

2020. 7. 15



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **정은수**

02. 6454-4887

esjung@meritz.co.kr

Neutral

엔터/레저

코로나 6개월차. 하반기 전략은?

- ✓ **엔터:** 팬덤 화력이 앨범에 집중되며 2Q 별도 선방. 자회사 실적이 판가름
- ✓ **콘텐츠:** 2분기 예상치에 부합. 전방 산업 변화는 3분기부터 영향 미칠 것
- ✓ **레저:** 매출 사실상 제로. 2분기 실적 바닥 형성하나 회복 요원한 점이 부담 요인
- ✓ 1) 재무구조 상 기초체력을 갖추고, 2) 상반기 대비 하반기 산업 기상도 악화 가능성 낮은 업체가 유리한 상황. 엔터/콘텐츠 내 JYP, 레저 산업 내 골프존 선호 유지

2분기, 특이점은?

엔터 산업은 콘서트 부재로 YoY 이익 감소는 예상된 바였다. 스트리밍 차트 개편 등으로 팬덤 화력이 앨범에 집중되며 2분기 SM과 JYP 별도 실적은 선방할 것으로 예상된다. 다만 SM은 자회사 적자가 1분기 대비 확대돼 상쇄될 전망이다. 콘텐츠(드라마)산업은 3~6개월 선도 계약 특성으로 인해 무난한 2Q 실적이 예상된다.

레저에 속하는 여행/카지노 산업은 사실상 매출 시계 제로에 돌입했다. 2분기 기준 추정치 대부분을 유지하나 회복의 시기 지연을 반영, 3분기 실적을 하향했다. 해외형 레저 재개에는 많은 가정이 필요한 상황이다. 전망보다는 대응이 적절하다고 판단된다. 반면 국내 레저는 여전한 강세를 자랑한다. 성수기에 해외 골프 수요가 보태진 골프장 사업자들은 2분기, 역대급 실적이 기대된다. 골프장 낙수 효과로 비수기를 무색하게 만든 골프존 실적 또한 1분기에 이은 강세가 예상된다.

멀어진 회복, 별개의 주가

국내 코로나19 영향권에 접어든 지 6개월에 접어들었다. 여타 산업과 마찬가지로 엔터/레저 업체들 또한 새로운 시대에 맞춰 돌파구를 찾는데 집중하고 있다. 엔터사의 온라인 콘서트가 이에 해당한다. 과도기에 해당하는 이번 2분기 업체들의 실적은 대부분 연중 바닥을 형성할 것으로 보인다. 다만 회복 지연이 부담 요인이다.

이와 별개로 주가는 증시 상승에 힘입어 탄력적으로 코로나19 이전 수준을 회복했다. 한한령 해제에 대한 기대는 회복에 힘을 보탤다. 반면, 산업 내 변화 없이 주가 회복을 경험했던 여행/카지노는 기대했던 5월 이후 회복 기미가 요원해지자 증시와 반대 흐름을 보였다. 실적 회복 시기가 지연되면서 투자자들이 외면하기 시작한 것이다. 당사가 하반기 실적 가시성을 중요시 여기는 이유다.

한한령 해제에 대한 기대감, 하반기 예정된 빅히트 상장에 대응하기 위해서는 시장 비중만큼은 채워야 할 시기라고 판단한다. 1) 튼튼한 기초체력으로 현금흐름이 원활하고, 2) 상반기 대비 하반기 산업 기상도가 악화될 가능성이 가장 낮은 JYP를 엔터/콘텐츠 내 선호하며 레저 산업 내에서는 골프존 선호 의견을 유지한다.

표1 카지노/레저 2Q20 Preview at a Glance											
(십억원)		2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2018	2019	2020E
강원랜드	매출액	29.6	364.3	-91.9	236.0	-87.4	94.7	-68.7	1,438.1	1,520.1	830.5
	영업이익	-109.5	172.8	적전	-186.8	적지	-33.9	-223.1	430.7	501.2	-231.7
	세전이익	-106.1	116.8	적전	-181.7	적지	-50.2	-111.5	410.7	488.9	-255.3
	당기순이익	-71.4	50.9	적전	-156.2	적지	-13.1	-447.1	297.3	334.7	-161.6
	영업이익률 (%)	N/A	47.4		-79.1		-35.8		30.0	33.0	N/A
	당기순이익률 (%)	N/A	14.0		-66.2		-13.8		20.7	22.0	N/A
GKL	매출액	32.8	117.4	-72.0	111.5	-70.6	28.6	14.6	480.3	490.8	374.5
	영업이익	-29.8	26.1	적전	26.9	적전	-23.4	-27.4	104.9	96.4	33.6
	세전이익	-28.9	28.0	적전	20.0	적전	-21.6	-33.9	103.8	95.3	32.4
	당기순이익	-20.9	19.7	적전	14.7	적전	-17.9	-17.0	77.6	72.0	24.9
	영업이익률 (%)	N/A	22.3		24.1		-81.9		21.8	19.6	9.0
	당기순이익률 (%)	N/A	16.8		13.2		-62.6		16.2	14.7	6.7
파라다이스	매출액	83.7	233.9	-64.2	184.7	-54.7	84.5	-0.8	787.6	979.4	495.5
	영업이익	-53.3	4.7	적전	4.8	적전	-40.0	-33.2	2.4	51.9	-168.0
	세전이익	-72.3	-5.3	적지	-4.1	적지	-54.3	-33.2	-42.9	15.5	-235.5
	당기순이익	-113.5	-2.1	적지	-2.5	적지	-47.4	-139.4	-21.0	15.1	-195.6
	영업이익률 (%)	N/A	2.0		2.6		-47.4		0.3	5.3	N/A
	당기순이익률 (%)	N/A	-0.9		-1.3		-56.2		-2.7	1.5	N/A
JYP Ent.	매출액	29.9	39.2	-23.7	34.0	-12.1	33.4	-10.5	124.8	155.4	126.4
	영업이익	7.7	9.4	-18.0	13.4	-42.6	7.9	-2.2	28.7	43.5	44.0
	세전이익	7.8	8.7	-10.8	13.8	-43.7	7.3	7.0	30.2	43.0	46.1
	당기순이익	5.2	6.8	-23.4	11.3	-53.8	6.9	-24.1	23.8	31.3	32.1
	영업이익률 (%)	25.9	24.1		39.6		23.7		23.0	28.0	34.8
	당기순이익률 (%)	17.5	17.4		33.4		20.7		19.1	20.1	25.4
에스엠	매출액	149.8	159.6	-6.2	144.7	3.5	124.8	20.1	612.2	657.8	565.4
	영업이익	0.8	3.9	-78.1	1.7	-49.6	2.7	-68.6	47.7	40.4	8.5
	세전이익	0.6	4.2	-85.7	2.3	-73.7	1.9	-68.0	46.0	11.0	-5.4
	당기순이익	0.3	0.5	-34.5	1.0	-69.3	2.7	-88.5	30.6	-9.1	-32.2
	영업이익률 (%)	0.6	2.4		1.2		2.2		7.8	6.1	1.5
	당기순이익률 (%)	0.2	0.3		0.7		2.1		5.0	-1.4	-5.7
모두투어	매출액	14.5	70.2	-79.3	44.2	-67.3	13.2	9.8	365.0	297.2	113.1
	영업이익	-12.7	-0.1	적지	-1.4	적지	-10.8	-17.9	16.6	3.2	-37.3
	세전이익	-12.3	0.0	적전	-1.0	적지	N/A	N/A	17.8	6.3	-35.4
	당기순이익	-13.9	-0.7	적지	-0.9	적지	-7.6	-82.4	12.6	1.8	-30.2
	영업이익률 (%)	N/A	-0.2		-3.3		-81.9		4.6	1.1	N/A
	당기순이익률 (%)	N/A	-1.0		-2.1		-57.6		3.4	0.6	N/A
하나투어	매출액	55.5	193.7	-71.4	110.5	-49.8	46.8	18.5	828.3	763.2	320.6
	영업이익	-33.2	3.6	적전	-27.5	적지	-32.9	-1.0	24.9	5.9	-106.9
	세전이익	-38.8	-4.1	적지	-34.9	적지	-25.3	-53.3	22.3	-5.7	-127.4
	당기순이익	-36.1	-2.4	적지	-25.1	적지	-37.5	3.7	8.7	-8.0	-98.3
	영업이익률 (%)	N/A	1.9		-24.9		-70.3		3.0	0.8	N/A
	당기순이익률 (%)	N/A	-1.2		-22.7		-80.1		1.1	-1.1	N/A
제이콘텐트리	매출액	110.4	131.1	-15.8	85.7	28.9	101.8	8.5	511.3	554.2	522.0
	영업이익	-10.5	16.3	적전	-15.6	적지	-5.8	-81.9	34.7	35.4	-15.4
	세전이익	-17.5	-37.7	적지	-23.4	적지	-5.3	-230.8	33.6	20.8	-43.2
	당기순이익	-10.6	2.5	적전	-23.4	적지	-4.2	-151.3	18.4	1.1	-20.5
	영업이익률 (%)	N/A	12.4		-18.2		-5.6		6.8	6.4	-3.0
	당기순이익률 (%)	N/A	1.9		-27.3		-4.2		3.6	0.2	-3.9
스튜디오드래곤	매출액	141.9	128.2	10.7	120.3	18.0	141.1	0.6	379.6	468.7	485.2
	영업이익	15.0	10.8	38.9	11.6	29.0	15.9	-5.6	39.9	28.7	42.5
	세전이익	16.6	11.9	39.5	13.2	25.8	17.0	-2.4	45.6	33.1	49.1
	당기순이익	14.4	7.3	96.4	10.8	33.5	13.0	10.8	35.8	26.4	39.2
	영업이익률 (%)	10.5	8.4		9.6		11.2		10.5	6.1	8.8
	당기순이익률 (%)	10.1	5.7		9.0		9.2		9.4	5.6	8.1

