



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

여행 **Neutral**카지노 **Overweight**드라마 **Overweight**

Top Picks

파라다이스(034230)	Buy	30,000원
스튜디오드래곤(253450)	Buy	130,000원

관심종목

GKL(114090)	Buy	29,000원
제이콘텐츠(036420)	Buy	7,200원
하나투어(039130)	Buy	86,000원
모두투어(080160)	Trading Buy	27,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원

엔터/레저

4분기 Preview, 그리고 2019년

- ✓ 여행은 기계적 회복 기대하기보다는 수요를 수치로 확인하며 접근하는 전략 유효
- ✓ 외인 카지노는 일본 대체 효과, 중국 회복이 여전한 키워드
- ✓ 콘텐츠는 2019년 중국 向 매출이 재개되는 원년이 될 것으로 기대
- ✓ 산업 선호도는 카지노>콘텐츠>여행 순
- ✓ 카지노는 성장 산업 중 2018년 유일하게 리레이팅되지 않은 산업. 2019년 실적 성장폭에 리레이팅 보태지며 가장 큰 폭 상승 전망

여행: 희망고문보다는 숫자를 확인하며 갈 시기

하나투어와 모두투어의 4분기 실적은 낮아진 컨센서스를 만족시키거나 이를 소폭 하회할 전망이다. 업체들의 예상보다 수요가 뒤따라 오지 못하며 관련 손실이 발생하고 있어 P와 Q로 인한 설명이 불가한 시기다. 하반기 주가 하락의 원인이 수요 부진에 따른 실적 감소였기 때문에 2019년 주가 상승 또한 수요 회복이 전제되어야 한다고 본다. 자연재해로 인한 일회성 이벤트라고 치부해 왔지만, 전 지역의 수요 감소 혹은 부진이 발생하고 있는 만큼 기계적인 회복을 기대하기 보다는 실제 수요 회복을 확인하며 접근하는 투자전략이 유효한 시기로 판단된다.

카지노: 외인 카지노는 성장, 내국인 카지노는 턴어라운드

파라다이스와 GKL의 4분기 실적은 시장 추정치를 소폭 하회할 전망이다.(당사 기존 추정치는 유지) 파라다이스의 경우 인센티브 지급, GKL은 VIP 위주 영업으로 Hold율이 하락했기 때문이다. 4분기 실적보다는 기존 일본의 건강한 성장에 더해 중국 회복이 빠르게 나타나는 점에 주목할 시기다. 이는 2019년 실적 성장의 중요한 단서가 되기 때문이다. 일본 파친코 규제에 따른 국내 카지노로의 풍선 효과, 2020년 전후 오픈하는 대규모 중국 대형공항('15년 207개→'20년 260개)을 고려했을 때 외인 카지노 비중 확대 전략이 유효하다고 판단한다.

강원랜드 4분기 실적은 컨센서스와 유사한 실적을 전망한다. 채용비리 이후 신규 채용된 인력이 본격적으로 투입되며 카지노 매출이 성장세로 전환한 것으로 추정되며, 기부금 발생으로 순이익과 영업이익 괴리는 다소 발생할 전망이다.

콘텐츠: 2019년은 중국 向 매출 재개되는 원년이 될 것

스튜디오드래곤과 제이콘텐츠의 4분기 실적은 시장 추정치를 하회할 전망이다. (당사 기존 추정치는 유지) 2018년 제이콘텐츠를 시작으로 2019년 스튜디오드래곤 라이브러리의 중국 向 판매가 본격화될 전망이다. 2019년은 중국의 콘텐츠 한한령이 지속되며 중국 현지 드라마 제작 등 업체들의 출구 전략이 가시화되는 원년이 될 전망이다.

(십억원)	매출액					영업이익				
	4Q18E	컨센서스	(% diff.)	4Q17	(% YoY)	4Q18E	컨센서스	(% diff.)	4Q17	(% YoY)
하나투어	212.4	205.0	3.6	181.4	17.0	1.9	4.6	-59.1	15.8	-88.1
모두투어	99.9	93.3	7.1	77.0	29.8	4.5	4.2	6.8	5.6	-20.4
파라다이스	222.0	224.0	-0.9	189.6	17.1	-7.6	-5.0	N/A	-5.4	N/A
GKL	126.8	126.2	0.5	127.6	-0.7	24.6	26.8	-8.4	18.4	34.0
강원랜드	408.9	396.6	3.1	399.4	2.4	94.9	99.7	-4.8	95.4	-0.5
스튜디오드래곤	112.0	106.4	5.3	71.9	55.8	12.2	16.6	-26.4	3.5	252.6
제이콘텐츠리	127.0	134.8	-5.8	121.1	4.5	9.8	12.2	-19.7	8.6	13.7

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

여행: 아직은 포착되지 않는 회복 시그널. 그리고 노랑풍선의 상장

상장 재수생 노랑풍선, 1월 중순 수요 예측 예정

노랑풍선의 희망 공모가액은 주당 15,500원에서 19,000원으로 시가총액 환산 시 739~905억원 밴드를 형성한다. 희망 시가총액은 2018년 순이익을 57억원으로 가정(2018년 3분기 누적 43억원)하여 PER 13~16배를 적용했다.

동사의 지역별 매출 비중이 공개되지 않아 자세한 추정은 어려우나, 업계 전반적으로 4분기가 감익인 점을 고려했을 때 노랑풍선의 4분기 실적도 이와 유사할 전망이다. 1) 비즈니스 구조가 동사와 가장 유사한 참좋은여행이 컨센서스 기준 PER 10배에 거래되고 있고, 2) 여행업センチ먼트가 회복의 지연으로 부진해, 회사가 밝힐 청사진이 명확해야 성공적인 상장이 될 수 있을 것으로 판단한다.

공모 수량	1,000,000주
기존 자사주	264,350주
신주모집	735,650주
상장 후 주식수	4,765,650주
희망 공모가액	15,500~19,000원
희망 시가총액	739~905억원
수요예측	1월 15일~1월 16일
주관사	한국투자증권, KB증권
최대주주 물량	3,143,000주
(6개월 락업)	65.95%
상장직후 유통가능물량	1,321,100주
	27.72%

자료: 노랑풍선 증권신고서

(백만원)	2015	2016	2017	3Q18 YTD
매출액	48,624	60,309	83,822	87,369
% YoY	25.8	24.0	39.0	46.5
영업이익	2,963	5,392	12,548	5,028
% YoY	TTP	82.0	132.7	-36.0
% to sales	6.1	8.9	15.0	5.8
당기순이익	4,226	4,096	10,436	4,298
자기자본	19,965	23,851	35,681	39,979

주: 2018년 회계변경으로 매출 큰폭 증가. 기존 회계 적용 시 OPM은 7.3%

자료: 노랑풍선 증권신고서

표4 노랑풍선 상장을 통해 확보될 자금의 사용 계획

계정 (백만원)	2019	2020	합계	비고
IT 개발비	3,000	2,000	5,000	2H19 항공, 호텔, 단품 통합하는 OTA 시스템 구축
차입금 상환	8,000	-	8,000	2015년 사옥 매입 위해 차입한 시설자금대출 중 80억원 상환
일본 현지법인 설립	500	500	1,000	자본금 및 자본여유금 자금 10억원
시티투어버스 인수	600	900	1,500	시티투어버스 차량 할부금 상환 15억원
합계	12,100	3,400	15,500	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

여행업체 산업 구조조정 충분히 이루어졌나?

여행업체 2018년 60여개 문 닫았지만 1,100개 증가해

집계된 바에 따르면, 2018년 하반기 60여개의 여행업체가 문을 닫았다. 이를 근거로 여행업체의 경쟁 완화를 기대하는 시각이 있으나 이러한 결과를 이끌어 내기에는 줄어든 업체의 수가 늘어난 업체 수에 비해 미미하다. 여행업체에 따르면, 2017년 대비 2018년 3분기 늘어난 여행업체 수는 1,100개에 달한다. 산업 내 구조조정에 따른 개선을 기대하기 힘든 수치다.

표5 여행업 등록업체 현황: 60여개 부도났지만 올해만 늘어난 여행업체 1,000여개에 달해

(개)	2013	2014	2015	2016	2017	3Q18
일반여행업	7,568	2,819	3,414	4,176	4,802	5,430
국외여행업	5,791	8,368	8,582	8,948	9,256	9,546
국내여행업	2,009	6,398	6,548	6,724	6,842	6,999
합계	15,368	17,585	18,544	19,848	20,879	21,975

자료: 한국여행업협회, 노랑풍선 증권신고서, 메리츠증권증권 리서치센터

12월 여행업 데이터

하나투어 -12.1% YoY
모두투어 -11.3% YoY

하나투어와 모두투어의 12월 패키지 송출객수는 각각 308,412명(-12.1% YoY), 122,713명(-11.3% YoY)으로 전년 동기 대비 하락세가 지속되고 있다. 11월까지 지는 지난해 기저가 낮은 중국과 유럽이 성장하며 선방했으나, 12월 발표된 데이터에 따르면 하나투어는 유럽이 마이너스 전환, 중국은 양사 모두 지난해와 유사한 수준으로 하락했다. 일본 자연재해가 미치는 영향이 데이터 부진의 원인이 아니라는 의미다.

표6 전년 동기 대비 12월 지역별 패키지 송출객 성장률: 지역 상관 없이 부진

(% YoY)	동남아	중국	유럽	미주	일본	남태평양
하나투어	2.3	-1.8	-4.1	-41.5	-22.8	-29.8
모두투어	-5.1	1.4	17.5	-33.1	-30.5	-35.2

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

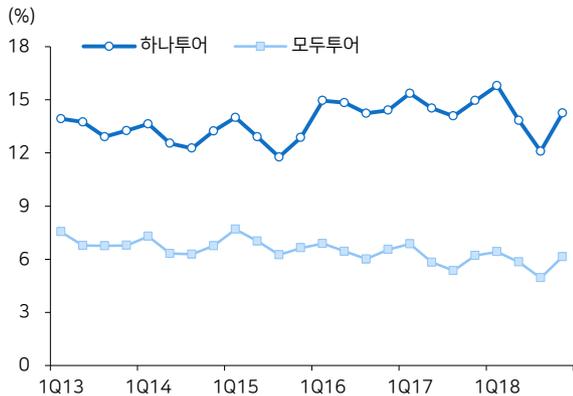
향후 3개월 예약률은 엇갈렸던 두 업체의 흐름은 같은 방향성을 나타내기 시작했다. 하나투어의 경우 1월 -21%, 2월 +23%, 3월 -5%, 모두투어의 경우 1월 -16%, 2월 +20%, 3월 -10%로 평창올림픽 기저 효과가 있는 2월을 제외하고 부진한 흐름이 지속되고 있다.

표7 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

(명)	내국인 출국자		하나투어							모두투어						
	내국인 출국자	% YoY	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	% YoY	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	% YoY
'17.01	2,202,130	11.2	537,215	16.0	329,283	12.6	15.0	194,569	21.5	245,410	10.9	141,059	3.4	6.4	104,351	23.0
'17.02	2,104,667	20.1	486,550	19.8	312,978	25.7	14.9	159,167	8.6	249,100	26.7	147,224	22.3	7.0	101,876	33.6
'17.03	1,806,995	25.1	400,687	21.7	255,536	28.3	14.1	131,418	12.1	214,530	33.8	131,280	32.2	7.3	83,250	36.5
'17.04	1,874,426	23.7	408,635	13.1	248,895	16.1	13.3	133,917	8.8	211,951	18.9	114,850	3.5	6.1	97,101	44.4
'17.05	1,869,653	22.4	406,754	15.9	248,131	24.0	13.3	134,083	2.6	201,200	20.8	105,260	7.6	5.6	95,940	39.8
'17.06	1,968,632	19.2	441,803	13.0	263,114	19.9	13.4	159,189	4.2	217,298	24.7	112,704	20.2	5.7	104,594	29.9
'17.07	2,242,753	15.0	511,352	8.5	310,164	13.5	13.8	183,483	0.7	241,169	14.2	118,855	3.4	5.3	122,314	27.2
'17.08	2,229,915	15.3	497,359	6.4	294,347	12.7	13.2	181,197	-3.4	234,519	9.9	121,157	0.8	5.4	113,362	21.7
'17.09	2,099,593	18.3	457,001	12.9	261,731	17.7	12.5	175,570	4.5	219,713	16.6	111,960	6.7	5.3	107,753	29.2
'17.10	2,088,737	20.2	453,953	12.5	260,313	20.8	12.5	169,769	3.8	216,634	9.6	122,247	3.0	5.9	94,387	19.7
'17.11	2,090,115	23.0	491,652	21.3	306,672	35.8	14.7	164,710	0.8	231,698	22.0	138,867	22.4	6.6	92,831	21.4
'17.12	2,259,395	20.5	541,059	13.6	334,753	24.2	14.8	189,428	-1.7	249,484	23.6	138,306	20.0	6.1	111,178	28.4
'18.01	2,714,908	23.3	630,771	17.4	402,175	22.1	14.8	213,577	9.8	296,730	20.9	168,952	19.8	6.2	127,778	22.5
'18.02	2,172,596	3.2	550,125	13.1	359,053	14.7	16.5	177,663	11.6	233,667	-6.2	135,212	-8.2	6.2	98,455	-3.4
'18.03	2,109,685	16.8	472,885	18.0	298,704	16.9	14.2	156,796	19.3	233,451	8.8	144,662	10.2	6.9	88,789	6.7
'18.04	2,088,324	11.4	467,043	14.3	292,141	17.4	14.0	152,575	13.9	217,860	2.8	130,988	14.1	6.3	86,872	-10.5
'18.05	2,184,015	16.8	452,638	11.3	268,109	8.1	12.3	161,847	20.7	214,421	6.6	124,122	17.9	5.7	90,299	-5.9
'18.06	2,180,519	10.8	457,951	3.7	267,964	1.8	12.3	171,052	7.5	218,202	0.4	121,159	7.5	5.6	97,043	-7.2
'18.07	2,344,420	4.5	469,672	-8.2	266,801	-14.0	11.4	187,343	2.1	217,050	-10.0	110,618	-6.9	4.7	106,432	-13.0
'18.08	2,364,398	6.0	490,340	-1.4	279,166	-5.2	11.8	193,355	6.7	223,173	-4.8	116,587	-3.8	4.9	106,586	-6.0
'18.09	2,081,967	-0.8	413,335	-9.6	226,364	-13.5	10.9	171,234	-2.5	213,521	-2.8	108,703	-2.9	5.2	104,818	-2.7
'18.10	2,196,227	5.1	458,292	1.0	270,517	3.9	12.3	166,472	-1.9	226,759	4.7	134,084	9.7	6.1	92,675	-1.8
'18.11	2,149,373	2.8	463,429	-5.7	280,479	-8.5	13.0	166,940	1.4	228,256	-1.5	135,536	-2.4	6.3	92,720	-0.1
'18.12			509,348	-5.9	294,225	-12.1		200,936	6.1	237,648	-4.7	122,713	-11.3		114,935	3.4

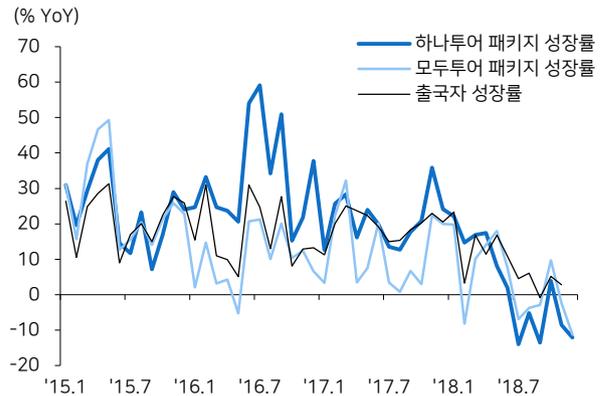
주: 전체 출국자수는 승무원 제외. 자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 하나투어와 모두투어의 출국자수 대비 패키지 M/S추이



주: 출국자수 대비 하나투어와 모두투어의 패키지 송출객 비중
 자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 출국자 성장률 대비 양사 패키지 성장률



자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 상반기, 뚜렷한 Q 회복 없이는 감익 면치 못해

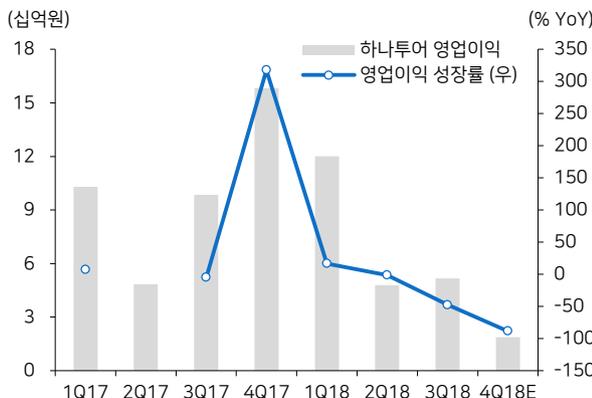
지난 3분기 하나투어 실적에 특이한 점이 있었다. ASP가 13% 상승했던 것이 이에 해당한다. 이는 타사 대비 절반 수준밖에 미치지 못하는 일본 비중이 줄어든 효과가 컸기 때문으로 해석된다.

예상을 크게 벗어나는 시기의 ASP는 의미 갖지 못해

일반적으로 패키지의 ASP와 Q를 통해 이익을 가늠해 왔으나, 최근에는 이를 통한 이익 추정이 맞지 않다. 여행업체들의 예상대로 시장이 전개되지 않으면서 관련 손실을 인식하는 경우가 증가했기 때문이다.

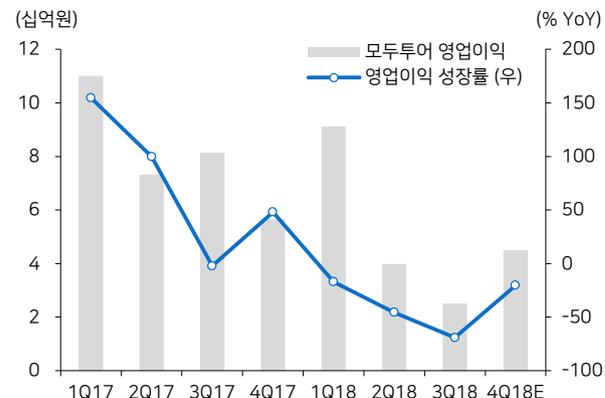
특히 2018년 1분기는 4개 분기 중 이익 방어가 가장 잘 됐던 시기다. 상반기 높은 기저에 따른 감익을 전망하는 이유다. 1) 한국 베이비부머 세대의 은퇴가 마무리된 점(신규 유입 수요 제한적), 2) 패키지 산업의 주고객층인 4060이 경기 사이클이 변할 때 가장 예민하게 선택적 소비를 줄이는 연령대라는 점을 고려했을 때 2019년 패키지 산업은 수치의 회복을 확인하며 접근하는 방식이 유효해 보인다.

