

엔터/레저
작용-반작용



Top Picks

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

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
GKL(114090)	Buy	29,000원
제이콘텐트리(036420)	Buy	7,200원
하나투어(039130)	Buy	86,000원
모두투어(080160)	Trading Buy	27,000원
인터파크(108790)	Trading Buy	6,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원

엔터/레저 작용-반작용

Overweight



엔터/레저
Analyst **이효진**

02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

엔터/레저

Contents

Part I	여행 (Neutral) : Last Chance	7
Part II	카지노 (Overweight): Big Growth	23
Part III	드라마 (Overweight): From Netflix to Netflix	35
기업분석	하나투어(039130) 트렌드에 대응하는 유일한 대형 여행사	50
	모두투어(080160) 새로운 먹거리를 준비할 때	53
	인터파크(108790) 사업부 방향성이 향후 주가 상승 여력을 결정	59
	파라다이스(034230) 시티, 2019년에도 카지노 매출 30% 이상 성장 기대	62
	GKL(114090) 시장 성장과 배당 매력 두 가지를 원한다면	71
	강원랜드(035250) 규제 완화를 기다리며	74
	스튜디오드래곤(253450) 2019년 라인업도 1등. 업사이드 포텐셜까지	77
	제이콘텐츠리(036420) 텐트폴이 가져올 판권 가격 상승	80

여행

Last Chance

(Neutral)

- 출국자 수 3천만 벽에 부딪히며 해외 여행 성장 예상치 하회. '호캉스' 트렌드 유행하며 국내 수요로 일부 이전도 영향
- 해외 여행 시장 내 FIT의 패키지 잠식 또한 여행업체들에게 비우호적. 한국인의 '짧게 자주'가는 행태는 이를 가속화할 것
- 기존 여행업체들 어려운 데 반해 '마이리얼트립' 등 현지투어는 거래액 YoY 3배 이상 성장. 2017년 두각을 드러낸 뒤 2018년 ramp-up 성공
- 패키지 산업은 성숙기에 진입. 성장의 룬 닫히기 전에 여행 성장 분야에 발 담지 않으면 이후 이익 레벨은 2017년 고점 벗기기 어려울 것

카지노

Big Growth

(Overweight)

- 중국: 2020년 전후 대형 공항 53개 오픈 예정돼있어 중국 해외 여행 시장 ramp-up 기대. 물리적 접근 필요한 카지노업에 긍정적 효과 기대
- 일본: 파친코 규제 강화에 따른 풍선 효과 및 세가사미의 영업 공조화로 일본인 드롭액 성장 본격화
- 일본 카지노 오픈에 앞서 국내 오픈 카지노 전환에 대한 논의 본격화 될 것이라는 점 또한 주목할 포인트

드라마

From Netflix to Netflix

(Overweight)

- Domestic 성장 한계 온 넷플릭스. International 중요도 더욱 높아지는 시점
- 넷플릭스, 동남아/일본을 비롯한 아시아 소비자 입맛에 두루 맞는 한국 콘텐츠(드라마)에 대한 요구 높아지고 있어 투자 확대 유효
- 중국은 '콘텐츠 한한령' 장기화되며 업체별로 해법을 제시하기 시작함. 2019년은 對중국 매출 회복되는 원년이 될 것

Part I

여행

Last Chance

(Neutral 유지)

우리나라 여행사, 이익으로 연결되는 것은 '패키지' 부문 뿐

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 여행 형태에 따라 FIT, 패키지 크게 이 두 영역으로 나뉨.
- FIT 여행자가 돈을 쓰는 영역은 1) 항공권, 2) 호텔, 3) 현지투어 (액티비티) 3가지이며 4)패키지는 하나의 상품을 통해 토탈 서비스를 제공함.
- 항공권: 소비자 100만원 지출 시 업체 인식은 1~ 2만원 수준. 시스템 관리비, 인건비 등을 제하면 이익이 남지 않음. 국내 여행사나 글로벌 OTA 모두 동일함
- 호텔: 글로벌 OTA가 돈을 버는 방법. 항공권은 호텔로 traffic 유도하기 위해 영위
- 현지투어: 가장 최근에 생긴 사업 영역. FIT 고객의 가이드투어를 담당함
- 패키지: FIT monetizing 어려워 **국내 여행사들의 유일한 영입이익 창구**

여행업체들은 어떻게 돈을 버나?

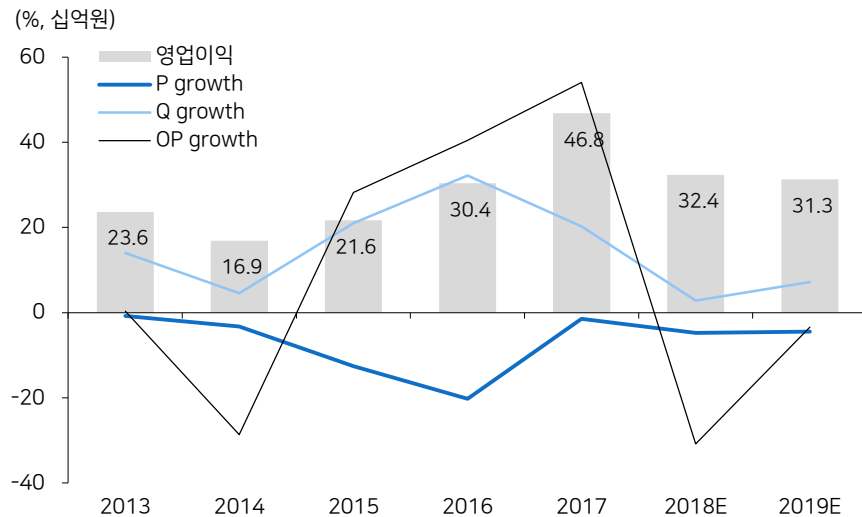


주: 상위 GPM은 매출 전환율을 의미함
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

패키지 사업체들의 영업이익은 2017년 고점을 뚫기 어려워

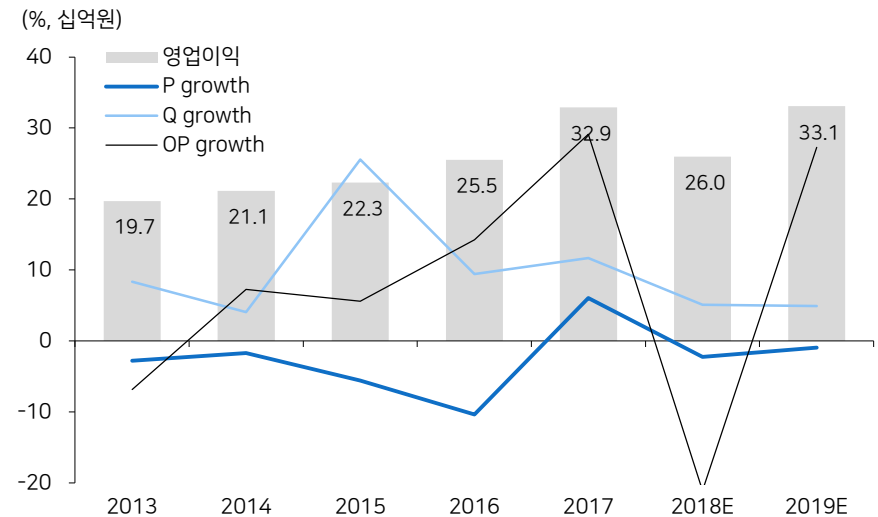
- 언급한 바와 같이 우리나라 여행업체들의 사업 구조 상 영업이익은 100% 패키지 사업에서 나옴
- 문제는 패키지 사업의 2019년 영업이익 성장이 제한적이라는 것
- 하나투어와 모두투어의 2019년 별도 영업이익은 각각 -3%, +27% YoY 성장할 것
- 2017년 영업이익을 정점으로 이후 하향 안정화하는 추세 보일 전망
- 하나투어와 모두투어의 영업이익은 Q보다는 P와 상관관계 높는데 P 구조적 하락 전망되기 때문

하나투어 P, Q, OP 성장 전망



주: 영업이익은 별도 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 P, Q, OP 성장 전망



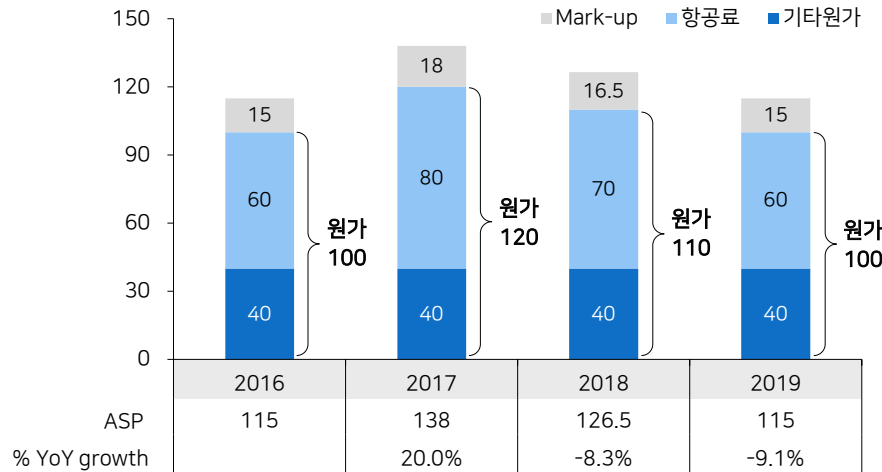
주: 영업이익은 별도 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

P: 원가가 빠지는 데 왜 영업이익에 negative 영향인가?

패키지 산업의 가격 결정 구조, 원가 연동 구조이기 때문

- 패키지 가격 구조는 타 산업과 달리 원가에 mark-up(이 부분이 순매출에 해당)을 붙이는 구조
- 예를 들면, 원가 100에 mark-up(원가의 15%, 지역별로 약간 다름) 15 붙여서 115에 파는 비즈니스
- 2017년에는 원가의 50% 이상을 차지하는 항공료가 비싸짐. 원가가 100에서 120으로 올랐다는 것
- 덕분에 mark-up 똑같은 비율로 ASP가 비싸짐. 그리고 2018년에는 역으로 작용했음
- 항공료 빠지면서 그대로 원가로 전이, 여기에 ASP 기초적 하락과 더해지면서 매출은 flat
- 인건비 매년 7% 늘어나는 구조로 매출 정체 시 OP성장 어려워

2016, 2017, 2018, 2019 : 원가 및 가격 구조



주: 2016년 매출 원가를 100으로 산정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하나투어와 모두투어의 매출 성장률과 OP 성장률

(% YoY)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
하나투어 매출성장률	10.2	7.8	8.3	9.3	15.5	(0.4)	(0.7)
하나투어 OP성장률	0.3	(28.7)	28.2	40.4	54.0	(30.8)	(3.4)
모두투어 매출성장률	4.2	4.4	22.7	3.8	21.1	1.3	8.7
모두투어 OP성장률	(6.8)	7.2	5.6	14.2	29.1	(21.1)	27.3

주: 별도 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

P: 원가가장 큰 비중 차지하는 항공료 하락이 ASP 하락을 야기

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

LCC와 외항사 증가

→ 항공료 하락(원가 하락)

→ ASP 하락

- 인천공항공사에 따르면 2017년 공사가 처리한 출입국자 수는 해당년도 CAPA를 10% 초과한 바 있음
- 타이트한 공급으로 소비자들은 항공사가 부르는 대로 가격을 지불할 수 밖에 없었음. 여기에 오랜만의 봄/가을 '황금연휴'도 이를 자극함
- 그러나 2018년 1월 제2터미널이 오픈되며 상황이 역전됨. 제2터미널 오픈으로 1) LCC와 2) 외항사 비중이 증가함. 이 두 가지 factor는 원가의 가장 큰 부분인 항공료를 하락시키는 요인으로 작용함
- LCC는 단거리 위주로, 외항사의 한국 직항 취항은 동구간을 운항하는 국내 FSC 가격을 하락시킴
- 실제로 최근 3년간 한국發 항공권 가격 하락폭은 평균 24%로 세계 3위 수준

인천공항 제 2여객 터미널 오픈, CAPA 40% 늘어

여객터미널	1,2단계	3단계	3단계 후
	T1	T2	T+T2
최대 여객 수용 인원	4,400만명	1,800만명	6,200만명
화물 터미널	450만t	130만t	580만t
교통 센터	25만㎡	13.5만㎡	43일
셔틀 트레인	0.9km 복선셔틀	1.5km 복선셔틀	
여객계류장	108개소	56개소	164개소
화물계류장	36개소	21개소	57개소

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2014~ 2017 국가별 항공권 가격 하락폭 및 한국發 항공권 가격 하락폭

2014~2017 국가별			2014~2017 한국발		
순위	국가	항공권 가격 하락폭	순위	국가	항공권 가격 하락폭
1	페루	-27%	1	페루	-43%
2	말레이시아	-25%	2	칠레	-30%
3	한국	-24%	3	멕시코	-22%
4	대만	-23%	4	피지	-22%
5	아르헨티나	-23%	5	케냐	-21%
6	멕시코	-21%	6	한국	-19%
7	칠레	-20%	7	콜롬비아	-17%
8	홍콩	-18%	8	대만	-15%
9	스페인	-18%	9	브라질	-14%
10	파나마	-18%	10	러시아	-13%

주: 스카이스캐너 출처. 전세계 35개국 대상 3년치 가격 조사 분석
자료: 매일경제 『한국發 항공권 가격 하락폭 '세계 3위'』 참조

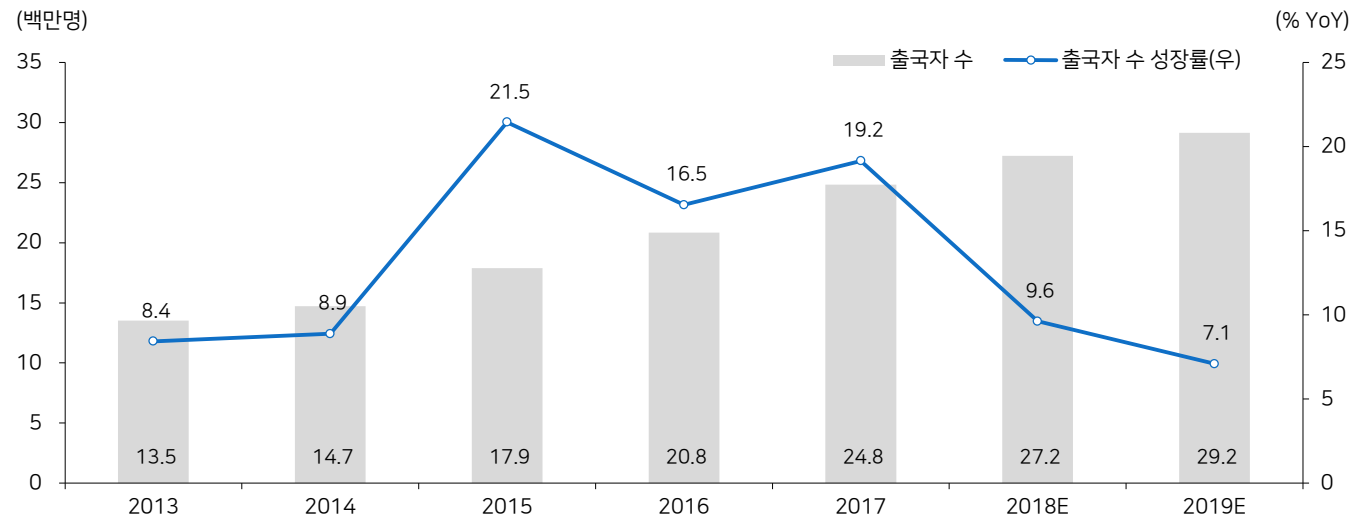
Q: 출국자 수, 예상과 달리 3천만 벽에 부딪혀

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

2019년 출국자 수 성장률 7%에 그칠 전망

- 출국자 수, 예상과 달리 3천만 벽에 부딪힌 상황. 당사는 2019년 출국자 수 성장률을 7%로 추정
- 잠재 수요를 실제 수요로 연결시키는 데 장애가 되는 시간적/금전적 여유 해결되지 않으면 과거 같은 두 자릿수 성장 어려워. 더욱이 FIT가 시장 잠식하고 있어 출국자 수 성장이 high single이면 패키지 성장률은 mid to low에 그칠 전망
- 최근 패키지 성장은 베이비부머 은퇴에 따른 5060세대의 생애 첫 여행 수요로부터 발생한 바 있음. 2018년 한국 베이비부머(현재 55세~ 63세) '막내' 세대가 은퇴 연령에 접어들어 이에 기대 성장 역시 상당 부분 마무리 지어진 것으로 전망됨. 특히 이들은 2019년 내수 경기 전망에 가장 취약

연간 출국자 수 전망



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

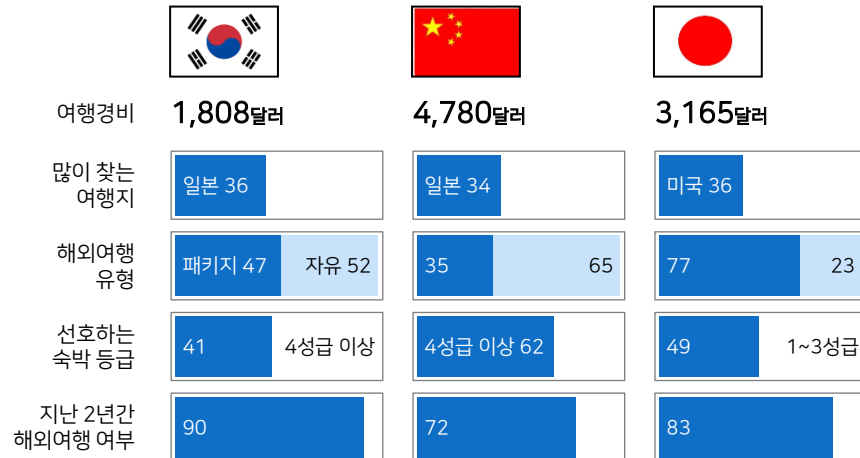
Q: FIT의 잠식, 패키지가 설 자리 더 좁아져

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

FIT의 PKG 잠식은 장기 트렌드

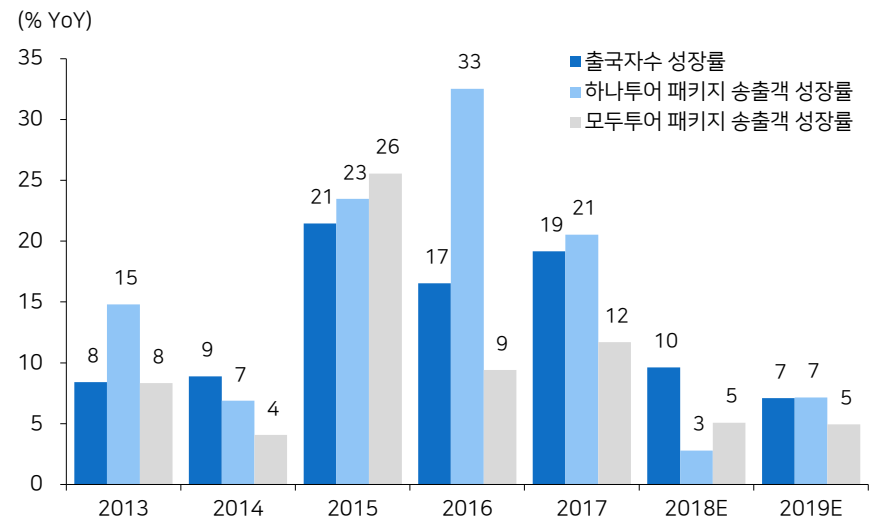
- 'PKG 수요의 FIT로의 흡수'는 장기 트렌드로 이는 한국 여행객의 여행 행태 때문
- 한국인은 글로벌 대비 '짧게 자주' 여행을 감. 즉, 같은 곳을 재방문 하게 될 가능성이 높다는 뜻으로 현재의 패키지 고객 또한 장기적으로 FIT로 흡수될 가능성이 높음을 시사함
- 2017년 상반기 42%였던 패키지 점유율은 2018년 상반기 37%으로 불과 1년만에 5%p 하락함