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

엔터 산업

코로나로 콘서트 매출은 ↓, 앨범 매출은 ↑

엔터 업체들의 실적(이익)은 콘서트 매출과의 상관관계수가 높다. 주지하는 바와 같이 코로나19로 콘서트가 부재하며 엔터社 실적에 대한 눈높이는 꾸준히 낮아져 왔다. 반면 콘서트 부재로 아티스트 팬덤의 화력은 앨범으로 집중되고 있다. 음원 플랫폼들의 차트 개편으로 일명 '차트 줄세우기'가 불가능해진 점 또한 위와 같은 행위를 촉발시킨 것으로 추정된다. 덕분에 YG를 제외(2분기 4월 위너 앨범(11만장)만 발매됨)한 SM과 JYP의 2분기 별도 실적은 선방이 예상된다.

2Q20 JYP 연결 영업이익 시장 기대치 부합할 전망

JYP: 일본 실적 인식 변경에 따른 예상된 2분기 부진, 앨범 판매량이 선방에 기여

JYP의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 299억원(-23.7% YoY)과 77억원(-18% YoY)로 시장 기대치에 부합한 실적이 예상된다. 4~6개월 래깅되어 인식되던 일본 실적이 2분기부터 발생 기준에 따라 인식되기 시작하며 관련 실적 부재로 2분기 매출의 전년 대비(YoY) 감소는 예상되던 바였다. 그러나 아이돌 팬덤 전반적인 앨범 구매 증가 덕에 2분기 100만장 이상의 앨범 판매량을 달성하며 감소폭을 예상보다 줄였다.

표2 JYP Ent. 2Q20 Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	29.9	39.2	-23.7	34.0	-12.1	33.4	-10.6
영업이익	7.7	9.4	-17.8	13.4	-42.6	7.9	-2.2
세전이익	7.8	8.7	-10.7	14.2	-45.5	7.3	6.4
지배순이익	5.2	6.8	-23.0	11.3	-53.8	6.9	-24.1

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표3 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출 추정																
매출	23.0	31.6	33.9	36.3	26.4	37.1	42.2	41.2	30.0	30.9	33.1	36.4	124.8	146.8	130.3	166.0
음반/음원 사업	9.3	10.4	13.3	15.6	9.2	14.6	15.6	16.5	9.9	17.7	22.6	20.6	48.6	55.9	70.9	76.2
매니지먼트 사업	12.7	19.6	18.3	18.9	15.6	23.0	27.9	24.7	20.2	13.1	10.5	15.8	69.5	91.2	59.6	89.8
출연료 등	1.1	7.1	4.0	3.9	2.1	4.7	10.0	4.5	1.3	0.0	0.0	0.0	16.1	21.3	1.3	21.4
광고	4.6	4.5	3.9	3.6	3.8	4.3	4.6	4.5	3.5	3.7	4.3	4.1	16.6	17.2	15.6	16.2
초상권 외	3.4	2.6	1.7	5.3	3.2	4.5	2.5	2.7	0.8	2.0	0.7	1.1	13.0	15.4	4.7	5.9
기타	3.7	5.6	8.9	8.1	6.5	9.5	10.7	13.0	14.6	7.3	5.4	10.5	26.3	39.8	38.0	46.3
% YoY																
매출	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	24.4	13.3	13.8	-16.7	-21.5	-11.7	29.0	17.6	-11.2	27.4
음반/음원 사업	8.3	39.1	162.1	24.9	-0.8	40.9	17.2	5.4	7.9	21.5	44.7	24.9	44.6	15.0	26.7	7.5
매니지먼트 사업	2.1	-3.1	60.9	-0.9	23.0	17.5	52.1	30.6	29.4	-43.1	-62.4	-36.1	10.2	31.2	-34.6	50.7
출연료 등	-48.8	52.2	582.8	47.9	97.0	-33.7	149.9	16.0	-37.1	-100	-99.7	-100	61.3	32.8	-93.7	1,492
광고	4.9	17.6	-12.4	-13.4	-17.6	-4.2	19.8	23.7	-8.2	-13.9	-7.6	-7.8	-1.3	3.7	-9.4	3.8
초상권 외	-4.7	-46.0	-50.3	82.5	-4.3	69.7	47.2	-49.0	-76.3	-54.4	-70.4	-57.7	-12.0	18.5	-63.7	25.5
기타	49.4	-20.5	201.8	-15.5	75.7	69.9	20.6	60.8	125.7	-22.8	-49.3	-19.2	19.2	51.3	-4.5	21.9
원가 추정																
매출원가	13.7	16.6	18.5	20.3	14.2	21.6	22.4	20.6	13.8	16.1	19.0	14.0	69.1	78.7	62.8	82.2
% to sales	62.2	55.4	58.5	55.8	54.0	58.2	53.1	50.0	45.9	52.2	57.3	38.4	55.3	53.7	48.2	49.5
% YoY	-2.8	0.0	60.1	3.6	4.1	30.0	20.7	1.5	-3.2	-25.4	-15.2	-32.2	11.8	14.0	-20.3	30.9
판매관리비	7.5	5.3	5.9	5.0	5.6	6.8	7.6	6.7	5.9	7.0	8.0	7.3	23.7	26.6	28.2	35.8
% to sales	32.7	16.6	17.4	13.8	21.1	18.3	17.9	16.3	19.7	22.7	24.3	20.0	19.0	18.1	21.6	21.5
% YoY	139.4	13.5	45.2	-4.5	-26.0	28.9	28.4	34.5	6.0	3.2	6.4	7.9	38.7	12.5	5.9	26.9
이익 추정																
매출총이익	9.3	15.0	15.4	16.1	12.1	15.5	19.8	20.6	16.2	14.8	14.1	22.4	55.8	68.0	67.5	83.8
% YoY	19.0	25.4	160.2	9.0	29.9	3.4	28.8	28.2	33.7	-4.6	-28.6	8.8	59.5	22.0	-0.7	24.2
매출총이익률(%)	40.6	47.4	45.3	44.2	46.0	41.8	46.9	50.0	54.1	47.8	42.7	61.6	44.7	46.3	51.8	50.5
영업이익	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	8.7	12.2	13.5	10.4	7.8	6.1	15.2	25.4	39.2	39.4	48.1
% YoY	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	69.0	45.0	113.8	-10.7	-50.2	12.7	42.1	54.3	0.4	22.1
영업이익률(%)	3.5	25.7	21.4	25.5	18.4	23.5	29.0	32.7	34.5	25.2	18.4	41.7	20.4	26.7	30.2	29.0