그림3 하나투어, 2018년 이익방어 가장 잘 된 시기는 1분기



주: 2Q17은 흑자전환, 자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 모두투어 역시 2018년 1분기 이익 실적이 가장 좋아



자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

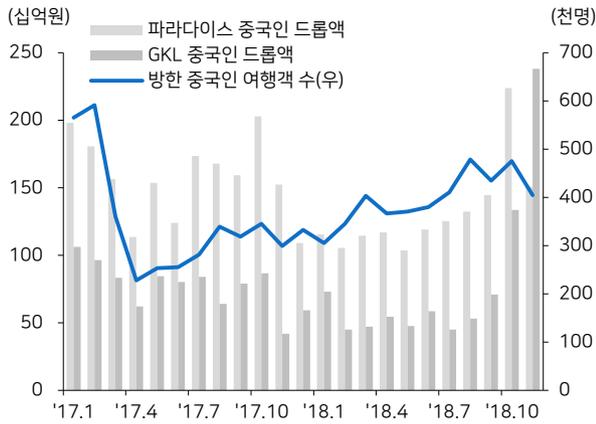
표8 여행업 Global Peer table

(십억원, 백만달러)		패키지				FIT		
		한국		일본	독일	중국	미국	
		하나 투어	모두 투어	H.I.S	Tui	Ctrip	Expedia	Booking Holdings
매출액	2017	682	291	5,411	20,477	3,967	10,060	12,681
	2018E	847	390	7,192	23,221	4,460	11,207	14,530
	2019E	947	411	7,723	23,968	5,300	12,365	16,150
영업이익	2017	41	32	142	833	434	625	4,538
	2018E	24	20	188	1,465	595	1,225	5,471
	2019E	41	30	221	1,618	724	1,434	6,068
EBITDA	2017	61	35	209	1,405	564	1,515	4,901
	2018E	54	23	271	2,018	548	1,917	5,742
	2019E	66	33	318	2,209	681	2,160	6,366
순이익	2017	13	24	118	712	317	378	2,341
	2018E	17	15	111	899	666	878	4,315
	2019E	29	23	132	1,016	716	1,014	4,782
EPS (천원, 달러)	2017	1.12	1.28	1.96	1.22	0.60	2.49	47.78
	2018E	1.25	0.77	1.92	1.55	1.18	5.53	90.06
	2019E	2.19	1.19	2.28	1.74	1.15	6.55	101.77
Net Debt	2017	(228)	(97)	(167)	(703)	(129)	865	(8,302)
	2018E	(259)	(136)	96	605	3,487	760	(1,206)
	2019E	(306)	(153)	124	575	2,526	(337)	(2,181)
PER (배)	2017	92.3	23.8	17.3	10.6	75.1	45.9	23.5
	2018E	54.9	31.2	18.8	9.5	22.9	20.4	19.1
	2019E	30.0	19.0	15.8	8.5	23.6	17.2	16.9
PBR (배)	2017	5.8	4.3	2.6	2.9	1.8	4.0	7.5
	2018E	3.9	3.2	2.4	2.0	1.2	3.9	7.9
	2019E	3.6	2.7	2.2	1.9	1.2	3.5	6.4
EV/EBITDA (배)	2017	16.4	14.4	9.8	6.6	41.0	13.6	15.5
	2018E	10.8	15.2	10.6	4.6	28.2	9.7	12.6
	2019E	7.6	9.3	9.0	4.2	22.7	8.6	11.4
ROE (%)	2017	6.6	20.3	16.0	23.0	2.7	8.7	22.2
	2018E	7.1	10.5	13.8	21.9	3.5	16.7	40.7
	2019E	12.2	15.0	14.8	21.7	4.4	18.1	42.3
ROA (%)	2017	2.3	8.8	3.5	4.5	1.4	2.2	10.3
	2018E	2.7	4.1	3.3	N/A	1.8	3.8	16.9
	2019E	4.1	6.0	3.7	N/A	2.5	4.5	17.9
Div. Yield(%)	2017	1.5	1.5	0.7	5.0	N/A	1.1	N/A
	2018E	2.2	1.5	0.8	6.2	-	1.0	-
	2019E	2.3	2.1	0.9	6.8	-	1.2	-

자료: 하나투어와 모두투어는 메리츠증권 리서치센터 추정치, 글로벌 피어 업체는 Bloomberg 컨센서스 활용

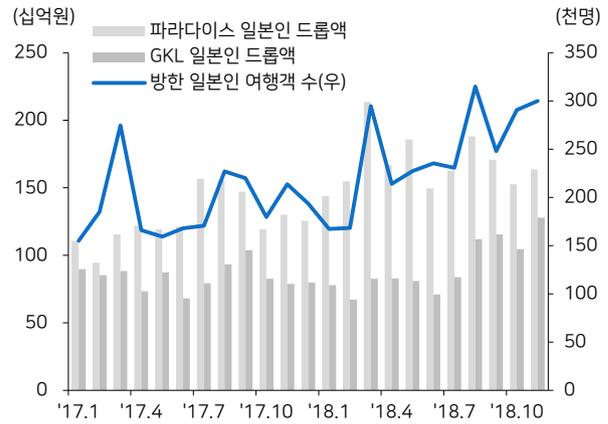
카지노

그림5 중국인 인바운드와 드롭액



주: 중국인 인바운드 및 중국 드롭액 추이
 자료: 한국관광공사, 파라다이스, GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 일본인 인바운드 및 일본 드롭액은 동행 관계



주: 일본인 인바운드 및 일본 드롭액 추이
 자료: 한국관광공사, 파라다이스, GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 2019년 일본/중국 연휴: VIP 고객이 카지노 오는 날

	일본	중국
1월	1일 (설날), 12-14일 (성년의 날)	1일 (신정)
2월	11-13일 (건국기념일)	4~10일 (춘절)
3월	21일 (춘분, 목요일)	
4월	27~29일 (쇼와의 날)	5~7일 (청명절)
5월	3~6일 (헌법기념일, 식목일, 어린이날)	5.1일 (노동절)
6월		7~9일 (단오절)
7월	13-15일 (바다의 날)	
8월	10-12일 (산의 날)	
9월	14-16일 (경로의 날), 21-23일 (추분)	13~15일 (중추절)
10월	12-14일 (체육의 날)	1~7일 (국경절)
11월	2-4일 (문화의 날), 23일 (노동 감사의 날)	
12월	21-23일 (천왕 탄생일)	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 1. 4

하나투어 039130

악순환 고리를 끊을 때까지 관망 필요

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업이익은 19억원으로 컨센서스 하회할 것
- ✓ 평창 올림픽 기저 있는 2월 제외하고 1분기 예약률 의미 있는 반등 아직 없어
- ✓ 내년 패키지 송출객 성장률 7% 추정에 근거, 본사 이익 369억원 전망
- ✓ 2019년 연결 영업이익 407억원 추정, 전망치 640억원 달성 가능성 다소 낮아
- ✓ 바닥 잡기에는 내년 1분기까지 역기지임을 고려해야. 당분간 관망 필요

Buy

적정주가 (12개월) 86,000 원
현재주가 (1.3) 65,800 원
상승여력 30.7%

KOSPI	1,993.70pt
시가총액	7,643억원
발행주식수	1,162만주
유통주식비율	80.44%
외국인비중	12.57%
52주 최고/최저가	124,500원/56,700원
평균거래대금	92.0억원

주요주주(%)			
박상환 외 25 인	14.83		
국민연금	10.02		
키움프라이빗에쿼티 외 1 인	5.00		

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-17.3	-38.2
상대주가	1.5	-5.8	-22.9

주가그래프



낮아진 컨센서스가 버거운 4분기 실적

하나투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,124억원(+17% YoY)과 19억원(-88% YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 별도 기준 영업이익이 14억원에 그칠 것으로 추정하는 것이 컨센서스 하회의 주된 요인이다.

해외 자회사 이익은 12억원으로 전망한다. 분기 40억원 남짓의 이익을 기록하던 일본 자회사가 자연재해 영향에서 벗어나지 못하며 5억원 이익에 그칠 전망이다. 한편 국내 자회사 실적을 좌우하는 인바운드 사업은 적자 축소가 지속될 전망이다. 주지하는 바와 같이 적자 대부분은 면세점에서 비롯되는 데, 4분기 SM면세점은 -25억원으로 3분기와 유사한 수준을 전망한다.

2019년 신사업 투자 고려 시 가이던스 달성 가능성은 다소 낮아

지난달 동사가 발표한 2019년 전망치는 매출액 9,545억원 및 영업이익 602억원으로, 당사 추정 기준 각각(YoY(이하 동일)) 13%, 152% 증가한 수치다. 이는 별도 이익 395억원(+40%)과 일본 170억원(+100%), 면세점 -20억원에 기반한다. 김해 면세점 취득을 가정했음을 고려하면 기존 면세점 70억원 적자를 예상하고 있는 것으로 판단된다(수정 시 전망치가 내포하는 영업이익은 552억원).

당사가 전망하는 2019년 동사 매출액 및 영업이익은 각각 9,472억원(+12%) 및 406억원(+70%)이다. 이는 별도 369억원(+31%), 일본 134억원(+58%), 면세점 -90억원, 투어팁스 -45억원(신규)에 기반한 수치다. '모하지'와 하나투어 어플 일원화로 현지투어 진출 고려 시 2019년 동사의 초점은 이익보다는 신규 사업이 될 가능성이 높아 마케팅비 축소는 쉽지 않다. 또한 회사가 제시한 패키지 송출객 성장률 19%은 1) 출국자 성장률 7%, 2) 주고객층인 4060이 경기 둔화에 민감한 은퇴자산가임을 고려했을 때 달성 가능성은 다소 낮아 보인다.

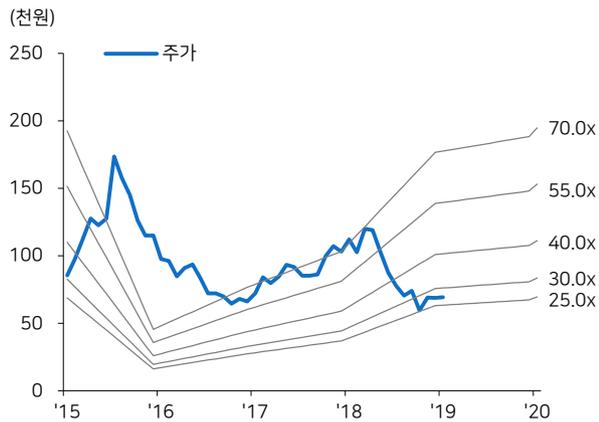
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	682.3	40.8	13.0	1,116	68.9	17,628	92.3	5.8	16.4	6.6	150.4
2018E	846.8	23.9	14.6	1,254	34.5	17,535	54.9	3.9	10.8	7.1	181.4
2019E	947.2	40.6	25.5	2,194	71.2	18,300	30.0	3.6	7.6	12.2	191.9
2020E	997.8	42.6	26.2	2,258	6.7	19,129	29.1	3.4	7.8	12.1	190.8
2021E	1,303.1	56.2	37.9	3,263	40.9	20,963	20.2	3.1	5.3	16.3	224.2

표10 하나투어 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	212.4	181.4	17.0	208.4	1.9	205.0	3.6
영업이익	1.9	15.8	-88.1	5.2	-63.7	4.6	-59.1
세전이익	2.8	15.4	-81.9	8.4	-66.9	3.9	-27.6
지배순이익	1.6	6.5	-75.1	4.5	-63.5	5.1	-68.1

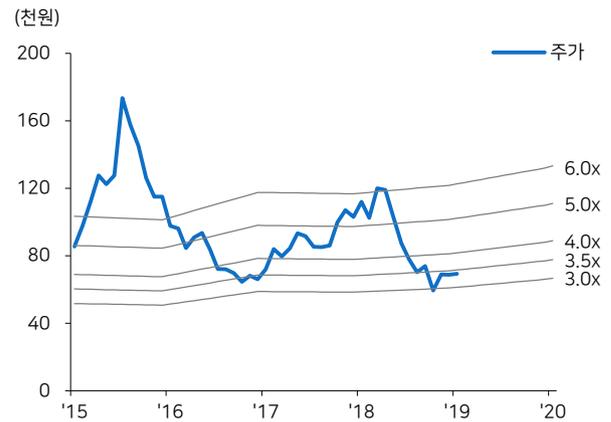
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 하나투어 12M Fwd PER 밴드



자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 하나투어 12M Fwd PBR 밴드



자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)															
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
총 수탁금	887.0	824.1	904.5	938.8	980.3	857.3	847.2	880.8	997.3	823.8	906.4	910.0	3,554	3,642	3,637
%YoY	11.7	19.7	5.9	26.8	10.5	4.0	-6.3	-6.2	1.7	-3.9	-1.9	3.3	15.5	2.5	-0.1
%매출전환율	12.8	12.7	11.8	12.8	16.2	14.7	13.9	16.9	16.0	15.3	16.6	17.5	12.5	15.7	16.4
매출액	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	118.0	149.2	159.1	125.8	150.9	159.1	444.6	573.1	595.0
%YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	10.6	24.0	0.3	-0.1	8.2	6.7	15.3	28.9	3.8
영업비용	97.2	96.0	97.3	107.4	144.7	122.1	111.6	147.7	146.7	120.6	139.2	151.6	397.8	544.9	558.1
%YoY	5.0	11.6	6.5	25.5	48.9	27.2	14.7	37.6	1.4	-1.2	6.8	2.6	11.9	37.0	2.4
%매출액 대비	85.9	91.8	91.2	89.3	91.3	97.0	94.6	99.0	92.2	95.9	92.2	95.3	89.5	95.1	93.8
영업이익	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	6.4	1.4	12.4	5.2	11.7	7.5	46.8	28.2	36.9
%YoY	40.7	2,238	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-32.1	-88.8	-10.4	35.1	28.8	421.8	54.0	-39.7	30.5
OPM(%)	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	3.0	5.4	1.0	7.8	4.1	7.8	4.7	10.5	4.9	6.2
Key assumptions															
출국자수(천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,984	7,246	6,690	7,665	7,555	24,837	27,225	29,156
%YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	8.5	3.6	3.7	12.9	8.2	19.2	9.6	7.1
패키지승객(천명)	939	830	925	963	1,106	892	821	897	1,051	925	958	1,046	3,658	3,716	3,979
%YoY	21.3	19.2	14.9	25.8	17.7	7.5	-11.2	-6.9	-5.0	3.7	16.6	16.6	20.2	1.6	7.1
항공권승객(천명)	485	427	540	524	548	485	552	534	669	459	433	510	1,977	2,120	2,071
%YoY	14.5	5.1	0.4	0.8	13.0	13.6	2.2	2.0	22.1	-5.4	-21.5	-4.6	4.7	7.2	-2.3
패키지M/S(%)	15.4	14.5	14.1	15.0	15.8	13.8	12.1	12.8	14.5	13.8	12.5	13.8	14.7	13.6	13.6
%p YoY	0.4	-0.3	-0.2	0.5	0.4	-0.7	-2.0	-2.7	-1.3	0.0	0.4	1.0	0.1	-1.1	-0.0

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표12 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)															
(십억원)	*1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	*1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	171.3	185.8	166.9	181.4	229.3	196.7	208.4	212.4	237.7	219.3	246.4	243.8	682.3	846.8	947.2
%YoY	15.0	33.0	4.3	23.5	33.9	5.9	3.4	17.0	3.7	11.4	18.2	14.8	14.6	24.1	11.8
하나투어본사	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	118.0	149.2	159.1	125.8	150.9	159.1	444.6	573.1	595.0
%YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	10.6	24.0	0.3	-0.1	8.2	6.7	15.3	28.9	3.8
종속회사	66.4	69.4	69.5	71.7	78.7	82.2	76.7	78.2	90.5	98.0	91.8	100.9	277.0	314.5	381.3
%YoY	25.9	11.8	6.7	12.9	18.6	18.4	10.3	9.2	14.9	19.3	21.9	29.1	13.8	13.5	21.3
영업이익	10.3	5.7	9.9	15.8	12.0	4.8	5.2	1.9	11.7	6.8	11.7	10.4	40.8	23.9	40.6
%YoY	7.2	N/A	-4.9	317.7	16.6	-15.9	-42.3	-88.1	-2.8	43.0	125.6	455.3	95.1	-41.6	70.3
OPM(%)	6.0	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	2.5	0.9	4.9	3.1	4.7	4.3	6.0	2.8	4.3
하나투어본사	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	6.4	1.4	12.4	5.2	11.7	7.5	46.8	28.2	36.9
%YoY	40.7	2238.6	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-32.1	-88.8	-10.4	35.1	28.8	421.8	54.0	-39.7	30.5
종속회사	-5.6	-2.9	0.5	2.9	-1.9	1.0	-1.4	0.4	-0.8	1.7	0.0	2.9	-6.0	-4.4	3.8
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-73.1	N/A	117.9	N/A	352.7	N/A	N/A	N/A
국내자회사	-10.7	-8.9	-4.7	-2.9	-7.0	-3.2	-2.5	-0.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.2	-27.2	-13.4	-12.5
%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
SM면세점	-8.2	-9.5	-5.3	-4.5	-4.9	-4.0	-2.6	-2.5	-2.4	-2.5	-2.1	-2.0	-27.6	-14.0	-9.0
%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
해외자회사	5.1	5.1	5.2	5.5	5.1	4.2	-2.6	1.2	3.4	4.7	3.1	5.1	20.9	7.9	16.3
%YoY	7.7	14.0	8.3	29.9	1.3	-18.3	N/A	-78.5	-33.7	12.0	N/A	331.4	14.6	-62.3	107.1
일본자회사	4.3	4.5	4.7	4.5	4.5	3.5	0.0	0.5	2.2	3.5	3.7	3.9	18.0	8.5	13.4
%YoY	19.6	37.0	44.6	56.3	3.6	-21.4	-99.6	-88.9	-50.0	-	N/A	687.6	12.5	-52.7	57.9

주: *17년도 1분기 및 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	682.3	846.8	947.2	997.8	1,303.1
매출액증가율 (%)	14.6	24.1	11.8	5.3	30.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	682.3	846.8	947.2	997.8	1,303.1
판매관리비	641.5	823.0	906.5	955.2	1,246.9
영업이익	40.8	23.9	40.6	42.6	56.2
영업이익률	6.0	2.8	4.3	4.3	4.3
금융손익	1.5	1.9	2.4	2.8	3.5
종속/관계기업손익	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.8	3.6	3.7	3.7	3.9
세전계속사업이익	38.0	29.3	46.7	49.1	63.5
법인세비용	25.3	11.7	14.3	13.6	14.7
당기순이익	12.7	17.1	29.3	31.2	44.0
지배주주지분 손이익	13.0	14.6	25.5	26.2	37.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	66.2	85.7	78.5	60.6	130.5
당기순이익(손실)	12.7	17.1	29.3	31.2	44.0
유형자산상각비	16.1	23.9	18.6	12.4	10.8
무형자산상각비	4.4	5.9	7.0	5.1	3.7
운전자본의 증감	2.3	38.8	23.7	11.9	72.0
투자활동 현금흐름	-21.8	-43.7	-18.9	-8.2	-25.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-21.4	-20.0	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	0.5	-9.6	-0.2	-1.3	-9.0
재무활동 현금흐름	32.9	-22.2	-16.4	-16.5	-16.1
차입금의 증감	5.4	-5.6	0.2	0.1	0.6
자본의 증가	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	72.3	19.8	43.2	35.9	89.0
기초현금	156.1	228.4	248.2	291.4	327.3
기말현금	228.4	248.2	291.4	327.3	416.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	430.3	498.7	571.6	622.5	801.9
현금및현금성자산	228.4	248.2	291.4	327.3	416.3
매출채권	92.7	115.1	128.7	135.6	177.1
재고자산	14.6	18.1	20.2	21.3	27.8
비유동자산	174.5	182.2	171.8	160.6	160.2
유형자산	82.6	78.6	65.1	57.7	51.9
무형자산	13.9	16.0	19.0	13.9	10.2
투자자산	50.7	60.3	60.5	61.8	70.8
자산총계	604.7	680.9	743.4	783.2	962.0
유동부채	343.1	416.0	464.0	488.3	634.4
매입채무	83.7	103.9	116.2	122.5	159.9
단기차입금	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
유동성장기부채	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.2	23.0	24.7	25.6	30.9
사채	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
장기차입금	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
부채총계	363.3	439.0	488.7	513.9	665.3
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	114.5	114.5	114.5	114.5	114.5
기타포괄이익누계액	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
이익잉여금	122.8	121.7	130.6	140.2	161.5
비지배주주지분	36.7	38.3	42.1	47.1	53.2
자본총계	241.5	242.0	254.7	269.3	296.7

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	58,738	72,901	81,539	85,900	112,178
EPS(지배주주)	1,116	1,254	2,194	2,258	3,263
CFPS	6,756	4,879	5,756	5,121	6,006
EBITDAPS	5,281	4,622	5,702	5,171	6,088
BPS	17,628	17,535	18,300	19,129	20,963
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.5	2.2	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	92.3	54.9	30.0	29.1	20.2
PCR	15.2	14.1	11.4	12.8	11.0
PSR	1.8	0.9	0.8	0.8	0.6
PBR	5.8	3.9	3.6	3.4	3.1
EBITDA	61.4	53.7	66.2	60.1	70.7
EV/EBITDA	16.4	10.8	7.6	7.8	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	7.1	12.2	12.1	16.3
EBITDA 이익률	9.0	6.3	7.0	6.0	5.4
부채비율	150.4	181.4	191.9	190.8	224.2
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	56.1	33.0	63.6	66.3	86.1
매출채권회전율(x)	7.9	8.1	7.8	7.5	8.3
재고자산회전율(x)	35.1	51.9	49.5	48.1	53.1

Industry Brief
2019. 1. 4

모두투어 080160

주가 상승의 조건은 수요 회복 확인

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업이익은 45억원으로 낮아진 컨센서스를 충족
- ✓ 평창 올림픽 기저 있는 2월 제외하고 1분기 예약률 의미 있는 반등 아직 없어
- ✓ 내년 패키지 송출객 성장률 6% 추정에 근거, 본사 이익 317억원 전망
- ✓ 2019년 연결 영업이익 298억원 추정, 모두투어 전망치 334억원과 유사
- ✓ 바닥 잡기에는 내년 1분기까지 역기저임을 고려해야. 당분간 관망 필요

Trading Buy

적정주가 (12개월) 27,000 원
현재주가 (1.3) 22,700 원
상승여력 18.9%

KOSDAQ	657.02pt
시가총액	4,290억원
발행주식수	1,890만주
유통주식비율	78.63%
외국인비중	27.56%
52주 최고/최저가	40,450원/19,850원
평균거래대금	51.7억원

주요주주(%)	
우종유 외 15인	15.46
KB자산운용	9.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	-11.5	-28.2
상대주가	-4.8	7.2	-10.1

주가그래프



낮아진 컨센서스를 충족시킬 4분기 실적, 회복이 지연되는 1분기

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 999억원(+30% YoY)과 45억원(-20% YoY)으로 낮아진 컨센서스를 충족할 전망이다. 별도 기준 영업이익이 58억원에 그칠 것으로 추정하는 것이 감익의 주된 요인이다. 자회사 합산 이익은 자유투어 5억 적자를 포함, 13억원 적자를 전망한다.

