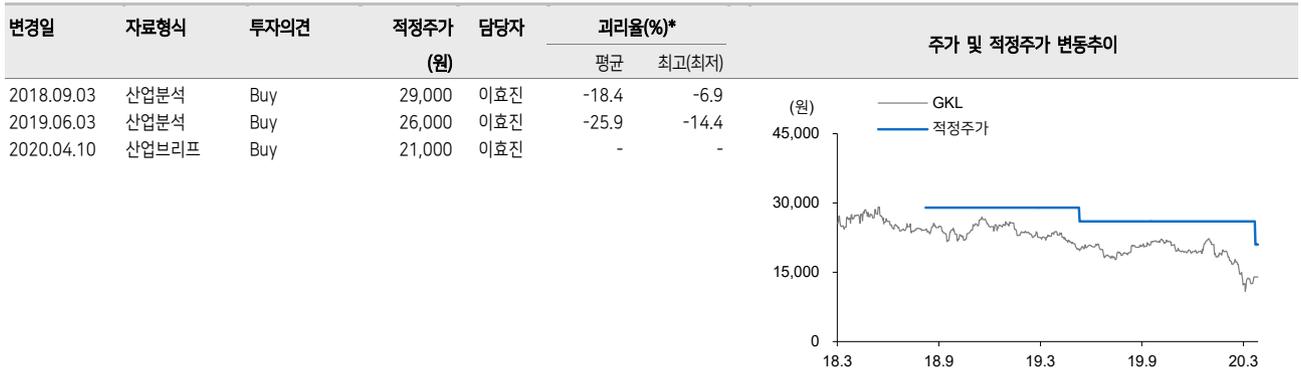
**강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



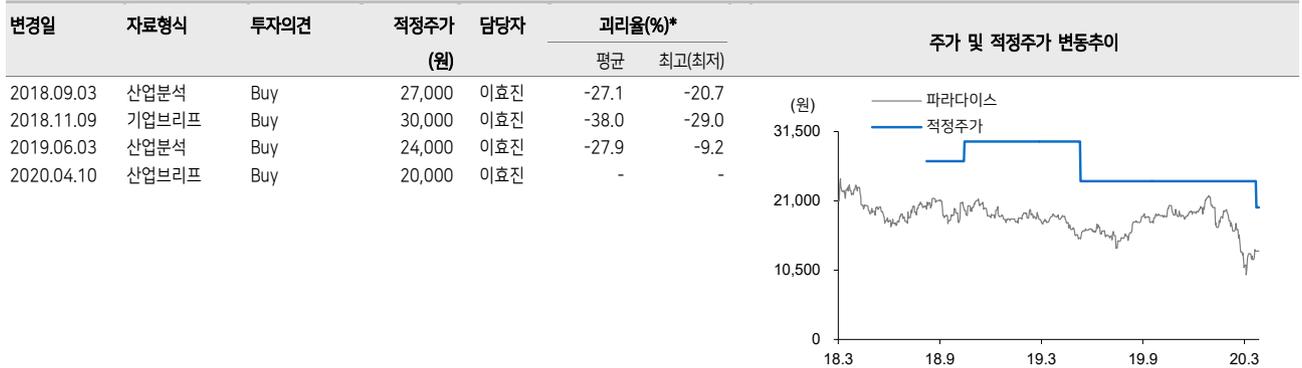
**GKL (114090) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