자료: JYP Ent., 매리츠증권 리서치센터

표4 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출 추정																
연결 매출	23.0	31.6	33.9	36.3	26.4	39.2	45.6	44.3	34.0	29.9	28.9	33.6	124.8	155.5	126.4	160.1
% YoY	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	24.1	34.5	22.0	28.9	-23.7	-36.6	-24.1	22.1	24.6	-18.8	26.7
본사 매출	22.0	30.0	31.7	36.3	26.4	37.1	42.2	41.2	30.0	30.9	33.1	36.4	120.0	146.8	130.3	166.0
% YoY	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	24.4	13.3	13.8	-16.7	-21.5	-11.7	29.0	17.6	-11.2	27.4
자회사 합산	2.9	5.3	9.4	9.0	8.4	6.6	16.1	12.3	18.1	2.4	3.8	4.2	26.5	43.4	28.6	30.1
% YoY	19.5	-10.1	248.0	-9.7	192.4	24.0	72.1	36.5	115.1	-63.1	-76.4	-65.8	26.6	63.5	-34.2	5.4
JYP Ent. JP	2.4	5.0	8.4	7.7	7.3	5.8	15.8	11.3	17.1	1.8	2.7	2.4	23.5	40.1	24.0	24.5
% YoY	99.4	-4.5	342.9	-14.5	204.8	15.8	87.8	46.0	135.6	-69.2	-83.1	-78.3	35.4	70.7	-40.1	1.9
JYP Ent. HK	0.4	0.3	0.6	1.0	1.1	0.4	0.3	0.2	0.8	0.2	1.1	1.0	2.4	2.0	3.1	4.2
% YoY	-10.7	-21.2	169.8	130.5	151.8	7.6	-47.4	-80.1	-29.8	-47.0	243.0	401.7	50.3	-15.1	52.8	36.0
제이와이피픽쳐스	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.5	0.0	0.8	0.2	0.5	0.0	0.8	0.7	1.3	1.5	1.5
% YoY	-92.7	-98.9	-40.3	-38.6	-24.6	15,060	-98.3	159.1	468.8	0.0	0.0	0.0	-66.0	87.4	14.1	0.0
이익 추정																
연결 영업이익	1.4	9.1	8.5	9.9	5.8	9.4	14.8	13.5	13.4	7.7	7.0	17.8	28.7	43.5	44.0	51.6
% YoY	-64.1	30.9	664.0	29.4	322.7	3.9	74.5	36.9	132.3	-18.0	-52.5	32.1	47.7	51.2	1.3	17.2
영업이익률(%)	5.9	28.7	25.0	27.1	22.0	24.1	32.4	30.4	39.6	25.9	24.3	53.0	23.0	27.9	34.8	32.2
본사 영업이익	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	8.7	12.2	13.5	10.4	7.8	6.1	15.2	25.4	39.2	39.4	48.1
% YoY	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	69.0	45.0	113.8	-10.7	-50.2	12.7	42.1	54.3	0.4	22.1
자회사 합산	0.6	1.0	1.2	0.6	0.9	0.7	2.5	0.0	3.1	0.0	0.9	2.7	3.3	4.2	6.6	5.5
% YoY	14,681	99.0	366.5	-29.9	65.9	-24.4	107.0	-93.0	227.8	N/A	-63.6	6,483.0	111.6	27.4	56.9	-17.0
세전이익	2.4	9.7	8.5	9.6	7.2	8.7	14.3	12.8	14.2	6.7	6.6	17.2	30.2	43.0	44.7	52.3
% YoY	-28.6	-0.9	557.3	46.1	192.6	-10.3	69.4	33.9	99.3	-23.0	-54.1	33.7	43.3	42.4	3.9	17.0
지배주주순이익	1.8	7.3	6.5	8.2	6.4	6.8	11.7	6.3	11.3	5.2	5.4	10.2	23.8	31.3	32.1	37.6
% YoY	-37.2	7.5	592.2	48.3	249.4	-5.9	80.0	-23.1	76.3	-23.4	-54.1	60.3	47.4	31.3	2.6	17.0

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표5 JYP엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정					
	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
2PM 2008 데뷔 2015, 2018 재계약				닉쿤 1/6-7 일본 소극장 2회 (4천명 추정)	6/10 존케이 디지털싱글
갯세븐 2014 데뷔 2021 만료	4월 일본 미니앨범 'Focus' 4~5월 일본 소극장 투어 (3.5만명) 5/20 Spinning 미니앨범 (30만, 최종 31.5만장) 6월 서울 2회(올림픽체조, 2회, 2.8만명) 6월 북미 투어 4회	7~8월 미주, 호주 7회/ 동남아 팬미팅 4회 7/31 일본 미니앨범 'Love Loop' 7/30~8/18 홀투어 (총 7회, 4.2만명)	10월 유럽 5회 (11~26일), 동남아 1회 11/4 미니앨범 'Call My Name' (29.8만장)		4/20 정규앨범 DYE (40만장 가정)
DAY6 2015.9 데뷔 2022 만료	6/29 잠실실내체육관 팬미팅 (1.1만명)	7/15 미니앨범 'The Book of Us: Gravity' 8/9~11 잠실 3회 (3만명) 8/24 대구 1회 9/7~8 부산 2회 (0.9만명) 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	5/11 미니앨범 'The Book of Us: Demon' (8만장 가정)
트와이스 2015.10 데뷔 2022 만료	4.6 나고야 돔(1회, 3만명) 4월 Fancy You 미니 앨범 (35만장, 최종 39만장) 5월 서울 2회 (올림픽체조, 2회, 2.8만명) 6월 동남아 2회 투어	7월 일본 싱글 앨범 2개 'Happy Happy', 'Breakthrough' 7/13~8/17 동남아, 미주 투어 6회 9/23 미니 'Feel Special' (37만, 최종 41만)	11/20 일본 정규앨범 '&TWICE' 10/23~12/1 일본 아레나 11회 (13.7만명)	2/5 일본 정규2집 리패키지 2/11~2/23 일본 아레나 4회 (4.6만명 가정)	6/1 미니9집 MORE&MORE (51만장 가정)
Stray Kids 2018.3 데뷔	[Unveil Tour] 4월 투어 1회(마닐라) 4/20 올림픽홀(2천명) 5월 투어 3회 (미국) 6/19 미니앨범 Cle2: Yellow wood (15.6만장)	7/28-8/2 유럽 4회	11/4 싱글 앨범 'Astronaut' 11/23,24 올림픽홀 2회 (0.5만명) 12/9 미니 앨범 'Cle; LEVANTER'(18.2만장) 12/26 싱글앨범 Mixtape: Gone Days	1/24 Step Out of Cle(영어앨범) 1/29~2/16 미주 8회 3/18 SKZ2020 (30만장 가정)	6/17 정규1집 GO生 (25만장 가정)
ITZY 2019.2 데뷔		7월 미니앨범 'IT'z ICY' (10만/4Q 2.4만)	11/2~12/21 동남아 6회	1/17~1/26 미주 5회 3/9 미니앨범 'IT'z ME' (15만장 가정)	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에스엠: 별도 선방, 연결 자회사 적자는 1분기보다 커져

2020, 연결 영업이익 기대치 소폭
하회 예상

에스엠의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,498억원(-6.2% YoY)과 8억원(-78.1% YoY)로 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 실적이 예상된다. 팬덤 확대와 코로나19로 인한 앨범 판매 증가 효과가 겹쳐져 NCT 앨범 판매가 예상보다 컸다. 덕분에 2분기 별도 영업이익은 74억원(+282.5% YoY)으로 1분기와 유사한 수준이 기대된다.

별도 견조하나 1분기 대비 자회사
적자 확대가 예상되기 때문

견조한 별도 실적에도 불구하고 연결 영업이익에 대한 기대치가 낮은 이유는 연결 자회사들의 코로나 타격이 예상보다 큰 것으로 추정되기 때문이다. 여행과 광고 사업을 영위하는 SM C&C는 전방 산업 부진의 영향이 길어지고 있고, 1분기 SBS '하이에나'의 넷플릭스 관련 판매 효과가 두드러졌던 키이스트는 2분기 특별한 활동이 포착되지 않았다. 이를 감안한 자회사 합산 적자는 66억원으로 예상된다.

종합해보면, SM의 2분기 별도 영업이익은 1분기 78억원과 유사한 74억원을 기록할 것으로 예상되지만 자회사 합산 적자는 1분기 61억원보다 큰 66억원이 예상되어 연결 영업이익은 1분기(17억원) 대비 소폭 낮은 8억원을 기록할 전망이다.

예상보다 빠른 NCT 팬덤 성장
반영하여 추정치 상향, 적정주가
36,000원으로 상향

동사에 대한 적정주가를 기존 33,000원에서 36,000원으로 상향한다. 이는 NCT의 팬덤 성장 속도를 반영하여 관련 추정치를 상향 조정한 데 따른다. 적정주가 산정 기간(2021년)과 적용 밸류에이션은 기존과 동일하다.