이와 함께 발표된 1, 2, 3월 예약률 또한 12월 수치와 큰 폭에서 유사하다. 1분기 회복을 기대하기 어렵다고 판단한다. 특히 2018년 4개 분기 중 1분기는 가장 이익방어가 잘 되었던 시기였던 점을 유의해야 한다. 바닥콜 타이밍으로 보기엔 이르다고 판단하는 근거다. 하락의 원인이 수요 하락이었기 때문에 상승의 조건 또한 수요 회복이라고 판단한다.

2019년 모두투어 가이던스는 보수적 추정에 근거한 달성 가능한 수준

지난달 동사가 발표한 2019년 전망치는 매출액 4,224억원 및 영업이익 334억원으로, 당사 추정 기준 각각 YoY 8%, 66% 증가한 수치다. 이는 별도 이익 300억원(40% YoY)과 자회사 합산 30억 흑자를 가정한 수치다.

당사가 전망하는 2019년 모두투어 매출액 및 영업이익은 각각 4,109억원(+5% YoY) 및 298억원(+48% YoY)이다. 이는 별도 이익 317억원(+29% YoY), 자유투어 -9억(+9억 YoY), 리츠 26억원(+25% YoY), 모두스테이 -28억원(flat YoY)에 기반한 수치다. 1) 출국자 성장률이 7%이며 2) 주고객층인 40600이 경기 둔화에 가장 민감한 연령대라는 점을 고려했을 때 2019년 패키지 산업은 보수적 접근이 유효해 보인다.

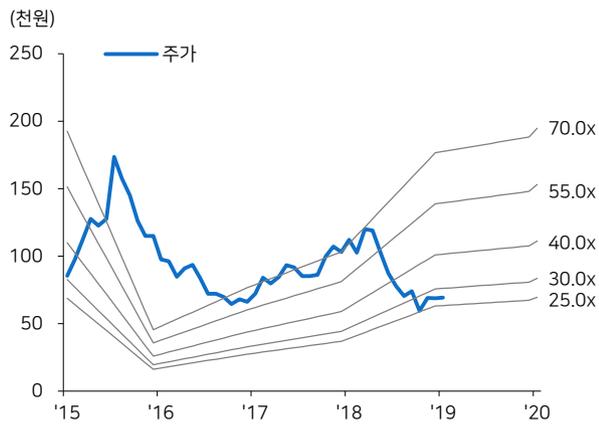
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	291.0	32.1	24.2	1,279	52.4	7,134	23.8	4.3	14.4	20.3	107.5
2018E	390.5	20.1	14.6	773	-39.8	7,565	31.2	3.2	15.2	10.5	119.6
2019E	410.9	29.8	22.5	1,192	59.9	8,302	19.0	2.7	9.3	15.0	115.0
2020E	443.9	27.5	20.3	1,072	-2.6	8,946	21.2	2.5	9.3	12.4	113.8
2021E	453.8	24.4	17.6	932	-10.2	9,490	24.4	2.4	10.0	10.1	108.9

표13 모두투어 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	99.9	77.0	29.8	97.3	2.7	93.3	7.1
영업이익	4.5	5.6	-20.4	2.5	79.1	4.2	6.8
세전이익	4.4	5.1	-14.1	2.6	69.6	2.7	65.1
지배순이익	2.8	4.1	-32.0	1.2	141.4	4.6	-38.7

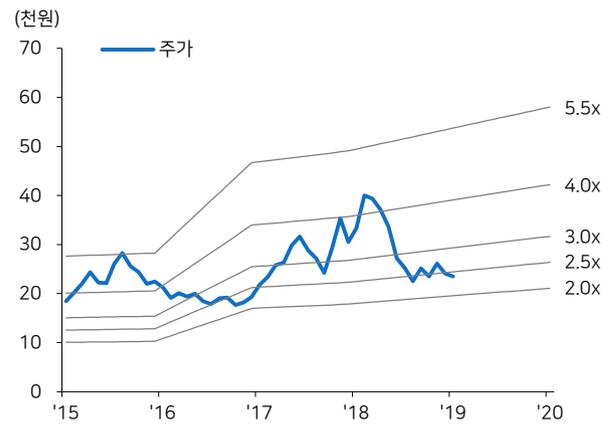
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 하나투어 12M Fwd PER 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 모두투어 12M Fwd PER 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)															
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
총 수탁금	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	456.1	491.9	477.7	552.9	479.1	567.6	529.9	1,967	1,977	2,129.5
%YoY	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	-3.3	-4.9	0.3	5.0	15.4	10.9	21.1	0.5	7.7
%매출전환율	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.0	11.7	13.4	13.0	13.1	13.2	12.7	12.7	12.8	13.0
매출총이익	64.3	57.3	62.5	65.2	71.0	59.3	57.7	64.3	71.6	62.8	74.9	67.1	249.4	252.3	276.5
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-7.7	-1.5	0.8	6.0	29.8	4.5	21.1	1.2	9.6
영업비용	52.6	49.4	53.6	60.8	60.5	54.7	54.0	58.4	63.1	57.6	63.9	60.2	216.4	227.7	244.8
%YoY	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	10.6	0.7	-3.8	4.2	5.4	18.3	3.0	20.0	5.2	7.5
%매출액 대비	81.7	86.3	85.9	93.2	85.2	92.2	93.7	91.0	88.0	91.7	85.4	89.7	86.8	90.3	88.6
인건비	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	17.0	15.8	16.3	17.6	17.9	16.8	17.6	63.8	65.8	69.9
%매출액 대비	24.8	26.4	25.3	26.0	23.5	28.6	27.5	25.4	24.5	28.5	22.4	26.2	25.6	26.1	25.3
커미션수수료	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	24.4	24.9	27.7	28.9	25.0	29.1	28.2	106.8	106.3	111.2
%매출액 대비	42.1	42.1	43.4	43.6	41.2	41.2	43.2	43.0	40.3	39.8	38.9	42.0	42.8	42.1	40.2
광고비	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	5.7	5.6	5.3	7.0	6.1	7.3	5.5	20.0	23.6	25.9
%매출액 대비	5.7	7.0	7.1	12.1	9.8	9.7	9.7	8.2	9.8	9.7	9.7	8.2	8.0	9.3	9.4
영업이익	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	5.8	8.6	5.2	10.9	6.9	32.9	24.6	31.7
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	30.1	-18.6	12.6	202.0	19.4	29.1	-25.3	28.7
영업이익률(%)	18.3	13.7	14.1	6.8	14.8	7.8	6.3	9.0	12.0	8.3	14.6	10.3	13.2	9.7	11.4
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,984	7,246	6,690	7,665	7,555	24,837	27,225	29,156
%YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	8.5	3.6	3.7	12.9	8.2	19.2	9.6	7.1
패키지승객	420	333	352	399	449	376	336	419	458	383	371	446	1,504	1,580	1,658
%YoY	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	5.0	1.9	1.9	10.6	6.4	11.7	5.1	4.9
항공권승객	289	298	343	298	315	274	318	268	348	304	382	312	1,229	1,175	1,346
%YoY	30.3	37.6	25.9	23.3	8.8	-7.9	-7.5	-10.2	10.5	11.0	20.1	16.6	28.9	-4.4	14.6
패키지M/S(%)	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	4.9	6.0	6.3	5.7	4.8	5.9	6.1	5.8	5.7
%p YoY	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표15 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)															
(십억원)	*1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	*1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	99.9	111.5	88.0	106.4	105.0	290.9	390.5	410.9
%YoY	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	24.0	33.9	29.8	1.5	5.5	9.4	5.1	22.7	34.2	5.2
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	87.5	94.9	74.0	99.5	90.4	249.4	334.5	358.7
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-7.7	-1.5	0.8	6.0	29.8	4.5	21.1	1.2	9.6
중속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	12.9	16.3	13.7	6.9	15.1	43.5	55.7	52.0
%YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.2	6.3	7.0	8.5	-54.1	17.4	32.8	28.1	-6.7
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	4.5	7.7	4.7	11.0	6.4	32.1	20.1	29.8
%YoY	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-69.2	-20.4	-15.6	18.0	337.5	42.6	59.6	-37.4	48.1
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	4.5	6.9	5.3	10.3	6.1	11.0	5.2	7.3
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	5.8	8.6	5.2	10.9	6.9	32.9	24.6	31.7
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	30.1	-18.6	12.6	202.0	19.4	29.1	-25.3	28.7
중속회사	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-1.7	-0.8	-0.7	-1.3	-0.9	-0.5	0.1	-0.5	-0.6	-4.5	-1.7
%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	7.1	N/A
자유투어	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-0.5	-0.8	-0.1	-0.5	-0.5	-0.8	0.4	0.0	0.1	-1.9	-0.9
%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: *17년도 1분기 및 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	291.0	390.5	410.9	443.9	453.8
매출액증가율 (%)	22.7	34.2	5.2	8.0	2.2
매출원가	10.9	102.6	106.4	119.5	120.4
매출총이익	280.0	287.9	304.5	324.4	333.4
판매관리비	247.9	267.8	274.7	296.9	309.0
영업이익	32.1	20.1	29.8	27.5	24.4
영업이익률	11.0	5.2	7.3	6.2	5.4
금융손익	0.7	0.7	1.3	1.6	1.9
중속/관계기업손익	3.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-2.9	-0.4	-0.2	0.6	0.4
세전계속사업이익	32.9	20.6	31.1	29.9	26.8
법인세비용	8.7	6.0	7.8	7.2	6.4
당기순이익	24.2	14.6	23.3	22.7	20.4
지배주주지분 순이익	24.2	14.6	22.5	20.3	17.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.2	54.7	27.5	35.9	25.9
당기순이익(손실)	24.2	14.6	23.3	22.7	20.4
유형자산상각비	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8
무형자산상각비	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	12.3	37.9	2.0	11.0	3.3
투자활동 현금흐름	-53.8	-39.3	-9.9	-14.6	-6.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1.4	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-5.6	-1.2	-1.9	-0.6
재무활동 현금흐름	11.3	-22.4	-6.4	-8.6	-8.1
차입금의 증감	40.1	-14.2	0.0	0.0	-0.0
자본의 증가	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.2	-6.9	11.2	12.8	11.8
기초현금	58.3	53.1	46.2	57.4	70.2
기말현금	53.1	46.2	57.4	70.2	82.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	208.7	240.5	262.9	290.1	306.8
현금및현금성자산	53.1	46.2	57.4	70.2	82.0
매출채권	42.8	43.1	46.4	48.0	49.0
재고자산	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동자산	129.5	135.4	136.7	138.7	139.3
유형자산	22.5	22.8	23.1	23.3	23.5
무형자산	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
투자자산	16.5	22.1	23.3	25.2	25.7
자산총계	338.2	375.9	399.6	428.8	446.2
유동부채	141.8	170.9	179.8	194.2	198.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
비유동부채	33.4	33.9	34.0	34.1	34.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	175.2	204.7	213.7	228.3	232.6
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	114.9	123.0	137.0	149.1	159.4
비지배주주지분	28.2	28.2	29.0	31.4	34.2
자본총계	163.0	171.2	185.9	200.5	213.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	15,394	20,660	21,740	23,488	24,011
EPS(지배주주)	1,279	773	1,192	1,072	932
CFPS	1,859	1,165	1,689	1,612	1,435
EBITDAPS	1,860	1,214	1,728	1,608	1,444
BPS	7,134	7,565	8,302	8,946	9,490
DPS	450	360	480	450	410
배당수익률(%)	1.5	1.5	2.1	2.0	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	23.8	31.2	19.0	21.2	24.4
PCR	16.4	20.7	13.4	14.1	15.8
PSR	2.0	1.2	1.0	1.0	0.9
PBR	4.3	3.2	2.7	2.5	2.4
EBITDA	35.2	22.9	32.7	30.4	27.3
EV/EBITDA	14.4	15.2	9.3	9.3	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	10.5	15.0	12.4	10.1
EBITDA 이익률	12.1	5.9	7.9	6.8	6.0
부채비율	107.5	119.6	115.0	113.8	108.9
금융비용부담률	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	66.1	12.5	22.4	20.6	18.3
매출채권회전율(x)	7.9	9.1	9.2	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	2,263.6	2,386.8	2,135.6	2,163.1	2,105.5

Industry Brief
2019. 1. 4

파라다이스 034230

거의 다 왔다

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 1-2차 오픈 비용 첫 온기 반영으로 4분기 영업적자는 76억원 전망
- ✓ P-city 카지노 BEP 레벨인 월 300억원에 근접한 수치 기록한 점 주목해야
- ✓ 호텔과 마찬가지로 내국인 수요 중심으로 빠르게 ramp-up하는 1-2차 시설
- ✓ 세가사미의 계획안 제출 스케줄, 발표 예정인 한중 항공회담 결과 고려 시 외인 카지노 확대가 유효한 시기

Buy

적정주가 (12개월) **30,000 원**
현재주가 (1.3) **18,650 원**
상승여력 **60.9%**

KOSDAQ	657.02pt
시가총액	16,961억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	48.02%
외국인비중	4.44%
52주 최고/최저가	25,600원/17,100원
평균거래대금	166.4억원
주요주주(%)	
파라다이스글로벌 외 7 인	45.64

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.4	6.3	-16.7
상대주가	-4.3	28.7	4.2

주가그래프



1-2 차 오픈 비용 온기로 첫 반영되는 4분기 실적

파라다이스의 4분기 연결 드롭액, 매출액 및 영업이익은 각각 1조 6,832억원 (+26% YoY), 2,220억원(+17% YoY), -76억원(적화 YoY)으로 전망된다. P-city 1-2차 오픈 비용의 온기 첫 반영으로 분기당 240억원 비용 추가 및 전사 인센티브 지급으로, 매출 호조 효과가 이익으로 온전히 반영되지 않는 분기다

12월 P-city 카지노 매출을 277억원(vs. 10월 264억원, 11월 246억원)으로 가정했을 때 4분기 동 부문 매출은 787억원으로 추정된다. 12월은 중국과 일본 양국에서 휴일이 발생하기 때문에 record high를 기록한 11월보다 높은 드롭액이 기대된다. 호텔과 마찬가지로 내국인 수요 위주로 1-2차 시설의 ramp-up은 빠르게 이루어지고 있다. 참고로 파라다이스시티 OP BEP 레벨 카지노 매출은 월 300억원으로 추정되는데(vs. 기존 1-1차 200억원), 이후 카지노 매출에 대해서는 세금과 콤프 외 추가 비용이 없어 높은 이익 레버리지가 예상된다.

2019년 일본, 중국 이벤트 모두 파라다이스를 향한다

일본 '카지노 허용 법안'에 따르면 2020년 6월이 IR계획서 제출 시기로 추정된다. 세가사미홀딩스(P-city 45% 보유) 또한 참여 예정인데, P-city 운영 경험을 어필할 예정이기 때문에 세가사미에게 2019년 P-city 실적 중요도가 높다. 신규 규제로 기존 사업인 파친코 사업 부진 또한 카지노에 집중할 수 밖에 없게 한다. 세가사미의 영업상 조력이 2019년 본격화될 것이라 판단하는 근거다.

지난 11월말 개최된 4년만의 한중항공회담 또한 중국 하늘길이 확대될 것임을 시사한다. 언론에 따르면, 현재 중국 측 요청으로 회담 결과 발표가 지연되고 있지만, 2020년 전후 개장하는 중국 대형 공항 수가 50여개에 달하는 점을 고려했을 때 한중 노선 확대 가능성은 높다.

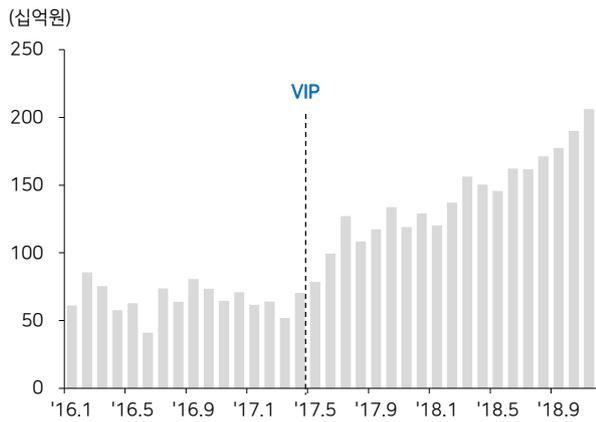
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	668.0	-30.0	-19.0	-208	-169.2	10,933	-107.0	2.0	96.1	-1.9	88.3
2018E	793.0	7.9	-1.1	-12	-77.9	10,723	-1,559.3	1.8	32.2	-0.1	101.4
2019E	944.2	16.4	2.8	31	-131.0	10,657	610.7	1.8	22.6	0.3	106.1
2020E	1,054.3	70.6	32.2	354	1,691.4	11,054	52.8	1.7	14.5	3.3	98.3
2021E	1,177.2	81.7	45.6	501	2.2	11,368	37.2	1.6	12.8	4.5	99.2

표16 파라다이스 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	222.0	189.6	17.1	210.5	5.5	224.0	-0.9
영업이익	-7.6	-5.4	N/A	10.8	N/A	-5.0	N/A
세전이익	-13.6	-16.6	N/A	6.8	N/A	-12.6	N/A
지배순이익	-7.2	-11.8	N/A	4.7	N/A	-4.3	N/A

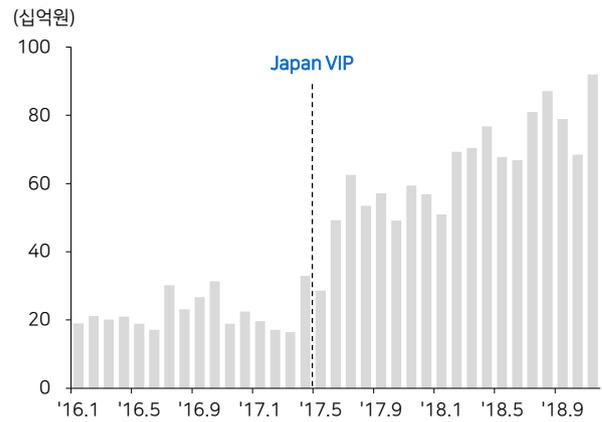
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 VIP 드롭액 증가세를 살펴보면...



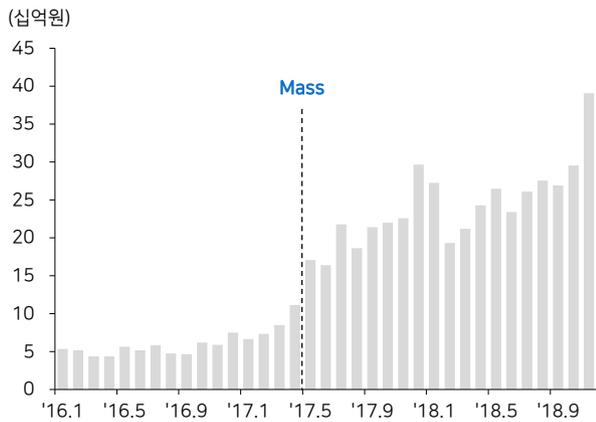
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 VIP 드롭액 증가는 일본 VIP 증가에 기인



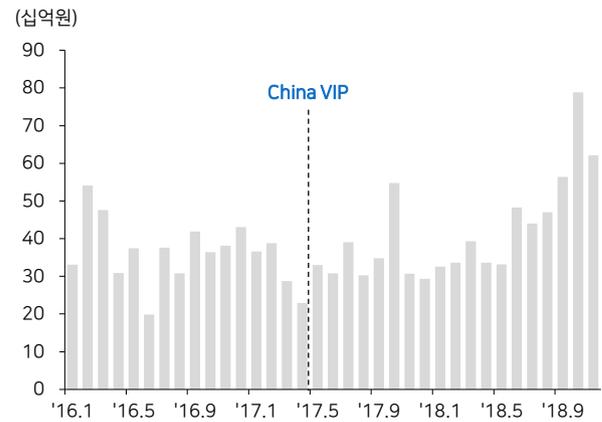
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 파라다이스시티 Mass 드롭액, 개장 이후 2배 이상 증가



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 중국 VIP 드롭액도 최근 성장세로 전환



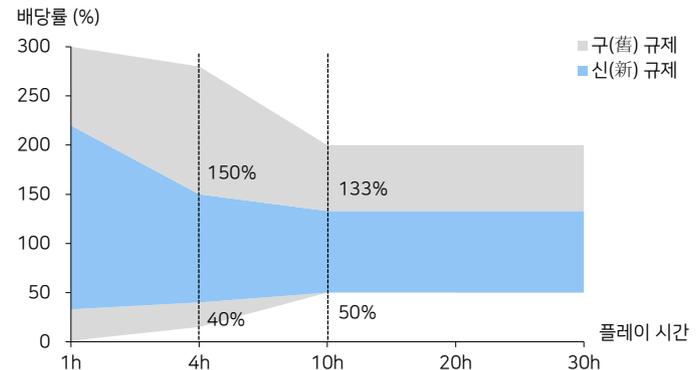
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 일본 파친코 관련 규제 변화 내용 요약

구분	내용
효력발생일	2018-02-01
슬롯머신 및 파친코 기계 제작자	1) 배당률 및 메달 규제 이슈에 참여 2) 배당률 및 메달 관련 정보들을 쉽게 체크할 수 있도록 새로운 표준 마련 3) 파친코, 슬롯머신에 '다단계 배당률 제도' 도입
파친코 매장	관리자로서의 의무 부여