한국인의 짧게 자주 가는 여행 습관은 산업 내 패키지 장기 하락 요인



주: 만 19~ 59세 수도권 남녀 1,000명 대상
자료: 엠브레인, 메리츠증권증권 리서치센터

패키지 Top tier들도 출국자 수 성장 따라가기 벅차



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

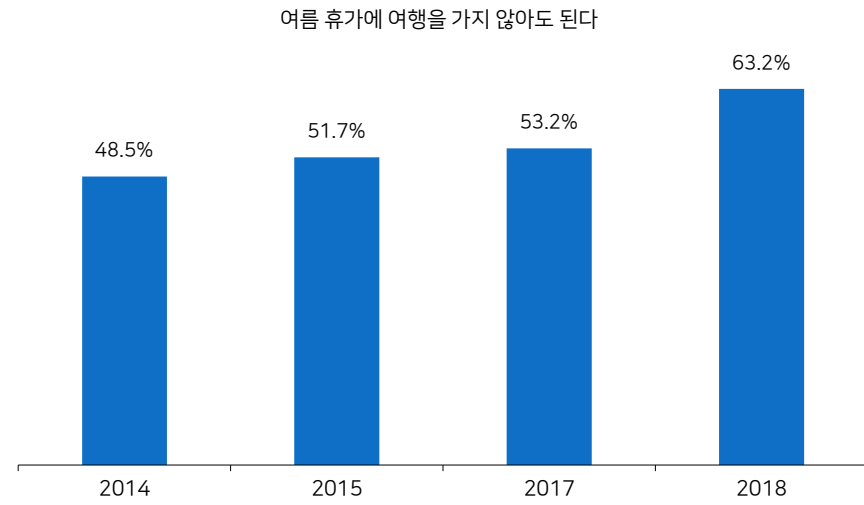
Q: FIT만 막으면 될 줄 알았는데... 일부 국내 수요로 이전된 영향도 한 몫

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

일부 국내로 대체된 것도 2018년 출국자 수 더디게 한 데 한 몫 해

- 2018년을 대표하는 여행 트렌드 키워드 중 하나는 '호캉스'였음
- '호캉스'란 호텔과 바캉스의 합성어로 국내호텔에서 휴가를 즐기는 것을 뜻함. 여행 대신 호캉스를 선택
- 특히 최근 '여름 휴가에 여행을 가지 않아도 된다'고 대답하는 비율 빠르게 상승해 이를 반증함
- '야놀자'에 따르면 2018년 여름 성수기 호텔 예약 거래액과 매출액은 각각 2.9배, 3.1배 YoY 증가함
- 호캉스 고객의 70% 이상이 아이를 동반한 가족으로, 아이가 어릴수록 장시간 비행기를 타야하는 해외 여행이 부담스러운 고객(패키지 업체들의 성수기 메인 고객층) 증가세가 뚜렷했음
- 이는 THAAD로 관광객 줄어들면서 내국인으로 대체하려는 호텔측의 수요와도 맞아 떨어짐

'여름 휴가에 여행을 가지 않아도 된다' 는 응답, 2018년 10%p 증가



주: 만 19~ 59세 수도권 남녀 1,000명 대상
자료: 엠브레인, 메리츠증권증권 리서치센터

여행 대신 호캉스를 선택한 2018년: 수도권 호텔을 채운 건 내국인!

호텔	내용
소공동 더플라자 호텔	2018년 7월 한국인 순위 2017년 5위에서 1위로 올라. 내국인 예약 전년 대비 50% 이상 증가.
웨스틴조선호텔	객실 판매율 YoY 10% 이상 증가. 주말 만실, 수영장 이용 고객 YoY 50% 증가. 휴식 목적 방문 고객 많다는 의미
신라호텔	야외 수영장 이용 가능한 내국인 주말 패키지, 8월도 매진
동대문 엠베서더	루프톱, 로비층에 수영장 보유해 오픈 한달만에 내국인 투숙 비중 45%까지 올라가
포포인츠바이쉐라톤 남산 호텔	8월 첫째주 내국인 고객 50%까지 증가
코트야드 메리어트 서울 남대문	8월 성인 4명과 아이 4명이 투숙할 수 있는 '3대 휴가족' 용 커넥팅룸(패밀리룸)이 7월 초 대비 2배 더 판매
파라다이스시티	8월 주말 만실. 서부 T&D의 드래곤시티도 3분기 OCC 80%에 달해. 호캉스 수요 덕분

자료: 언론 자료를 메리츠증권증권 리서치센터 정리

결론1: 별도 매출 flat이면 증익 쉽지 않아

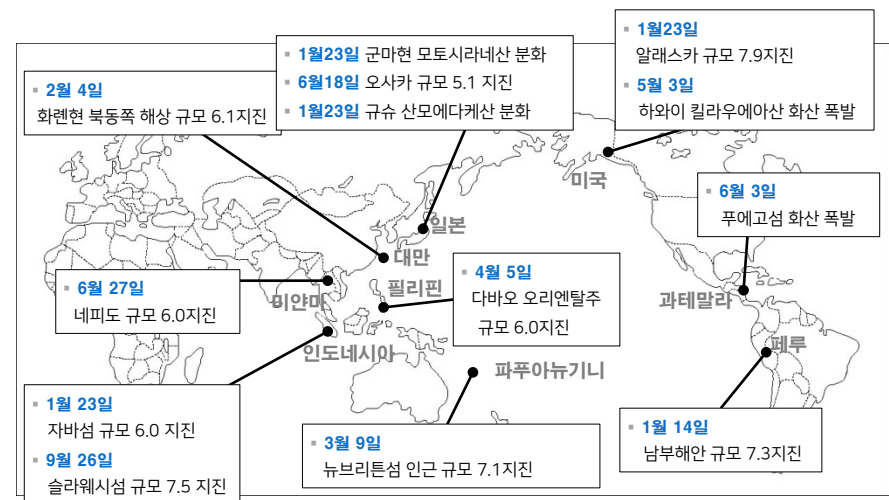
- ASP의 mid single 하락, Q의 mid single 성장은 여행사 실적이 2018년 수준에 그칠 것임을 시사함
- 반면, 마케팅비는 줄이는 데 한계가 있음. 하나투어는 비상경영 선포를 통해 비용을 50% 축소했으며 모두투어는 조직 개편을 단행한 상황. 인건비 항목은 예약 건수 증가에 따라 필수적으로 동행해 증가함
- 당사의 추정은 2018년 발생했던 자연재해가 2019년에는 발생하지 않을 것이라는 전제 하에 따른 것으로 환태평양 조산대를 중심으로 발생하는 자연재해 이벤트가 지속될 경우 하향 조정 필요

하나투어와 모두투어의 별도 영업이익 추이 및 성장률

(십억원)		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
하나투어	영업이익	23.6	16.9	21.6	30.4	46.8	32.4	31.3
	%YoY	0.3	(28.7)	28.2	40.4	54.0	(30.8)	(3.4)
모두투어	영업이익	19.7	21.1	22.3	25.5	32.9	26.0	33.1
	%YoY	(6.8)	7.2	5.6	14.2	29.1	(21.1)	27.3

주: 하나투어와 모두투어의 별도 실적 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 환태평양 조산대에서 발생한 지진/화산폭발



자료: 동아일보, 메리츠증권증권 리서치센터

결론2: 연결 실적은 자회사 실적 개선 지연시켜

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 자회사 실적 개선 지연도 업체들의 이익 개선을 저지하고 있음
- 2017년 BEP 수준까지 나왔던 자유투어가 2018년 다시 적자를 기록할 전망. 2019년 개선을 가정하더라도 업황 상 흑자 전환을 기대하기는 어려움
- 하나투어 일본 자회사는 연간 160~ 180억원의 이익을 기록한 바 있으나 2018년 일본 지진, 폭우로 이익은 100억원까지 하락. 2019년에는 140억원까지 회복하겠으나 과거 peak 수준으로의 회귀는 쉽지 않음. 최근 모두투어와 노랑풍선까지 일본에 진출하며 과거와 같은 독점 구조를 기대하기 어려워졌기 때문

하나투어 본사 및 자회사 실적 전망

(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
합산	40.4	40.4	44.7	20.9	40.8	31.1	41.8
본사	36.5	31.4	21.6	30.4	46.8	32.4	31.3
자회사	3.8	9.0	23.1	(9.4)	(6.0)	(1.5)	10.5
국내	1.0	3.9	(3.2)	(27.6)	(27.2)	(14.0)	(7.7)
마크호텔	-	1.4	(1.5)	(3.3)	(5.1)	(1.7)	(0.5)
SM면세점	-	-	(6.4)	(27.9)	(27.6)	(14.5)	(10.5)
해외	2.8	5.1	13.1	18.2	20.9	12.5	18.2
일본	-	12.0	14.0	16.0	18.0	10.0	13.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 본사 및 자회사 실적 전망

(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
합산	15.8	16.6	16.5	20.1	32.1	21.5	30.3
본사	19.7	21.1	22.3	25.5	32.9	26.0	33.1
자회사	(3.9)	(4.8)	(5.9)	(5.4)	(0.6)	(4.5)	(2.7)
자유투어			(4.8)	(3.3)	0.1	(1.9)	(0.9)
모두스테이		0.2	(0.4)	(0.4)	0.4	(2.8)	(2.8)

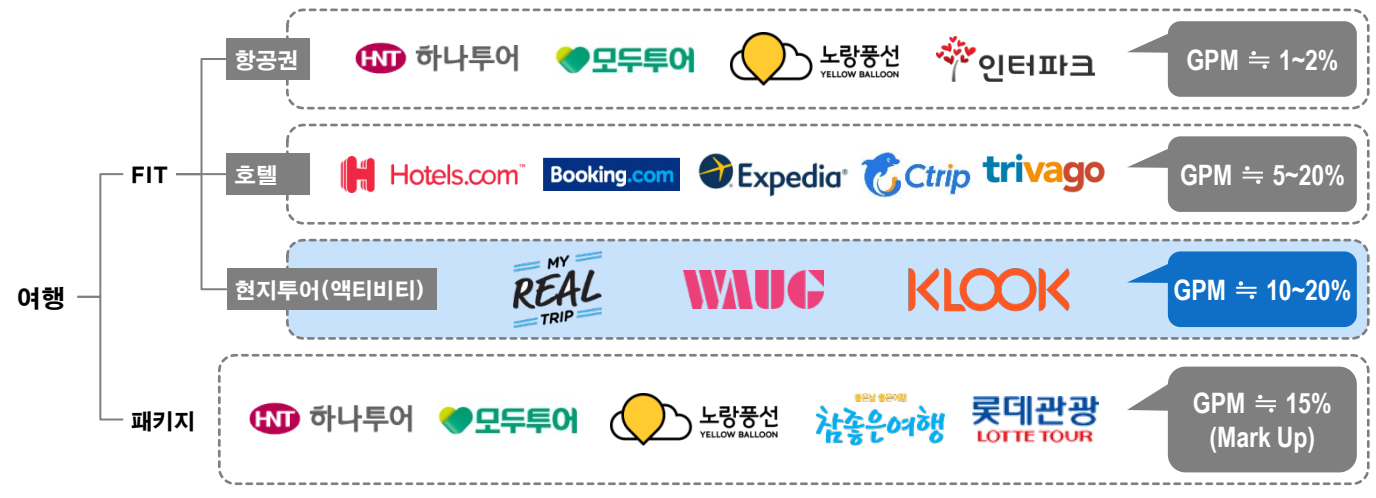
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현지투어, 여행 시장에서 가장 '핫'한 섹션

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 아래는 여행업체의 수익 창출 영역을 도표화한 것
- 이 중 2018년 가장 '핫'했던 영역은 현지투어 부문
- 여행업 어렵다 하는 와중에도 마이리얼트립, 와그, 클룩 등 현지투어 업체 거래액은 2018년 3~ 5배 YoY 성장함.
- 시장 자금 유입 또한 여행업 내 이들이 가장 활발함.
- 이들은 여행업 호황이었던 2017년 본격적으로 두각을 드러낸 뒤 2018년 ramp-up 성공.
- '가이드 투어'가 이들의 메인 비즈니스임을 감안했을 때 패키지와 FIT 사이에서 주저하던 젊은 층이 이 부분으로 적극적으로 흡수된 것으로 추정됨. 2019년에는 굳히기 들어갈 것

2018년 여행업 전부가 힘든 건 아니었다: 현지투어 성장 두드러져



주: 상위 GPM은 매출 전환율을 의미함
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

FIT, 마지막 남은 Blue Ocean: 현지투어(액티비티)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

현지투어 발 담그려는 업체는 하나투어 정도

- 국내 여행업체들의 높은 밸류에이션을 정당화하기 위해서는 FIT monetizing이 필요
- 이들에게 현지투어는 FIT에서 항공권을 제외하고 유일한 수익 창출법. 국내 여행업체들이 현지투어(액티비티)에 진입하지 않다 보니 마이리얼트립, 와그 등 스타트업 중심으로 전개중
- 국내 여행사 중 현지투어에 대한 준비가 진행되고 있는 업체는 하나투어 정도
- 하나투어에 따르면 현재 투트랙으로 진행 중. 하나투어 브랜드를 뺀 '모하지'와 기존 하나투어 어플에 항공, 호텔, 현지투어를 장바구니 형식으로 담는, 두 가지 방향으로 진행되고 있음. '모하지'는 2018년 말 런칭 예정이며 일원화된 하나투어 어플은 2019년 6월 런칭 예정. 성공시 리레이팅 가능

현지투어 업체들: 마이리얼트립, 와그, 클룩



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

파트너 모집 중인 '모하지'



자료: Mohaji, 메리츠증권증권 리서치센터

Global peer와 비교하기: 글로벌 평균은 패키지 13배 vs. FIT 19배

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

1. Global Peer Table: Earnings

(십억원, 백만달러)		한국		일본	독일	중국	미국	미국
		하나 투어	모두 투어	H.I.S (PKG)	Tui (PKG)	Ctrip (FIT)	Expedia (FIT)	Booking Holdings
매출액	2017	682	291	5,411	20,477	3,967	10,060	12,681
	2018E	819	396	6,548	22,075	4,434	11,214	14,517
	2019E	923	431	7,089	22,899	5,337	12,407	16,168
영업이익	2017	41	32	142	833	434	625	4,538
	2018E	31	22	163	1,318	727	1,225	5,484
	2019E	42	30	186	1,498	847	1,447	6,082
EBITDA	2017	61	35	209	1,405	564	1,515	4,901
	2018E	61	24	236	1,876	579	1,916	5,735
	2019E	67	33	271	1,944	731	2,166	6,342
순이익	2017	13	24	118	712	317	378	2,341
	2018E	22	16	93	778	697	872	4,319
	2019E	28	23	111	909	776	1,018	4,778
EPS (천원, 달러)	2017	1.12	1.28	1.96	1.22	0.60	2.49	47.78
	2018E	1.69	0.83	1.61	1.37	1.21	5.59	89.82
	2019E	2.05	1.15	1.93	1.57	1.57	6.59	101.75
Net Debt	2017	(228)	(97)	(167)	(703)	(129)	865	(8,302)
	2018E	(258)	(138)	(86)	114	3,469	760	(437)
	2019E	(304)	(158)	(76)	292	2,514	(337)	(1,713)

자료:한국 업체들은 당사 추정치, Global peer는 Bloomberg 컨센서스 기준

2. Global Peer Table: Valuation

(배)		한국		일본	독일	중국	미국	미국
		하나 투어	모두 투어	H.I.S (PKG)	Tui (PKG)	Ctrip (FIT)	Expedia (FIT)	Booking Holdings
PER	2017	92.3	23.8	17.3	10.6	75.1	45.9	23.5
	2018E	40.6	29.9	20.1	12.2	23.1	22.4	22.0
	2019E	33.4	20.4	16.7	10.7	17.9	19.0	19.4
PBR	2017	5.8	4.3	2.6	2.9	1.8	4.0	7.5
	2018E	3.8	3.2	2.4	2.7	1.3	4.3	9.1
	2019E	3.7	3.0	2.1	2.5	1.2	3.8	7.4
EV/EBITDA	2017	16.4	14.4	9.8	6.6	41.0	13.6	15.5
	2018E	9.5	14.7	10.1	5.3	27.6	10.7	14.7
	2019E	7.9	10.1	8.8	5.1	21.9	9.5	13.3
ROE (%)	2017	6.6	20.3	16.0	23.0	2.7	8.7	22.2
	2018E	9.5	11.2	12.1	22.3	4.0	16.7	40.7
	2019E	11.3	15.1	14.2	23.9	5.0	18.1	42.3
ROA (%)	2017	2.3	8.8	3.5	4.5	1.4	2.2	10.3
	2018E	3.4	4.4	3.1	N/A	2.0	3.8	16.9
	2019E	3.9	6.0	3.6	N/A	2.7	4.5	17.9
Div. Yield (%)	2017	1.5	1.5	0.8	4.5	N/A	1.0	N/A
	2018E	2.2	1.5	0.8	4.9	-	0.9	-
	2019E	2.2	1.9	1.0	5.4	-	1.0	-