표6 에스엠 2Q20 Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	149.8	159.6	-6.2	144.7	3.5	124.8	20.0
영업이익	0.8	3.9	-78.1	1.7	-49.6	2.7	-68.6
세전이익	0.6	4.2	-85.7	5.2	-88.6	1.9	-68.8
지배순이익	0.3	0.5	-34.5	-0.4	N/A	2.7	-88.6

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표7 에스엠 적정주가 산정 내역

(십억원)	2021 OP	2021 NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	SM 보유가치	주당 가치 (원)
SM본사	40.9	28.6	20	572.2	100%	572.2	24,403
SM JP	15.5	10.9	20	217.4	100%	217.4	9,273
SM Beijing	3.6	2.5	20	50.4	100%	50.4	2,149
합계	60.0	42.0				840	35,825

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표8 에스엠 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망																
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출 추정																
매출	59.4	60.5	65.7	95.9	57.0	64.6	83.7	102.2	68.4	67.5	52.8	74.0	281.6	307.5	262.6	340.2
음반/음원 사업	21.3	22.8	18.2	49.5	23.6	26.7	33.8	42.0	37.8	46.7	35.8	45.6	111.7	126.1	165.9	160.6
음반 매출	11.6	12.1	8.8	34.2	8.4	13.3	17.6	24.9	18.9	26.8	14.4	23.2	66.7	64.2	83.3	72.5
음원 매출	9.7	10.6	9.4	15.3	15.2	13.4	16.2	17.1	18.9	19.9	21.4	22.4	45.0	61.9	82.6	88.1
매니지먼트 사업	38.1	37.8	47.5	46.4	33.4	37.8	49.9	60.2	30.5	20.8	17.0	28.4	169.8	181.3	96.7	179.6
출연료 등	18.8	13.5	19.7	7.7	13.1	13.6	19.1	6.8	13.5	0.0	0.0	0.0	59.7	52.6	13.5	61.6
광고	5.2	7.0	10.0	6.0	6.5	5.3	6.8	5.2	4.5	5.3	6.6	4.9	28.2	23.8	21.2	23.5
초상 외	14.1	17.3	17.8	32.7	13.9	18.9	24.0	48.2	12.5	15.5	10.5	23.5	81.9	105.0	61.9	94.5
% YoY																
매출	46.7	49.6	8.3	28.8	-4.1	6.7	27.4	6.5	20.0	4.5	-36.9	-27.6	30.3	9.2	-14.6	29.6
음반/음원 사업	59.0	83.0	-43.7	76.4	10.6	17.3	85.7	-15.2	60.2	74.8	5.9	8.6	29.5	12.9	31.5	-3.2
음반 매출	95.3	128.3	-60.4	144.1	-27.6	9.9	100.0	-27.2	125.0	101.4	-18.3	-6.7	40.6	-3.7	29.7	-12.9
음원 매출	30.0	47.2	-7.8	9.9	56.7	26.4	72.3	11.8	24.3	48.3	32.3	30.9	16.0	37.6	33.4	6.7
매니지먼트 사업	40.7	34.8	67.5	0.1	-12.3	0.0	5.0	29.7	-8.7	-45.0	-65.9	-52.9	30.7	6.8	-46.7	85.8
출연료 등	78.0	-2.2	103.1	-57.3	-30.5	0.7	-3.0	-11.7	3.4	-100.0	-100.0	-100.0	14.6	-12.0	-74.3	356.5
광고	-36.8	84.2	20.5	8.5	25.0	-24.3	-32.0	-13.6	-30.8	0.0	-3.2	-6.5	9.1	-15.7	-10.8	10.8
초상 외	69.9	66.3	72.8	42.7	-1.8	9.2	34.8	47.4	-9.7	-18.0	-56.5	-51.3	57.8	28.1	-41.0	52.5
원가 추정																
매출원가	35.3	37.8	42.9	56.4	33.2	44.5	52.4	65.6	45.3	43.1	34.3	46.7	172.3	195.6	169.5	222.5
% to sales	59.3	62.4	65.2	58.8	58.2	68.9	62.6	64.2	66.2	64.0	64.9	63.2	61.2	63.6	64.5	65.4
% YoY	26.3	44.6	27.6	25.1	-5.9	17.8	22.2	16.3	36.5	-3.0	-34.5	-28.8	29.8	13.5	-13.4	31.3
판매관리비	14.9	14.4	15.4	22.8	15.2	18.2	15.7	25.6	15.2	16.9	14.8	20.6	67.5	74.7	67.4	76.9
% to sales	25.0	23.7	23.5	23.8	26.7	28.1	18.7	25.1	22.2	25.0	28.0	27.8	24.0	24.3	25.7	22.6
% YoY	21.0	12.2	12.1	20.4	2.3	26.6	1.6	12.4	-0.2	-7.1	-5.8	-19.7	16.7	10.7	-9.7	14.1
이익 추정																
매출총이익	24.2	22.8	22.9	39.5	23.8	20.1	31.3	36.6	23.1	24.3	18.5	27.3	109.4	111.9	93.1	117.7
% YoY	91.8	58.8	-15.7	34.6	-1.6	-11.7	37.1	-7.4	-3.0	20.9	-40.9	-25.6	31.1	2.3	-16.8	26.4
매출총이익률(%)	40.7	37.6	34.8	41.2	41.8	31.1	37.4	35.8	33.8	36.0	35.1	36.8	38.8	36.4	35.5	34.6
영업이익	9.3	8.4	7.4	16.7	8.6	1.9	15.7	11.0	7.8	7.4	3.8	6.7	41.9	37.2	25.7	40.7
% YoY	29.4	444.6	-44.4	60.3	-7.7	-77.0	111.3	-34.3	-9.2	282.5	-76.0	-39.3	63.5	-11.2	-31.0	58.8
영업이익률(%)	15.7	13.9	11.3	17.4	15.1	3.0	18.7	10.7	11.4	11.0	7.1	9.0	14.9	12.1	9.8	12.0

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표9 에스엠 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망																
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출 추정																
연결 매출	110.6	124.4	168.7	208.5	130.8	159.6	173.5	193.9	144.7	149.8	120.7	150.1	612.2	657.8	565.4	725.3
% YoY	62.5	83.8	94.6	45.9	18.2	28.3	2.8	-7.0	10.7	-6.2	-30.4	-22.6	67.6	7.4	-14.1	28.3
본사 매출	59.4	60.5	65.7	95.9	57.0	64.6	83.7	102.2	68.4	67.5	52.8	74.0	281.6	307.5	262.7	340.3
% YoY	46.7	49.6	8.3	28.8	-4.1	6.7	27.4	6.5	20.0	4.5	-36.9	-27.6	30.3	9.2	-14.6	29.6
자회사 합산	51.2	63.9	103.0	112.6	73.8	95.1	89.8	91.7	76.3	82.3	67.9	76.1	330.6	350.3	302.7	385.0
% YoY	85.7	134.5	296.4	64.4	44.2	48.8	-12.8	-18.5	3.5	-13.4	-24.3	-17.0	121.5	6.0	-13.6	27.2
SM C&C	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	42.7	39.8	48.8	33.8	44.0	41.0	50.3	197.0	166.7	169.2	174.3
% YoY	151.4	361.7	338.0	20.0	-6.1	-18.5	-10.5	-21.9	-4.0	3.0	3.0	3.0	122.5	-15.4	1.5	3.0
SM Japan	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	16.0	20.1	28.4	13.0	3.5	3.8	4.1	94.9	79.4	24.5	73.7
% YoY	102.3	34.2	123.2	30.2	-43.3	-2.0	-1.4	-10.9	-12.6	-77.8	-81.0	-85.6	61.4	-16.3	-69.2	201.2
Dream Maker	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	14.0	29.4	19.9	4.0	10.7	13.0	23.0	58.3	79.6	50.6	80.6
% YoY	19.1	-21.8	113.3	67.8	142.8	13.2	64.3	-6.8	-75.4	-23.6	-55.9	15.6	37.0	36.5	-36.3	59.2
키이스트	17.5	27.0	38.4	20.9	23.4	33.3	21.7	21.9	31.5	29.9	23.8	24.1	103.7	100.2	109.4	120.3
% YoY	-18.1	-18.4	53.7	-22.0	33.6	23.3	-43.6	5.1	34.7	-10.0	10.0	10.0	-2.3	-3.4	9.1	10.0
이익 추정																
연결 영업이익	10.4	10.0	12.1	15.2	2.8	3.9	19.9	13.8	1.7	0.8	0.5	5.4	47.7	40.4	8.5	48.5
% YoY	765.8	626.2	162.8	306.3	-72.9	-61.3	64.2	-9.4	-40.3	-78.1	-97.2	-60.9	336.4	-15.4	-79.0	473.3
영업이익률(%)	9.4	8.0	7.2	7.3	2.1	2.4	11.5	7.1	1.2	0.6	0.5	3.6	7.8	6.1	1.5	6.7
본사 영업이익	9.3	8.4	7.4	16.7	8.6	1.9	15.7	11.0	7.8	7.4	3.8	6.7	41.9	37.2	25.7	40.7
% YoY	2,939	444.6	-44.4	60.3	-7.7	-77.0	111.3	-34.3	-9.2	282.5	-76.0	-39.3	63.5	-11.2	-31.0	58.8
영업이익률(%)	15.7	13.9	11.3	17.4	15.1	3.0	18.7	10.7	11.4	11.0	7.1	9.0	14.9	12.1	9.8	12.0
자회사 영업이익	1.1	1.6	4.7	-1.5	-5.8	1.9	4.3	2.8	-6.1	-6.6	-3.2	-1.3	5.9	3.2	-17.2	7.8
% YoY	20.6	N/A	N/A	N/A	N/A	21.7	-9.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-45.3	N/A	N/A
SM C&C	-3.0	-0.3	0.4	0.9	-2.1	0.9	2.5	3.6	-3.5	-0.6	1.0	1.6	-2.1	4.8	-1.6	-0.8
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	584.3	307.3	N/A	N/A	-61.1	-56.1	N/A	N/A	N/A	N/A
SM Japan	6.0	2.9	4.5	4.4	2.0	4.2	3.6	3.9	-0.3	-0.3	-0.3	0.7	17.9	13.6	-0.2	15.5
% 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	n/a	n/a
Dream Maker	0.3	0.9	2.5	1.1	2.0	0.5	3.3	0.3	0.0	-0.3	-0.3	0.3	4.8	6.0	-0.3	6.0
% YoY	N/A	-45.5	N/A	N/A	504.8	-48.4	28.1	-71.1	N/A	N/A	N/A	0.0	26,967.0	24.0	N/A	N/A
키이스트	0.2	-0.2	0.8	-3.2	-1.2	0.7	-0.5	-0.5	2.4	-0.5	0.5	-0.4	-2.4	-1.5	1.9	1.7
% YoY	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A	N/A	-9.4									
SM Beijing	-	-	-	-	-1.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.0	-0.9	1.3	3.6
% YoY	N/A	0.0	250.0	N/A	N/A	N/A	176.9									