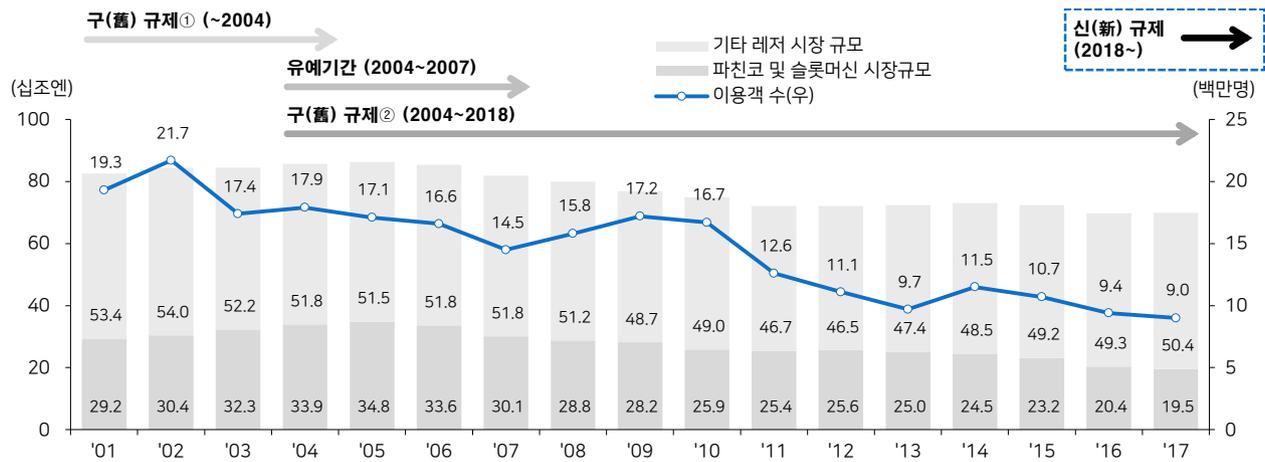
자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 '다단계 배당률 제도'의 도입



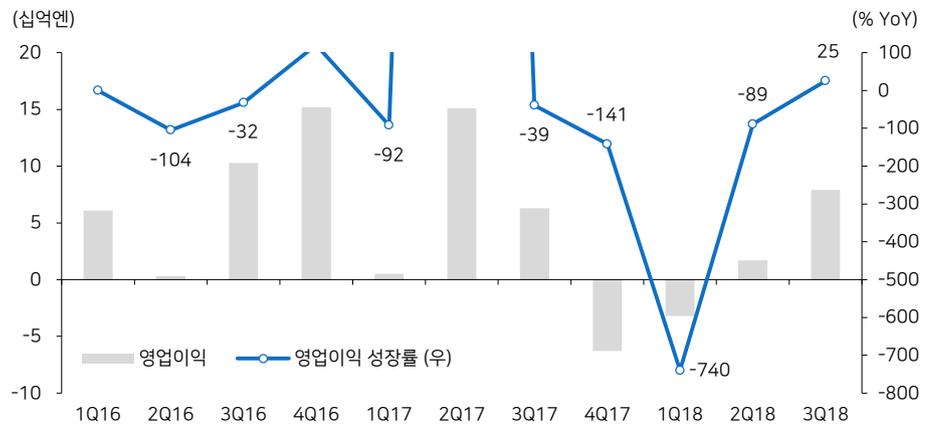
주: 파친코 머신 기준, 자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 일본 파친코 시장 규모 및 이용객 추이



자료: 일본 생산성 본부, SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 세가사미 파친코 사업부, 이익 체력 감퇴 지속



자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 파라다이스시티 최근 12개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'17.12	'18.1	'18.2	'18.3	'18.4	'18.5	'18.6	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11
Drop	159,463	147,508	156,551	177,604	174,748	172,208	185,677	187,845	198,914	204,434	219,630	245,315
Sales	23,629	21,437	17,269	17,387	10,450	15,636	27,742	26,336	18,296	23,574	26,227	24,210
Sales (table)	22,553	20,242	15,895	16,038	9,420	14,176	26,460	24,819	17,280	22,368	25,299	22,126
Sales (slot)	1,076	1,195	1,374	1,349	1,030	1,460	1,282	1,517	1,016	1,206	928	2,084
홀드율 (table,%)	14.1	13.7	10.2	9.0	5.4	8.2	14.3	13.2	8.7	10.9	11.5	9.0
홀드율 (total,%)	14.8	14.5	11.0	9.8	6.0	9.1	14.9	14.0	9.2	11.5	11.9	9.9
YoY Growth (%)												
Drop	103.4	116.4	119.5	193.7	114.1	80.3	60.1	26.0	56.5	47.2	41.1	73.3
Sales	120.8	493.5	63.5	103.4	-18.4	27.7	133.9	40.0	-11.1	32.8	45.1	18.6
Sales (table)	128.2	577.4	62.1	92.1	-23.0	21.4	139.2	39.9	-11.7	28.6	49.1	13.2
Sales (slot)	31.5	91.5	81.3	577.9	77.3	157.5	60.7	40.9	1.4	233.1	-15.7	142.6
홀드율 (table,%p)	1.5	9.3	-3.6	-4.8	-9.6	-4.0	4.7	1.3	-6.7	-1.6	0.6	-4.8
홀드율 (total,%p)	1.2	9.2	-3.8	-4.3	-9.7	-3.7	4.7	1.4	-7.0	-1.3	0.3	-4.5
Drop breakdown												
VIP	129,068	120,285	137,223	156,422	150,493	145,742	162,302	161,767	171,357	177,516	190,107	206,240
China VIP	29,307	32,560	33,604	39,329	33,600	33,143	48,290	43,992	46,996	56,372	78,835	62,067
Japan VIP	56,814	50,920	69,334	70,380	76,714	67,780	66,822	80,952	87,127	78,855	68,480	92,029
Other VIP	42,947	36,805	34,285	46,713	40,179	44,819	47,190	36,823	37,235	42,289	42,791	52,145
Mass	29,657	27,223	19,328	21,182	24,254	26,466	23,375	26,078	27,557	26,918	29,523	39,075
Drop YoY 성장률 (%)												
VIP	82.0	95.5	114.5	200.9	113.5	85.7	63.2	27.1	58.0	51.1	42.2	73.3
China VIP	-31.9	-11.0	-13.4	36.8	46.2	0.4	56.9	12.5	55.2	62.0	44.0	102.3
Japan VIP	152.3	159.1	305.7	328.2	132.8	136.8	35.8	29.5	63.1	38.0	39.4	55.0
Other VIP	703.8	596.7	325.1	587.3	176.1	166.2	142.4	43.7	50.5	65.7	43.3	80.2
Mass	296.4	310.9	164.0	149.6	118.1	55.2	42.6	19.7	47.9	25.9	34.2	73.1
VIP방문객 (명)												
VIPs	5,021	4,914	4,795	5,035	6,285	6,283	5,600	6,314	7,104	6,856	7,290	7,968
China VIP	635	732	837	805	870	704	968	1,045	1,103	1,274	1,894	1,122
Japan VIP	2,843	2,518	2,238	2,321	3,375	3,205	2,543	3,008	3,588	3,060	2,684	4,130
Other VIP	1,543	1,664	1,720	1,909	2,040	2,374	2,089	2,261	2,413	2,522	2,712	2,716
YoY Growth (%)												
VIPs	66.6	83.7	138.8	189.9	129.1	92.6	42.2	35.5	53.9	58.9	55.5	64.8
China VIP	-36.1	-17.7	-1.5	58.5	112.2	39.7	38.3	31.0	48.5	48.0	32.3	32.5
Japan VIP	76.5	83.9	239.6	214.1	153.8	107.3	24.7	10.4	41.6	40.5	29.2	56.9
Other VIP	278.2	299.0	244.7	289.6	103.4	95.9	74.5	98.9	80.1	97.8	130.2	100.3

자료: 파라다이스, 메리츠증권리서치센터

표19 파라다이스 영업장별 실적 전망		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
(십억원)								
1. 서울 워커힐	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,523.7	2,787.8	3,047.7	3,346.4
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	9.9	10.5	9.3	9.8
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,053.2	2,316.9	2,577.1	2,875.8
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	648.6	789.6	872.1	960.6
	일본인	527.8	630.8	653.0	742.2	774.7	851.3	946.1
	매출액	350.6	350.3	271.5	297.9	350.3	375.2	403.8
% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	9.7	17.6	7.1	7.6	
2. 제주그랜드	드롭액	586.3	569.3	398.2	226.3	234.9	230.6	227.4
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.2	3.8	-1.8	-1.4
	VIP	539.5	511.2	364.8	187.4	195.6	191.2	187.9
	중국인	476.3	446.3	294.4	116.4	123.7	119.5	115.7
	일본인	34.8	33.0	46.8	46.5	43.0	40.2	37.6
	매출액	49.5	55.2	32.6	24.3	25.0	24.6	24.3
% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-25.5	3.1	-1.6	-1.2	
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,363.9	2,333.9	2,938.3	3,452.2	3,983.6
	% YoY	-15.4	-13.9	55.8	71.1	25.9	17.5	15.4
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	2,008.3	2,489.9	2,906.5	3,365.3
	중국인	634.5	450.8	409.8	560.4	712.0	799.1	879.1
	일본인	241.7	270.4	502.4	915.8	1,102.1	1,331.6	1,607.9
	매출액	95.2	95.9	197.3	256.9	325.2	385.1	440.6
% YoY	-12.4	0.8	105.8	30.2	26.6	18.4	14.4	
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	743.7	941.2	1,017.1	797.3	834.0	871.8	914.1
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-21.6	4.6	4.5	4.9
	VIP	692.6	869.6	916.0	684.5	709.6	734.7	763.0
	중국인	449.7	545.7	526.4	299.7	330.9	357.9	387.1
	일본인	207.1	287.6	314.3	315.2	304.3	298.5	293.7
	매출액	71.4	99.4	71.0	66.3	70.3	74.5	79.5
% YoY	-7.8	39.3	-28.6	-6.5	6.0	6.1	6.7	
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,074.7	5,881.1	6,795.1	7,602.4	8,471.5
	% YoY	-18.1	11.3	5.0	15.9	15.5	11.9	11.4
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.6	4,933.4	5,712.0	6,409.6	7,192.1
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.8	1,625.1	1,956.2	2,148.6	2,342.3
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.5	2,019.7	2,224.0	2,521.6	2,885.2
	매출액	528.4	600.9	553.9	645.4	770.8	859.4	948.2
% YoY	-10.1	13.7	-7.8	16.5	19.4	11.5	10.3	

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표20 파라다이스 시티 실적 추정

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
전체 매출액	137.7	309.1	400.6	479.6	546.3
카지노 매출	119.3	256.9	325.2	385.1	440.6
드롭액	871.0	2,334	2,938	3,452	3,984
호텔 매출	20.6	52.4	75.4	94.5	105.8
영업이익	-2.1	-7.1	3.6	55.4	88.2
영업이익률(%)	-1.0	-2.3	0.9	11.6	16.1
감가상각비	17.8	39.8	59.2	60.2	60.2
EBITDA	15.8	32.7	62.8	115.6	148.4

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표21 파라다이스 분기 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	157.0	189.0	175.2	173.6	142.4	139.9	196.1	189.6	179.5	181.1	210.5	222.0
카지노	138.0	166.7	147.8	151.0	124.6	114.9	155.6	156.2	148.7	147.8	164.7	182.1
호텔	15.3	19.3	21.9	19.6	13.3	21.1	34.6	29.7	26.8	30.3	39.3	34.1
기타	3.7	3.1	5.5	3.1	4.5	3.9	5.9	3.7	4.4	3.9	6.4	5.7
매출원가	124.5	138.1	147.1	146.8	124.5	132.4	163.6	177.6	159.2	161.7	180.3	204.6
매출총이익	32.5	51.0	28.2	26.8	18.0	7.5	32.5	12.1	20.3	19.4	30.2	17.4
판관비	17.2	18.2	17.2	20.1	25.7	34.8	22.3	17.6	15.5	19.5	19.4	25.0
영업이익	15.3	32.8	10.9	6.7	-7.7	-27.3	10.2	-5.5	4.8	-0.1	10.8	-7.6
세전이익	19.8	36.0	13.8	5.8	7.9	-27.7	2.9	-6.3	0.0	-4.6	6.8	-13.6
순이익	14.6	25.5	9.6	5.4	8.1	-19.5	4.2	-11.8	3.1	-1.7	4.7	-7.2
% YoY Growth												
매출액	3.7	32.2	22.7	-2.6	-9.3	-26.0	11.9	9.2	26.0	29.4	7.3	17.1
영업이익	-32.2	147.6	-4.6	-38.8	적전	적전	-7.2	적전	흑전	적지	6.4	적지
순이익	-62.1	135.8	-21.9	49.1	-44.7	적전	-56.1	적전	-61.6	적지	11.5	적지
Margin (%)												
GPM	20.7	27.0	16.1	15.5	12.6	5.4	16.6	6.4	11.3	10.7	14.4	7.8
OPM	9.8	17.3	6.2	3.9	-5.4	-19.5	5.2	-2.9	2.7	0.0	5.1	-3.4
NPM	9.3	13.5	5.5	3.1	5.7	-13.9	2.2	-6.2	1.7	-0.9	2.2	-3.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	668.0	793.0	944.2	1,054.3	1,177.2
매출액증가율 (%)	-3.9	18.7	19.1	11.7	11.7
매출원가	597.7	705.7	839.1	887.4	990.9
매출총이익	70.3	87.3	105.1	166.9	186.3
판매관리비	100.3	79.4	88.7	96.3	104.6
영업이익	-30.0	7.9	16.4	70.6	81.7
영업이익률	-4.5	1.0	1.7	6.7	6.9
금융손익	-19.0	-24.1	-21.9	-19.8	-17.2
중속/관계기업손익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	5.6	9.0	12.4	0.0
세전계속사업이익	-33.5	-11.4	3.5	63.2	64.6
법인세비용	6.3	-2.6	0.8	14.2	14.6
당기순이익	-39.9	-8.8	2.7	49.0	50.0
지배주주지분 손이익	-19.0	-1.1	2.8	32.2	45.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.0	84.8	161.8	197.4	195.0
당기순이익(손실)	-39.9	-8.8	2.7	49.0	50.0
유형자산상각비	51.5	69.0	92.0	95.0	94.6
무형자산상각비	8.7	9.4	9.4	9.1	8.8
운전자본의 증감	-36.6	-6.1	44.7	32.0	31.1
투자활동 현금흐름	-207.5	-289.6	-86.5	-75.5	-39.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-357.3	-254.7	-40.0	-40.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	8.9	-6.6	-6.9	-4.8	-5.9
재무활동 현금흐름	193.6	177.2	-6.8	-108.5	-11.6
차입금의 증감	163.8	144.1	0.0	-100.0	-3.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.3	-27.2	68.5	13.4	144.3
기초현금	182.3	172.0	144.8	213.3	226.7
기말현금	172.0	144.8	213.3	226.7	371.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	344.7	346.9	451.3	489.4	664.3
현금및현금성자산	172.0	144.8	213.3	226.7	371.0
매출채권	12.7	14.9	17.5	19.4	21.6
재고자산	5.4	6.3	7.4	8.2	9.1
비유동자산	2,090.7	2,298.6	2,244.1	2,184.8	2,087.4
유형자산	1,624.2	1,840.4	1,788.4	1,733.4	1,638.8
무형자산	289.6	285.1	275.7	266.7	257.9
투자자산	33.3	39.0	46.0	50.7	56.7
자산총계	2,435.3	2,645.5	2,695.4	2,674.2	2,751.6
유동부채	252.6	325.6	367.3	396.0	428.5
매입채무	2.6	3.0	3.5	3.9	4.4
단기차입금	43.8	87.7	87.7	87.7	87.7
유동성장기부채	8.2	3.1	3.1	3.1	0.0
비유동부채	889.4	1,006.2	1,020.2	929.9	941.8
사채	99.8	99.9	99.9	99.9	99.9
장기차입금	721.8	827.5	827.5	727.5	727.5
부채총계	1,142.0	1,331.9	1,387.5	1,325.9	1,370.4
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	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	680.1	660.8	654.7	690.8	719.4
비지배주주지분	299.1	338.5	338.7	343.1	347.5
자본총계	1,293.3	1,313.6	1,307.9	1,348.3	1,381.3

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,346	8,720	10,383	11,593	12,944
EPS(지배주주)	-208	-12	31	354	501
CFPS	800	1,149	1,408	2,070	2,036
EBITDAPS	332	949	1,295	1,921	2,036
BPS	10,933	10,723	10,657	11,054	11,368
DPS	100	80	100	100	200
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.5	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	-107.0	-1,559.3	610.7	52.8	37.2
PCR	27.9	16.4	13.2	9.0	9.2
PSR	3.0	2.2	1.8	1.6	1.4
PBR	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6
EBITDA	30.2	86.3	117.8	174.7	185.1
EV/EBITDA	96.1	32.2	22.6	14.5	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-0.1	0.3	3.3	4.5
EBITDA 이익률	4.5	10.9	12.5	16.6	15.7
부채비율	88.3	101.4	106.1	98.3	99.2
금융비용부담률	3.8	3.5	2.8	2.4	2.0
이자보상배율(x)	-1.2	0.3	0.6	2.8	3.5
매출채권회전율(x)	42.2	57.4	58.2	57.2	57.5
재고자산회전율(x)	171.8	136.0	137.9	135.3	136.1

Industry Brief
2019. 1. 4

GKL 114090

Upturn

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 충족
- ✓ 실적보다 현재 중요한 건 영업 환경의 Upturn
- ✓ 일본 건강한 성장, 중국 회복이 온기 반영되는 2019년 영업이익 1,400억원 전망
- ✓ 2019년 기준 PER 14배로 2014년 이후 Fwd PER 최하단, 밸류에이션 매력 보유

Buy

적정주가 (12개월) **29,000 원**
현재주가 (1.3) **24,200 원**
상승여력 **19.8%**

KOSPI	1,993.70pt
시가총액	14,969억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	12.04%
52주 최고/최저가	32,000원/21,650원
평균거래대금	53.6억원

주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금	11.38
신영자산운용 외 1인	5.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.0	-3.8	-16.3
상대주가	2.7	9.7	4.4

주가그래프



방향성은 upturn 으로

GKL의 4분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 1,268억원(-0.7% YoY)과 246억원(+34% YoY)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 중국 및 일본 영업 환경이 개선되며 4분기 드롭액은 1조 3,436억원으로 전년 동기 대비 45% 증가했으나 VIP 위주의 드롭액 성장으로 인해 홀드율은 동기간 3.9%p 하락했다.

2018년 상반기까지는 회사의 전략이 어떠한 고객의 반응이 미미했다면(특히 중국) 하반기부터는 이벤트에 대한 고객 반응이 감지되고 있다. 고객 지참금 증가는 카지노 매출이 증가할 수 있는 가장 기본이 되는 시그널이다. 방향성의 변화를 믿을 시기다.

2019년은 분기당 1조 드롭액 전망

2018년 상반기 분기당 8천억원대까지 하락했던 동사의 드롭액은 하반기 평균 1조 1600억원대를 기록할 전망이다. 중국을 중심으로 부진했던 영업 환경은 하반기부터 Up-turn에 진입, 효과가 온기 반영되는 2019년에는 분기당 1조원의 드롭액으로 과거 수준으로 회귀할 전망이다. 2019년 영업이익은 예상 드롭액이 유사했던 2014년 수준인 1,400억원을 전망하며 2019년 기준 PER 13.8배로에 해당한다. 이는 2014년 이후 Fwd PER 밴드 최하단에 해당한다.

1) 일본 파친코 시장 대체 효과에 따른 건강한 성장 및 2) 중국 대형공항 오픈에 따른 노선 확대에 회복이 기대되는 현 상황 고려 시 동사에 대한 비중 확대가 유효한 시점이다. Peer 대비 Top line 성장은 다소 낮겠으나 대규모 투자가 부담스럽고, 시장 성장 방향성을 공유하며 배당 매력을 선호하는 투자자들에게는 훌륭한 대안이 될 수 있다. 2019년 예상 주당 배당금은 980원으로 배당 수익률은 3.9%에 달한다.