자료:한국 업체들은 당사 추정치, Global peer는 Bloomberg 컨센서스 기준

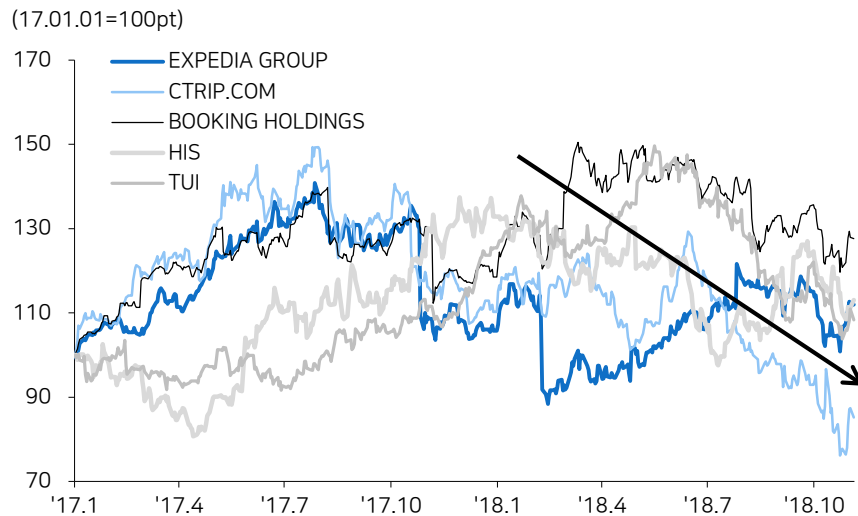
씨트립, 익스피디아, 부킹 홀딩스 조차 PER 19배에 불과

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_ 작용-반작용

국내 여행업체 밸류에이션, 글로벌 사업자보다 높아

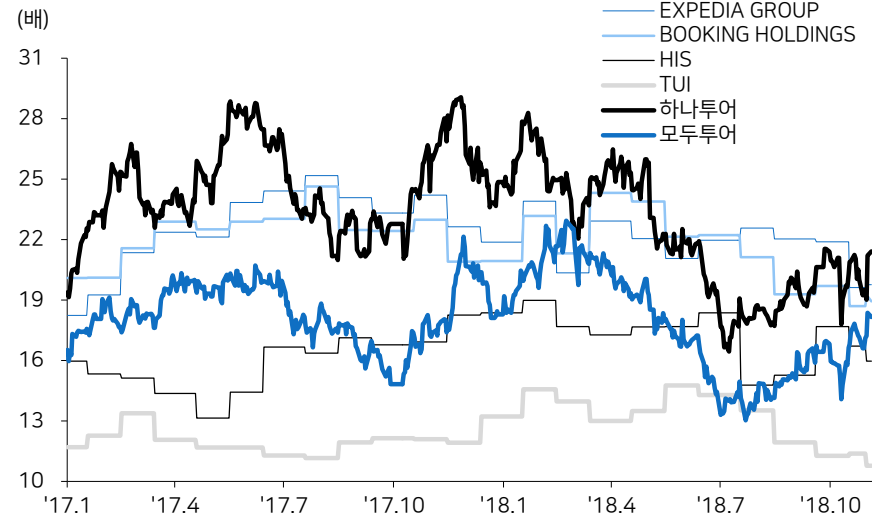
- 본업 기준 하나투어는 2019년에도 2018년 수준의 영업이익 전망. 모두투어는 상대적으로 유연한 비용 구조를 감안하여 320억원(패키지 초호황이던 2017년 수준)까지 회복된다 가정해도 FIT가 PKG를 갹아먹는 시장 특성 상 국내 PKG 업체들이 FIT monetizing에 성공한 글로벌 업체 밸류를 받기는 어려움
- 최근 글로벌 여행업체들 또한 주가 하락으로 밸류에이션은 PER 19배에 불과함. 그럼에도 국내 업체들의 밸류에이션은 2019년 기준 각각 33배, 21배로 글로벌 업체 대비 비싼 상황
- 참고로 글로벌 패키지 업체들의 2019년 기준 PER은 13배에 불과함

글로벌 여행업체들의 주가, 연초 이후 하락 지속



자료: Datastream, Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 여행업체들의 2019년 기준 PER 추이



자료: Datastream, Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

[결론] 성장의 룬이 닫히기 전에 발담가야

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- <여행 표>에서 주지하는 바와 같이 여행 산업에서 돈을 벌 수 있는 방법은 1) 항공권, 2) 호텔, 3) 현지투어, 4) 패키지 정도
- 1,2,3이 FIT 영역인데 시장 M/S를 빠르게 확보하고 있고, 이러한 장기 추세는 꺾이지 않을 것
- 항공권은 구조상 국내/글로벌 업체 모두 돈을 못 버는 구조. 글로벌 업체들은 이 트래픽을 활용, 호텔을 통해 수익창출
- 국내 업체들이 호텔 영역에서 글로벌 OTA와 겨루기엔 inventory, pricing 측면에서 열위이기 때문에 쉽지 않음
- 결국 남은 영역은 현지투어. 성장의 룬이 닫히기 전에 발을 담그는 것이 업체들 re-rating 마지막 남은 기회가 될 것

<여행 표> 여행 형태 및 상품에 따른 여행업체의 수익 구조도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

카지노

Big Growth
(Overweight 유지)

Key factor들의 상방이 다 열려있다

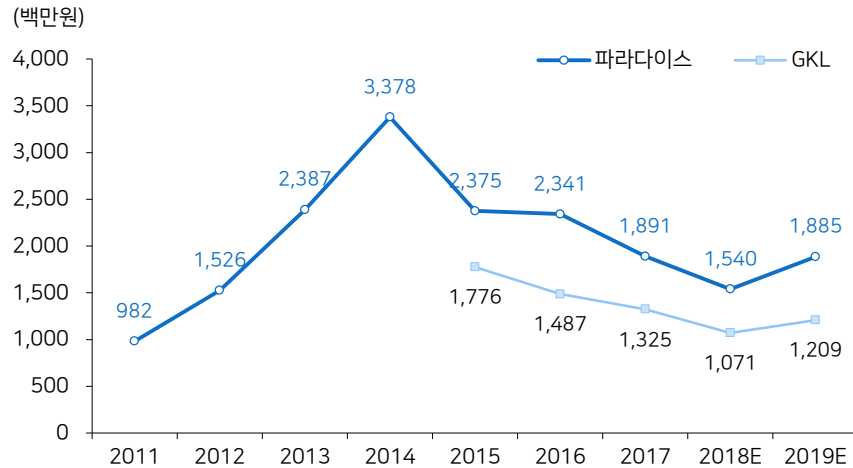
1) 중국: 대형공항 오픈→ 인바운드 증가

2) 일본: 파친코 시장 침투 확대 및 세가사미의 영업 공조 본격화

3) 외인 카지노, 오픈 카지노로 전환 논의 본격화

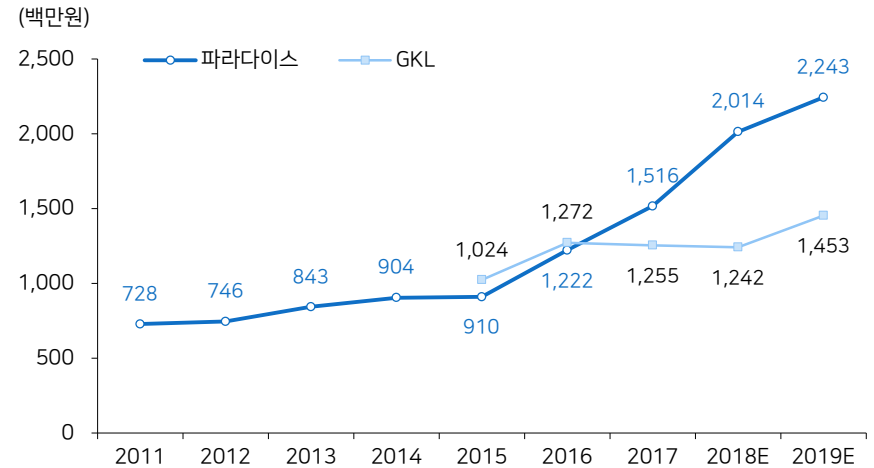
- 한국 외인 카지노 시장은 결정 요소가 일본과 중국으로 단순함. 오픈 카지노 전환 가능성은 덤
- 1) 중국: 2020년 전후로 중국 해외 여행 시장 ramp-up이 기대됨. 2019년과 2020년 중국에 새로 지어지는 대형 공항만 53개가 예정되었기 때문. 항공 공급 증가로 영업 환경 개선에 따른 회복 기대
- 2) 일본: 일본은 파친코 시장 침투 확대 및 세가사미의 영업 공조 본격화에 대한 기대가 포인트. 일본 파친코 시장 연간 200조원인데 일본 정부의 파친코 규제로 인한 풍선효과에 따른 수혜 기대. 세가사미의 IR 라이선스 확보를 위한 파라다이스시티 영업 공조화 또한 2019년의 관전 포인트
- 일본 카지노 오픈에 앞서 국내 오픈 카지노 전환에 대한 논의 본격화 될 것이란 점 또한 주목해야

연간 파라다이스와 GKL의 중국인 드롭액 추이



주: 파라다이스는 중국인 VIP 드롭액 대상
자료: 양사, 메리츠증권증권 리서치센터

연간 파라다이스와 GKL의 일본인 드롭액 추이



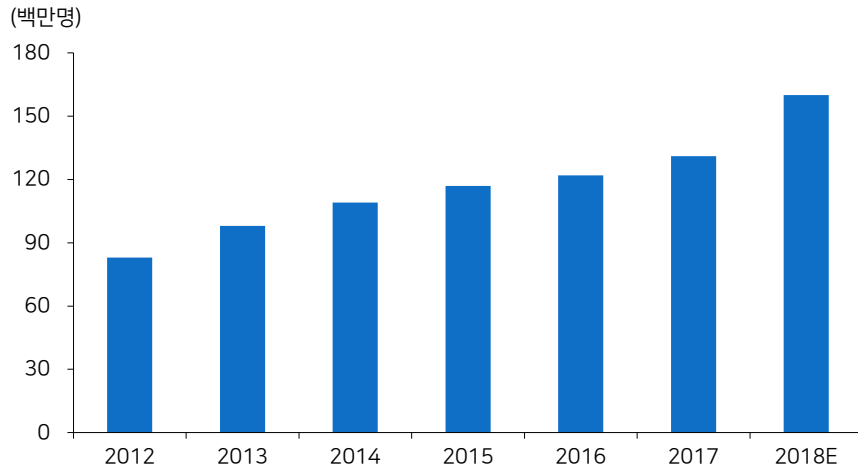
주: 파라다이스는 일본인 VIP 드롭액 대상
자료: 양사, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 중국: 공항이 몰려온다 (1)

대규모 대형 공항 오픈에 따른 중국 해외 여행 시장 ramp-up 기대

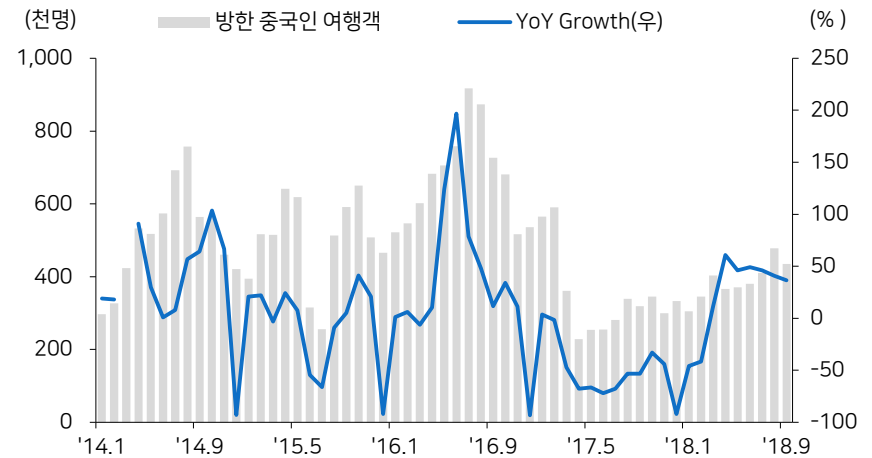
- 중국 해외 여행 시장은 2020년 전후로 ramp-up할 것. 다수의 대형 공항 오픈이 예정되어 있기 때문
- '2016~2020 중국 민용공항 개발 계획'에 따르면 2015년 207개였던 중국 대형 공항 수는 2020년 260개까지 증가함. 대형 공항만 53개 늘어난다는 것
- 중국은 운수권을 확보해야만 노선을 가질 수 있는데, 2014년 이후로 한국과 중국은 이 운수권에 대한 항공회담을 개최한 적이 없었음. 최근 공급 증대가 있었던 LCC들의 베이징 노선이 없는 이유
- 국토부에 따르면 중국이 한국에 4년만에 한중 항공회담 개최를 제안함. 대형공항이 대거 지어지면서 늘어나는 활주로를 국내 노선으로만은 채울 수 없기 때문에 해외 노선 증가는 필연적

중국 해외 여행객 추이



자료: 중국 여유국, 메리츠증권증권 리서치센터

방한 중국인 여행객 수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 중국: 공항이 몰려온다 (2)

물리적 접근이 전제되어야
하는 산업 특성 상 베이징
신공항 오픈은 긍정적 효과

- 2017년 어려운 환경 속에서도 한국은 중국인이 선택한 해외 여행지 Top 5에 들어감
- 중국 해외 여행시장, 초기 성장 단계로 단거리 국가 수혜가 가장 클 것. 한국, 수혜에서 배제될 필요 없어
- 마카오관광청에 따르면 베이징, 텐진 등 동북지역 출신 1~3% 수준에 불과함. 이들의 낮은 마카오 이용률은 거리 문제로 해석. 중국 동북 지역 출신을 흡수하는 곳이 한국 외인 카지노임
- 2019년 6월 베이징 신공항 오픈 예정. 연간 1억명 수용 가능한 규모인데 이는 중국 동북 지역의 해외 관광 수요가 한 층 레벨업 될 수 있음을 시사함
- 물리적 접근이 전제되어야 하는 산업임을 감안 시 이 뉴스가 카지노 업에 가져올 긍정적 효과는 클 것

한국은 중국 본토인이 많이 찾는 해외 국가 4위

순위	국가	순위	국가
1	홍콩 	6	한국 
2	마카오 	7	싱가포르 
3	태국 	8	말레이시아 
4	일본 	9	대만 
5	베트남 	10	미국 

주: 중국령 국가 제외 시 4위. 포함 시 6위
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 오픈 예정인 베이징 신공항



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

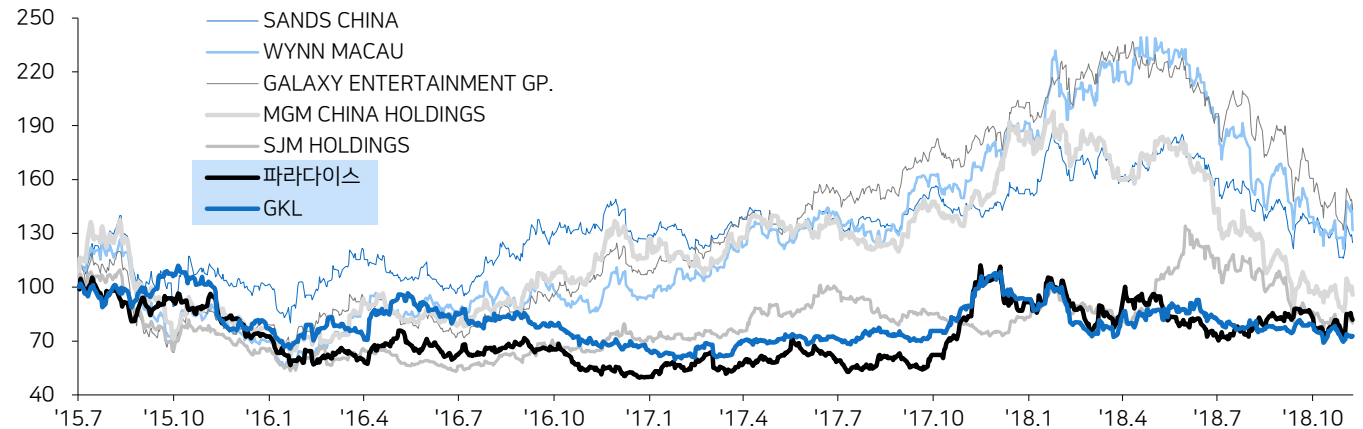
1. 중국: 마카오와의 coupling? 2016년 이후 깨져

2016년 이후 마카오와 한국 카지노 de-coupling

- 과거 마카오와 한국 외인 카지노 주가는 동행한 바 있음. 그러나 이는 2015년까지임
- 마카오와 한국은 2015년 중국 내 부정부패 척결과 관련해 마케터 체포되며 큰 타격을 겪은 바 있음
- 이후 마카오는 2016~2018년까지 꾸준한 회복을 통해 이미 peak 대비 70%까지 올라왔고 현재 마카오 카지노 매출의 80~90%가 중국인으로부터 발생
- 하지만 한국은 이러한 수혜에서 배제되었음. 2015년 이후로도 THAAD 보복에 따른 항공 공급 제한 등으로 지속적 감소를 겪어 현재는 peak 대비 ¼ 수준에 불과함
- 이것이 2016년 이후 마카오 주가와 한국 카지노 주가의 correlation이 깨진 근본적 원인임

마카오 vs. 한국 카지노 주가 추이: 16년 이후 마카오는 주가 상승 경험했지만 한국은 상승분 없어 de-coupling

(2015.07.01=100pt)



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 중국: 신규 오픈 카지노 대기 대기 중인 마카오 대비 한국 매력도 높아져