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표10 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정					
	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
동방신기 2004 데뷔 2013, 2018 재계약	4/5~10 일본 아레나 5회(5.6만명) 6/12 유노윤호 솔로(14.3만) 6/29 방콕 아레나 1회	7월 홍콩 아레나 1회 9월 대만 아레나 1회 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10/26 일본 정규 'XV' (15.5만장) 10~12월 일본 돔 투어 (8회, 35만명)	1/11~13, 1/17~19 돔 6회 (25만명) 1/23 MANAZASHI 일본 싱글	4/6 최강창민 Chocolate 미니 1집(10.6만장) 5/24 VLive 콘서트 1회
슈퍼주니어 2005 데뷔 2015 재계약	4월 D&E 땡겨 미니3집(8.3만장) 4/13~14 D&E 올림픽홀(2회, 5천명) 5/4 D&E 말레이시아 아레나(1.3만명) 5/19 규현 팬미팅(경희대 평화, 5천명) 5/20 규현 '너를 만나러 간다' 싱글(5만) 5/25, 6/22~6/29 D&E 동남아 아레나 4회(3.3만명) 6/18 여성 '핑크 매직' 미니 앨범 6/20~21 일본 팬미팅 2회(2.8만명)	7/12 사우디 1회 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8/27,28 D&E 일본 홀투어 2회 (1.6만명)	10/4 정규9집 'Time_Slip' (42.7만장) 10월 올림픽 체조경기장 (2회, 2.8만명) 11/2~4 일본 아레나 3회 (11만명) 11/22 성민 미니1집 오르골 11/23~12/15 동남아 3회	1/11~1/19 동남아 3회 1/28 리패키지 'TIMELESS'(12만장) 2/12 일본 I THINK U 발매 2/7~2/16 일본 아레나 5회 (5.6만명)	5/31 VLive 콘서트 1회
소녀시대 2007 데뷔, 2017 일부 재계약			10/28 태연 정규앨범 'Purpose' (16.6만장)	1/15 태연 리패키지 'Purpose' 1/17~19 태연 올림픽 핸드볼 3회 (1.5만명)	5/4 태연 Happy 디지털싱글
샤이니 2008 데뷔, 2018 재계약	3/4 키 군입대 4/15 민호 군입대. 막내 태민만 남은 상황 5월 태민 일본 아레나 8회 (17.7만)	8월 태민 일본 미니 앨범 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 7/5~8/12 태민 일본 아레나 9회 (14만명)	12/28~1/1 태민 일본 아레나 3회 (5만명)		
엑소 2012 데뷔 2019 재계약	4월 첸 사힐, 꽃 미니1집 (18.8만장) 4월 일본, 사이타마아레나 (16~17일, 2회, 6만명) 4월 일본 고베월드홀 (27~29일, 3회, 2.7만명) 4/9 EXO-CBX 일본 디지털싱글 'Paper Cuts' 5/7 시우민 군입대 6/29~30 일본 팬미팅 3회 (4.5만명)	7/1 일본 팬미팅 2회 (3만명) 7/19~28 체조경기장 6회 (9.0만명) 7월 세훈&찬열/백현 미니앨범 (39만장) 7/6~8/25 Lay 솔로 중국 4회, 동남아1회 8/11~9/29 중국, 동남아 9회 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10/11~12/22 일본 아레나 10회 (12.6만명) 11/24 싱글앨범 BIRD 11/27 정규앨범 'OBSESSION' (76.6만장) 11/25, 12/14 동남아 2회 12/14, 15 Lay 솔로콘서트 중국 2회 12/29~31 올림픽체조 경기장 3회 (4.5만명)		3/30 수호 미니1집 '자화상' (26만장) 4/24 일본 BIRD 앨범 5/25 백현 Delight 미니2집 (102만장)
레드벨벳 2014 데뷔 2021 만료	5월 일본 미니앨범 Sappy 6/9,16 일본 팬미팅 2회 (0.5만명) 6/19 'The ReVe Festival-Day 1' 미니(15.7만) 6/21~29 동남아 투어 5회	8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8/20 'The ReVe Festival-Day2' 미니 앨범	11/23,24 화정체육관 2회 (0.8만명) 12월 리팩 'ReVe Festival-Finale'(11.2만/1월 3.0만)	1/2월 일본 아레나투어 3회 (3.5만명) 3/14 예리 디지털 솔로 데뷔	
NCT 2016 데뷔 2023 만료	4월 NCT 127 일본 정규앨범 'Awaken' 4~5월 미주투어(4.24~5.21, 12회) 5/9 WayV 'Take off' 미니앨범 5/24 NCT127 'We Are Superhuman' 미니(26.6만) 6월 러시아 콘서트(26&29, 2회)	7/7,10 NCT127 유럽 투어 2회 7/20 NCT127 싱가포르 1회 7/18 미국 싱글 'Highway to Heaven' 발매 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8월 NCT드림 'We Boom'미니(20만, 최종 33만)	10/29 WayV 미니1집 'Take Over the Moon' (4만장) 11/15~17 Dream 장충 3회 (1.3만명 예상) 12/1,2 동남아 2회 12/18,19 일본 아레나 2회 (3.2만명) 11/23~12/29 WayV 팬사인회 서울1회(2500명 추정), 중국 5회, 동남아 2회	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(72만장)	4/29 Dream 미니 Reload (60만장) 5/3 WayV VLive 콘서트 1회 5/10 NCT드림 VLive 콘서트1회 5/17 NCT127 VLive 콘서트1회 5/19 NCT127 2집 리팩 (50만 가정)
슈퍼 M			10/4 미니앨범 Super M (16.8만장) 11/18 싱글앨범 Let's go Everywhere 11/11~19 미주 5회	1/30~2/28 미주, 유럽 8회	4/26 VLive 콘서트 1회

자료: 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠

선도 계약 특성 상 2분기는
드라마 산업 기대치에 부합할 것

3개월~ 6개월 선도 계약이 일반적인 방송 산업의 특성 상 스튜디오드래곤과 제이 콘텐츠리의 2분기 실적은 특이 사항이 포착되지 않는다. 최근 넷플릭스를 통해 판매되는 관련 규모에 대한 예측 가능성이 높아진 덕에 구작 판매, 감가상각 스케줄 변경을 제외하면 업체들의 실적 가시성은 과거 대비 높아졌다.

2Q20 실적은 컨센서스 충족 전망

스튜디오드래곤: 낮아진 컨센서스 충족

스튜디오드래곤의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,419억원(+10.7% YoY)과 150억원(+38.9% YoY)로 낮아진 눈높이를 충족하는 실적이 예상된다. 당사의 영업이익 추정치는 기존 대비 30억원 상향되었는데 이는 구작 판매를 반영한 결과다. 리콕이 마무리된 '더킹'의 선상각(전체 제작비 80% 이상 2분기 상각)을 반영해 2분기 감가상각은 299억원을 예상한다.