(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
2018E	495.3	121.6	91.2	1,475	13.2	8,646	16.9	2.9	7.1	17.1	37.1
2019E	568.8	139.6	108.2	1,750	18.7	9,416	13.8	2.6	5.4	19.4	43.7
2020E	612.6	157.1	122.3	1,978	13.0	10,293	12.2	2.4	4.4	20.1	46.4
2021E	659.7	171.0	139.4	2,253	13.9	11,447	10.7	2.1	3.6	20.7	44.9

표22 GKL 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	126.8	127.6	-0.7	130.4	-2.8	126.2	0.5
영업이익	24.6	18.4	34.0	30.9	-20.4	26.8	-8.4
세전이익	27.2	19.8	37.3	33.2	-18.0	29.5	-7.6
지배순이익	20.3	14.2	43.1	26.4	-23.0	22.0	-7.6

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 GKL 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
드롭액	1,030.0	949.3	977.2	929.7	865.5	858.8	974.8	1,343.6	1,000.6	1,056.9	1,073.2	1,459.3
일본	395.8	338.9	339.0	251.3	272.4	233.4	251.5	623.9	320.3	263.0	271.1	703.1
중국	328.0	289.2	337.9	300.1	284.9	260.0	334.7	352.4	318.7	373.2	368.6	376.4
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	308.2	365.4	388.6	367.3	361.6	420.7	433.5	379.8
홀드율 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	9.4	13.2	13.0	12.7	11.1
매출액	125.3	109.7	138.7	127.6	121.9	116.1	130.4	126.8	132.6	137.6	136.0	162.7
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	91.9	92.9	88.4	96.5	109.8
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	31.0	33.4	25.9	34.7	35.1
컴프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	18.2	15.7	16.7	17.0	23.4
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	16.2	16.9	17.5	17.3	20.7
판관비	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	34.9	39.7	49.2	39.5	52.9
EBITDA	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.3	8.8	7.3	13.3	12.3
영업이익	31.5	17.6	40.7	18.4	31.4	34.7	30.9	24.6	30.9	41.9	26.1	40.5
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	27.2	24.8	43.7	31.1	44.6
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	20.3	18.7	31.6	24.7	33.3
% YoY Growth												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	44.5	15.6	23.1	10.1	8.6
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	-0.7	8.8	18.5	4.2	28.3
영업이익	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	96.8	-24.0	34.0	-1.4	20.9	-15.5	64.9
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	43.1	7.6	16.1	-6.3	63.9
Margin (%)												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	27.5	30.0	35.8	29.0	32.5
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	19.4	23.3	30.5	19.2	24.9
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	16.0	14.1	22.9	18.2	20.5

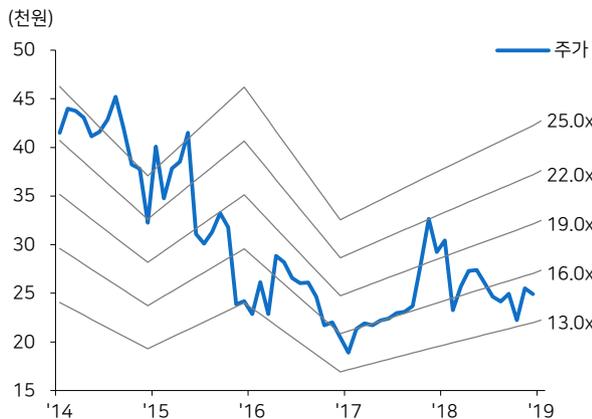
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
드롭액	4,450.4	4,168.7	4,081.5	3,886.2	4,042.6	4,590.1	4,935.8
중국인		1,775.9	1,487.1	1,325.1	1,381.1	1,557.6	1,649.9
일본인		1,023.8	1,272.3	1,255.2	1,232.0	1,436.9	1,529.8
기타		1,369.0	1,322.2	1,306.0	1,429.5	1,595.6	1,756.1
홀드율 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	12.3	12.4	12.4
매출액	540.7	505.7	548.2	501.3	495.3	568.8	612.6
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	337.0	387.5	409.7
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	115.5	129.1	135.8
컴프	82.6	74.6	73.5	64.4	56.3	72.7	77.2
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	62.9	72.5	78.1
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.7	41.7	45.8
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	137.6	155.1	170.3
영업이익	147.8	118.4	151.2	108.2	121.6	139.6	157.1
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	121.1	144.3	163.3
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	91.2	108.2	122.3
(% YoY)							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	4.0	13.5	7.5
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-1.2	14.8	7.7
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	10.9	12.7	9.8
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	12.4	14.8	12.5
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	13.2	18.7	13.0
Margin (%)							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	27.8	27.3	27.8
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	24.6	24.5	25.6
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	18.4	19.0	20.0
Valuation (배)							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,475	1,750	1,978
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	17.6	14.8	13.1
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	7.6	6.1	5.0
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	17.1	19.4	20.1
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	3.2	3.8	4.2

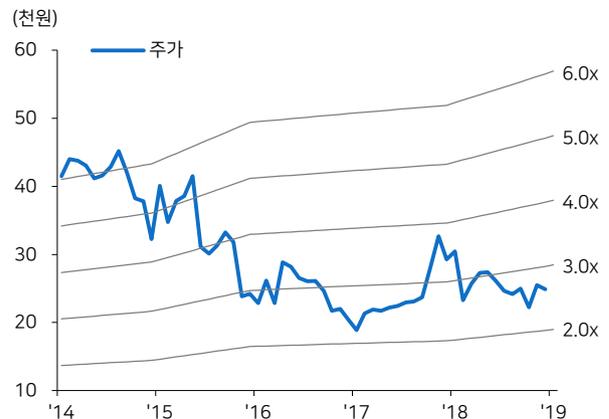
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 GKL 12M Fwd PER 밴드



자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 GKL 12M Fwd PBR 밴드



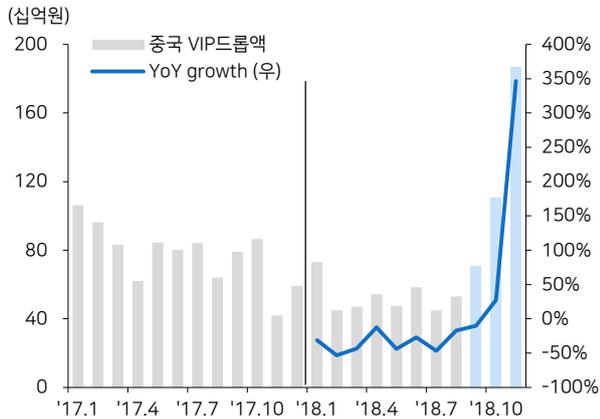
자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 2018년 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'18.1	'18.2	'18.3	'18.4	'18.5	'18.6	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11
드롭액 (십억원)												
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	137.2	101.3	111.8	109.1	105.2	117.0	106.5	155.7	169.1	180.8	235.2
	VIP	104.9	77.3	85.7	81.9	77.9	92.5	82.4	129.5	139.4	155.6	194.5
	Japan	24.5	27.8	29.6	27.5	28.9	29.0	33.2	53.6	59.6	37.1	38.8
	China	49.4	27.7	26.8	31.1	30.5	36.2	24.5	36.8	53.0	72.5	120.1
	Others	30.9	21.9	29.2	23.3	18.5	27.4	24.8	39.1	26.7	46.0	35.6
	Mass	32.3	24.0	26.2	27.2	27.3	24.5	24.0	26.2	29.7	25.2	40.7
Seoul Hilton Casino	Table Drop	94.8	71.6	89.7	102.1	91.5	81.7	97.9	106.6	106.1	107.3	139.4
	VIP	43.8	28.9	44.4	54.0	40.6	34.1	47.9	54.1	49.3	59.6	75.0
	Japan	30.3	18.5	31.5	40.4	30.2	23.3	35.0	40.4	39.6	44.2	44.6
	China	6.8	4.1	4.0	4.2	4.0	3.3	4.3	5.5	2.8	3.7	16.5
	Others	6.7	6.3	8.9	9.4	6.4	7.5	8.6	8.3	6.9	11.8	13.9
	Mass	51.0	42.7	45.3	48.1	50.9	47.6	50.1	52.5	56.8	47.7	64.3
Busan Lotte Casino	Table Drop	55.1	47.5	55.8	49.5	49.4	53.7	48.9	44.8	46.6	62.3	101.6
	VIP	42.3	36.3	43.8	38.0	37.2	41.0	37.1	32.2	35.0	51.9	89.9
	Japan	23.0	20.7	21.4	14.9	21.7	18.4	15.5	17.8	16.3	15.2	36.2
	China	16.8	13.2	16.3	19.1	13.0	19.0	16.2	10.7	15.1	34.0	50.3
	Others	2.6	2.5	6.1	4.0	2.4	3.6	5.4	3.7	3.7	2.7	3.3
	Mass	12.8	11.1	12.1	11.5	12.3	12.6	11.7	12.6	11.6	10.5	11.7
Total	Table Drop	287.2	220.4	257.3	260.6	246.1	252.4	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1
	VIP	191.0	142.5	173.8	173.8	155.7	167.7	167.4	215.8	223.7	267.2	359.4
	Japan	77.8	67.0	82.5	82.8	80.8	70.8	83.6	111.8	115.5	96.5	119.6
	China	73.0	44.9	47.1	54.4	47.5	58.4	45.0	53.0	70.9	110.2	186.9
	Others	40.1	30.6	44.2	36.7	27.3	38.5	38.8	51.1	37.3	60.5	52.9
	Mass	96.2	77.8	83.5	86.7	90.4	84.7	85.8	91.3	98.1	83.3	116.7
	Slot Machine	34.3	32.5	33.8	37.3	32.6	29.8	28.6	31.9	32.0	41.7	34.3
	Total drop	321.5	252.8	291.1	297.9	278.7	282.2	281.9	339.1	353.8	392.1	510.4
국적별 Breakdown	VIP+Mass	287.2	220.4	257.3	260.6	246.1	252.4	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1
	Japan	86.7	74.4	90.7	91.4	89.1	79.5	91.6	120.2	122.9	104.4	127.9
	China	102.0	67.9	70.9	78.0	72.8	82.6	68.7	79.3	103.5	133.4	237.9
	Others	51.7	40.4	54.5	47.3	38.0	46.7	47.9	60.8	47.5	70.0	66.2
	No Name	46.7	37.8	41.3	43.8	46.2	43.7	45.0	46.8	47.9	42.6	44.1
성장률 (% YoY)												
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	-7.9	-26.5	-23.3	-9.1	-22.8	-10.1	-30.3	20.1	7.3	22.2	105.9
	VIP	-15.6	-33.5	-28.5	-15.4	-29.2	-11.5	-35.2	24.4	5.8	31.9	122.4
	Japan	-35.4	-25.7	-22.0	-2.6	-15.9	17.2	-4.6	33.9	42.7	21.5	19.1
	China	-18.1	-48.8	-37.4	-12.3	-33.7	-30.6	-62.3	-12.8	-20.1	26.6	282.3
	Others	19.4	-12.0	-25.0	-29.6	-37.7	-1.0	-9.9	78.5	13.2	52.5	51.7
	Mass	30.5	11.2	0.5	17.5	4.3	-4.3	-5.9	2.5	15.5	-16.0	52.1
Seoul Hilton Casino	Table Drop	5.6	-14.5	-5.3	16.4	-5.0	-9.4	6.4	15.2	11.1	14.1	57.7
	VIP	6.3	-33.3	-11.7	34.3	-19.2	-24.6	13.4	19.3	-2.6	45.0	80.3
	Japan	15.8	-34.4	14.5	69.3	-6.9	-6.3	26.7	24.6	6.4	51.2	62.4
	China	11.0	2.1	-68.4	-43.3	-53.4	-71.3	-26.2	32.7	-5.6	5.9	369.6
	Others	-24.9	-43.3	-12.8	5.1	-30.4	-14.7	-2.2	-6.5	-33.9	39.7	31.2
	Mass	5.0	5.8	1.9	1.3	10.4	6.0	0.5	11.3	26.5	-9.9	37.6
Busan Lotte Casino	Table Drop	-32.7	-31.9	-14.2	-11.1	-24.6	2.4	7.1	-17.4	-3.2	-0.4	145.4
	VIP	-39.2	-39.6	-18.1	-13.2	-31.3	-1.8	8.9	-23.9	-8.0	0.5	203.5
	Japan	-10.4	6.3	-6.7	-29.2	5.9	0.8	-7.8	-14.4	-34.4	-33.0	93.3
	China	-57.7	-65.7	-41.6	-0.2	-56.4	15.3	22.6	-39.5	55.8	31.8	624.1
	Others	-39.5	4.8	130.3	10.9	-35.0	-48.5	34.0	-2.9	2.2	-14.5	-15.0
	Mass	4.3	17.1	3.4	-3.1	7.4	19.2	1.8	5.5	15.0	-4.8	-0.8
Total	Table Drop	-10.4	-24.3	-15.8	-1.0	-17.4	-7.4	-12.8	11.1	6.8	15.1	95.2
	VIP	-18.7	-35.1	-22.2	-3.8	-27.4	-12.5	-17.7	12.5	1.5	26.8	126.5
	Japan	-13.3	-21.3	-6.6	13.2	-7.4	4.2	5.6	19.9	11.3	17.0	51.8
	China	-31.2	-53.4	-43.5	-12.3	-43.7	-27.1	-46.4	-17.3	-10.3	27.3	346.4
	Others	2.9	-20.0	-14.6	-19.6	-35.9	-11.4	-3.8	47.8	-0.9	44.9	39.1
	Mass	12.3	8.9	1.6	5.2	8.1	4.4	-1.2	7.8	21.5	-11.3	36.9
	Slot Machine	-14.6	-3.1	-12.7	11.5	-17.5	-29.7	-28.7	-10.2	-4.2	13.8	9.0
	Total drop	-10.9	-22.1	-15.5	0.4	-17.4	-10.4	-14.7	8.7	5.7	14.9	85.3

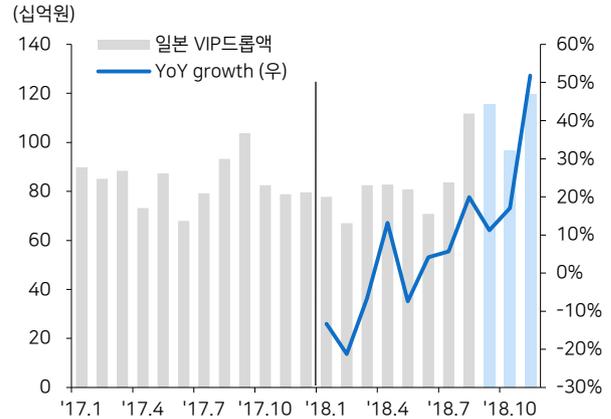
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 GKL 11월 중국 VIP 드롭액, 2017년 1월 이후 최고치 기록



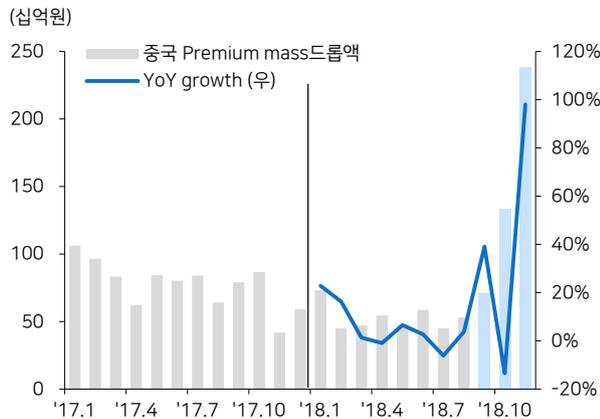
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 GKL 일본 VIP 드롭액도 하반기부터 성장세로 전환



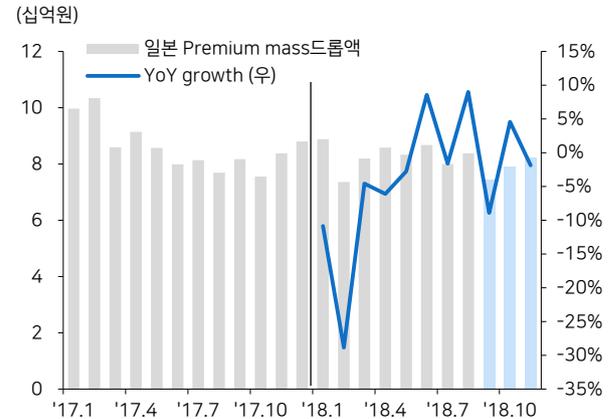
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



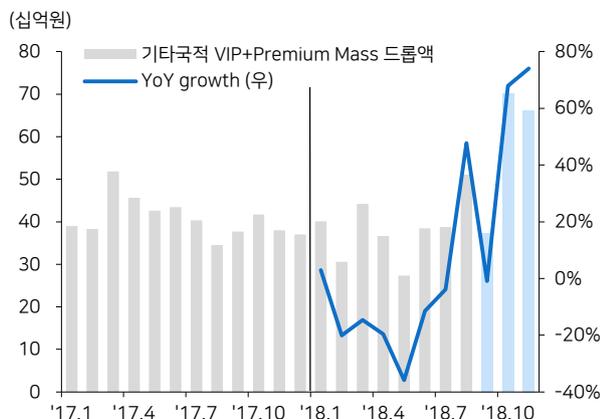
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



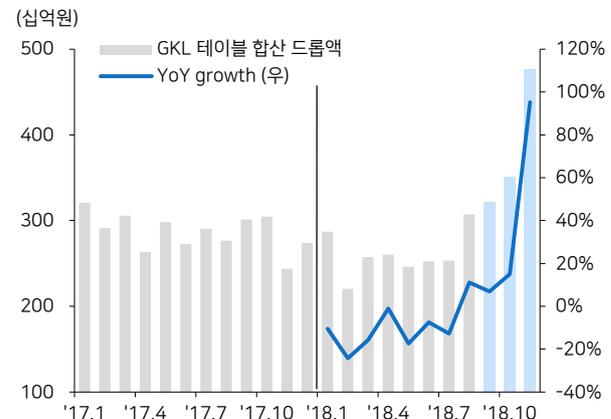
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 GKL 테이블 합산 드롭액, 8월 이후 플러스 성장 전환



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	501.3	495.3	568.8	612.6	659.7
매출액증가율 (%)	-8.6	-1.2	14.8	7.7	7.7
매출원가	354.9	337.1	387.5	409.7	441.2
매출총이익	146.4	158.3	181.3	202.8	218.4
판매관리비	38.2	36.7	41.7	45.8	47.4
영업이익	108.2	121.6	139.6	157.1	171.0
영업이익률	21.6	24.5	24.5	25.6	25.9
금융손익	8.2	10.8	11.3	11.7	14.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.0	-10.9	-6.9	-5.8	0.0
세전계속사업이익	107.3	121.4	144.0	163.0	185.6
법인세비용	26.8	29.9	36.0	40.9	46.3
당기순이익	80.5	91.2	108.2	122.3	139.4
지배주주지분 손이익	80.5	91.2	108.2	122.3	139.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	78.5	61.9	165.7	165.8	170.5
당기순이익(손실)	80.5	91.2	108.2	122.3	139.4
유형자산상각비	15.5	15.7	15.2	12.9	10.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-23.1	-47.4	42.0	30.2	20.8
투자활동 현금흐름	-82.6	-2.5	-139.6	-97.0	-51.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.5	-6.0	-13.0	-4.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	1.2	0.2	-7.6	-5.6	-3.1
재무활동 현금흐름	-61.5	-45.3	-51.4	-60.6	-68.2
차입금의 증감	0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.9	14.0	-25.3	8.1	50.9
기초현금	191.3	125.4	139.4	114.2	122.3
기말현금	125.4	139.4	114.2	122.3	173.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	566.2	577.3	675.9	775.1	876.2
현금및현금성자산	125.4	139.4	114.2	122.3	173.2
매출채권	8.9	8.8	11.3	13.2	14.2
재고자산	2.3	2.3	2.9	3.4	3.7
비유동자산	165.7	155.9	161.0	157.3	150.1
유형자산	93.0	82.9	80.8	71.9	62.0
무형자산	9.5	9.6	9.3	8.9	8.6
투자자산	26.9	26.8	34.3	39.9	43.0
자산총계	731.9	733.2	836.9	932.4	1,026.3
유동부채	169.6	168.4	216.1	251.0	270.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
비유동부채	30.3	30.0	38.5	44.7	48.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	199.9	198.4	254.5	295.7	318.3
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	482.6	530.2	584.5	655.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	532.1	534.8	582.4	636.7	708.0

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,104	8,008	9,196	9,903	10,665
EPS(지배주주)	1,302	1,475	1,750	1,978	2,253
CFPS	1,988	2,150	2,384	2,646	2,932
EBITDAPS	2,006	2,225	2,507	2,753	2,932
BPS	8,602	8,646	9,416	10,293	11,447
DPS	730	830	980	1,100	1,100
배당수익률(%)	2.5	3.3	4.0	4.5	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	22.5	16.9	13.8	12.2	10.7
PCR	14.7	11.6	10.2	9.1	8.3
PSR	3.6	3.1	2.6	2.4	2.3
PBR	3.4	2.9	2.6	2.4	2.1
EBITDA	124.1	137.6	155.1	170.3	181.3
EV/EBITDA	10.2	7.1	5.4	4.4	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	17.1	19.4	20.1	20.7
EBITDA 이익률	24.8	27.8	27.3	27.8	27.5
부채비율	37.6	37.1	43.7	46.4	44.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	9,842.4	16,508.9	19,325.6	21,746.6	36,597.0
매출채권회전율(x)	54.0	55.9	56.4	50.0	48.2
재고자산회전율(x)	233.0	216.6	218.7	193.8	187.0

Industry Brief
2019. 1. 4

강원랜드 035250

기대감이 충분히 반영된 추가

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업이익 컨센서스 부합 전망
- ✓ 3분기와 마찬가지로 산림조합 출자금 반영되며 순이익은 영업이익과 다소 괴리
- ✓ 2019년 영업이익은 감익 사이클 끝을 전망
- ✓ 지난 6개월 간 추가 상승을 통해 턴어라운드 반영된 상태로 추가 업사이드 제한적, Hold 의견 유지

Hold

적정주가 (12개월) **30,000 원**
현재주가 (1.3) **31,700 원**
상승여력 **-5.4%**

KOSPI	1,993.70pt
시가총액	67,819억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	53.16%
외국인비중	27.56%
52주 최고/최저가	34,250원/25,400원
평균거래대금	150.7억원

주요주주(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금	5.14

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.5	23.3	-0.8
상대주가	6.4	40.6	23.7



4분기 영업이익은 기대치 부합할 것

4분기 강원랜드 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,089억원(+2.4% YoY)과 949억원(-0.5% YoY)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 순이익은 752억원(-4.1% YoY)으로 3분기 진행되었던 산림조합 출자금이 4분기에도 집행되며 영업이익과의 괴리가 전망된다.