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

동남아(마카오 포함) 대비 한국 외인 카지노 매력도 부각되는 시점 진입

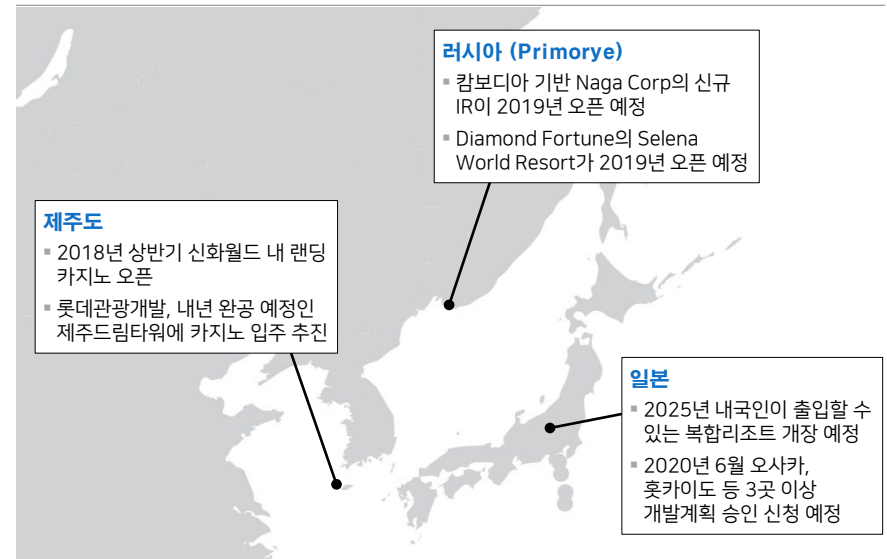
- 너무 낮아진 중국의 베이스, 항공 공급 증가를 근거로 한국의 對중국 카지노 영업은 향후 회복 기대
- 반면 2019~ 2020년 동남아(마카오 포함)에 새로 지어지는 IR(복합리조트)는 7개(추가오픈 포함)에 달함. 마카오에 경쟁 심화에 따른 우려가 부각될 수 밖에 없는 이유
- 반면 한국을 포함한 동북아 시장은 현재 한국과 러시아가 전부. 일본의 경우 2020년 복합리조트 관련 제안서 제출, 2021년 라이선스 배부를 가정하더라도 2025년은 되어야 완공되기 때문에 당분간 대규모 공급이 예정되지 않음

카지노 투자를 늘리는 동남아 국가들

국가	시기	내용
베트남	2017.09	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Suncity는 2019년 1차 시설 오픈을 목표로 4조원 규모의 Hoiana Project 진행 중 ▪ 이외에도 Van Don, Phu Quoc 등에도 신규 카지노 건설 중 ▪ 3년 동안 한시적으로 일부 카지노에서 내국인의 입장을 허용
말레이시아	2018	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 유일한 IR 인 Resort World Genting에 쇼핑몰, 테마파크 등 추가 하며 2020년까지 3,000만 방문객 목표
미얀마	2018.09	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 외국인 전용 카지노를 설립하는 내용의 도박 관련 법안이 하원을 통과. 현재 5개 지방 정부가 관심을 표하는 상황
캄보디아	2017-2018	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 자본 투자 및 중국인 여행객 수가 급증하면서 카지노 산업 호황
마카오	2018	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2020년, 2022년에 총 6개의 카지노 라이선스가 만료된 이후, 총 라이선스 개수를 7개 혹은 8개로 증가시켜야 한다는 여론이 최근 형성

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동북아 카지노 현황: 신규 카지노 진입은 제주도, 러시아 정도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

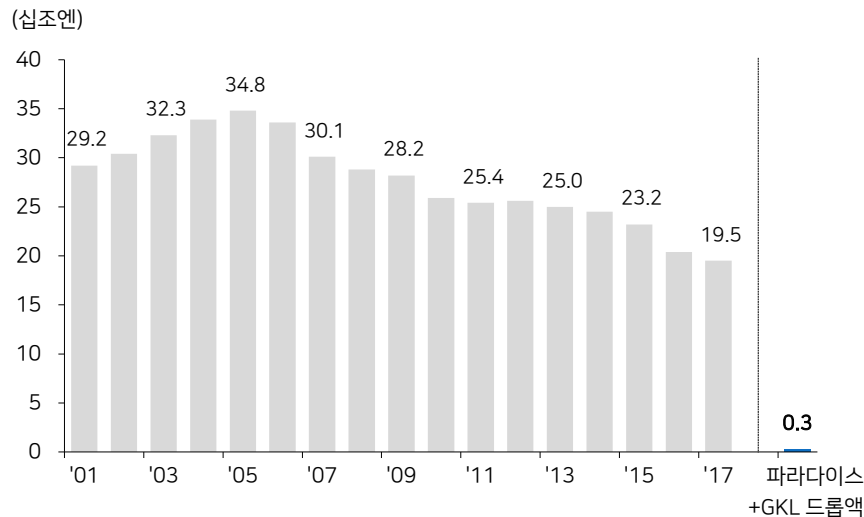
2. 일본: 일본 정부의 파친코 억제 정책, 풍선 효과를 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

파친코 시장 규제에 따른
카지노로의 풍선 효과 기대.
비중 아직 1.3%밖에 되지 않아

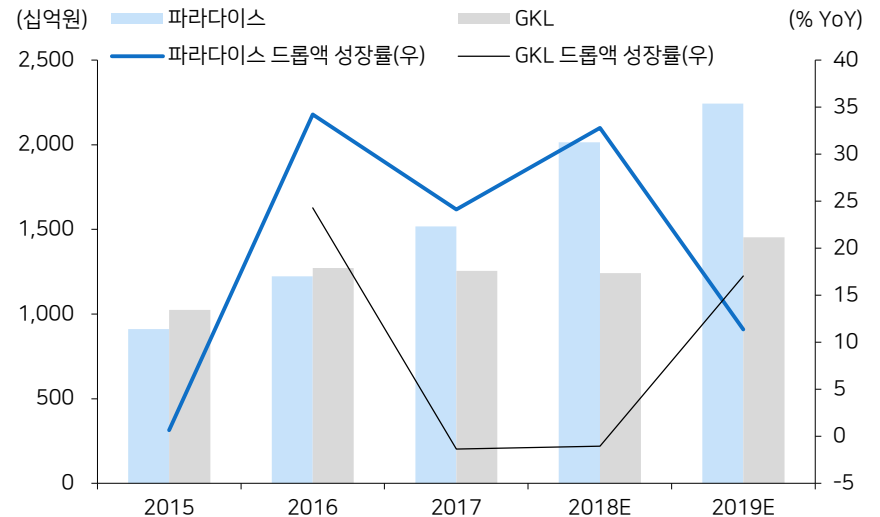
- 일본 파친코 시장은 10년전 300조원 규모에서 2017년 200조원 규모로 축소되었음
- 2017년 파라다이스와 GKL의 일본인 합산 드롭액 2조 6천억원으로 파친코 시장 규모 대비 1.3%에 불과
- 일본 정부, 해금법 통과시키며 카지노 빚장 푸는데 반해 파친코에는 지속적인 규제를 가하고 있음
- 당사는 파친코 규제가 풍선 효과로 인접 국가인 한국 카지노로 일부 흡수되고 있는 것으로 추정됨
- 2018년 파라다이스와 GKL의 일본인 드롭액은 각각 2.01조원과 1.24조원으로 YoY 성장률은 각각 33%, -1%. 파라다이스 시티 오픈 효과로 상반기까지 감소세를 보였던 GKL도 하반기부터 턴어라운드 확인

일본 파친코 시장 추이 vs. 파라다이스와 GKL의 對일본 드롭액



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스와 GKL의 일본인 드롭액 및 성장률



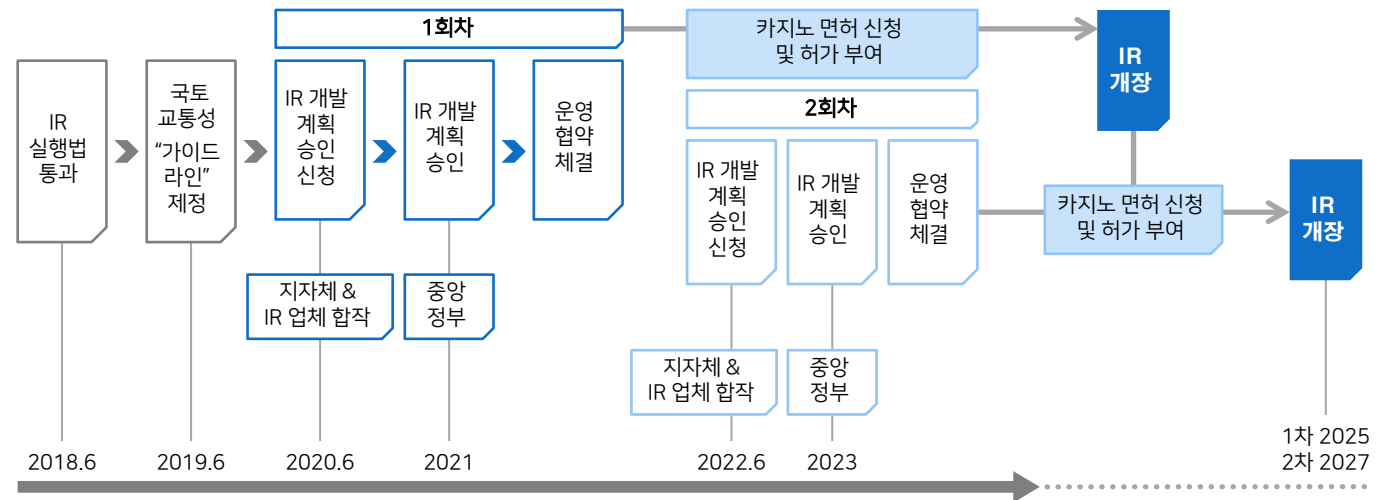
주: 파라다이스는 일본인 VIP 드롭액 대상
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2. 일본: IR 라이선스 확보를 위한 그들의 전쟁

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 일본인 그룹의 성장은 해금법 통과로 일본 내부에서 카지노에 대한 관심이 높아진 것도 한 몫 했을 것
- 지난 7월 20일 일본 국회는 내국인 출입이 가능한 'IR(복합리조트) 실시 법안'을 통과시킴
- 언론에 따르면 2020년 6월 일본 정부에서 복합리조트 계획안 승인 신청이 있을 예정
- 현재 Las Vegas Sands, MGM 등 사업자들이 최대 100억달러(10조원) 투자 의사 밝힌 바 있음

일본 복합 리조트 예상 승인 절차



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

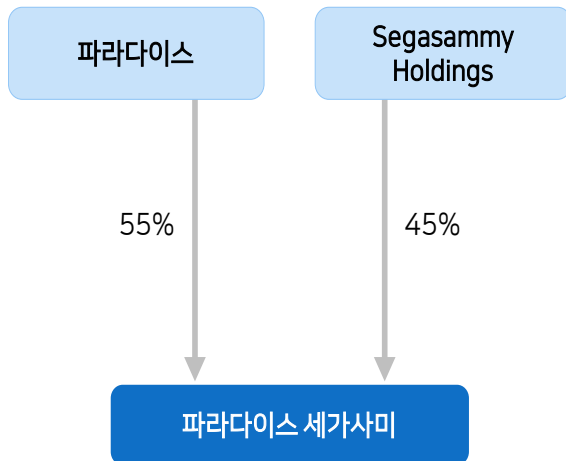
2. 일본: 세가사미, 라이선스 확보 위해 파라다이스시티 실적에 목 메릴 것

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

세가사미, 파라다이스시티를 IR 라이선스 획득에 활용코자 투자

- 일본의 오픈카지노 허용 법안에 따라 2020년 중반 일본 정부는 사업체들로부터 복합리조트 사업 계획서를 받을 예정. 세가사미(파라다이스시티 45% 지분 보유자) 또한 계획서를 제출할 것
- 세가사미가 어필할 포인트는 인접국가인 한국에서 복합 리조트를 운영해본 경험이 있다는 것
- 이 때문에 세가사미에게 2019년 파라다이스시티의 실적은 중요도가 매우 높음
- 당사가 세가사미의 파라다이스시티 영업에 대한 공조화가 본격화될 것이라 판단하는 근거
- 對일본 시장 확대는 GKL에게도 낙수효과가 있을 것

파라다이스 세가사미 지분구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 오픈 카지노에 관심을 표한 일본 사업자들

회사	내용
HIS	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 나가사키현 테마파크 Huis Ten Bosch내 카지노를 설립 시도 중 ▪ 모회사 H.I.S의 보유 현금은 1H18말 기준 2조원
세가사미홀딩스	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 쇠퇴하는 파친코 대신 카지노를 성장동력으로 확보하려 함 ▪ 다양한 파트너들과 협업 계획. 과반수 지분 확보 ▪ 파라다이스시티 경험 바탕으로 IR 운영 방안 제출 계획 ▪ 1H18말 기준 1.6조원
코나미홀딩스	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 400여 개 게임 라이선스 바탕으로 일본 카지노 지분 취득 계획 ▪ 1H18말 기준 1.5조원
유니버설Ent	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 현재 마닐라에 오카다마닐라 리조트를 운영 중 ▪ 2018년 상반기 매출 2,200억원, 영업손실 300억원 ▪ 1H18말 기준 6,700억원

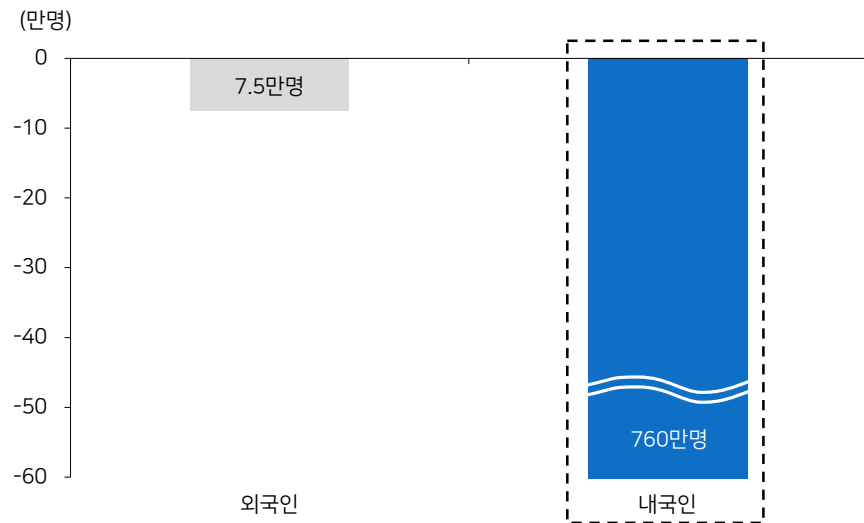
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3. 오픈 카지노 전환 가능성 대두 (1)

일본 카지노, 오픈으로 연간
한국에서 2조7,600억원이라는
천문학적 자금 유출될 전망

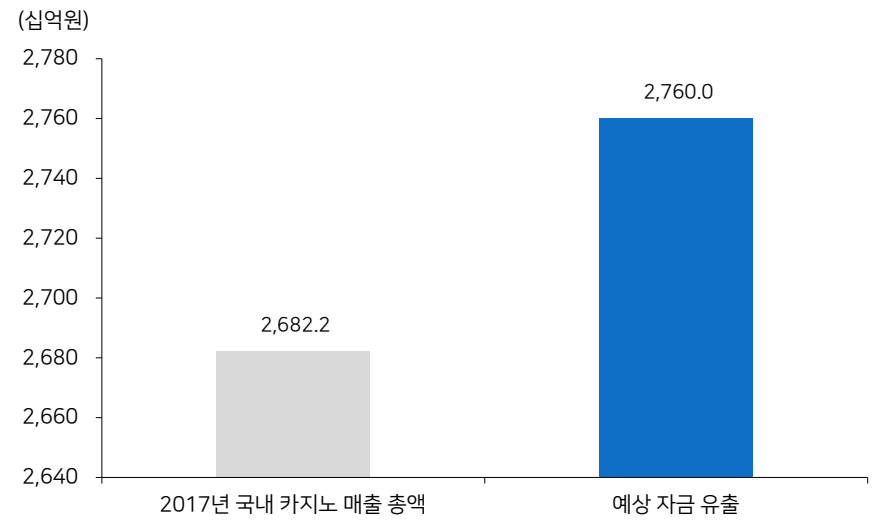
- 일본 오픈 카지노가 가시화되면서 한국에서도 오픈 카지노 전환에 대한 논의가 본격화되고 있음
- 지난 10월 한국카지노관광협회 따르면 일본 카지노 합법화로 내/외국인 합산 총 770만명 이탈할 것으로 추정됨
- 내국인 약 760만명, 외국인 약 7만5천명으로 외국인 이탈보다는 내국인의 일본 카지노 유입이 문제시 될 것임을 지적함. 연간 카지노에서만 일본으로 2조7,600억원이라는 천문학적 자금이 유출될 전망

일본 카지노 오픈하면 외국인 이탈보다 내국인 영향이 커



자료: 한국카지노관광협회, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 카지노 오픈하면 2조7,600억원 유출 전망



자료: 한국카지노관광협회, 메리츠증권증권 리서치센터

3. 오픈 카지노 전환 가능성 대두 (2)

- 강원랜드 고객의 절반은 수도권에서 오는 고객. 수도권에서 강원랜드를 가는 시간과 비행기를 이용해 일본을 가는 시간이 큰 차이가 없기 때문에 강원랜드의 독점권을 유지한다고 유출을 막을 수 없음
- 이 때문에 관련 세금을 상향하고 내국인 출입이 가능한 오픈 카지노로의 전환에 대한 논의가 지속될 것
- 전환 논의가 언급된 지역은 현재 제주와 영종도

일본, 한국에서 대부분 2시간 이내 비행 거리

노선	비행 시간
인천 국제공항-나리타 국제공항 (도쿄)	약2시간 25분
인천 국제공항-후지산 시즈오카공항 (시즈오카)	약1시간 50분
인천 국제공항-주부 국제공항 (나고야)	약1시간 5분
인천 국제공항-간사이 국제공항 (오사카)	약1시간 40분
제주 국제공항-간사이 국제공항 (오사카)	약1시간 40분
서울 종로 - 강원랜드 (자가용 이용)	약 2시간 40분

자료: Izuku, 메리츠증권증권 리서치센터

아시아 국가별 오픈 카지노 논의 진행 현황

국가	시기	내용
한국	2018.07	김진표 더불어민주당 당대표 후보, 제주도와 영종도에 내국인 카지노 추가 허용 필요성을 주장
일본	2018.06	3개 도시에 내국인 출입을 허용하는 내용의 법안 통과
베트남	2018.01	이웃 국가인 캄보디아로의 카지노 원정 여행이 많아지자 3년 한시적으로 내국인 카지노 설립 허용
싱가폴	2010.02	내수 증진 및 관광객 유치 위해 오픈 카지노 설립 허용