표11 스튜디오드래곤 2Q20 Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	141.9	128.2	10.7	120.3	18.0	141.1	0.6
영업이익	15.0	10.8	38.9	11.6	29.0	15.9	-5.9
세전이익	16.6	11.9	39.5	13.4	24.1	17.0	-2.5
지배순이익	14.4	7.3	96.4	10.9	32.2	13.0	10.8

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표12 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망											
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	141.9	99.5	123.4	379.6	468.6	485.2
(% YoY)	39.9	72.5	6.1	-4.2	7.6	10.7	-24.1	26.6	32.4	23.5	3.5
드라마 부문	111.7	128.1	131.1	97.3	120.2	141.8	99.4	123.3	367.8	468.2	484.7
1. 작품 방영 매출액	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	62.7	40.8	36.3	178.1	208.7	185.0
작품당 편성매출	6.8	7.3	7.6	6.5	8.2	8.6	7.9	6.2	6.7	7.1	7.7
작품 수 (편)	6.5	8.0	8.0	7.0	5.5	7.4	5.3	5.9	24.5	29.5	24.0
ENM 필요 작품 수 (편)									33.0	39.0	24.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									6.5	6.5	4.0
2. PPL	11.4	9.7	10.3	8.8	8.1	10.0	6.2	7.5	27.5	40.2	31.8
작품당 PPL	1.8	1.2	1.3	1.3	1.5	1.4	1.2	1.3	1.1	1.4	1.3
3. VOD 매출	13.6	18.1	16.1	11.1	14.1	14.1	11.9	9.3	51.9	58.9	49.4
작품당 VOD	2.1	2.3	2.0	1.6	2.6	1.9	2.3	1.6	2.1	2.0	2.1
4. 해외판권	42.6	42.2	35.9	31.7	40.8	55.0	40.5	41.2	110.2	152.4	177.5
작품당 해외판권	6.6	5.3	4.5	4.5	7.4	7.5	7.7	7.0	4.5	5.2	7.4
↳중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌	0.0	0.0	8.0	0.0	12.0	0.0	0.0	29.0	0.0	8.0	41.0
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
엔터테인먼트 부문	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	11.9	0.4	0.4
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	121.4	84.6	108.5	324.0	420.7	418.0
매출원가율(%)	86.6	88.0	88.3	97.7	86.1	85.5	85.0	87.9	89.8	86.4	84.1
제작비	48.8	64.5	70.8	48.6	61.8	70.5	45.6	65.1	185.6	232.7	243.2
작품당 제작비	7.5	8.1	8.1	6.9	9.7	10.0	9.0	7.4	7.6	8.4	9.0
CJ ENM 수수료	15.0	10.4	10.4	11.5	10.0	14.2	14.1	12.2	36.9	47.2	50.5
감가상각	26.7	32.2	28.5	27.6	25.6	29.9	18.5	30.3	74.9	115.0	104.2
기타	6.5	1.4	2.6	5.0	1.7	3.9	6.2	4.6	12.6	15.5	16.4
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	5.6	6.6	7.4	15.7	19.2	24.7
판관비율(%)	3.6	3.6	3.3	6.4	4.2	3.9	6.6	6.0	4.1	4.1	5.1
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	5.1	5.6	6.6	7.4	14.5	19.2	24.7
Profitability											
EBITDA	37.7	43.0	39.4	23.6	37.2	44.8	26.9	37.8	114.8	143.7	146.7
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	15.0	8.4	7.5	39.9	28.7	42.5
드라마 부문	10.9	10.7	10.8	-4.1	11.5	14.9	8.4	7.3	40.7	28.3	42.0
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	9.6	10.5	8.4	6.1	10.5	6.1	8.8
드라마 부문(%)	9.8	8.4	8.3	-4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	11.1	6.0	8.7
엔터테인먼트부문(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.0	100.0	100.0

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표13 2019년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	왕이 된 남자	1.7~3.4	16부	김선덕	김희원	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	정현정	이정호	이종석, 이나영	SD, 메가몬스터, 콘텐츠 지음
	진심이 닿다	2.6~3.28	16부	이명숙	박준화	이동욱, 유인나	SD, 글앤그림미디어
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은	SD, JS픽처스
	자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규	준호, 유재명	SD, 에이스팩토리
	그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	SD, 본팩토리
	어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유제원	박보영, 안효섭	SD, 네오엔터테인먼트
	아스달 연대기	6.1~7.7, 9.7~21	18부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	KPJ (SD)
	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 이다희	화앤담픽처스 (SD)
	60일, 지정생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	SD, DK E&M
	호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	SD, 지티스트
	악마가 너의 이름을 부를 때	7.31~9.19	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	SD, 더문써엔엠
	위대한 쇼	8.26~10.15	16부	설준석	신용휘, 김정욱	송승헌, 이선빈	SD, 화이브라더스
	쌈니다 천리마마트	9.20~12.6	12부	김솔지	백승룡	이동휘, 김병철, 정혜성	SD, 스튜디오N
	청일전자 미쓰리	9.25~11.14	16부	박정화	한동화	이혜리	SD
	날 녹여주오	9.28~11.17	16부	백미경	신우철	지창욱	SD, 스토리피닉스
	유령을 잡아라	10.21~12.10	16부	소원, 이영주	신윤섭	김선호, 문근영	SD, 로고스필름
	싸이코패스 다이어리	11.20~20.1.9	16부	류용재	이종재	윤시윤, 정인선	SD, 콘텐츠K
	사랑의 불시착	12.14~20.2.16	16부	박지은	이정호	현빈, 손예진	SD, 문화창고
	블랙독	12.16~20.2.4	16부	박주연	황준혁	하준, 서현진	SD, 얼반웍스
OCN	신의 퀴즈: 리부트	11.14~19.1.10	16부	강은선	김중혁	류덕한, 윤주희	SD
	프리스트	11.24~19.1.20	16부	문만세	김중현	연우진, 정유미	SD
	트랩	2.9~3.3	7부	남상욱, 박신우	박신우	이서진, 성동일, 이화영	SD, 필름몬스터
	빙의	3.6~4.25	16부	박희강	최도훈	송새벽, 고준희	SD, 데이드림엔터
	킬잇	3.16~4.28	12부	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나	SD, 크레이브웍스
	구해줘2	5.8~6.27	16부	서주연	이권	천호진, 엄태구, 이솜	SD, 히든시퀀스
	보이스3	5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱	SD, 키이스트
	WATCHER	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	SD
	미스터 기간제	7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	SD, JS픽처스
	타인은 지옥이다	8.31~10.6	10부	정지도	이창희	임시완, 이동욱	SD, 스튜디오N
그 외	달리는 조사관	9.18~11.7	14부	백정철	김용수, 이창희	이요원, 최귀화	SD, 데이드림엔터
	모두의 거짓말	10.12~12.1	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이우영, 온주완	SD
	은주의 방	18.11.6~19.1.22	12부	박상문, 김현철	장정도, 소재현	류혜영, 김재영	SD
	봄밤	5.22~7.11	32부	김은	안판석	정해인, 한지민	JS픽처스
tvN (EX-LIBRARY)	의사요한	7.19~9.7	16부	김지운	조수원, 김영환	지성, 이세영	KPJ (SD)
	좋아하면 울리는	8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 송강, 정가람	SD
tvN (EX-LIBRARY)	막도먹은 영애씨 시즌17	2.8~4.26	12부	한설희, 백지현	한상재	김현숙	CJENM

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

표14 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!	2.22~4.19	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	12부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25~6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.13~7.2	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오앤뉴
	(아는 건 별로 없지만)가족입니다	6.1~7.21	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	사이코지만 괜찮아	6.20~8.9	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	약의 꽃	7.22~9.10	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	비밀의 숲2	8.15~10.4	16부	이수연	박현석	조승우, 배우나, 최무성	SD, 에이스팩토리
	청춘기록	9.7~10.27	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	SD, 팬엔터테인먼트
	구미호연	9.30~11.19	12부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	SD, 하우픽처스
	여신강림	11.25~	16부	이시은	김상협	문가영, 차은우	SD, 스튜디오N, 본팩토리
	Luca	10.12~11.xx	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희	SD, 테이크웍컴퍼니, 에이치하우스
마우스	11.21~12.xx	10부	최란	강철우	이승기, 최진혁(검토 중)		
이 사랑 통역이 되나요	12.5~21.1.xx	16부	홍정은, 홍미란	박준화			
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
	번외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	SD, 콘텐츠 지음
	트레인	7.11~8.16	12부	박가연	류승진	김재욱	SD, doFRAME
	미생: 그들이 있었다	8.22~9.27	12부	반기리, 정소영	김성수	고수, 허준호, 안소희	SD, 메이스엔터테인먼트
	써치	10.3~11.1	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	SD, 반딧불
그 외	더 킹: 영원의 군주	4/17~6/6	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환, 정은채	
	나홀로 그대	2월 7일		류용재, 김환채, 최성준	이상엽	윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	좋아하면 울리는2	4Q 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	스위트홈	4Q 전망			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
tvN (EX-LIBRARY)	한번 다녀왔습니다	3/28~9/13	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에이즈커밍
	산후조리원	8.3~8.25	8부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	

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

3Q부터는 Q 감소. 눈높이 낮출 시기

다만 3분기부터는 동사 실적에 대한 눈높이를 낮추어야 할 것으로 판단된다. 작품 수가 YoY 감소하기 때문이다. 3Q19에는 동사의 작품 8개(16부작 환산 기준)가 방영되었지만 3Q20에는 4.8개에 불과(수익성에 영향 미치지 않는 '한번 다녀왔습니다' 제외)할 것으로 전망한다. 이는 1) CJ ENM의 드라마 슬롯 조정 및 2) 지상파(비계열사) 물량 부재에 따른다.

1) 계열사 물량 감소:5개→4개/w

TVN 3개, OCN 2개 드라마 슬롯을 운영하던 CJ ENM은 OCN 지난해 11월 월화 드라마 슬롯을 중단했다. 이로 인해 지난해에는 계열사를 통해 일주일 5개 동사의 드라마가 방영되었으나 현재는 4개의 드라마가 방영된다.