하반기 채용된 직원들의 투입이 추석 전후로 이루어지며 4분기 카지노 매출은 3,625억원(+5.2% YoY)을 기록할 전망이다. 다만 인건비 증가, 워터월드 비수기로 인한 적자(-40억원 전망)로 인해 영업이익은 전년 수준과 유사할 전망이다. 언론에 따르면, 워터월드의 11월말 추정된 워터월드 4분기 적자는 40억원 이상이다. 참고로 8월 개장한 워터월드의 3분기 매출은 78억원, 원가는 67억원을 기록한 바 있다.

2019년 영업이익은 성장세 전환

강원랜드의 2019년 매출액 및 영업이익은 각각 1조 6,898억원(+13.0% YoY)과 4,756억원(+3.4% YoY)으로 2년간의 감익 사이클을 끝을 전망한다. 이는 카지노 매출이 1조 4,865억원으로 4.7% YoY 증가할 것으로 전망하는데 근거한다.

매출 성장 대비 영업이익 성장 대비 소폭 하회할 것으로 전망하는 이유는 1) 채용비리 이후 신규 채용 인력의 정직원 전환으로 인력 증가, 2) 워터월드가 140억원 적자를 기록할 것으로 전망하기 때문이다. 워터월드의 초기 안정화를 위해 마케팅을 집행할 가능성이 높고, 여름 성수기를 제외하면 적자가 발생하는 구조임을 반영했다. 현재 동사는 2019년 PER 기준 18배에 거래되고 있어 과거 8년 내 평균 수준에 해당한다. 지난 6개월 간 추가 상승을 통해 '비정상적 규제의 정상화'에 따른 매출 성장분을 반영한 주가로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,604.5	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018E	1,495.1	459.8	353.5	1,652	-19.2	16,311	19.4	2.0	9.1	10.1	22.0
2019E	1,689.8	475.6	376.1	1,758	6.4	17,217	18.0	1.8	8.3	10.5	22.2
2020E	1,801.6	485.5	383.7	1,793	2.0	18,204	17.7	1.7	7.7	10.1	22.3
2021E	1,920.7	478.3	331.4	1,549	-2.5	18,733	18.8	1.6	5.2	8.4	22.2

표26 강원랜드 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	408.9	399.4	2.4	369.1	10.8	396.6	3.1
영업이익	94.9	95.4	-0.5	123.9	-23.4	99.7	-4.8
세전이익	99.0	94.2	5.1	124.2	-20.3	101.0	-2.0
지배순이익	75.2	78.4	-4.1	93.3	-19.4	79.7	-5.6

자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
드롭액	1,776.1	1,762.0	1,822.3	1,682.0	1,740.7	1,644.0	1,654.1	1,599.8	1,550.9	1,475.0	1,590.6	1,559.6
Mass	778.8	753.3	781.0	763.6	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	687.9
슬롯머신	616.1	631.6	649.5	609.4	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	572.8
VIP테이블	381.2	377.1	391.8	309.1	421.6	370.0	340.4	304.1	292.5	284.7	386.1	299.0
홀드율 (%)	23.1	22.9	23.0	23.4	22.7	22.8	22.8	23.6	23.6	23.6	22.1	23.2
Mass	24.2	24.5	24.5	24.5	24.4	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	23.8	24.2	23.7	24.8	23.8	24.2	24.1
VIP테이블	18.3	18.1	18.2	20.5	16.6	17.9	16.7	21.4	18.6	19.1	14.9	18.8
매출액	436.6	411.8	438.1	410.0	409.1	372.9	380.8	385.0	378.4	338.7	369.1	408.9
Mass	188.6	184.9	191.0	186.8	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	168.2
슬롯머신	152.8	150.3	157.3	144.4	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	138.0
VIP테이블	69.9	68.4	71.4	63.5	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	56.3
비카지노	25.3	8.2	18.4	15.3	14.7	-1.3	4.0	7.4	14.4	-3.1	18.2	46.3
매출원가	185.0	182.6	195.3	222.3	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	236.5
인건비	30.7	30.6	34.8	54.2	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	63.8
컴프	37.0	38.2	39.7	40.7	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	31.4	32.4
세금	58.6	60.7	63.7	59.9	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.9	55.1
판관비	73.7	69.0	81.2	68.9	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	77.5
영업이익	177.9	160.3	161.7	118.8	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	94.9
세전이익	189.1	164.1	166.6	77.1	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	99.0
순이익	142.8	123.7	124.3	63.8	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	75.2
(% YoY)												
드롭액	4.3	7.7	5.1	1.0	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-2.5
Mass	3.7	7.1	2.9	5.2	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-1.2
슬롯머신	10.0	11.8	3.6	0.2	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-4.4
VIP테이블	-2.9	2.2	12.7	-6.9	10.6	-1.9	-13.1	-1.6	-30.6	-23.0	13.4	-1.7
매출액	2.6	5.9	6.0	1.0	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	6.2
Mass	2.5	5.6	3.1	4.4	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-1.2
슬롯머신	10.0	11.8	3.6	0.2	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-2.9
VIP테이블	-5.3	-2.7	24.2	-4.0	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-13.6
영업이익	5.0	8.4	2.4	-1.1	-8.7	-15.5	-14.9	-19.7	-22.4	-15.1	-10.0	-0.5
순이익	7.9	27.1	4.5	-31.4	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-4.1
Margin (%)												
OPM	40.7	38.9	36.9	29.0	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	23.2
NPM	32.7	30.0	28.4	15.5	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	18.4
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.17	2.41	2.10	2.23	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.09
% YoY	2.2	6.4	3.2	1.5	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0%	-1.9%	0.7%	1.9%
일평균방문객 (명)	8,979	8,041	9,426	8,192	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	8,113
% YoY	0.9	1.2	1.8	-0.5	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1%	-8.6%	-4.5%	-4.3%

주: 2017년 실적부터 IRFS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표28 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,176.1	6,496.4	6,845.7	7,080.1
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,612.2	2,810.4	3,074.7	3,303.4
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,301.6	2,301.1	2,303.0	2,296.3
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,262.3	1,385.0	1,468.0	1,480.4
홀드율 (%)	23.1	22.9	23.0	22.9	22.9	23.0
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.2	24.1	24.1	24.1
VIP테이블	18.7	18.0	17.6	17.6	17.9	17.8
매출액	1,696.5	1,547.8	1,495.1	1,689.8	1,801.6	1,886.4
Mass테이블	751.4	685.2	638.8	687.3	752.0	807.9
슬롯머신	604.8	579.3	557.7	555.4	555.9	554.2
VIP테이블	273.1	258.6	222.7	243.8	262.4	262.9
비카지노	67.2	81.5	172.1	203.2	231.3	261.4
매출원가	785.2	730.8	740.9	894.4	992.7	1,057.1
인건비	150.2	147.7	154.6	170.8	178.9	185.4
컴프	155.7	137.3	125.3	143.2	151.4	152.7
세금	243.0	227.1	211.9	222.1	234.8	243.1
판관비	292.7	286.0	294.3	319.7	323.3	330.5
영업이익	618.6	530.9	459.8	475.6	485.5	498.7
세전이익	596.9	566.2	472.0	502.7	512.5	525.7
순이익	454.6	437.6	353.5	376.1	383.7	393.6
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.0	5.2	5.4	3.4
Mass테이블	4.7	-8.9	-6.8	7.6	9.4	7.4
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.1	0.0	0.1	-0.3
VIP테이블	1.3	-1.6	-12.1	9.7	6.0	0.8
매출액	3.8	-8.8	-3.4	13.0	6.6	4.7
Mass테이블	3.9	-8.8	-6.8	7.6	9.4	7.4
슬롯머신	6.3	-4.2	-3.7	-0.4	0.1	-0.3
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.9	9.5	7.6	0.2
영업이익	3.9	-14.2	-13.4	3.4	2.1	2.7
순이익	2.9	-3.7	-19.2	6.4	2.0	2.6
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	30.8	28.1	26.9	26.4
NPM	26.8	28.3	23.6	22.3	21.3	20.9
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,652	1,758	1,793	1,549
PER	16.8	17.0	19.4	18.0	17.7	18.8
PBR	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	9.1	8.3	7.7	5.2
ROE (%)	14.5	13.0	10.1	10.5	10.1	8.4
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7

주: 2017년 실적부터 IRFS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,604.5	1,495.1	1,689.8	1,801.6	1,920.7
매출액증가율 (%)	-5.4	-6.8	13.0	6.6	6.6
매출원가	787.5	740.9	894.5	992.7	1,058.4
매출총이익	816.9	754.1	795.3	808.8	862.3
판매관리비	286.0	294.3	319.7	323.3	384.0
영업이익	530.9	459.8	475.6	485.5	478.3
영업이익률	33.1	30.8	28.1	26.9	24.9
금융손익	52.7	47.6	47.9	48.0	62.4
종속/관계기업손익	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-35.3	-20.9	-20.9	0.0
세전계속사업이익	566.2	472.3	502.7	512.6	540.7
법인세비용	128.7	117.9	126.3	115.0	111.7
당기순이익	437.5	353.5	376.0	383.6	331.4
지배주주지분 손이익	437.6	353.5	376.1	383.7	331.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	270.5	474.3	503.2	640.2
당기순이익(손실)	437.5	353.5	376.0	383.6	331.4
유형자산상각비	74.2	65.9	64.2	64.2	272.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-71.0	-169.7	34.1	55.3	48.3
투자활동 현금흐름	-250.2	-132.3	-208.4	-207.5	-111.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-85.5	-86.6	-30.0	-25.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	144.9	-12.4	-37.1	-37.9	-40.5
재무활동 현금흐름	-200.3	-132.2	-172.3	-182.5	-172.3
차입금의 증감	0.5	68.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-10.2	93.6	113.2	356.1
기초현금	93.0	105.6	95.4	188.9	302.2
기말현금	105.6	95.4	188.9	302.2	469.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,164.3	2,202.7	2,441.6	2,703.5	3,029.5
현금및현금성자산	105.6	95.4	188.9	302.2	469.3
매출채권	4.7	4.8	5.1	5.4	5.8
재고자산	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
비유동자산	2,021.4	2,056.2	2,059.1	2,057.8	1,826.3
유형자산	1,298.0	1,319.6	1,285.4	1,246.2	974.2
무형자산	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
투자자산	525.4	537.8	574.9	612.8	653.4
자산총계	4,185.7	4,258.9	4,500.7	4,761.3	4,855.7
유동부채	681.3	767.4	815.5	864.7	917.3
매입채무	3.4	3.4	3.7	3.9	4.2
단기차입금	0.0	70.0	70.0	70.0	70.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	1.7	1.8	2.0	2.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	684.4	769.1	817.4	866.7	919.4
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	3,427.5	3,621.1	3,832.4	3,945.5
비지배주주지분	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.1
자본총계	3,501.2	3,489.8	3,683.3	3,894.6	4,007.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,500	6,988	7,898	8,421	8,978
EPS(지배주주)	2,046	1,652	1,758	1,793	1,549
CFPS	2,968	2,417	2,413	2,435	3,088
EBITDAPS	2,829	2,457	2,523	2,570	3,508
BPS	16,365	16,311	17,217	18,204	18,733
DPS	990	850	900	850	850
배당수익률(%)	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	19.4	18.0	17.7	18.8
PCR	11.7	13.2	13.1	13.0	9.4
PSR	4.6	4.6	4.0	3.8	3.5
PBR	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EBITDA	605.1	525.7	539.9	549.7	750.4
EV/EBITDA	8.8	9.1	8.3	7.7	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	10.1	10.5	10.1	8.4
EBITDA 이익률	37.7	35.2	31.9	30.5	39.1
부채비율	19.5	22.0	22.2	22.3	22.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	2,687.5			
매출채권회전율(x)	360.5	317.6	343.0	342.5	342.6
재고자산회전율(x)	1,229.9	1,137.0	1,227.9	1,226.4	1,226.5

Industry Brief
2019. 1. 4

스튜디오드래곤 253450

매력적인 주가 구간 돌입

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 하회할 것
- ✓ 텐트폴 두 작품의 방영 시기로 인해 판권 매출이 절반만 반영되기 때문
- ✓ 기존 사업구조에 따른 내년 영업이익 807억원 추정
- ✓ 중국 向 매출 포함 시 영업이익은 1,200억원까지 가능할 전망. 이는 콘텐츠 한한령 해제를 고려하지 않은 수치. 동시 방영 가능 시 업사이드 이보다 커

Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원
현재주가 (1.3) 89,900 원
상승여력 44.6%

KOSDAQ	657.02pt
시가총액	25,218억원
발행주식수	2,805만주
유동주식비율	25.24%
외국인비중	2.67%
52주 최고/최저가	119,800원/58,400원
평균거래대금	173.6억원

주요주주(%)
씨제이이엔엠 외 3 인 74.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.5	-20.5	41.8
상대주가	-10.9	-3.7	77.5

주가그래프



4분기 영업이익은 122 억원으로 시장 기대치 하회 예상

스튜디오드래곤의 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 1,120억원(+56% YoY)과 122억원(+253% YoY)으로 향후 시장 눈높이가 낮아질 것으로 전망한다. 텐트폴인 '알함브라 궁전의 추억'과 '남자친구'의 방영이 4분기 절반만 이루어지면서 해외 판권 또한 절반 분량만이 인식될 전망이다. 감가상각 금액은 3분기 대비 70억원이 감소한 168억원으로 전망한다.

중국에 대한 가시적 성과가 확인될 2019년

3분기까지 분기당 제작 드라마는 4~5개에 불과했으나 CJ ENM 드라마 슬롯 확대로 4분기 이후 이 수는 8개까지 증가했다. 4분기 증가된 부분이 2019년 온기로 반영되며 기존 사업구조만으로도 영업이익은 807억원이 기대된다.

동사는 3분기 컨퍼런스를 통해 중국 사업 전략을 밝혔다. 1) '알함브라 궁전의 추억'을 시작으로 중국 向 판권 판매를 본격화할 것과 2) 동사 IP를 활용해 중국 제작사와 중국 드라마를 제작한다는 것이 골자였다.

제이콘텐츠리의 '18~19년 중국 매출을 150억원으로 추정하는데, 작품의 수 및 제작비 규모를 고려했을 때 동사의 2019년 중국 판권은 300억원으로 전망한다. 비용 정산이 끝났기 때문에 GPM 80%를 가정, 240억원의 이익이 예상된다. 또한 중국 제작사와의 중국 드라마 제작은 현지의 드라마 제작비 300~700억원의 중간값인 500억원에 GPM 15% (넷플릭스 오리지널 드라마 기준)를 적용, 작품당 약 80억원의 이익이 예상된다. 동사가 밝힌 바에 따르면 상반기 1개~2개 작품이 크랭크인한다. 두 작품이 모두 2019년 delivery될 경우 이에 따른 이익은 160억원으로 전망한다. 두 부문은 콘텐츠 한한령 해제와 관계없이 동사가 달성할 수 있는 수치다.

(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
2018E	389.9	51.7	39.6	1,411	34.4	14,545	65.5	6.4	20.0	10.2	27.0
2019E	506.3	80.7	62.0	2,210	56.6	16,755	40.7	5.4	13.6	14.1	30.4
2020E	635.1	85.7	66.1	2,355	6.6	19,111	38.2	4.7	11.9	13.1	33.5
2021E	688.0	89.3	69.0	2,461	4.5	21,571	36.5	4.2	10.4	12.1	32.1

표29 스튜디오드래곤 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	112.0	71.9	55.8	123.7	-9.5	106.4	5.3
영업이익	12.2	3.5	252.6	21.5	-43.0	16.6	-26.4
세전이익	9.6	N/A	N/A	20.9	-54.1	16.4	-41.4
지배순이익	1.9	N/A	N/A	17.3	-89.0	14.3	-86.7

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

표30 CJ ENM 드라마 슬롯 꾸준히 증가 중

정기 드라마 슬롯	tvN 3개	월화/수목/토일
	OCN 2개	월화/토일
2018년 추가된 슬롯	OCN 9월부터 수목 슬롯	←제작 편수 추정 상향 근거
	tvN 9월부터 금 슬롯	

자료: 언론 자료 참고하여 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표31 2018~2019 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	화유기	17.12.23~18.2.25	20부	홍정은, 홍미란	박홍균	이승기, 오연서, 차승원	SD, JS픽처스
	마더	1.24~3.15	16부	정서경	김철규	이보영	SD
	크로스	1.29~3.20	16부	최민석	신용휘	고경표, 조재현, 전소민	SD, 로고스필름
	라이브	3.3~5.6	18부	노희경	김규태	정유미, 이광수	지티스트, SD
	나의 아저씨	3.21~5.10	16부	박해영	박해영	이선균, 아이유	SD, 초록빔미디어
	무법 변호사	5.12~ 7.1	16부	윤현호	김진민	이준기, 서예지	SD, 로고스 필름
	멈추고 싶은 순간: 어바웃 타임	5.21 ~ 7.10	16부	추혜미	김형식	이상윤, 이성경	SD, 스토리티브이
	김비서가 왜 그럴까	6.6~7.26	16부	정은영	박준화	박서준, 박민영	본팩토리, SD
	미스터 션샤인	7.7~9.30	24부	김은숙	이응복	이병헌, 김태리	화앤담픽처스(SD)
	야는 와이프	8.1~9.27	16부	양희승	이상엽	지성, 한지민	SD, 초록빔미디어
	백일의 낭군님	9.10~10.30	16부	노지설	이종재	도경수(엑소), 남지현	SD, 에이스토리
	하늘에서 내리는 1억개의 별	10.3~11.22	16부	송혜진	유제원	서인국, 정소민	SD
	나인룸	10.6~11.25	16부	정성희	지영수	김희선, 김해숙	김종학프로덕션, SD
	계룡선녀전	11.5~12.25	16부	유경선	김윤철	문채원, 윤현민	SD, JS픽처스
	남자친구	11.28~	16부	유영아	박신우	송혜교, 박보검	본팩토리, SD
	알함브라 궁전의 추억	12.1~	16부	송재정	안길호	현빈, 박신혜	SD, 초록빔미디어
	왕이 된 남자	19.1.7~	16부	김선덕, 신하은	김희원	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	진심이 닿다	19.1.30~	16부	이명숙, 최보림	박준화	이동욱, 유인나	SD, 메가몬스터, 콘텐츠 지움
	로맨스는 별책부록	19.1.26~.	16부	정현정	이정호	이종석, 이나영	SD, 글앤그림미디어
	자백	19.3~		임희철	김철규	준호, 유재명	
그녀의 사생활	19.4~			홍종찬	박민영	SD, 본팩토리	
아스달 연대기	1H19		김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	SD, KPJ	
사이코메트리 그녀석	1H19		양진아	김병수	진영, 신예은	SD, 제이에스픽처스	
어비스	1H19		문수연		박보영	SD, 네오엔터테인먼트	
악마가 너의 이름을 부를 때	1H19		노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘		
지정생존자	1H19	16부		유종선	지진희, 배종옥, 강한나		
소원을 말해봐	연중	16부	백미경	김상호			
OCN	나쁜 녀석들: 악의 도시	17.12.16~18.2.4	16부	한동화, 황준혁	한정훈	박종훈, 주진모	SD, 열반웍스미디어
	작은 신의 아이들	2.24~4.22	16부	한우리	한우리	강지환, 김옥빈	SD, KPJ
	미스트리스	4.28~6.3	12부	한지승	고정운, 김진욱	한가인, 구재이	SD, 초록빔미디어
	라이프 온 마스	6.9~ 8.5	16부	이대일	이정호	정경호, 박성웅	SD, 프로덕션h
	보이스2	8.11~9.23	16부	마진원	이승영	이진욱, 이하나	콘텐츠K, SD
	플레이어	9.29~11.18	16부	신재형	고재현	송승헌, 정수정, 이시연	SD, 아이윌미디어
	손 The guest	9.12~11.1	16부	권소라, 서재원	김홍선	김동욱	SD
	신의 퀴즈 5	11.14 ~		강은선	김종혁	류덕한, 윤주희	SD
	프리스트	11.24 ~		문만세	김종현	연우진, 정유미	SD
	빙의	19.2.13~		박희강	최도훈	송새벽, 고준희	SD, 데이드림엔터
Netflix	킹덤	19.1.25	6부	김은희	김성훈	주지훈, 배우나	SD, 에이스토리
	좋아하면 울리는	1H19		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
Ex-library	애간장	1.8~2.6	10부	박가연	민연홍	이정신, 서지훈, 이열음	SBS플러스
	쇼트	2.12~2.20	4부	김영민	김정애	강태오, 여희현, 김도연	GnG프로덕션, COPUS
	그남자 오수	3.5~4.24	16부	정유선	남기훈	이종현, 김소은	IMTV, Dramafever
	시를 잊은 그대에게	3.26~5.15	16부	한상재	명수현 등	이유비, 이준기	tvN
	식사를 합시다3: 비긴즈	7.16~9.4	16부	임수미	최규식, 정형건	윤두준, 백진희	셀트리온엔터, tvN
	빅포레스트	9.7~11.9	16부	곽경윤 등	박수원	신동엽, 정상훈	tvN
투스타 유백이	11.16~	16부	이소정, 이시은	유학찬	김지석, 전소민	N/A	