자료: 언론 종합, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

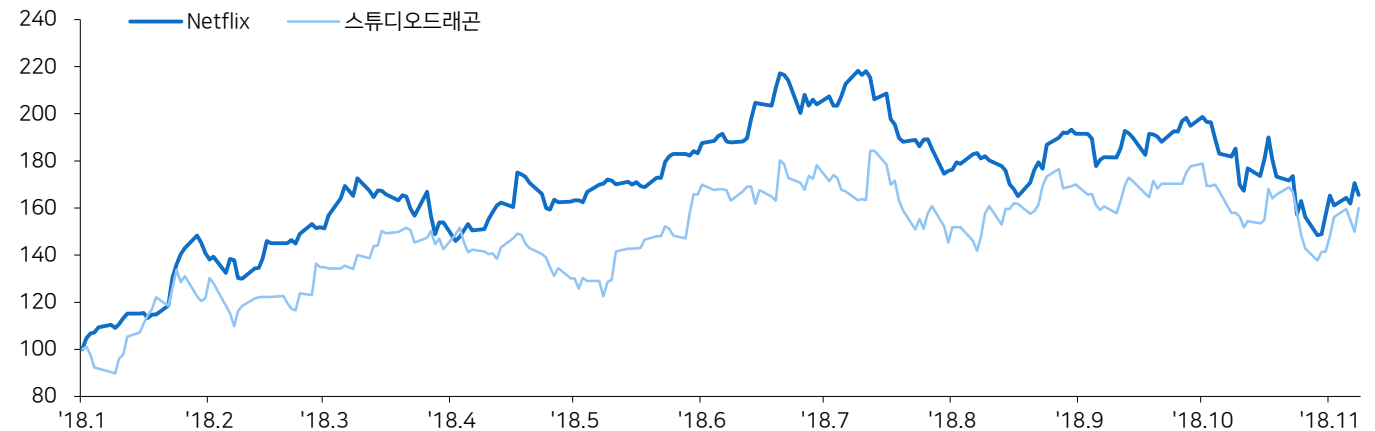
드라마

From Netflix to Netflix (Overweight 유지)

- 한국 드라마의 장기 성장 스토리는 유효함
- 2017년 상반기 넷플릭스는 아시아 진출 본격화하기 시작, 2018년 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리로부터 넷플릭스가 구매한 드라마 판권은 약 710억원(2018년 방영된 작품 기준)으로 전망됨
- 지난 1년간 국내 콘텐츠 산업, 특히 드라마 IP holder들의 밸류에이션 상승에는 넷플릭스의 행보가 뒷받침된 바 있음
- 때문에 스튜디오드래곤/제이콘텐트리의 주가 향방을 위해 넷플릭스는 반드시 짚고 넘어가야 할 요소

넷플릭스, 스튜디오드래곤 주가 추이

(2018.01.01=100pt)



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

조정의 시기, 그 안의 넷플릭스

세상을 바꾼 기업들은 historically 시기 조정을 이겨옴

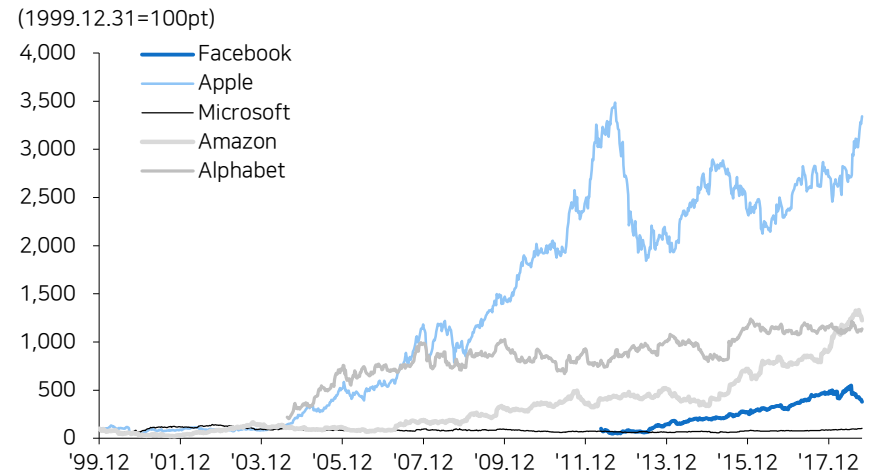
- 4차산업 혁명, 새로운 변화를 주도하는 기업 중 1년 전과 비교해 2019년 실적 추정치가 상향된 건 Apple과 넷플릭스로 압축
- 특히 넷플릭스는 기존 성장치 대비 11%p 상향 조정되며 他업체들과 차별화된 모습. 넷플릭스는 산업의 변화가 회사의 이익으로 연결되고 있음을 증명할 수 있는 몇 안 되는 업체
- 경기가 정점을 지났다는 전망에 따라 성장주인 넷플릭스 주가에 대한 우려 커지는 상황
- 장기 시계열 상 세상을 바꾼 기업들은 역사적으로 시기 조정을 결국 이겨옴. 미디어 소비 트렌드를 바꾼 넷플릭스 또한 조정의 시기를 이길 것

4차 산업 대표 기업들의 실적 추정치 변화: 넷플릭스가 추정치 상향폭 가장 커

	2019E PER(배)		2019E Earnings growth		실적 추정치 변동 (%p)
	1년 전	현재	1년 전	현재	
Facebook	22.7	17.5	25.5%	16.7%	-8.8%p
Apple	14.4	16.2	13.5%	16.0%	+2.5%p
Amazon	68.1	56.3	38.2%	37.3%	-0.9%p
넷플릭스	79.6	80.8	45.0%	56.4%	+11.4%p
Alphabet	20.1	21.1	17.2%	11.7%	-4.5%p
NASDAQ	18.8	19.6	15.6%	16.1%	+0.5%p

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

21세기 세상을 바꾼 글로벌 업체들의 나스닥 지수 대비 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

OTT 경쟁 심화, 그 안의 넷플릭스

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

1위는 코드커팅 당하지 않는다

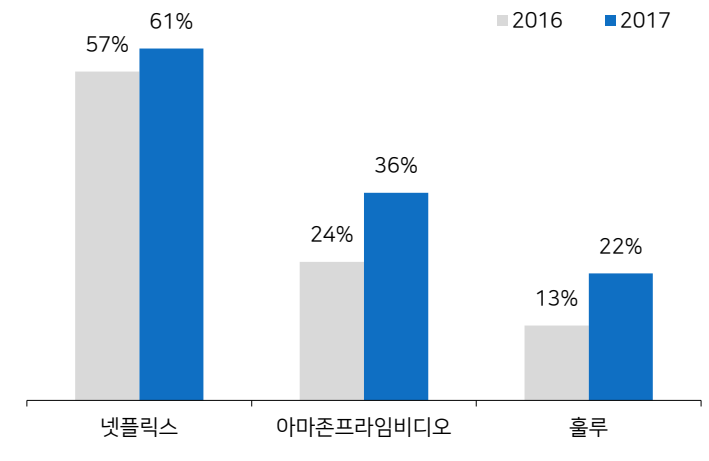
- 넷플릭스를 둘러싼 우려의 핵심은 플랫폼 경쟁 심화. 최근 Amazon Prime Video, Hulu 등 2,3위 업체 성장 속도가 가속화되며 경쟁 심화에 따른 가입자 수 둔화에 대한 우려가 제기됨
- 2017년 미국 내 넷플릭스의 보급율 증가가 他 플랫폼의 점유율을 뺏어오는 게 아닌, 상승 동행되고 있음. 이는 인당 spending이 증가한다는 의미. 혹 경기 둔화로 인당 spending이 줄어든다 할지라도 넷플릭스는 살아남는 기업 될 가능성 가장 높음. 1위 기업을 끊을 가능성이 가장 낮기 때문
- 이는 현재 다른 OTT들의 콘텐츠가 대체하기엔 넷플릭스와의 물량적/질적 차이가 아직 뚜렷하기 때문. 넷플릭스가 OTT 경쟁 속에서 소비자에게 배척당하지 않을 것이라는 것이 핵심

美 OTT 플랫폼, 신규 진출 예정하고 있는 사업체 다수

사업자	내용
Amazon Video	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Amazon Prime을 통해 가입자 수 꾸준히 증가 중 ▪ 2017년 말 '반지의 제왕'에 대한 TV시리즈 라이선스를 획득하며 본격 진출을 예고, 고질적 문제로 지적되던 콘텐츠 퀄리티 향상이 기대됨
HBO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ AT&T와 타임워너의 합병에 대한 1차 재판에서 승인이 결정 ▪ 미 법무부가 합병을 반대하는 주원인은 AT&T가 HBO 등을 보유한 타임워너를 인수할 경우 경쟁사들을 차별할 우려가 있다는 점 때문 ▪ AT&T는 타임워너 인수 일주일만에 'WatchTV'라는 새로운 스트리밍 상품 출시 ▪ 왕좌의 게임'을 미끼로 중심사업인 휴대 전화 가입자 확보가 목적
디즈니	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 21세기 폭스를 713억달러(약 80조원)에 인수 ▪ 인수 대상 중 홀루 지분 30%가 포함되었는데 이를 통해 디즈니는 홀루의 최대 주주로 올라섬 (지분율 60%)
애플TV	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 넷플릭스보다 저렴한 월 11달러 수준의 동영상 스트리밍 서비스를 준비 중 ▪ 콘텐츠 강화를 위해 오프라 윈프리, 리즈 위더스푼, 스티븐 스필버그 등과 자체 프로그램 제작 관련 계약을 체결
인스타그램	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 최대 1시간 분량 동영상을 올릴 수 있는 IGTV 선보이며 스트리밍 시장 진출

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미국 내 플랫폼 보급률: 넷플릭스뿐 아니라 他 플랫폼도 동행



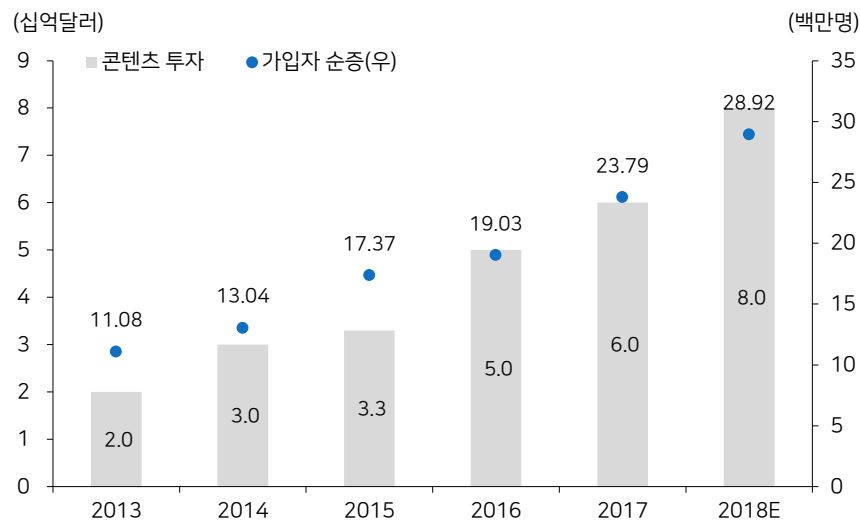
자료: HubResearch, 메리츠증권증권 리서치센터

넷플릭스가 투자를 줄일까?

가입자 수 증가 둔화가 넷플릭스에게 가장 두려운 일

- 넷플릭스는 콘텐츠 투자를 줄일 수 없음
- 지난 1년간 넷플릭스의 실적에 대한 시장의 반응에서 보여지는 바와 같이 투자자들이 넷플릭스의 실적에서 가장 중심으로 평가하는 지표는 '가입자 수'
- 가입자 수 증가 둔화 시 무디스 등 신평사에서 넷플릭스의 성장에 대한 의구심 높이며 채권 등급 하향 조정할 가능성 높아 넷플릭스 입장에서선 가입자 수 둔화를 가져올 투자 축소 결정 내릴 가능성 낮음

넷플릭스 콘텐츠 투자 금액 및 가입자 순증 추이



자료: 넷플릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

넷플릭스의 3분기 실적

(백만달러)		Actual	Consensus	Guidance
Domestic	가입자 순증 (백만명)	1.09	0.67	0.65
	기말 가입자수 (백만명)	58.46	58.05	58.03
	매출	1,937		1,930
	contribution profit	762		730
International	가입자 순증 (백만명)	5.87	4.46	4.35
	기말 가입자수 (백만명)	78.64	77.22	77.11
	매출	1,973		1,970
	contribution profit	338		290
Total	가입자 순증 (백만명)	6.96	5.13	5.00
	기말 가입자수 (백만명)	58.46	58.05	58.03
총 매출		3,999	3,995	3,988
Net income		403	372	307
EPS(달러)		0.89	0.81	0.68

자료: 넷플릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

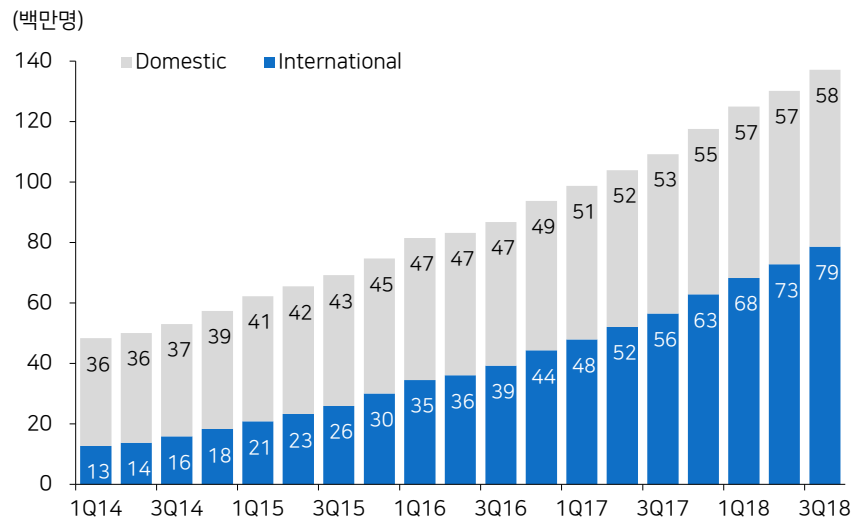
넷플릭스는 왜 한국 콘텐츠를 사기 시작했을까?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

아시아권 가입자 수 확보를 위해 한국 콘텐츠 수급

- 넷플릭스 미국(domestic) 보급률은 2017년 기준 이미 61%에 달함. Penetration ratio가 사실상 막바지에 다다랐다는 이야기. 넷플릭스가 international에 목을 뿔 수 밖에 없는 이유임
- 전세계에서 OTT 시장 성장이 가장 두드러지는 지역은 라틴 아메리카와 동남아 지역
- 라틴아메리카는 미국과 문화권이 유사해 미드(넷플릭스의 콘텐츠 대부분을 차지)를 보지만 동남아는 그렇지 않음. 이들이 보는 콘텐츠가 바로 '한국 드라마'
- Iflix, viu와 같은 동남아 OTT도 이 때문에 한국 드라마를 킬러 콘텐츠로 활용하고 있음

넷플릭스의 domestic 가입자수와 international 가입자수 추이



자료: 넷플릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

동남아 주요 OTT 업체 전략

업체	내용
iflix	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주 인터넷 기업인 'Catcha'가 설립한 말레이시아 기반 VOD 서비스 회사 ▪ 넷플릭스보다 더 로컬 콘텐츠에 집중하는 전략. 로컬 정부의 검열에 순응하는 경향 ▪ 넷플릭스와 경쟁 구도를 설정하지 않고 보완재로서 자리 잡으려는 전략을 가지고 있음 ▪ '도깨비', '태양의 후예' 등을 태국에서 독점 공급하는 등 한국 콘텐츠 독점이 하나의 전략
Hooq	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2015년 설립된 싱가포르 통신사인 싱텔(Singtel)과 소니픽쳐스, 워너 브라더스의 합작사 ▪ 과거에는 통신사나 ISP를 통해 콘텐츠를 공급하다가, 독자적 OTT로 전환 중 ▪ 인도네시아 내 1위 VOD서비스 사업자. 인도 시장 공략에 박차를 가하고 있음 ▪ 할리우드 콘텐츠를 중심으로 제공하며 성장했으나 최근 오리지널 콘텐츠 역량 강화
Viu	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2015년 10월 설립된 홍콩 기반 OTT 서비스 회사로, PCCW 자회사 ▪ 2017년 4월 기준 14개국에서 600만 회원을 보유하고 있음 ▪ 4G 사용자 수의 성장이 가장 빠른 신흥국을 주로 타겟으로 삼고 있음 ▪ 아시아 드라마 및 TV쇼, 특히 한국 드라마를 주요 콘텐츠로 삼으며 성장중임. ▪ 한국 드라마로 한정하여 보았을 때, 타 OTT서비스 대비 보유 콘텐츠 수가 많은 평가
Hollywood TV	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 독일 자본으로 설립된 VOD 서비스 회사 ▪ 할리우드 콘텐츠가 풍부하고 HD, 4K 영상을 지원. 가격이 비싼 편 (월 7,000원 가량) ▪ 160억원 가량의 투자 계획을 발표하는 등 할리우드 콘텐츠 수급에 집중

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

넷플릭스의 한국 콘텐츠 구입은 동남아 시장 공략을 위해서

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

넷플릭스에게 한국은 콘텐츠
소싱 시장일 뿐. 메인 타깃
시장은 동남아

- 업계 추산 넷플릭스의 국내 유료 가입자 수는 30만명으로 환산시 한국 수입은 연간 400억원에 불과
- 넷플릭스 입장에서 한국은 인구가 5천만명 밖에 되지 않아 메인 시장이 아님. 동남아(넓게 보면 일본까지) 시장을 위한 콘텐츠 소싱 지역으로 활용하고 있다는 뜻
- 관광/통계업계에 따르면 넷플릭스가 전세계 판권을 구입한 '미스터 션샤인'의 버즈량이 많았던 국가는 인도네시아/태국/필리핀/말레이시아/브라질/일본 순으로 콘텐츠의 주요 활용처를 가늠할 수 있음
- 넷플릭스 입장에서 범아시아 지역 소비자 입맛에 두루 맞는 콘텐츠로 한국 드라마를 대체할 콘텐츠 마땅히 없어 한국 드라마에 대한 투자는 지속될 것

넷플릭스의 최근 한국 드라마 구매 내역

		회차	제작비 (억원)	판권 추정 (억원)	판권/ 제작비 (%)	비고
2017년	맨투맨	16부작	100	60	60	미국 제외
	비밀의 숲	16부작	65	30	46	
2018년	화유기	20부작	150	80	53	일본 제외
	밥 잘 사주는 예쁜 누나	16부작	80	40	50	대만, 일본 제외
	라이브	16부작	100	50	50	
	미스터 션샤인	24부작	430	350	81	전세계