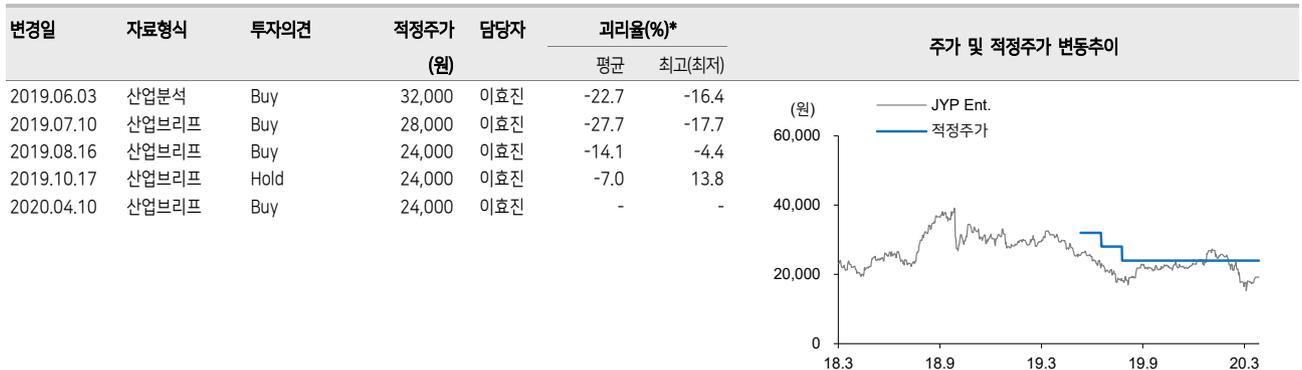
**파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



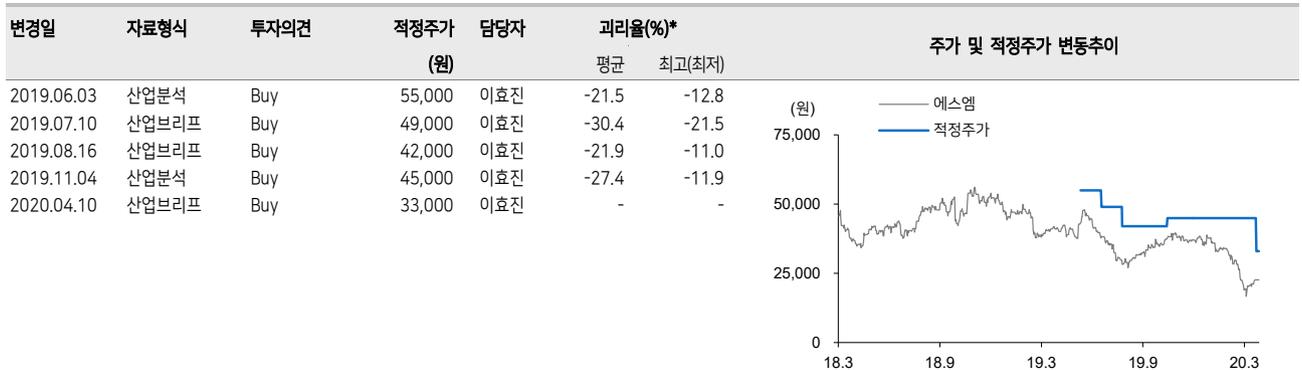
**JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



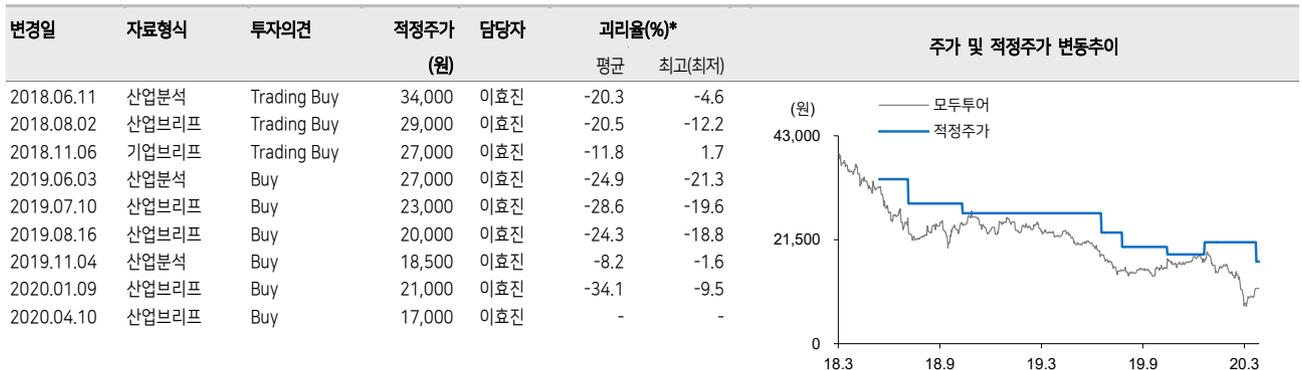
**에스엠 (041510) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