주: SD-스튜디오드래곤. Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표32 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망											
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	112.0	286.8	389.9	506.3
(% YoY)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	19.7%	59.6%	55.8%	46.7%	35.9%	29.9%
드라마 부문	70.7	52.4	68.8	70.2	79.2	68.0	119.0	103.9	262.0	370.1	484.6
1. 작품 방영 매출액	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	55.6	131.2	179.3	200.7
작품당 편성매출	4.5	4.2	5.6	5.6	6.0	6.2	8.9	5.6	5.6	7.3	6.8
작품 수 (편)	4.5	5.3	6.3	5.0	5.5	5.4	5.5	8.1	21.0	24.5	29.5
E&M 필요 작품 수 (편)									15.0	33.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)									4.0	6.5	6.5
2. PPL	7.8	1.9	3.7	5.5	6.4	5.1	6.7	6.3	19.0	24.5	22.5
작품당 PPL	1.7	0.4	0.5	0.6	0.9	0.9	1.2	0.8	0.8	1.0	0.8
3. VOD 매출	13.9	10.2	10.2	10.3	9.4	12.3	17.2	13.1	44.6	52.1	64.6
작품당 VOD	3.1	1.9	1.6	2.1	1.7	2.3	2.6	1.6	2.1	2.1	2.2
4. 해외판권	22.6	16.1	13.1	15.4	22.7	16.5	46.2	28.9	67.2	114.2	146.8
작품당 해외판권	5.0	3.1	2.1	3.1	4.1	3.1	8.4	3.5	3.2	4.7	5.0
-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	0.0	0.0		0.0	30.0
작품당					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	15.0
작품수 (편)					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	2.0
엔터테인먼트 부문	4.7	9.7	8.7	1.6	0.7	6.3	4.7	8.0	24.7	19.8	21.8
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	91.0	239.7	324.1	411.1
매출원가율(%)	77.8%	80.4%	86.1%	89.6%	82.9%	85.7%	80.0%	81.3%	83.1%	81.2%	83.8%
제작비	35.2	15.6	45.5	53.4	44.6	33.3	55.6	61.9	149.7	195.4	248.7
작품당 제작비	7.8	3.0	6.7	8.6	7.2	6.2	10.1	7.6	6.4	8.3	7.6
CJ E&M 수수료	4.9	14.8	3.6	-6.5	6.1	9.4	9.5	0.0	16.9	24.9	31.7
감가상각	9.9	10.7	9.6	10.8	12.4	13.1	24.0	16.8	41.0	66.3	84.1
기타	1.1	0.8	0.7	0.8	1.1	0.8	2.3	1.4	3.4	5.7	8.8
판관비	2.8	3.3	4.0	4.0	3.0	3.3	3.3	4.5	14.1	14.1	14.6
판관비율(%)	3.7%	5.3%	5.2%	5.6%	3.7%	4.4%	2.7%	4.0%	4.9%	3.6%	2.9%
매니지먼트 수수료	0.3	0.5	0.7	0.8	0.4	0.4	0.3	1.2	2.3	2.3	2.5
드라마 관련 판관비	2.5	2.8	3.3	3.2	2.6	2.9	2.9	3.4	11.8	11.8	12.1
Profitability											
EBITDA	23.9	19.6	16.2	14.3	23.1	20.5	45.5	29.0	74.0	118.0	164.8
영업이익	14.0	8.9	6.6	3.5	10.7	7.3	21.5	12.2	33.0	51.7	80.7
드라마 부문	13.6	8.1	6.0	4.5	10.9	7.1	21.2	12.4	32.2	51.4	80.3
엔터테인먼트부문	0.4	0.8	0.6	-1.1	-0.3	0.3	0.3	-0.2	0.9	0.3	0.4
영업이익률(%)	18.5%	14.3%	8.6%	4.8%	13.3%	9.9%	17.4%	10.9%	11.5%	13.3%	15.9%
드라마 부문(%)	19.2%	15.5%	8.8%	6.4%	13.8%	10.4%	17.8%	11.9%	12.3%	13.9%	16.6%
엔터테인먼트부문(%)	8.8%	8.0%	7.1%	-63.8%	-35.0%	4.0%	6.8%	-2.4%	3.8%	1.5%	1.6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표33 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정: 중국 사업 성과 반영 전

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	97.4	195.5	286.8	389.9	506.3	635.1
(% YoY)	0.0	100.7	46.7	35.9	29.9	25.4
드라마 부문	97.4	195.5	262.0	370.1	484.6	611.1
1. 작품 방영 매출액	54.8	87.8	131.2	179.3	200.7	254.8
작품당 편성매출	3.4	4.6	5.6	7.3	6.8	7.0
작품 수 (편)	16.0	19.0	21.0	24.5	29.5	33.5
E&M 필요 작품 수 (편)		6.0	15.0	33.0	39.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)		1.0	4.0	6.5	6.5	6.5
2. PPL	3.6	32.3	19.0	24.5	22.5	39.5
작품당 PPL	0.2	1.7	0.8	1.0	0.8	1.0
3. VOD 매출	15.1	31.2	44.6	52.1	64.6	75.5
작품당 VOD	0.9	1.6	2.1	2.1	2.2	2.3
4. 해외판권	23.9	44.2	67.2	114.2	146.8	161.3
작품당 해외판권	1.5	2.3	3.2	4.7	5.0	4.8
↳중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌				0.0	30.0	60.0
작품당				0.0	15.0	15.0
작품수 (편)				0.0	2.0	4.0
엔터테인먼트 부문	0.0	16.8	24.7	19.8	21.8	23.9
매출원가	91.1	168.4	239.7	324.1	411.1	532.0
% of sales	93.5	86.1	83.1	81.2	83.8	84.3
제작비	58.4	120.1	149.7	195.4	248.7	345.3
작품당 제작비	3.7	6.3	6.4	8.3	7.6	8.0
CJ E&M 수수료	0.0	11.3	16.9	24.9	31.7	35.5
감가상각	0.0	22.0	41.0	66.3	84.1	97.1
기타	0.0	2.2	3.4	5.7	8.8	9.7
판관비	3.8	5.9	14.1	14.1	14.6	17.3
% of sales	3.9	3.0	4.9	3.6	2.9	2.7
매니지먼트 수수료	0.0	0.5	2.3	2.3	2.5	2.7
드라마 관련 판관비	0.0	5.4	11.8	11.8	12.1	14.7
Profitability						
EBITDA		43.2	74.0	118.0	164.8	182.9
영업이익	2.6	21.2	33.0	51.7	80.7	85.7
드라마 부문	2.6	21.2	32.2	51.4	80.3	85.3
엔터테인먼트부문	0.0	1.2	0.9	0.3	0.4	0.4
영업이익률 (%)	2.7	10.8	11.5	13.3	15.9	13.5
드라마 부문	2.7	10.8	12.3	13.9	16.6	14.0
엔터테인먼트부문	0.0	0.0	3.8	1.5	1.6	1.8

주: 2015~2016년 데이터는 스튜디오드래곤이 컨설팅 업체를 통해 받은 추정 재무제표 기준으로 작성된 당사 추정치
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	389.9	506.3	635.1	688.0
매출액증가율 (%)	85.7	35.9	29.9	25.4	8.3
매출원가	239.7	324.1	411.1	532.0	580.0
매출총이익	47.1	65.8	95.2	103.1	108.0
판매관리비	14.2	14.1	14.6	17.3	18.8
영업이익	33.0	51.7	80.7	85.7	89.3
영업이익률	11.5	13.3	15.9	13.5	13.0
금융손익	-2.5	0.7	1.4	1.8	2.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	30.3	52.4	82.1	87.5	91.4
법인세비용	6.4	12.8	20.1	21.4	22.4
당기순이익	23.9	39.6	62.0	66.1	69.0
지배주주지분 손이익	23.9	39.6	62.0	66.1	69.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	99.4	138.1	154.1	178.4
당기순이익(손실)	23.9	39.6	62.0	66.1	69.0
유형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	66.3	84.2	97.1	114.4
운전자본의 증감	-72.9	-6.0	-6.8	-7.5	-3.1
투자활동 현금흐름	-141.0	-105.0	-140.7	-157.4	-140.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-1.5	-1.4	-1.5	-1.7	-0.7
재무활동 현금흐름	188.1	-10.5	0.0	0.0	0.0
차입금의 증감	-18.1	-10.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	207.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	-16.0	-2.6	-3.3	38.1
기초현금	11.5	51.3	35.3	32.7	29.5
기말현금	51.3	35.3	32.7	29.5	67.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	359.5	453.8	557.6	639.8
현금및현금성자산	51.3	35.3	32.7	29.5	67.6
매출채권	54.9	74.7	97.0	121.6	131.8
재고자산	1.3	1.8	2.3	2.9	3.1
비유동자산	169.6	158.6	159.2	157.8	159.6
유형자산	1.1	0.8	0.6	0.5	0.3
무형자산	127.5	115.4	114.7	111.8	113.0
투자자산	3.8	5.2	6.7	8.4	9.1
자산총계	459.5	518.1	613.0	715.5	799.5
유동부채	90.7	109.7	142.5	178.7	193.6
매입채무	6.1	8.3	10.7	13.4	14.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	91.0	110.1	143.0	179.4	194.4
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	319.6	319.6	319.6	319.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	32.1	71.7	133.7	199.7	268.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	408.0	470.0	536.1	605.1

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,904	18,049	22,639	24,527
EPS(지배주주)	1,050	1,411	2,210	2,355	2,461
CFPS	3,068	4,218	5,883	6,525	7,267
EBITDAPS	3,271	4,218	5,883	6,525	7,267
BPS	13,141	14,545	16,755	19,111	21,571
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	65.5	40.7	38.2	36.5
PCR	21.2	21.9	15.3	13.8	12.4
PSR	5.1	6.6	5.0	4.0	3.7
PBR	4.9	6.4	5.4	4.7	4.2
EBITDA	74.3	118.3	165.0	183.0	203.9
EV/EBITDA	22.1	20.0	13.6	11.9	10.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	10.2	14.1	13.1	12.1
EBITDA 이익률	25.9	30.3	32.6	28.8	29.6
부채비율	24.7	27.0	30.4	33.5	32.1
금융비용부담률	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	19.0	113.3			
매출채권회전율(x)	6.2	6.0	5.9	5.8	5.4
재고자산회전율(x)	443.0	255.3	250.3	246.5	230.4

Industry Brief
2019. 1. 4

제이콘텐트리 036420

예상보다 높은 Sky 캐슬

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 하회 전망
- ✓ 영화 부문, 전년 동기 신과 함께 기저로 시장 기대치는 소폭 하회 전망
- ✓ 방송 부문은 일부 판권 딜리버리 시점 이슈로 1분기로 지연될 것으로 전망되어 시장 기대치 소폭 하회 전망. 4분기 드라마 해외 판권은 90억원으로 추정됨

Buy

적정주가 (12개월) **7,200 원**
현재주가 (1.3) **4,645 원**
상승여력 **55.0%**

KOSDAQ	657.02pt
시가총액	6,692억원
발행주식수	14,407만주
유동주식비율	65.63%
외국인비중	1.85%
52주 최고/최저가	8,054원/4,270원
평균거래대금	77.1억원

주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 1인	33.32
국민연금	8.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	-30.6	-13.7
상대주가	-1.5	-16.0	8.0

주가그래프



4분기 실적은 컨센서스 하회 전망

4분기 제이콘텐트리의 매출액과 영업이익은 각각 1,270억원(+5% YoY)과 98억원(+14% YoY)으로 컨센서스(126억원)를 하회할 것으로 전망한다. 부문별로는, 메가박스 63억원, JTBC콘텐츠허브 28억원, 그리고 본사 17억원으로 추정한다.

영화 부문: 시장 아웃퍼폼 지속

4분기 국내 박스오피스는 전년 동기 높은 기저(추석 효과)로 인해 YoY -4.2% 감소한 5,625억원(관람객 수 -9.3% YoY, ATP +6.7% YoY)을 기록했다. 당사가 파악한 바에 따르면 메가박스의 관람객 수 성장률은 -5.2% 수준으로 전체 시장을 +4.1%p 아웃퍼폼한 것으로 추정하며 이에 따른 메가박스의 4분기 영업이익은 63억원으로 추정한다.

방송 부문: 본사 IP 투자 이익이 상대적으로 큰 4분기

4분기 동사의 해외 판권은 90억원으로 당사 기존 전망을 유지한다. '내 아이디는 강남미인'(9월 종료)와 '라이프'일본 판권, '밥 잘 사주는 예쁜 누나'의 중국 판권을 합해 70억원을 가정했으며 11월말~12월초에 종영한 '뷰티 인사이드'와 '제3의 매력' 해외 판권이 일부(약 20억원) 반영될 것이라 추정한 데 근거한다.

1Q19에는 '뷰티 인사이드'와 '제3의 매력' 나머지 부분, 'SKY 캐슬'과 '일단 뜨겁게 청소하라'가 인식될 예정이다. 특히 SKY캐슬의 경우 VOD 수익뿐 아니라 해외 판권 판매도 호조세로 1분기 이익에 크게 기여할 전망이다.

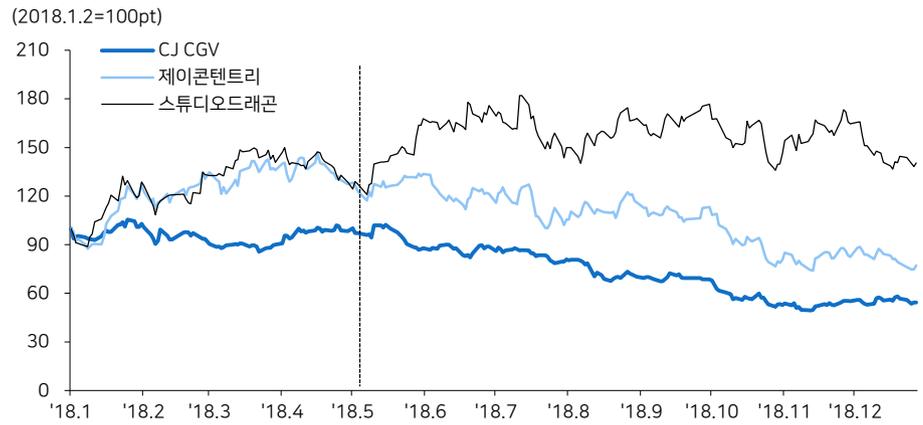
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	420.3	33.4	6.4	53	-51.4	1,311	97.5	4.0	14.8	5.3	180.8
2018E	504.9	40.9	16.2	127	118.9	1,212	35.2	3.7	9.3	9.7	176.4
2019E	554.7	60.4	27.8	193	38.1	1,405	24.1	3.3	7.9	14.8	160.1
2020E	602.4	68.1	31.6	220	14.9	1,624	21.2	2.9	6.5	14.5	144.9
2021E	652.3	77.5	36.1	251	16.4	1,875	18.5	2.5	5.5	14.3	130.9

표34 제이콘텐트리 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	127.0	120.1	5.7	157.0	-19.1	134.8	-5.8
영업이익	9.8	8.6	14.0	18.2	-46.3	12.2	-19.7
세전이익	6.9	2.4	187.5	16.1	-57.0	12.9	-46.4
지배순이익	6.0	-1.7	N/A	2.9	104.2	6.3	-4.8

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 제이콘텐트리, CJ CGV 주가 하락 본격화되며 peer와 디커플링 시작



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표35 JTBC 드라마 라인업: 지난 12월부터 기존 금토 드라마에 더해 월화 드라마 슬롯 추가

제목	방영 기간	제작사	작가	주연배우	총편수	비고
힘센여자 도봉순	2.24~4.15	제이에스픽쳐스, 드라마하우스	백미경	박보영, 박형식	16부작	100% 사전제작
맨투맨	4.21~6.10	드라마하우스, 마운틴무브먼트 스토리	김원석	박해진, 박성웅, 김민정	16부작	100% 사전제작
품위있는 그녀	6.16~8.19	제이에스픽쳐스, 드라마하우스	백미경	김희선, 김선아	20부작	100% 사전제작
청춘시대2	8.25~10.07	드라마하우스, 테이크투	박연선	한예리, 한승연, 박은빈	14부작	
더 패키지	10.13~11.18	JYP픽쳐스, 드라마하우스	천성일	이연희, 정용화	12부작	100% 사전제작
언터처블	11.24~18.1.20	김종학프로덕션, 드라마하우스	최진원	진구, 고준희, 정은지	16부작	
그냥 사랑하는 사이	12.11~18.1.30	드라마하우스, 셀트리온 엔터테인먼트	유보라	이준호, 원진아	16부작	첫 월화드라마
미스티	2.2~3.24	글앤그림미디어	제인	김남주, 지진희	16부작	금토드라마
오라차차 와이키키	2.5~4.17	씨제스프로덕션, DH	김기호 등	김정현, 이이경, 손승원	20부작	월화드라마
밥 잘 사주는 예쁜 누나	3.30~5.19	DH, 콘텐츠케이	김은	손예진, 정해인	16부작	금토드라마
미스 함무라비	5.21~7.17	스튜디오앤뉴	문유석	고아라, 엘(인피니티)	16부작	월화드라마
스케치	5.25~7.14	DH, 네오 Ent	강현성	비(정지훈), 이동건	16부작	금토드라마
라이프	7.23~9.11	씨그널 Ent	이수연	조승우, 이동욱	16부작	월화드라마
내 아이디는 강남미인	7.27~9.15	아트앤컬처	최수영	임수향, 차은우	16부작	금토드라마
제3의 매력	9.28~11.17	이매진아시아, JYP픽쳐스	박희권, 박은영	서강준, 이솜	16부작	금토드라마
뷰티 인사이드	10.1~11.20	스튜디오앤뉴, 옹필름	임메아리	서현진, 이민기	16부작	월화드라마
SKY 캐슬	11.23	DH, HB엔터	유현미	염정아, 오나라	16부작	금토드라마
일단 뜨겁게 청소하라	11.26	DH, 오형제	한희정	김유정, 안효섭, 송재림	16부작	월화드라마
눈이 부시게	19.02~	DH	이남규, 김수진	한지민, 남주혁	12부작	월화드라마
리갈하이	19.02~	지앤지프로덕션	박성진	진구, 서은수	-	금토드라마
와이키키 브라더스 시즌2	19.03~	-	김기호	소희, 이이경	-	월화드라마
열여덟	1H19	-	-	김향기, 웅성우	-	-
나의 나라	2H19	-	채승대	양세종	-	-