주: 넷플릭스의 판권 구매는 중국 권리를 포함하지 않음
자료: 메리츠증권리서치센터 추정

넷플릭스가 사간 한국 드라마에 대한 국가별 반향 체크: 동남아 중심

순위	국가	'미스터 션샤인' 해외 소셜미디어 내 버즈량
1	인도네시아	6,763건
2	태국	5,058건
3	필리핀	3,098건
4	말레이시아	2,413건
5	브라질	2,095건
6	일본	1,891건
7	중국	1,149건
8	싱가포르	1,128건
9	영국	707건
10	인도	681건

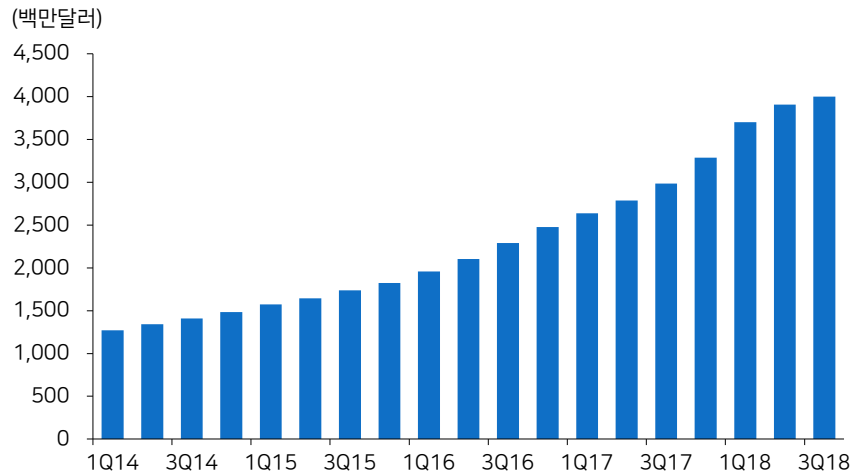
주: 미스터 션샤인 방영 기간 내 해외(미국 제외) 소셜미디어 내 드라마 제목 버즈량 순위
자료: 헤럴드경제 『'미스터 션샤인' 인니, 영국, 브라질서 강한 반향』 참조

OTT 시장 성장을 향유할 수 있는 pure play, 전세계에 많지 않아

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

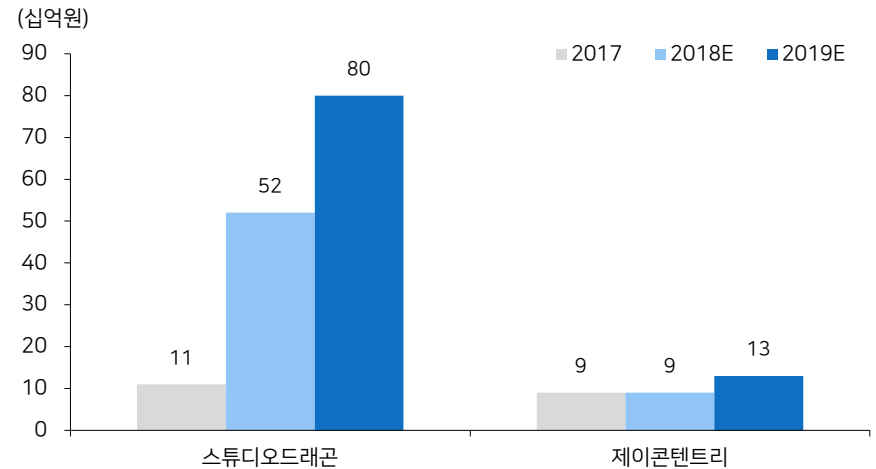
- OTT 시장 성장에 대해서는 논쟁의 여지가 없음. 이 중 넷플릭스는 이익권에 진입한 유일한 업체
- Pure play로 이 성장을 누릴 수 있는 업체 전세계에서 손에 꼽히는데, 스튜디오드래곤이 이에 해당함
- 스튜디오드래곤의 넷플릭스 매출은 2017년 110억원에서 2018년 520억원, 2019년 800억원으로 증가할 전망
- 제이콘텐트리의 넷플릭스 매출 또한 2017년 90억에서 2019년 130억원으로 증가 추정
- 넷플릭스의 2018년 콘텐츠 예산이 8조원에 달하는 점을 고려했을 때 한국에 배분될 금액 향후 증가할 가능성이 오히려 높음

넷플릭스 분기별 매출 추이



자료: 넷플릭스, 메리츠증권증권 리서치센터

스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 넷플릭스 향 매출, 2019년에도 증가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

- 1) TV채널의 드라마 작품 수요(방영권),
2) 국내 VOD, 그리고
3) 해외 판권으로 요약되는 국내 드라마 성장 동인이 모두 긍정적인 상황
- TV채널의 경우 기존 지상파 뿐만 아니라 종편4사의 진출로 편성 시간 확대되며 긍정적
- TV채널 방영권 매출은 제작 원가의 절반 가량 확보하는 수준. 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 등 IP보유자는 해외판권 및 VOD 시장에서 이익 창출.

해외판권 100억원 가정 시 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리의 수익 인식

<해외판권 인식> ex)해외판권 100억원 발생시

스튜디오드래곤

100억원 ← Sales 인식
 -15억원 ← COGS ① 유통수수료 15% (E&M에 지급)
 -5억원 ← COGS ② 제작사 R/S 평균 5% (실제 제작사에 지급)

 80억원 ← GP기준

제이콘텐트리

1. 외부제작사가 제작한 드라마 (제작비 100% 지급)

제이콘텐트리

80억원 ← Sales 인식
 -10억원 ← 제작사 평균 R/S 10% (COGS)

 70억원 ← GP기준

제이티비씨 콘텐츠허브 (제이콘 연결인식)

100억원 ← Sales 인식
 -80억원 ← COGS 인식: 유통수수료 20% 제외, IP보유자에게

 20억원 ← GP기준

2. JTBC Content Hub가 제작한 드라마 (제작비 80% 지급, but R/S 50%)

제이콘텐트리

80억원 ← Sales 인식
 -40억원 ← 제작사 R/S 50% (COGS)

 40억원 ← GP기준

제이티비씨 콘텐츠허브 (제이콘 연결인식)

100억원 ← Sales 인식
 -80억원 ← COGS 인식: 유통수수료 20% 제외, IP보유자에게
 +40억원 ← IP절반 보유권한. 판권 5:5

 60억원 ← GP기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 중국의 부재에도 불구하고 지난 해 하반기 드라마 업체 밸류에이션 Re-rating. 원인은 동남아 시장.
- 넷플릭스 등 OTT의 등장은 기존 개별 국가 위주의 소규모 계약 및 불법 유통으로 점철되던 동남아 시장의 Monetizing을 가능케 한 원인
- '맨투맨', '푸른 바다의 전설' 등은 중국 OTT 업체와 계약 불발 이후 각각 Netlix, iflix와의 계약을 통해 플러스 수익률을 기록하는 데 성공

작년 하반기 주가 상승의 근원은 OTT의 동남아 시장 진출 덕분



주: 스튜디오드래곤은 공모가 35,000원을 100으로 환산한 지수
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

'맨투맨', '푸른바다의 전설' 수익률은 각각 20%, 33%로 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

해외 판권 시장 - 2. 중국

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 중국의 판호는 열릴 듯 열리지 않고 있는 상황. 그러나 레버리지를 가능케 하는 중국 시장에 대한 기대는 여전
- 중국 시장의 특수성으로 인해 IP보유업체들은 넷플릭스를 비롯한 OTT를 통한 매출 이외에도 중국향 판권 판매를 통해 추가적인 매출 기대 가능
- 한한령에도 불구하고 중국 내 한국 콘텐츠 인기는 여전. 연초에는 '신경보'에서 '미스티'를 집중 보도하기도 했으며, 텐센트가 '프로듀스 101' 포맷을 정식 수입하려는 시도를 하기도 한 상황. 또한, 중국의 Proxy인 대만, 홍콩의 한국 드라마 수입은 증가

'미스터 션샤인' 중국 판매 가정 시 수익률은 43%에서 93%로 크게 상승

(억원)		
-	430	← 스튜디오드래곤이 자회사 화앤담픽처스에 지급한 금액
+	250	← CJ E&M 방영료 (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
+	30	← PPL (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
-	150	← 스튜디오드래곤의 '미스터 션샤인'에 대한 실 투자금액
+	300	← 넷플릭스 판권 350억원 가정. E&M 수수료 제외 후 매출총이익 (GP)
+	37	← 편당 VOD 매출 3억원 가정. 3억원/편 × 24편 × 60% (IP보유자 몫) × 85% (수수료 공제)
+	187	← '미스터 션샤인' 프로젝트 예상 수익 금액
+	213	← 중국 판권 250억원 가정. E&M 수수료 15% 제외 후 매출총이익(GP)
+	400	← 중국판권 발생 시 수익

자료: 언론 자료를 토대로 메리츠증권증권 리서치센터 추정

신경보(新京报)의 '미스티' 심층보도



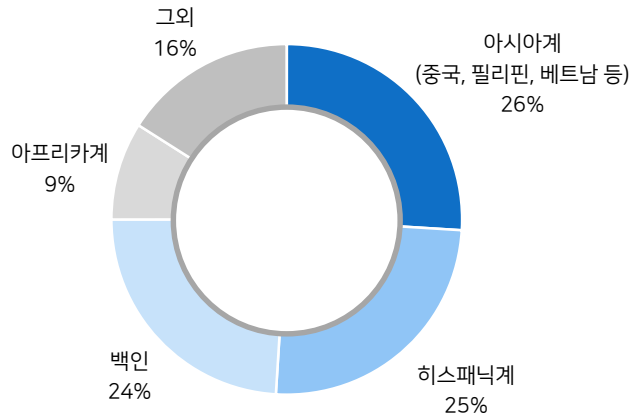
자료: 연합뉴스, 메리츠증권증권 리서치센터

해외 판권 시장 - 3. 非아시아

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- '비밀의 숲' 등 국내 콘텐츠들은 넷플릭스를 통해 북미/유럽에서 높은 인기를 끈 바 있음. Viki, Dramafever 등은 한국 드라마를 주요 콘텐츠로 내세우며 빠르게 성장
- 한국 드라마 소비자들은 다양한 지역에 기반을 두고 있음. 일반적인 인식과는 달리, 한국 드라마 시청자 중 아시아 계 비중은 1/4 가량에 불과.
- 넷플릭스의 한국 드라마 구매 단가는 제작비 대비 50~60% 수준에서 최근 '미스터 션샤인'의 80% 수준까지 상승. 동남아시아 뿐만 아니라 미국/유럽 등지의 수요도 고려하고 있다는 것으로 해석

한국 드라마 시청자 중 아시아계는 이제 1/4에 불과



주: 한국콘텐츠진흥원 미국 사무소가 미국 내 한국 드라마 시청 경험이 있는 소비자 4,753명을 대상으로 설문조사 진행한 결과
자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

넷플릭스, 한국 드라마 구매 단가

	회사	제작비 (억원)	판권 추정 (억원)	판권/제작비 (%)	비고
2017년	맨투맨	100	60	60	미국 제외
	비밀의 숲	65	30	46	
2018년	화유기	150	80	53	일본 제외
	밥 잘 사주는 예쁜 누나	80	40	50	대만, 일본 제외
	라이브	100	50	50	
	미스터 션샤인	430	350	81	전세계

주: 넷플릭스의 판권 구매는 중국 권리를 포함하지 않음
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

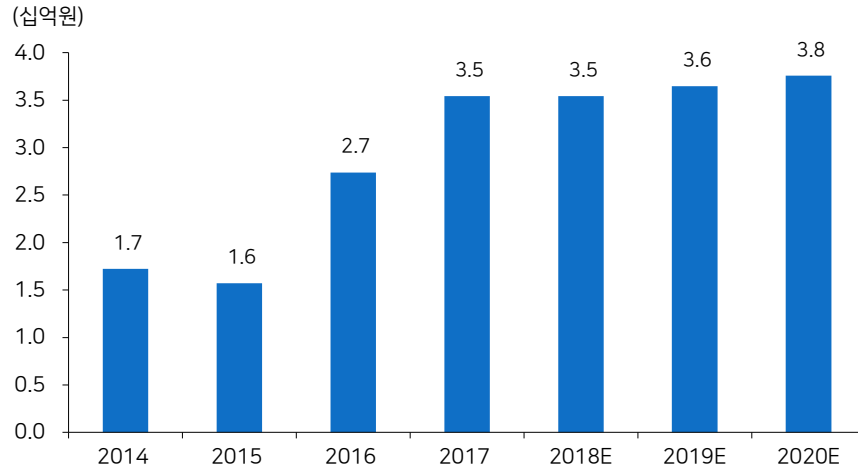
국내 VOD, 카니발을 상쇄하는 시장 성장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

경쟁력 있는 콘텐츠에 기꺼이 지갑을 여는 소비자들

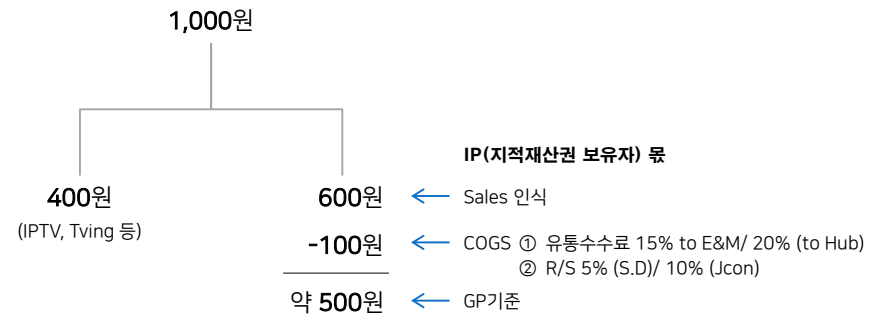
- 불법 다운로드 단속 및 소비자 의식 향상으로 국내 VOD 매출 최고 기록은 2015년 회당 3억원 대에서 2017년 8억원 대로 급증
- 국내 VOD 실적은 일반적으로 시청률과 비례함
- 스튜디오드래곤의 경우 2018년 TVN 대비 평균 시청률 낮은 OCN 드라마 비중이 높아졌음에도 불구하고 2017년 대비 작품당 VOD 매출 단가는 견조함. 실제 단위 작품당 VOD 매출은 성장했을 것으로 추정됨
- 이는 넷플릭스가 국내 판권 포함해 구매하며 발생했을 카니발을 고려했을 때 더욱 고무적 수치. 넷플릭스 성장에 따른 카니발은 장기 변수로 작용할 수 있으나 현재로서는 시장 성장이 이를 상회하고 있음

스튜디오드래곤의 작품당 VOD 매출 추정



주: 소비자 지출 기준 작품당 VOD 매출
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

TVOD, 소비자가 1,000원 지불하면 IP보유자 몫으로 500원(절반)정도 돌아와



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

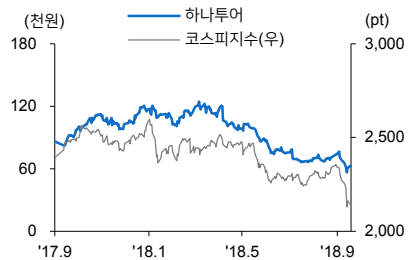
엔터/레저

기업분석

종목	투자판단	적정주가
하나투어(039130)	Buy	86,000원
모두투어(080160)	Trading Buy	27,000원
인터파크(108790)	Trading Buy	6,000원
파라다이스(034230)	Buy	30,000원
GKL(114090)	Buy	29,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원
스튜디오드래곤(253450)	Buy	130,000원
제이콘텐트리(036420)	Buy	7,200원

Buy

적정주가 (12개월)	86,000원		
현재주가 (11.9)	68,500원		
상승여력	25.5%		
KOSPI	2,086.09pt		
시가총액	7,957억원		
발행주식수	1,162만주		
유동주식비율	80.50%		
외국인비중	12.91%		
52주 최고/최저가	124,500원/56,700원		
평균거래대금	114.1억원		
주요주주(%)			
박상환 외 25 인	14.78		
국민연금	10.44		
미래에셋자산운용 외 4 인	5.00		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	-33.5	-33.2
상대주가	13.3	-22.1	-18.3
주가그래프			



아웃바운드: 패키지 기초적 하락에 따른 영향은 불가피. 새 시대의 요구에 대응하려는 시도는 긍정적

- 패키지 수요는 출국자 수 추이 대비 낮은 성장을 보여온 바 있음. Q의 제한적 증가, ASP의 기초적 하락을 고려했을 때 패키지 사업은 2017년 이익을 정점으로 하향 안정화될 것
- 동사는 대형 여행사 중 유일하게 현지투어 트렌드에 대응. 기존 상품들을 장바구니化하는 방법과 하나투어 브랜드를 뺀 '모하지' 투트랙으로 준비 중. 다만 마케팅비 발생하며 별도 영업이익은 YoY 3.4% 하락할 전망

인바운드: 예상보다 빠른 적자 축소 보여

- 동사는 ITC, 마크호텔, SM면세점 3가지 인바운드 사업을 영위. 면세점은 빠르게 적자 규모 축소 중
- SM면세점은 2018년 고정비 축소를 통해 2017년 276억원이던 적자를 150억원까지 줄이는 데 성공. 공항 면세점 이익 기여로 2019년 105억원까지 적자 축소 가능

성장통: 성장의 문이 닫히기 전 신시장에 발 담그려는 시도 긍정적으로 평가

- 여행 시장 내 가장 빠른 성장 보이는 현지투어 사업에 대한 대처는 긍정적으로 평가
- 캐시카우 역할을 하는 별도 사업 부진으로 이익 체력 약화
- 자연재해 소강에도 수요 회복 빠르지 않아 실적 하향분을 반영, 적정주가는 86,000원으로 하향함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	595.5	20.9	8.0	692	-78.0	16,312	95.6	4.1	16.3	4.2	145.3
2017	682.3	40.8	13.0	1,116	68.9	17,628	92.3	5.8	16.4	6.6	150.4
2018E	819.0	31.1	19.6	1,689	70.2	17,885	40.6	3.8	9.5	9.5	172.5
2019E	922.7	41.8	23.9	2,054	27.6	18,510	33.4	3.7	7.9	11.3	185.1
2020E	957.4	49.1	30.7	2,642	28.7	19,723	25.9	3.5	7.5	13.8	178.6

하나투어의 적정주가 산정 및 인바운드 실적 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_ 작용-반작용

- 하나투어 해외 사업가치의 대부분은 일본 자회사.
- 일본 자회사는 연간 160~180억 영업이익을 기록한 바 있으나 2018년 100억까지 하락. 2019년 140억 회복을 전망함.
- 모두투어, 노랑풍선까지 일본 진출 과거와 같은 독점 구조를 기대하기 어려워 peak 수준 회귀는 쉽지 않을 것.