동사는 상반기 SBS '더킹', KBS 주말 드라마 '한번 다녀왔습니다' 등을 배치해 계열사 물량 감소를 비계열사를 통해 상쇄한 바 있다. 지난 3Q19에는 MBC '봄밤' 일부(4/16), SBS '의사요한'이 반영되며 Q 증가를 이끌었지만 하반기 이에 대한 기대감은 크게 낮아졌다.

2) 지상파 물량 부재 혹은 계약 조건 악화

'더킹'에 높은 비용으로 베풀었던 SBS는 기대치에 미치지 못한 성적표를 받아야 했다. 언론에 따르면 2020년 지상파 3사의 광고 매출은 YoY 40% 감소할 것으로 예상된다. 방송사 수익의 핵심인 광고 매출의 부진은 시간당 가장 많은 비용이 투입되는 드라마 콘텐츠에 대한 투자 축소를 동반한다. 이는 지상파 물량 부재 혹은 계약 조건 악화를 예상하게 한다.

주지하는 바와 같이, 콘텐츠 산업의 해외 뉴스(OTT 산업)는 주가에 부정적 방향으로 흐르지 않는다. 이전보다 더 많은 플레이어가 진입하고 이로 인해 더 많은 투자금이 예상되기 때문이다. 산업 내 소사이클은 1) 중국 한한령 해제에 대한 기대감, 2) 국내 상황 변화(ex. 방송사, 제작사)로 결정된다.

한한령 해제 기대감과 실적 하향 조정이 주가 등락 야기. 추가 상승은 국내 상황 변화에 달려 있어

지난 11월 넷플릭스와의 리콥울 상생을 이끌어 낸 MOU, 지난 2월 발표된 또 다른 바이어 HBO와의 콘텐츠 제작 계약은 연이은 OTT 출범에 따른 예상 이벤트들이었다. 해외 뉴스가 소화된 현재, 중국 한한령 해제에 대한 기대감과 방송사 부진에 따른 실적 하향 조정이 주가에 혼재되어 있다. 추가 상승을 위해서는 여전히 가장 큰 부분을 차지하는 편성 매출을 책임지는 방송사의 전략 변화, 즉 국내 상황 변화가 필요해 보인다.

제이콘텐트리: 드라마 추가 상각, 영화관 부진 지속되며 컨센서스 하회

2Q20 컨센서스 하회 전망

제이콘텐트리의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,104억원(+10.7% YoY) 과 -105억원(적전 YoY)로 컨센서스를 하회할 전망이다. 부문별로는 메가박스 -163억원, JTBC스튜디오 28억원, IP투자 35억원이 예상되어 적자 대부분이 메가 박스에서 기인한다.

메가박스 임차료 인하 협상 2분기 반영되지 않아

언론에 따르면, CJ CGV는 임차료 관련 건물주와 계약 재협상을 일부 진행하고 있다. 메가박스 또한 2분기 이와 관련하여 임차료 감소가 있을 것으로 예상했으나 현재까지는 반영할만큼 협상이 진척되지 않은 것으로 파악된다. 3분기 할리우드 작품과 국내 대작이 본격적으로 개봉하며 영화관 회복을 기대했으나 미국 코로나 19 상황이 예상보다 악화되며 할리우드 작품들은 개봉을 미루고 있다. 예상보다 더딘 영화 산업 회복을 전망한다.

보수적 회계 위해 리콴 완료된 작품, 100% 선상각 결정

드라마 부문은 1분기 이연된 '이태원 클라쓰' 문전사 관련 수익 전체, 5월 시작된 수목 신규 슬롯이 반영된다. 보수적 회계 처리를 위해 넷플릭스를 통해 대규모 판권 판매가 완료된 작품은 해당분기에 무형자산 100% 감가상각이 진행될 예정이다.

표15 제이콘텐트리 2Q20 Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	110.4	131.1	-15.8	85.7	28.9	101.8	8.5
영업이익	-10.5	16.3	적전	-15.6	적지	-5.8	-80.4
세전이익	-17.5	-37.7	적전	-23.4	적지	-5.3	-229.5
지배순이익	-10.6	2.5	적전	-23.4	적지	-4.2	-153.1

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표16 제이콘텐트리 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
JTBC콘텐츠허브 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)											
매출액	45.3	43.2	40.6	74.2	43.9	55.3	71.4	87.0	161.7	203.2	257.6
작품 방영 매출	20.9	10.5	14.0	30.6	7.3	23.6	33.1	37.7	66.4	76.0	101.7
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	1.0	3.0	4.5	4.5	9.0	10.0	13.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	4.0	3.0	3.0	2.0	1.0	3.0	4.5	4.5	11.0	12.0	13.0
VOD매출	17.7	14.0	18.6	19.2	18.4	19.5	16.9	25.1	13.2	15.8	14.3
드라마	6.4	2.4	3.4	3.6	5.1	6.2	5.1	-2.1	13.2	15.8	14.3
편당 VOD	2.1	0.8	1.1	0.9	5.1	2.1	1.1	-0.5	1.2	1.3	1.1
드라마 외	11.3	11.6	15.2	20.4	13.3	13.9	18.3	20.1	34.4	58.6	65.6
해외판권	8.1	14.6	12.2	24.4	18.1	12.1	21.5	24.2	39.3	59.6	75.9
드라마 (중국 외)	5.5	7.0	8.5	21.0	16.0	10.0	17.0	20.5	25.8	42.0	63.5
중국 向	2	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
드라마 외	0.6	7.6	3.7	3.6	2.1	2.1	4.5	3.7	13.5	15.6	12.4
영업이익	4.8	4.5	3.8	-1.3	-1.2	2.8	1.3	8.0	7.1	11.8	10.9
영업이익률(%)	10.6	10.4	9.3	-1.7	-2.9	14.6	2.9	14.4	4.6	5.6	4.2
IP투자 (드라마 및 영화투자)											
매출액	17.2	20.6	18.1	36.2	10.7	50.9	48.9	48.5	69.9	92.1	158.9
% YoY	-1.4	49.3	-8.9	93.3	-37.7	147.0	169.4	33.8	100.7	31.8	72.5
영업이익	0.7	-2.7	1.0	-9.2	-1.7	3.5	6.7	1.8	5.0	-10.2	10.2
영업이익률(%)	4.1	-13.1	5.5	-25.4	-16.3	6.8	13.7	3.6	7.2	-11.1	6.4
메가박스											
매출액	73.8	82.0	91.5	80.6	41.2	18.9	45.4	55.5	317.2	327.9	161.0
상영매출	43.2	48.6	53.3	45.3	22.7	10.4	21.6	28.2	174.2	190.4	82.9
매점매출	14.2	15.5	16.2	15.8	6.8	3.5	6.6	9.8	55.1	61.6	26.7
기타매출	7.0	9.8	9.7	8.2	6.0	2.2	4.0	5.1	30.5	34.7	17.3
% YoY	4.8	26.5	-10.5	1.1	-44.2	-76.9	-50.4	-31.2	9.0	3.4	-50.9
상영매출	11.1	32.7	-1.7	2.0	-47.5	-78.6	-59.5	-37.8	10.0	9.3	-56.5
매점매출	18.0	24.9	-7.7	19.6	-51.8	-77.4	-59.5	-37.8	23.5	11.7	-56.7
기타매출	7.2	49.4	5.3	-0.6	-13.7	-77.4	-59.2	-37.8	-65.3	13.6	-50.2
영업이익	5.5	15.6	11.1	6.8	-12.2	-16.3	-5.6	-0.7	21.4	39.1	-34.9
영업이익률(%)	7.5	19.0	12.2	8.5	-29.8	-86.0	-12.4	-1.3	6.7	11.9	-21.7
Total											
매출액	126.3	131.1	143.0	153.8	85.7	110.4	158.5	167.3	511.3	554.2	522.0
JTBC콘텐츠허브	45.3	43.2	40.6	74.2	43.9	55.3	71.4	87.0	161.7	203.2	257.6
IP투자	17.2	20.6	18.1	36.2	10.7	50.9	48.9	48.5	69.9	92.1	158.9
메가박스	73.8	82.0	91.5	80.6	41.2	18.9	45.4	55.5	317.2	327.9	161.0
연결조정	-10.0	-14.7	-7.1	-37.2	-10.0	-14.7	-7.1	-23.6	-37.5	-69.1	-55.4
영업이익	11.1	16.3	15.3	-7.2	-15.6	-10.5	2.0	8.6	34.7	35.4	-15.4
JTBC콘텐츠허브	4.8	4.5	3.8	-1.3	-1.2	2.8	1.3	8.0	7.1	11.8	10.9
IP투자	0.7	-2.7	1.0	-9.2	-1.7	3.5	6.7	1.8	5.0	-10.2	10.2
메가박스	5.5	15.6	11.1	6.8	-12.2	-16.3	-5.6	-0.7	21.4	39.1	-34.9
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: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표17 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	아트엔컬처	최수영	최성범	임수향, 차은우	16부	금토
	제3의 매력	9.28-11.17	이매진아시아, JYP픽처스	박희권, 박은영	표민수	서강준, 이솜	16부	금토
	뷰티 인사이드	10.1-11.20	스튜디오앤뉴, 옹필름	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	양세중, 우도환, 김설현	20부	금토
	보좌관 2	11.11~12.10	스튜디오앤뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	월화
	초콜릿	11.29~20.1.12	JYP픽처스	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
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
야식남녀		5.25~6.30	DH, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	12부	월화
쌍갑포차		5.20~6.25	DH, 삼화네트웍스	하윤아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목
닥터 포스터		5.22~7.4	<부부의 세계> 원작인 BBC 작품				10부	금토
모범형사		7.6~8.25	DH, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	16부	월화
우아한 친구들		7.10~8.29		박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	16부	금토
우리, 사랑했을까		7.8~8.27		이승진	김도형	송지효, 손호준	16부	수목
사생활		9월~		유성열	송지원	서현, 고경표, 김효진		수목
경우의 수		9월~		조승희	최성범	옹성우, 신예은	16부	금토
에이틴 어게인		9월~		김도연, 최이륜	안은빈, 하병훈	김하늘, 이도현(김토종)	12부	월화
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