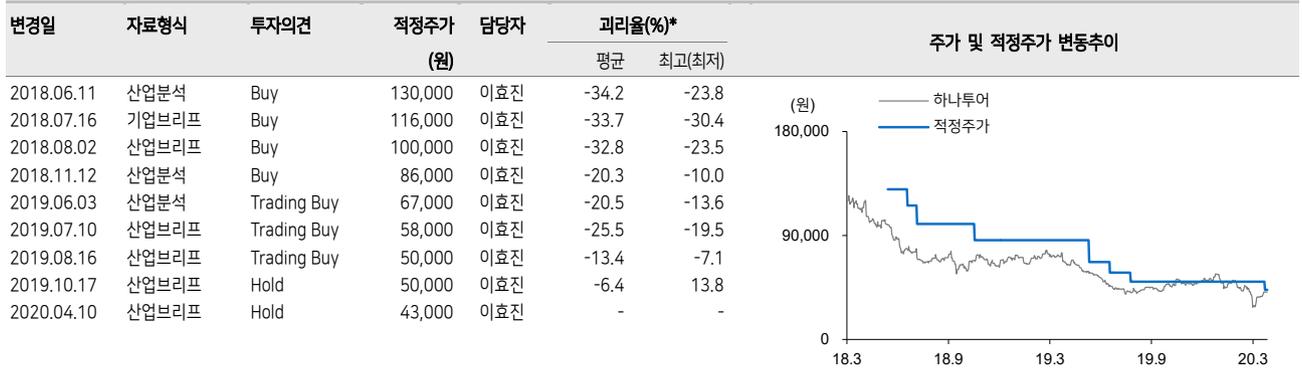
**모두투어 (080160) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



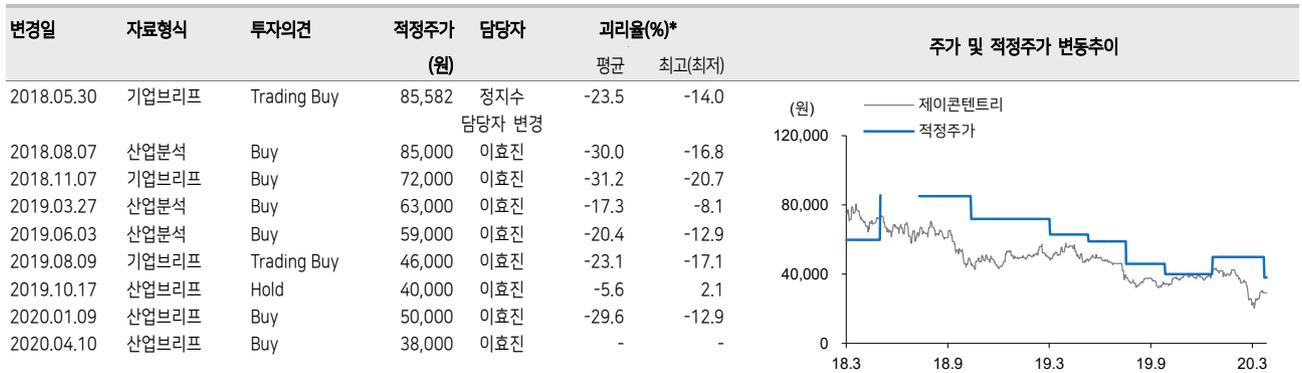
**하나투어 (039130) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