가치합산 방식으로 산출된 하나투어의 적정주가 8만6천원

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	469	40,374	2019년 PER 20배. 모두투어와 동일 (1)
해외사업가치	273	23,519	2019년 PER 20배. 2017~2020 CAGR -0.9% OP 성장 전망 (2)
에스엠면세점	0		가치산정제외
net cash	258	22,221	2018년 말 예상 기준 (3)
Total	1,000	86,114	(1)+(2)+(3)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이익 증가 대부분은 인바운드 사업의 적자 축소에서 기인

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
하나투어 인바운드 사업	1.8	-8.0	-32.2	-35.7	-17.7	-12.0
면세점 (에스엠면세점)	0.0	-6.4	-27.9	-27.6	-14.5	-10.5
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1	-1.7	-0.5
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1.0	-3.0	-1.5	-1.0

주: 하나투어 ITC는 영업이익 대신 순이익 대체 활용
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하나투어 (039130)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	595.5	682.3	819.0	922.7	957.4
매출액증가율 (%)	29.6	14.6	20.0	12.7	3.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	819.0	922.7	957.4
판매관리비	574.6	641.5	788.1	880.9	908.3
영업이익	20.9	40.8	31.1	41.8	49.1
영업이익률	3.5	6.0	3.8	4.5	5.1
금융손익	1.9	1.5	1.9	2.3	2.8
충속/관계기업손익	-0.2	-1.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	-2.8	3.5	3.7	3.7
세전계속사업이익	24.0	38.0	36.5	47.9	55.6
법인세비용	16.4	25.3	13.7	16.3	15.6
당기순이익	7.5	12.7	21.6	27.6	35.6
지배주주지분 순이익	8.0	13.0	19.6	23.9	30.7

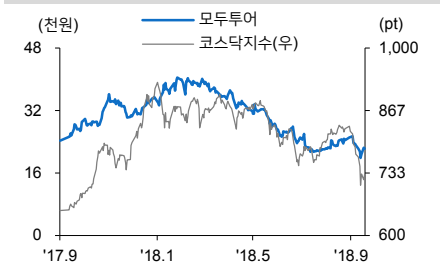
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	345.7	430.3	490.2	563.0	610.7
현금및현금성자산	156.1	228.4	247.9	290.0	327.4
매출채권	80.4	92.7	111.3	125.4	130.1
재고자산	24.4	14.6	17.5	19.7	20.4
비유동자산	174.6	174.5	181.5	171.1	159.6
유형자산	91.8	82.6	78.6	65.1	57.7
무형자산	15.9	13.9	16.0	19.0	13.9
투자자산	52.7	50.7	59.6	59.8	60.7
자산총계	520.3	604.7	671.7	734.1	770.3
유동부채	286.7	343.1	402.6	452.3	468.9
매입채무	77.1	83.7	100.5	113.2	117.5
단기차입금	3.4	10.5	10.5	10.5	10.5
유동성장기부채	3.0	5.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.5	20.2	22.5	24.3	24.9
사채	3.3	2.2	2.2	2.2	2.2
장기차입금	8.0	5.2	5.2	5.2	5.2
부채총계	308.2	363.3	425.2	476.6	493.8
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	92.0	114.5	114.5	114.5	114.5
기타포괄이익누계액	-0.8	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
이익잉여금	126.4	122.8	125.8	133.0	147.1
비지배주주지분	22.6	36.7	38.8	42.5	47.4
자본총계	212.1	241.5	246.5	257.5	276.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	27.5	66.2	83.7	77.7	61.2
당기순이익(손실)	7.5	12.7	21.6	27.6	35.6
유형자산감가상각비	13.1	16.1	23.9	18.6	12.4
무형자산상각비	4.4	4.4	5.9	7.0	5.1
운전자본의 증감	-7.3	2.3	32.2	24.5	8.2
투자활동 현금흐름	6.7	-21.8	-42.0	-19.1	-7.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-48.0	-21.4	-20.0	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	21.4	0.5	-8.8	-0.3	-0.9
재무활동 현금흐름	-25.5	32.9	-22.3	-16.4	-16.5
차입금증감	-10.1	5.4	-5.7	0.2	0.1
자본의증가	1.1	22.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9.6	72.3	19.5	42.1	37.5
기초현금	146.5	156.1	228.4	247.9	290.0
기말현금	156.1	228.4	247.9	290.0	327.4

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	51,268	58,738	70,506	79,432	82,415
EPS(지배주주)	692	1,116	1,689	2,054	2,642
CFPS	4,396	6,756	5,441	5,782	5,664
EBITDAPS	3,308	5,281	5,241	5,803	5,728
BPS	16,312	17,628	17,885	18,510	19,723
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	2.3	1.5	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	95.6	92.3	40.6	33.4	25.9
PCR	15.0	15.2	12.6	11.8	12.1
PSR	1.3	1.8	1.0	0.9	0.8
PBR	4.1	5.8	3.8	3.7	3.5
EBITDA	38.4	61.4	60.9	67.4	66.5
EV/EBITDA	16.3	16.4	9.5	7.9	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	6.6	9.5	11.3	13.8
EBITDA 이익률	6.5	9.0	7.4	7.3	7.0
부채비율	145.3	150.4	172.5	185.1	178.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	33.5	56.1	43.0	65.6	76.6
매출채권회전율(x)	8.6	7.9	8.0	7.8	7.5
재고자산회전율(x)	35.4	35.1	51.2	49.7	47.8

Trading Buy

적정주가 (12개월)	27,000원		
현재주가 (11.9)	24,700원		
상승여력	9.3%		
KOSDAQ	687.29pt		
시가총액	4,668억원		
발행주식수	1,890만주		
유동주식비율	78.63%		
외국인비중	30.57%		
52주 최고/최저가	40,450원/19,850원		
평균거래대금	62.8억원		
주요주주(%)			
우종웅 외 15 인	15.46		
JP Morgan Asset Management (UK) Limited 외 1 인	5.35		
Columbia Management Investment Advisers, LLC 외 1 인	5.02		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.3	-26.0	-15.4
상대주가	24.2	-8.4	-12.6
주가그래프			



우월한 수익성 관리에 기대하더라도 이익 전 고점 벗기기 어려워

- 국내 2위 B2B여행업체로 B2C 여행사 '자유투어'를 통해 저가 상품을, 모두투어 본사로는 프리미엄 상품을 집중시키는 이원화 전략을 택하고 있음
- 우월한 수익성 관리에 힘입어 2019년 영업이익 331억원(패키지 초호황이던 2017년 수준)까지 회복을 가정하더라도 전사 영업이익은 303억원에 그칠 것

Phase 2를 준비할 때

- 모두투어에 대해 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 27,000원을 유지함. 적정주가는 peer와 유사한 조건을 적용하여 별도 순이익 기준 20배를 적용하여 산출함. 적용 배수는 동사 PER 밴드인 15~25배 중간값에 해당
- 패키지 본업에 집중하며 가장 높은 이익 가시성을 보여줌
- 별도 영업이익을 결정하는 패키지 사업은 일본 사례를 참조하더라도 성숙기 진입 이후 영업이익 하락이 예상됨. 새로운 먹거리를 찾기 위한 투자가 필요할 때
- 2017년 높아진 항공권 점유율을 토대로 현지투어 사업에 진출, FIT monetizing에 성공할 경우 밸류에이션 리레이팅 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	237.1	20.1	16.8	887	23.8	5,471	21.8	3.5	11.8	16.5	104.9
2017	291.0	32.1	24.2	1,279	52.4	7,134	23.8	4.3	14.4	20.3	107.5
2018E	396.4	21.5	15.6	827	-35.0	7,610	29.9	3.2	14.7	11.2	120.5
2019E	431.3	30.3	22.9	1,210	50.3	8,364	20.4	3.0	10.1	15.1	119.0
2020E	461.2	28.3	20.8	1,101	-1.5	9,038	22.4	2.7	10.1	12.6	116.5

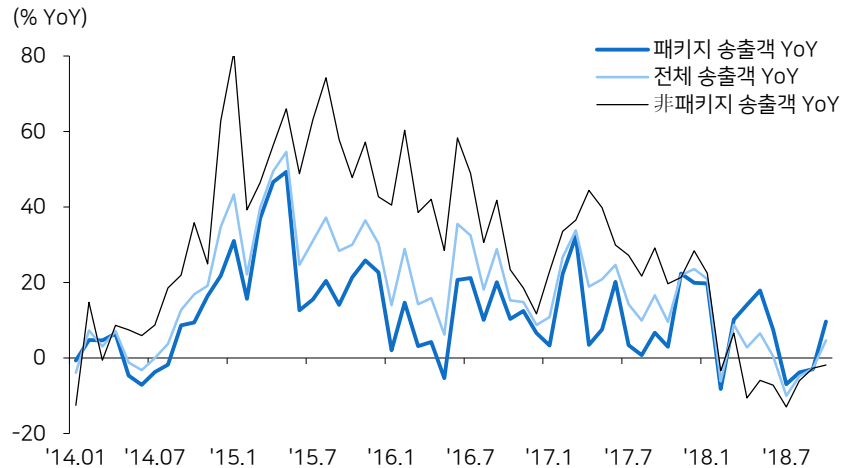
패키지 사업은 2017년이 고점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

자연재해 등 2018년 실적
감소를 일회성으로
치부하더라도 2019년
영업이익은 2017년 고점
벗기기 어려워

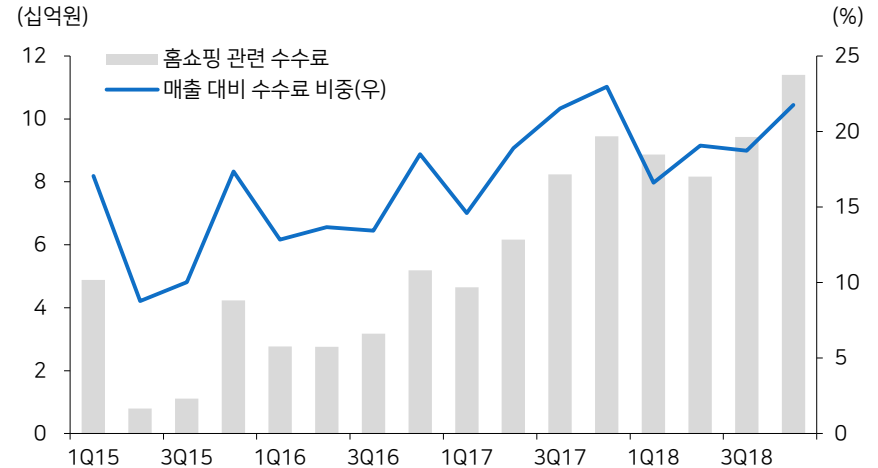
- 당사가 추정하는 모두투어의 2018년 패키지 송출객 성장률은 5%. 반면 ASP는 -2% YoY 전망
- ASP 하락 방어 가능한 건 비용으로 처리하기 때문. 이로 인해 2018년 매출 감소는 방어했으나 별도 영업이익 260억원으로 YoY 21% 감소
- 2019년 출국자 수 성장률 7% 가정을 기반으로 모두투어 패키지 Q 성장률을 5%로 추정함. 이는 FIT의 M/S 확대로 패키지 성장률이 전체 성장률을 underperform해온 과거에 기반함
- ASP는 1% 하락 가정 시 매출은 2018년과 유사할 것. 다만 최근 조직 개편 등을 통해 비용 효율화를 기대, 영업이익은 331억원까지 증가를 기대함. 이는 회사가 2019년 달성할 수 있는 이익 최대치에 해당함

모두투어 패키지 송출객 2018년 누적 5% 증가



주: 모두투어 월별 송출객수 성장률. 송출객은 도착일 기준
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어의 ASP 방어는 매출 인식 후 비용 처리 구조 때문



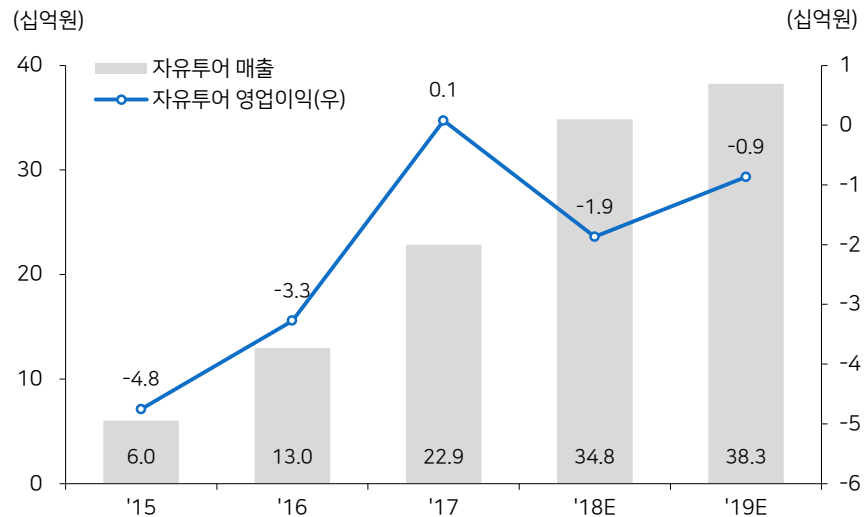
주: 모두투어의 분기별 홈쇼핑 관련 수수료 추정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

믿을 건 수익성 관리 능력

연결 영업이익도 2017년 수준 달성은 어려워

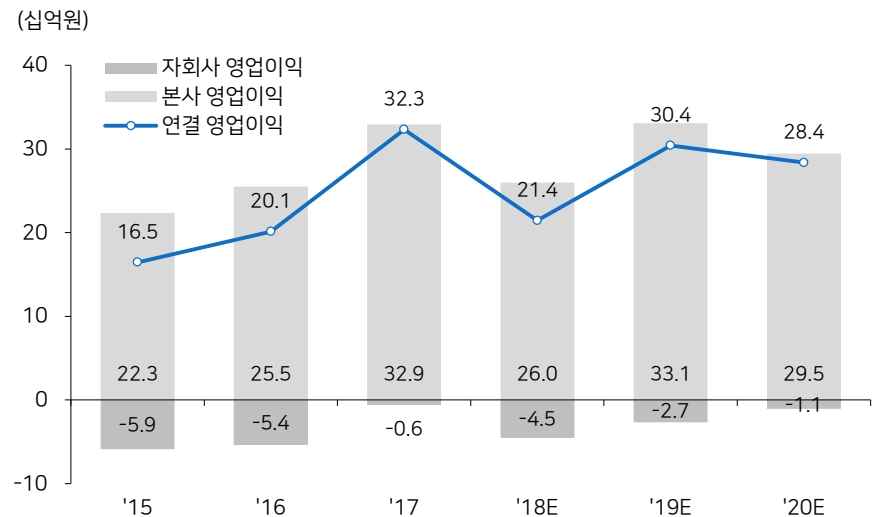
- 2018년 발생한 자연재해에 대한 피해가 모두 회복될 것을 가정했을 때 2019년 별도 영업이익은 331억원, 연결 영업이익은 303억원 전망
- 자회사 합산 적자는 2018년 45억원에서 2019년 27억원까지 축소될 전망
- 자회사 실적 개선을 기대하는 대부분은 자유투어에서 기인함
- 2017년 자유투어가 BEP를 기록하며 2018년 유의미한 흑자를 기록할 것이란 기대감이 높았으나 3분기 누적 적자는 14억원. 2019년 개선을 기대하더라도 흑자 전환은 어려운 상황

자유투어 2018년 흑자 폭 큰 기대는 접어야.



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

본사 및 자회사 영업이익 기여도 전망



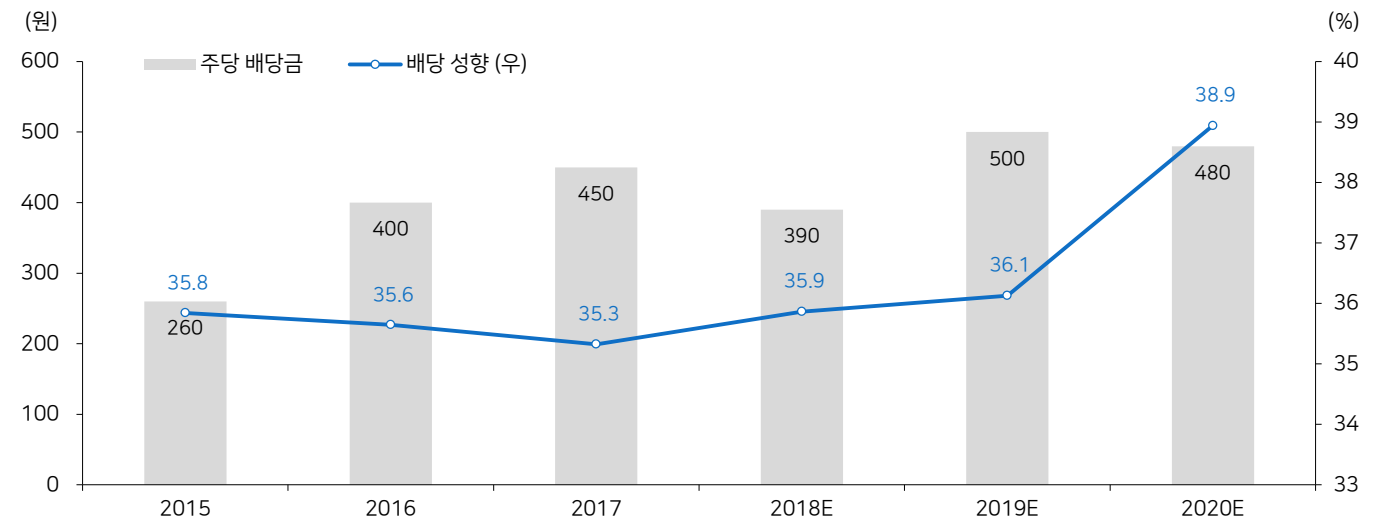
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

배당도 결국 패키지 영업에 달려 있어

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 안정적 이익이 기대되는 업체에 중요한 지표는 배당
- 동사는 별도 순이익 기준 35%를 배당으로 지급하고 있음
- 2018년은 감익으로 주당 390원을 전망함. 이는 시가 배당률 1.6% 수준으로 배당 매력 하락
- 패키지 본업의 비우호적 환경 지속, 배당 매력도 방어주 성격의 업체들과 비교했을 때 높지 않아