레저

- 정부 보조금으로 버티는 여행산업** 레저에 속하는 여행, 카지노 산업은 코로나19로 전망이 무색해졌다. 2분기 하나투어/모두투어 등 여행 본업의 매출은 사실상 제로에 가깝고 그나마 적자가 확대되지 않는 이유는 정부의 특별 보조금 덕분이다.
- 영업 재개가 무색한 카지노. 상황은 여행 업계와 비슷** 카지노 산업의 상황도 크게 다르지 않다. 내국인을 대상으로 하는 강원랜드는 2분기 내내 일반 테이블을 정상적으로 가동하지 못했고, 그나마 5월초 열린 회원 영업장(VIP테이블)만이 명맥을 유지했을 뿐이다. 외국인 카지노에 해당하는 파라다이스와 GKL은 각각 4월 20일, 5월 8일까지 휴장했다. 현재 영업장은 운영되고 있으나 드롭액 기준 전체 약 30%에 해당하는 기타 국적(=국내 거주 외국인)만을 대상으로 영업을 하다 보니 매출은 전년도의 30% 수준에 머물러 있다. 이 중 파라다이스는 사기업에 해당되어 코로나19에 따른 정부 특별 보조금을 받을 수 있어 적자 규모를 줄였으나, 강원랜드와 GKL은 공기업으로 보조금 대상에 해당되지 않는다.
- 기업인 자가격리 면제 시 카지노 매출 리바운딩 조건에 해당** 3분기가 시작된 현재 상황은 2분기와 크게 다르지 않다. 국가 이동 시 적용되는 자가격리 14일 의무가 여전히 적용되고 있기 때문이다. 다만 지난 5월 1일 韓中 양국 기업인 간 자가격리를 면제해주는 일명 '패스트트랙' 합의에 이어 최근 일본에서는 대만을 포함해 한국 기업인에 대한 패스트트랙을 시행하겠다고 밝혔다. 기업인의 이동이 활발해질 경우 외국인 카지노 매출이 리바운딩 할 수 있는 조건이 성립된다는 점에서는 긍정적이다.
- 그러나 필요 조건 많은 만큼 대응이 적절한 선택** 다만 이는 코로나19 백신의 개발 상황, 한국과 상대국의 코로나 안정화 등 여전히 많은 조건을 필요로 한다. 코로나19에 대해서는 전망이 아닌 대응의 영역이라고 판단하는 이유다.

표18 한국인 입국에 대한 중국, 일본의 제재 내역

국가	시기	내용
중국	2월 26일	웨이하이(威海), 칭다오(靑島), 선양(瀋陽), 연변(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 경우 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

반면 국내 레저는 여전히 강세를 자랑한다. 성수기에 해외 골프 수요가 보태진 골프장 사업자들의 역대급 실적이 기대된다. 골프장 낙수 효과로 비수기를 무색하게 만든 골프존 실적 또한 1분기에 이은 강세가 예상된다.

표19 골프존 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출 추정																
매출	43.5	48.5	51.3	55.4	60.5	60.7	65.6	60.1	72.7	74.4	66.5	71.6	198.7	247.0	285.2	321.8
스크린골프	46.0	47.5	51.1	55.6	59.1	62.5	70.8	63.5	77.7	76.2	71.7	74.9	200.2	255.9	300.4	338.0
Golf simulator	37.6	44.3	47.1	51.5	53.5	54.5	56.6	48.3	64.2	59.5	49.6	52.5	180.5	213.0	229.2	250.0
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	2.8	3.0	3.4	2.9	2.4	3.6	3.8	3.7	2.9	3.6	3.8	3.7	12.1	13.6	14.1	15.1
직영사업	0.1	0.2	0.5	1.0	5.1	3.9	6.3	8.1	9.2	10.8	12.2	14.1	1.8	23.5	46.3	57.9
유지보수	2.6	2.4	2.8	2.8	2.7	1.8	2.1	5.6	2.6	1.8	2.1	5.6	10.5	12.2	12.0	10.5
Golf simulator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상AS 및 질관리수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비즈몰	0.8	1.3	1.6	1.5	2.0	1.8	1.8	1.6	2.0	1.0	1.0	1.0	5.2	7.2	5.0	6.0
유지보수 자재	1.0	0.4	0.7	0.7	0.8	0.0	0.3	4.0	0.6	0.0	0.3	3.2	2.8	5.1	4.0	4.5
기타	0.7	0.6	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0
연결조정	-5.1	-1.4	-2.5	-3.1	-1.3	-3.6	-7.3	-8.9	-7.5	-3.6	-7.3	-8.9	-12.1	-21.1	-27.2	-26.7
성장률(% YoY)																
매출	-26.0	2.0	3.8	24.9	39.1	25.3	27.8	8.6	20.2	22.5	1.4	19.0	-0.7	24.3	15.5	12.8
스크린골프	-33.8	-19.8	6.8	-12.0	28.4	31.6	38.6	14.1	31.4	21.8	1.3	18.0	-16.5	27.8	17.4	12.5
Golf simulator	-40.0	-16.8	-2.9	-11.8	42.3	23.1	20.1	-6.1	19.9	9.1	-12.3	8.6	-19.0	18.0	7.6	9.1
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	-43.9	-19.3	N/A	N/A	-14.8	23.0	11.4	29.7	19.2	0.0	0.0	0.0	156.9	12.5	3.4	7.1
직영사업									78.7	177.2	94.6	72.7			97.3	25.1
유지보수	-73.5	-68.7	-58.4	N/A	6.4	-24.4	-23.4	97.8	-7.0	0.0	0.0	0.0	-44.7	16.0	-1.6	-12.4
원가 추정																
매출원가	13.1	19.4	20.1	24.9	21.6	24.3	24.2	23.8	26.8	29.8	23.2	26.0	77.6	93.9	105.7	113.5
매출원가율(%)	30.1	40.1	39.2	45.0	35.6	40.0	36.9	39.6	36.9	40.1	34.9	36.3	39.0	38.0	37.1	35.3
판매관리비	19.9	22.4	24.4	26.2	24.1	26.5	33.7	36.6	30.6	34.0	34.3	36.9	93.0	120.9	135.8	146.7
판매비율(%)	45.8	46.2	47.6	47.4	39.8	43.7	51.3	60.8	42.0	45.7	51.5	51.5	46.8	48.9	47.6	45.6
이익 추정																
매출총이익	30.4	29.0	31.2	30.5	39.0	36.4	41.4	36.4	45.9	44.5	43.3	45.6	121.1	153.2	179.5	208.3
매출총이익률(%)	69.9	59.9	60.8	55.0	64.4	60.0	63.1	60.4	63.1	59.9	65.1	63.7	67.1	71.9	78.3	83.3
% YoY	-14.5	4.2	-12.1	55.0	28.0	25.5	32.7	19.4	17.8	22.3	4.5	25.5	2.1	26.4	17.2	16.1
영업이익	10.5	6.6	6.8	4.2	14.8	9.9	7.8	-0.2	15.3	10.5	9.0	8.7	28.2	32.3	43.7	61.6
영업이익률(%)	24.1	13.7	13.3	7.6	24.5	16.3	11.8	-0.3	21.1	14.2	13.5	12.2	14.2	13.1	15.3	19.2
% YoY	-26.7	-13.9	-18.1	-40.6	41.3	49.1	14.0	적전	3.3	6.6	15.9	흑전	-24.8	14.7	35.3	41.0

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