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

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

자료: JTBC, 메리츠증권리서치센터

표36 글로벌 영화관 업체 Peer valuation table: 중국 사업자 EV/EBITDA 7배까지 하락

(백만달러)		북미				유럽 및 호주		중국		한국
		IMAX corp	AMC Entertain	Cinemark	Cineplex	Cine World	Village Roadshow	SMI holdings	China Film	CJ CGV
매출액	2017	305.8	335.2	419.3	504.9	554.7	602.4	305.8	335.2	419.3
	2018E	-17.2	9.6	25.1	20.4	9.9	8.6	-17.2	9.6	25.1
	2019E	83.6	82.1	161.8	233.6	294.6	328.0	83.6	82.1	161.8
영업이익	2017	83.6	82.1	126.9	159.8	190.2	222.4	83.6	82.1	126.9
	2018E	-	-	34.8	73.9	104.4	105.7	-	-	34.8
	2019E	231.9	255.1	290.9	313.8	330.9	345.8	231.9	255.1	290.9
EBITDA	2017	-9.7	-2.0	-33.3	-42.6	-70.7	-71.5	-9.7	-2.0	-33.3
	2018E	140.3	152.6	199.8	254.5	268.9	337.7	140.3	152.6	199.8
	2019E	165.5	182.5	220.6	250.4	285.9	264.6	165.5	182.5	220.6
순이익	2017	54.1	54.5	52.5	49.6	51.5	43.9	54.1	54.5	52.5
	2018E	132.6	153.6	187.2	209.6	225.5	196.5	132.6	153.6	187.2
	2019E	32.9	28.9	33.3	40.9	60.4	68.1	32.9	28.9	33.3
EPS (달러)	2017	4.3	8.4	11.7	16.1	35.2	38.5	4.3	8.4	11.7
	2018E	4.3	8.4	9.9	11.0	16.4	19.6	4.3	8.4	9.9
	2019E	-	-	1.8	5.1	18.8	18.9	-	-	1.8
PER (배)	2017	27.0	22.3	25.9	26.0	27.4	31.8	27.0	22.3	25.9
	2018E	10.8	8.6	7.9	8.1	10.9	11.3	10.8	8.6	7.9
	2019E	5.1	10.2	7.2	6.9	11.9	11.7	5.1	10.2	7.2
EV/EBITDA (배)	2017	5.1	10.2	7.8	6.9	8.6	8.8	5.1	10.2	7.8
	2018E	N/A	N/A	5.2	6.9	18.0	17.9	N/A	N/A	5.2
	2019E	11.6	8.7	8.9	8.3	8.3	9.2	11.6	8.7	8.9
ROE (%)	2017	305.8	335.2	419.3	504.9	554.7	602.4	305.8	335.2	419.3
	2018E	-17.2	9.6	25.1	20.4	9.9	8.6	-17.2	9.6	25.1
	2019E	83.6	82.1	161.8	233.6	294.6	328.0	83.6	82.1	161.8
ROA (%)	2017	83.6	82.1	126.9	159.8	190.2	222.4	83.6	82.1	126.9
	2018E	-	-	34.8	73.9	104.4	105.7	-	-	34.8
	2019E	231.9	255.1	290.9	313.8	330.9	345.8	231.9	255.1	290.9
상대수익률 (%)	1W	-9.7	-2.0	-33.3	-42.6	-70.7	-71.5	-9.7	-2.0	-33.3
	1M	140.3	152.6	199.8	254.5	268.9	337.7	140.3	152.6	199.8
	3M	165.5	182.5	220.6	250.4	285.9	264.6	165.5	182.5	220.6
	6M	54.1	54.5	52.5	49.6	51.5	43.9	54.1	54.5	52.5
	1Y	132.6	153.6	187.2	209.6	225.5	196.5	132.6	153.6	187.2
	YTD	32.9	28.9	33.3	40.9	60.4	68.1	32.9	28.9	33.3
절대수익률 (%)	1W	4.3	8.4	11.7	16.1	35.2	38.5	4.3	8.4	11.7
	1M	4.3	8.4	9.9	11.0	16.4	19.6	4.3	8.4	9.9
	3M	-	-	1.8	5.1	18.8	18.9	-	-	1.8
	6M	27.0	22.3	25.9	26.0	27.4	31.8	27.0	22.3	25.9
	1Y	10.8	8.6	7.9	8.1	10.9	11.3	10.8	8.6	7.9
	YTD	5.1	10.2	7.2	6.9	11.9	11.7	5.1	10.2	7.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표37 제이콘텐츠리 연결실적 추정

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	305.8	335.2	419.3	504.9	554.7	602.4
YoY (%)	-17.2	9.6	25.1	20.4	9.9	8.6
방송	83.6	82.1	161.8	233.6	294.6	328.0
JTBC 콘텐츠허브	83.6	82.1	126.9	159.8	190.2	222.4
IP 투자	-	-	34.8	73.9	104.4	105.7
메가박스	231.9	255.1	290.9	313.8	330.9	345.8
(연결 및 조정)	-9.7	-2.0	-33.3	-42.6	-70.7	-71.5
매출원가	140.3	152.6	199.8	254.5	268.9	337.7
매출총이익	165.5	182.5	220.6	250.4	285.9	264.6
매출총이익률(%)	54.1	54.5	52.5	49.6	51.5	43.9
판매관리비	132.6	153.6	187.2	209.6	225.5	196.5
영업이익	32.9	28.9	33.3	40.9	60.4	68.1
방송	4.3	8.4	11.7	16.1	35.2	38.5
JTBC 콘텐츠허브	4.3	8.4	9.9	11.0	16.4	19.6
IP 투자	-	-	1.8	5.1	18.8	18.9
메가박스	27.0	22.3	25.9	26.0	27.4	31.8
영업이익률(%)	10.8	8.6	7.9	8.1	10.9	11.3
방송	5.1	10.2	7.2	6.9	11.9	11.7
JTBC 콘텐츠허브	5.1	10.2	7.8	6.9	8.6	8.8
IP 투자	N/A	N/A	5.2	6.9	18.0	17.9
메가박스	11.6	8.7	8.9	8.3	8.3	9.2

주: 메가박스는 2017년 KMIC 청산 20억원 적자 포함. 이를 제외할 경우 메가박스 2017년 영업이익률은 9.6%

자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권증권 리서치센터

표38 제이콘텐트리 분기별 실적 전망											
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
JTBC콘텐츠허브 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)											
매출액	16.5	41.4	28.2	40.8	30.1	50.3	35.5	43.8	126.9	157.8	190.2
작품 방영 매출	2.2	16.0	6.5	12.2	5.3	13.3	3.7	13.3	36.9	35.6	36.6
작품당 매출액	2.2	8.0	6.5	6.1	5.3	6.6	5.3	6.6	5.3	6.2	6.4
작품수 (편)	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0	2.0	0.7	2.0	6.0	5.7	5.7
제이콘 IP신규 보유 (편)	-	2.0	1.0	1.0	3.5	2.5	3.0	3.0	6.0	11.0	12.0
VOD매출	5.4	5.9	7.7	10.7	11.8	11.5	12.9	6.6	4.2	11.0	13.2
드라마	0.5	0.9	1.5	1.2	2.0	2.3	3.1	3.6	4.2	11.0	13.2
편당 VOD	0.3	0.6	0.8	1.2	0.6	0.9	1.0	1.2	0.7	1.0	1.1
드라마 외	4.9	5.0	6.1	9.5	9.8	9.2	9.8	3.0	25.5	31.9	36.7
해외판권	2.8	12.2	4.9	7.0	4.5	14.1	10.9	14.6	26.8	44.0	68.3
드라마 (중국 외)	-	9.4	1.0	2.5	2.5	10.0	6.8	9.0	12.9	28.3	41.0
중국 向	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10
드라마 외	2.8	2.8	3.9	4.5	2.0	4.1	4.1	5.6	13.9	15.7	17.3
영업이익	1.0	6.9	2.2	-0.2	0.9	4.8	2.5	2.8	9.9	11.0	16.4
영업이익률(%)	6.3	16.5	7.8	-0.5	3.0	9.6	7.1	6.4	7.8	7.0	8.6
IP투자 (드라마 및 영화투자)											
매출액	3.7	12.7	9.0	9.3	17.4	13.8	19.9	22.7	34.8	73.9	104.4
YoY(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	368.2	8.6	120.1	145.3	-	112.2	41.3
영업이익	-0.1	2.1	0.0	-0.3	0.2	1.8	0.8	1.7	1.8	5.1	18.8
영업이익률(%)	-2.2	16.5	0.5	-3.3	0.9	13.2	4.2	7.4	5.2	6.9	18.0
메가박스											
매출액	68.3	57.3	84.4	80.8	70.4	64.8	100.9	76.4	290.9	312.5	330.9
상영매출	37.8	32.8	43.7	44.0	38.3	43.6	56.1	42.6	158.3	180.6	188.4
매점매출	10.7	9.3	12.4	12.3	9.9	10.0	15.4	11.6	44.6	46.9	49.7
기타매출	19.8	15.3	28.4	24.5	22.3	11.2	29.4	22.2	88.0	85.0	92.8
YoY(%)	6.5	11.5	7.9	31.9	3.1	13.1	19.4	-5.5	14.0	7.4	5.9
상영매출	22.5	3.8	-7.0	16.9	1.4	33.0	28.4	-3.3	14.0	7.4	5.9
매점매출	15.2	2.5	-7.5	18.9	-8.1	8.5	24.3	-5.2	7.6	14.1	4.3
기타매출	-17.5	41.6	58.5	84.6	12.5	-26.6	3.5	-9.6	6.1	5.1	5.9
영업이익	4.3	-0.0	9.1	12.5	3.1	1.7	15.0	6.3	25.9	26.0	27.4
영업이익률(%)	6.3	-0.0	10.8	15.5	4.4	2.6	14.9	8.2	8.9	8.3	8.3
Total											
매출액	86.9	96.6	115.8	120.1	109.6	111.3	157.0	127.0	419.3	504.9	554.7
JTBC콘텐츠허브	16.5	41.4	28.2	40.8	30.1	50.3	35.5	43.8	126.9	157.8	190.2
IP투자	3.7	12.7	9.0	9.3	17.4	13.8	19.9	22.7	34.8	73.9	104.4
메가박스	68.3	57.3	84.4	80.8	70.4	64.8	100.9	76.4	290.9	312.5	330.9
연결조정	-1.7	-14.9	-5.8	-10.8	-8.4	-17.7	0.7	-15.9	-33.3	-39.3	-70.7
영업이익	5.2	8.9	10.6	8.6	4.0	8.2	18.2	9.8	33.3	40.9	60.4
JTBC콘텐츠허브	1.0	6.9	2.2	-0.2	0.9	4.8	2.5	2.8	9.9	11.0	16.4
IP투자	-0.1	2.1	0.0	-0.3	0.2	1.8	0.8	1.7	1.8	5.1	18.8
메가박스	4.3	-0.0	9.1	12.5	3.1	1.7	15.0	6.3	25.9	26.0	27.4
연결조정	-0.1	-0.0	-0.7	-3.4	-0.1	-0.1	-0.1	-1.0	-4.3	-1.3	-2.2

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

제이콘텐츠리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	420.3	504.9	554.7	602.4	652.3
매출액증가율 (%)	25.4	20.1	9.9	8.6	8.3
매출원가	199.8	254.5	268.9	337.8	372.5
매출총이익	220.6	250.4	285.9	264.6	279.8
판매관리비	187.2	209.6	225.5	196.5	202.3
영업이익	33.4	40.9	60.4	68.1	77.5
영업이익률	7.9	8.1	10.9	11.3	11.9
금융손익	-5.0	-6.0	-6.0	-5.5	-4.7
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	24.4	34.9	54.5	62.6	72.9
법인세비용	13.5	9.8	15.3	17.5	20.4
당기순이익	10.9	25.1	39.2	45.1	52.5
지배주주지분 손이익	6.4	16.2	27.8	31.6	36.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-3.5	89.6	102.2	122.2	144.8
당기순이익(손실)	10.9	25.1	39.2	45.1	52.5
유형자산상각비	16.3	22.7	27.1	27.8	31.4
무형자산상각비	9.6	33.0	30.8	44.4	55.8
운전자본의 증감	-42.0	8.8	5.2	5.0	5.2
투자활동 현금흐름	-75.2	-93.0	-107.3	-90.9	-116.1
유형자산의증가(CAPEX)	-32.9	-32.0	-52.0	-32.0	-52.0
투자자산의감소(증가)	-14.1	-16.4	-9.7	-9.2	-9.7
재무활동 현금흐름	72.8	-0.4	0.3	0.3	0.3
차입금의 증감	-44.1	-0.4	0.3	0.3	0.3
자본의 증가	65.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.9	-3.7	-4.8	31.6	29.0
기초현금	55.3	49.4	45.7	40.9	72.5
기말현금	49.4	45.7	40.9	72.5	101.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	208.4	236.7	250.7	300.3	348.2
현금및현금성자산	49.4	45.7	40.9	72.5	101.4
매출채권	61.6	74.0	81.3	88.3	95.6
재고자산	23.7	28.4	31.2	33.9	36.7
비유동자산	453.6	484.2	529.9	544.9	570.0
유형자산	192.8	202.1	227.0	231.2	251.9
무형자산	84.4	89.4	100.4	102.0	96.8
투자자산	81.4	97.8	107.4	116.7	126.3
자산총계	661.9	720.9	780.6	845.2	918.2
유동부채	288.7	317.5	335.0	351.7	369.2
매입채무	16.2	19.4	21.3	23.1	25.1
단기차입금	60.4	140.4	140.4	140.4	140.4
유동성장기부채	80.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	137.5	142.6	145.5	148.4	151.3
사채	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
장기차입금	74.2	74.2	74.2	74.2	74.2
부채총계	426.2	460.1	480.5	500.1	520.6
자본금	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0
자본잉여금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
기타포괄이익누계액	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
이익잉여금	75.0	91.2	119.0	150.6	186.7
비지배주주지분	77.3	86.3	97.7	111.1	127.5
자본총계	235.7	260.9	300.1	345.1	397.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	3,477	3,963	3,851	4,181	4,527
EPS(지배주주)	53	127	193	220	251
CFPS	509	758	821	974	1,143
EBITDAPS	490	758	821	974	1,143
BPS	1,311	1,212	1,405	1,624	1,875
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	97.5	35.2	24.1	21.2	18.5
PCR	10.2	5.9	5.7	4.8	4.1
PSR	1.5	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR	4.0	3.7	3.3	2.9	2.5
EBITDA	59.2	96.5	118.3	140.3	164.7
EV/EBITDA	14.8	9.3	7.9	6.5	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	9.7	14.8	14.5	14.3
EBITDA 이익률	14.1	19.1	21.3	23.3	25.2
부채비율	180.8	176.4	160.1	144.9	130.9
금융비용부담률	2.1	1.6	1.5	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.8	5.1	7.5	8.4	9.6
매출채권회전율(x)	9.0	7.4	7.1	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	17.9	19.4	18.6	18.5	18.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 4등급	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.21		1년 경과			35.9	55.6	
				담당자 변경			
2018.06.11	산업분석	Buy	130,000	이효진	-34.2	-23.8	
2018.07.16	기업브리프	Buy	116,000	이효진	-33.7	-30.4	
2018.08.02	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-31.6	-29.5	
2018.09.04	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-31.2	-26.5	
2018.09.27	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-30.7	-23.5	
2018.10.02	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-32.8	-23.5	
2018.11.02	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-32.8	-23.5	
2018.11.12	산업분석	Buy	86,000	이효진	-17.1	-14.5	
2018.11.28	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-17.7	-14.5	
2018.12.04	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-20.8	-14.5	
2019.01.04	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-	-	

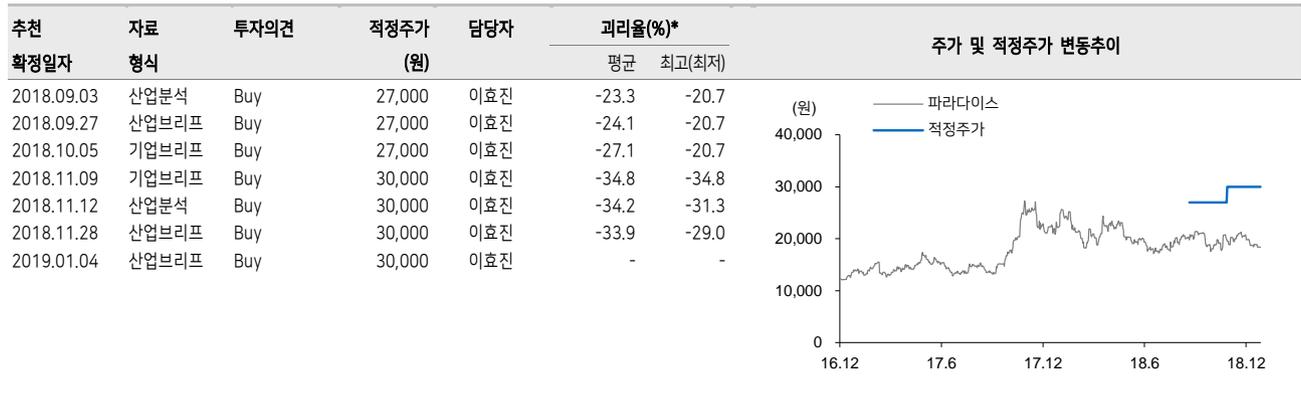
모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.12.02		1년 경과			32.9	51.6	
				담당자 변경			
2018.06.11	산업분석	Trading Buy	34,000	이효진	-20.3	-4.6	
2018.08.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-23.8	-20.0	
2018.09.04	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-21.4	-14.5	
2018.09.27	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.8	-12.2	
2018.10.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.7	-12.2	
2018.11.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.5	-12.2	
2018.11.06	기업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-8.9	-8.5	
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	27,000	이효진	-5.1	1.7	
2018.11.28	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-4.7	1.7	
2018.12.04	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-7.8	1.7	
2019.01.04	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-	-	

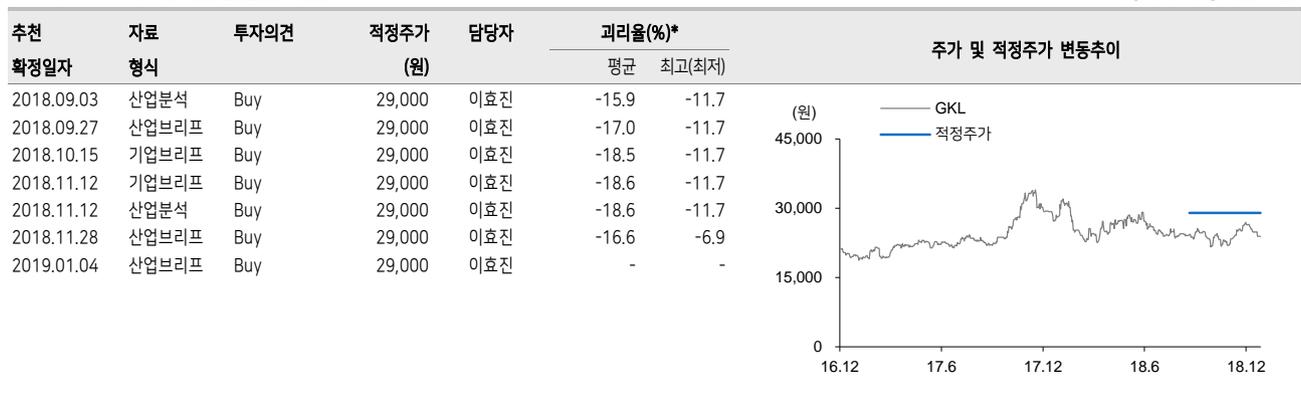
파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



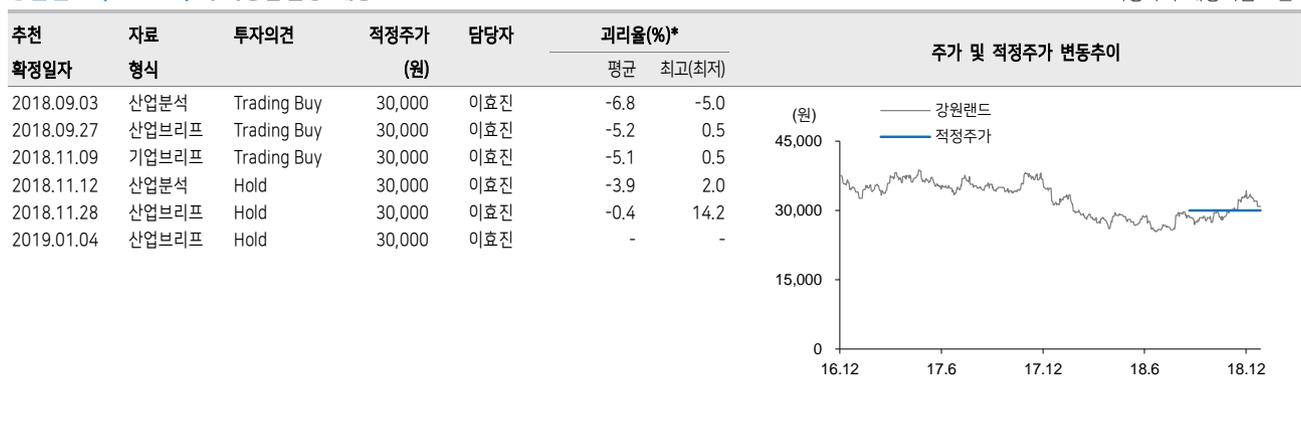
GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



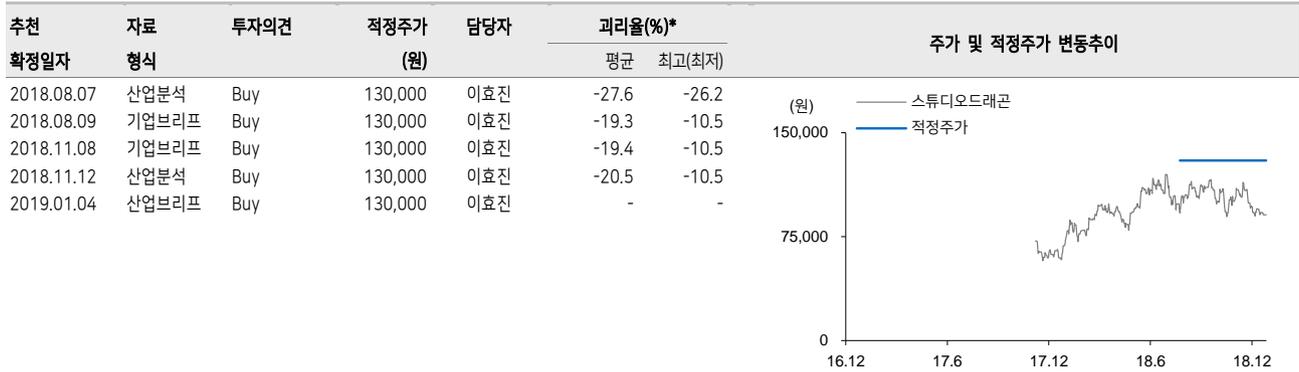
강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