모두투어의 주당 배당금 전망: 2018년은 390원으로 시가 배당률 1.6% 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
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)	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(천명)	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
매출액	74.0	73.2	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	105.8	115.4	91.2	112.3	112.3	290.9	396.4	431.2
%YoY	24.3	34.8	13.2	30.3	48.4	14.0	33.9	37.5	5.1	9.3	15.4	6.1	22.7	36.2	8.8
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	91.7	96.6	74.8	95.2	96.2	249.4	338.7	362.7
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-7.7	4.9	3.2	7.3	22.4	6.5	21.1	2.8	9.4
종속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	14.7	18.5	16.1	17.2	16.7	43.5	57.5	68.4
%YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.7	20.7	21.7	27.4	14.1	13.7	32.8	32.3	18.9
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	5.9	7.8	5.0	9.7	7.8	32.1	21.5	30.3
%YoY	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-69.1	4.1	-14.0	24.4	287.2	32.0	59.6	-33.1	40.9
영업이익률(%)	14.9	10.0	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	5.6	6.8	5.4	8.7	6.9	11.0	5.4	7.0
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	7.2	9.3	5.5	9.9	8.4	32.9	26.0	33.1
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	61.3	-12.0	19.5	172.9	16.4	29.1	-21.1	27.3
종속회사	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-1.7	-0.8	-0.7	-1.3	-1.4	-0.5	-0.1	-0.6	-0.6	-4.5	-2.7
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자유투어	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-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	흑전	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 (080160)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	291.0	396.4	431.3	461.2
매출액증가율 (%)	16.0	22.7	36.2	8.8	7.0
매출원가	11.2	10.9	102.6	106.4	119.5
매출총이익	225.9	280.0	293.8	324.8	341.8
판매관리비	205.8	247.9	272.3	294.6	313.5
영업이익	20.1	32.1	21.5	30.3	28.3
영업이익률	8.5	11.0	5.4	7.0	6.1
금융손익	1.2	0.7	0.8	1.4	1.7
종속/관계기업손익	2.2	3.0	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-0.6	-2.9	-0.4	-0.2	0.6
세전계속사업이익	22.9	32.9	22.1	31.8	30.9
법인세비용	7.0	8.7	6.4	8.1	7.6
당기순이익	15.9	24.2	15.7	23.7	23.3
지배주주지분 순이익	16.8	24.2	15.6	22.9	20.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151.1	208.7	243.8	272.0	298.7
현금및현금성자산	58.3	53.1	46.8	57.8	71.1
매출채권	31.0	42.8	43.4	47.2	48.8
재고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
비유동자산	59.2	129.5	135.7	137.8	139.6
유형자산	21.9	22.5	22.8	23.1	23.3
무형자산	5.6	2.6	2.5	2.4	2.3
투자자산	21.7	16.5	22.5	24.4	26.1
자산총계	210.4	338.2	379.5	409.9	438.3
유동부채	103.1	141.8	173.5	188.6	201.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.5	14.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7
비유동부채	4.6	33.4	33.9	34.0	34.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.3	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	107.7	175.2	207.4	222.7	235.9
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	97.6	114.9	123.9	138.1	150.9
비지배주주지분	-0.8	28.2	28.3	29.1	31.6
자본총계	102.7	163.0	172.1	187.2	202.4

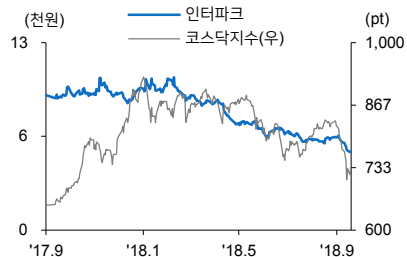
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	57.5	32.9	35.4
당기순이익(손실)	15.9	24.2	15.7	23.7	23.3
유형자산상각비	2.2	2.5	2.7	2.8	2.8
무형자산상각비	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.6	12.3	39.6	7.0	9.9
투자활동 현금흐름	-6.1	-53.8	-41.5	-15.3	-13.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.2	-1.4	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	19.3	5.2	-6.0	-2.0	-1.7
재무활동 현금흐름	-11.9	11.3	-22.4	-6.6	-8.6
차입금의 증감	0.5	40.1	-14.2	0.0	0.0
자본의 증가	-0.1	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.7	-5.2	-6.3	11.0	13.4
기초현금	44.6	58.3	53.1	46.8	57.8
기말현금	58.3	53.1	46.8	57.8	71.1
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	12,544	15,394	20,974	22,817	24,404
EPS(지배주주)	887	1,279	827	1,210	1,101
CFPS	1,329	1,859	1,245	1,722	1,658
EBITDAPS	1,214	1,860	1,287	1,754	1,647
BPS	5,471	7,134	7,610	8,364	9,038
DPS	400	450	370	480	450
배당수익률(%)	2.1	1.5	1.5	1.9	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	21.8	23.8	29.9	20.4	22.4
PCR	14.5	16.4	19.8	14.3	14.9
PSR	1.5	2.0	1.2	1.1	1.0
PBR	3.5	4.3	3.2	3.0	2.7
EBITDA	22.9	35.2	24.3	33.1	31.1
EV/EBITDA	11.8	14.4	14.7	10.1	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	20.3	11.2	15.1	12.6
EBITDA 이익률	9.7	12.1	6.1	7.7	6.8
부채비율	104.9	107.5	120.5	119.0	116.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	46.2	66.1	13.3	22.7	21.2
매출채권회전율(x)	8.7	7.9	9.2	9.5	9.6
재고자산회전율(x)	111.9	2,263.6	2,402.1	2,170.3	2,152.6

인터파크(108790) 사업부 방향성이 향후 주가 상승 여력을 결정

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	6,000원		
현재주가 (11.9)	5,240원		
상승여력	14.5%		
KOSDAQ	687.29pt		
시가총액	1,736억원		
발행주식수	3,314만주		
유동주식비율	31.16%		
외국인비중	5.05%		
52주 최고/최저가	10,450원/4,800원		
평균거래대금	5.8억원		
주요주주(%)			
인터파크홀딩스 외 5인	68.62		
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY 외 4인	5.79		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	-39.4	-45.1
상대주가	-1.5	-24.9	-43.3
주가그래프			



투어: 직판 패키지 경쟁 심화

- 국내 상위 여행업체들의 온라인 항공권 예매 진출로 점유율 하락을 경험 중
- 최근 성장 동력이던 패키지 산업 환경도 녹록치 않은 상황. 산업 내 경쟁 심화로 중소형 직판 패키지 업체 위주로 상황은 빠르게 악화 중. 다만 해외 항공권 판매 비중 높아 산업 부진 영향을 일부 상쇄
- 2018년 자연재해 일회성을 감안하더라도 2019년 투어 영업이익은 111억원으로 2014년 수준에 머물 것

바닥을 지나, 영킨 실에 대한 고민 중

- 이익 감소는 쇼핑/도서 적자 확대 때문. 두 부문의 합산 영업이익은 2018년 143억원까지 확대될 것
- 쇼핑과 도서 부문의 적자가 ENT, 투어 부문의 이익을 훼손하는 기간이 지속되면서 투자 매력도 하락
- 최근 회사에서 쇼핑/도서 부문을 포함한 비용 감소 방법에 대해 검토중인 것으로 알려짐. 쇼핑/도서 부문의 향후 방향성이 사업부 축소로 이어질 경우 전사 가치는 상승할 수 있음
- 적정주가를 기존 6,400원에서 6,000원으로 하향함. 이는 1) 산업 환경 부진을 반영하여 Tour 부문 적용 PER을 20배에서 18배로 하향하였으며, 2) 산정 대상을 기존 2H18~1H19에서 2019년으로 변경한 데 따름
- 업황 악화를 주가가 충분히 반영하며 동사의 시가총액은 현재 book value 수준(PBR 1.0배)까지 하락함. 향후 전사 가치 향상에 긍정적 이벤트 발생할 가능성 높아져 투자의견을 Hold에서 Trading Buy로 상향함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	466.5	9.3	2.3	71	-85.0	4,981	144.0	2.0	14.3	1.4	184.0
2017	482.6	16.5	8.4	253	251.1	5,120	36.8	1.8	9.0	5.0	212.2
2018E	543.3	8.3	1.9	57	-70.8	5,024	91.8	1.0	4.9	1.1	241.8
2019E	571.2	11.1	6.5	196	190.7	5,070	26.8	1.0	3.9	3.9	252.1
2020E	591.0	12.5	7.8	234	5.0	5,154	22.4	1.0	3.2	4.6	258.3

인터파크 적정주가 산정 방법 및 사업부문별 영업이익 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_ 작용-반작용

- 신성장 동력이던 투어 부문은 패키지 산업 환경 부진, 자연재해로 2018년 영업이익 74억원까지 하락함. 자연재해 회복에 따른 이익 개선 가정시 2019년 투어 부문 이익은 111억원까지 상승 가능
- 최근 이익 감소 상당수는 쇼핑 및 도서 부문 적자 확대 때문. 두 부문의 합산 영업이익은 2014년 이후 적자 전환, 2018년 153억원까지 확대될 전망
- 적자 부문의 사업부 축소 없이 오히려 외형을 키우는 전략이었으나 최근 회사가 사업부 방향성을 새로이 제시할 가능성이 높아짐. 적정가치에 반영한 쇼핑과 도서의 사업 부문 가치는 -1,530억원으로 사업부 축소 시 전사 가치 상승 가능

가치합산 방식으로 산출된 인터파크의 적정주가 6천원

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
ENT	206	6,219	2019년 PER 20배 (1)
Tour	144	4,359	2019년 PER 18배. 대형 여행사 대비 10% 할인 적용 (2)
쇼핑 및 도서	-153	-4,607	2018년 예상 적자 153억원. 연간 10%씩 적자폭 축소 가정 시 동사에 미치는 총 영향. 참고로 쇼핑/도서 부문은 현재 자본 잠식 상태
Total	198	5,971	(1)+(2)+(3)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

인터파크 부문별 영업이익 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업이익	23.5	9.3	16.5	8.3	11.1	12.5
쇼핑	-0.4	-3.1	-1.7	-3.0	-3.0	-2.7
도서	-1.0	-5.8	-9.5	-12.3	-11.7	-10.6
ENT	10.2	15.3	11.7	16.2	14.7	15.3
투어	14.7	2.9	15.9	7.4	11.1	10.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

인터파크 (108790)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	466.5	482.6	543.3	571.2	591.0
매출액증가율(%)	16.0	3.4	12.6	5.1	3.5
매출원가	244.6	263.3	315.6	330.7	339.1
매출총이익	221.9	219.3	227.7	240.4	251.9
판매비와관리비	212.6	202.8	219.2	229.3	239.3
영업이익	9.3	16.5	8.3	11.1	12.5
영업이익률(%)	2.0	3.4	1.5	1.9	2.1
금융손익	-1.8	-0.4	-0.8	-1.0	-1.2
중속/관계기업관련손익	2.9	-1.9	0.3	0.5	-0.4
기타영업외손익	-6.4	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
세전계속사업이익	4.1	12.5	6.2	8.9	9.3
법인세비용	1.6	3.7	3.6	1.4	1.4
당기순이익	2.5	8.8	2.6	7.5	7.9
지배주주지분 손이익	2.3	8.4	1.9	6.5	7.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	312.6	358.5	406.0	438.1	464.7
현금및현금성자산	66.9	48.0	56.5	70.5	84.4
매출채권	21.6	35.3	39.8	41.8	43.2
재고자산	39.6	38.6	43.5	45.7	47.3
비유동자산	154.7	168.3	162.6	156.5	150.9
유형자산	46.1	46.8	43.7	41.2	39.1
무형자산	82.6	87.5	82.7	78.2	74.0
투자자산	10.3	17.0	19.1	20.1	20.8
자산총계	467.4	526.8	568.6	594.6	615.6
유동부채	298.7	355.0	399.0	422.5	440.5
매입채무	22.2	21.6	24.3	25.5	26.4
단기차입금	0.2	35.3	40.3	45.3	50.3
유동성장기부채	34.6	1.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.1	3.1	3.2	3.3	3.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.3	2.3	2.3	2.3	2.3
부채총계	302.8	358.1	402.3	425.7	443.8
자본금	16.5	16.6	16.6	16.6	16.6
자본잉여금	97.8	98.2	98.2	98.2	98.2
기타포괄이익누계액	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	49.9	54.9	51.9	53.4	56.1
비지배주주지분	0.0	-0.8	-0.1	0.9	1.0
자본총계	164.6	168.7	166.4	168.9	171.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	6.4	14.5	22.0	19.5	20.0
당기순이익(손실)	2.5	8.8	2.6	7.5	7.9
유형자산감가상각비	5.0	5.4	6.0	5.5	5.1
무형자산상각비	4.5	4.8	4.8	4.5	4.2
운전자본의 증감	-4.0	-7.7	8.6	3.9	2.8
투자활동 현금흐름	-3.8	-30.8	-12.6	-5.4	-6.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-7.2	-6.0	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	5.0	-8.6	-2.1	-1.0	-0.7
재무활동 현금흐름	-6.3	-2.4	-1.0	0.0	0.0
차입금증감	1.2	0.6	4.0	5.0	5.0
자본의증가	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-3.7	-18.9	8.4	14.1	13.9
기초현금	70.6	66.9	48.0	56.5	70.5
기말현금	66.9	48.0	56.5	70.5	84.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	14,147	14,584	16,398	17,237	17,834
EPS(지배주주)	71	253	57	196	234
CFPS	468	791	539	540	598
EBITDAPS	570	806	579	637	660
BPS	4,981	5,120	5,024	5,070	5,154
DPS	100	150	150	150	150
배당수익률(%)	1.0	1.6	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	144.0	36.8	91.8	26.8	22.4
PCR	21.8	11.8	9.7	9.7	8.8
PSR	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
PBR	2.0	1.8	1.0	1.0	1.0
EBITDA	18.8	26.7	19.2	21.1	21.9
EV/EBITDA	14.3	9.0	4.9	3.9	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	5.0	1.1	3.9	4.6
EBITDA이익률	4.0	5.5	3.5	3.7	3.7
부채비율	184.0	212.2	241.8	252.1	258.3
금융비용부담률	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
이자보상배율(x)	3.4	12.1	4.7	5.7	5.9
매출채권회전율(x)	15.4	17.0	14.5	14.0	13.9
재고자산회전율(x)	12.7	12.3	13.2	12.8	12.7

파라다이스(034230) 시티, 2019년에도 카지노 매출 30% 성장 기대

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (11.9)	19,550원
상승여력	53.5%
KOSDAQ	687.29pt
시가총액	17,779억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.08%
외국인비중	4.27%
52주 최고/최저가	27,250원/17,100원
평균거래대금	182.8억원
주요주주(%)	
파라다이스글로벌 외 8 인	46.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.7	-9.9	-18.7
상대주가	15.8	11.5	-16.0

주가그래프



일본: 파친코 시장 penetration ratio 상승 및 세가사미의 영업 공조화 본격화

- 파라다이스 시티의 일본 VIP 드롭액은 2018년 9,100억원으로 YoY 82% 증가, 전사 일본 VIP 드롭액은 2조원으로 33% 증가하는 모습. 이는 일본 파친코 시장 규제 강화에 따른 풍선 효과로 해석됨
- 파친코 시장은 결국 카지노로 흡수될 수 밖에 없음. 파라다이스와 GKL의 2017년 기준 일본인 합산 드롭액은 2.6조원으로 파친코 시장이 200조원임을 고려했을 때 1.3%에 불과해 향후 상승 여력 풍부
- 세가사미는 2020년 일본 IR 계획서 제출 예정인데 어필 포인트는 파라다이스시티 운영 경험. 세가사미에게 2019년 파라다이스시티 실적이 중요한 이유이며 당사가 영업 공조화가 본격화될 것이라 판단하는 근거

중국: 2020년 전후 오픈할 대형 공항 53개에 달해 하늘길 넓어질 것

- 2019년 베이징 신공항 개장으로 1억명 추가 여객 수용 가능해져 중국 인바운드 기대감도 고조. 이를 포함하여 2020년 전후로 개장할 중국 대형 공항 수만 53개에 달해 한중 노선 확대될 것
- 국토부는 11월 내 한중 항공회담을 개최할 예정으로 물리적 접근이 전제되어야 하는 카지노 산업 특성 상 긍정적 효과 기대

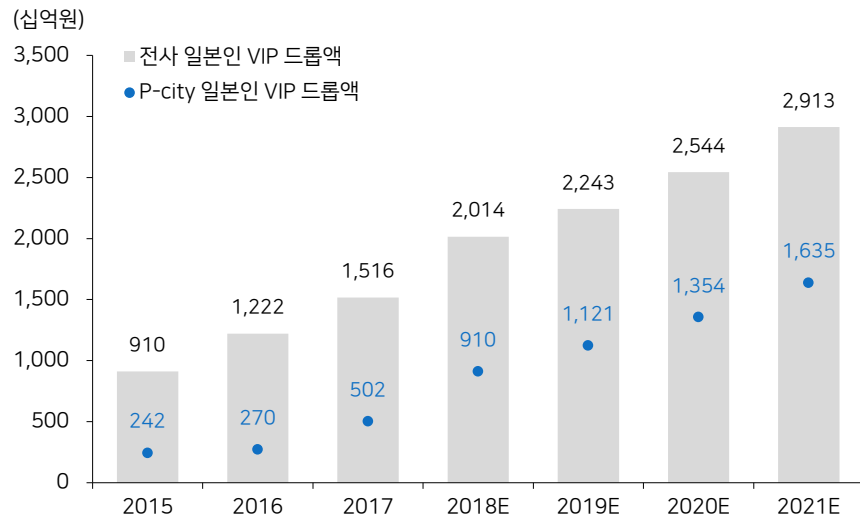
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	694.9	65.8	55.1	606	-19.8	11,481	20.0	1.1	16.6	5.3	76.2
2017	668.0	-30.0	-19.0	-208	-169.2	10,933	-107.0	2.0	96.1	-1.9	88.3
2018E	791.3	4.4	-5.2	-58	-65.1	10,718	-339.8	1.8	32.5	-0.5	93.2
2019E	947.7	12.3	-6.6	-72	-39.0	10,589	-270.1	1.8	23.6	-0.7	98.4
2020E	1,058.5	67.6	23.8	261	-562.1	10,656	74.8	1.8	15.1	2.5	91.4

일본: 기대치를 높여도 좋다 (1)

파친코 시장 연간 200조원인데
한국 對일본 드롭액 3조원
미만에 불과. 침투 여력 풍부

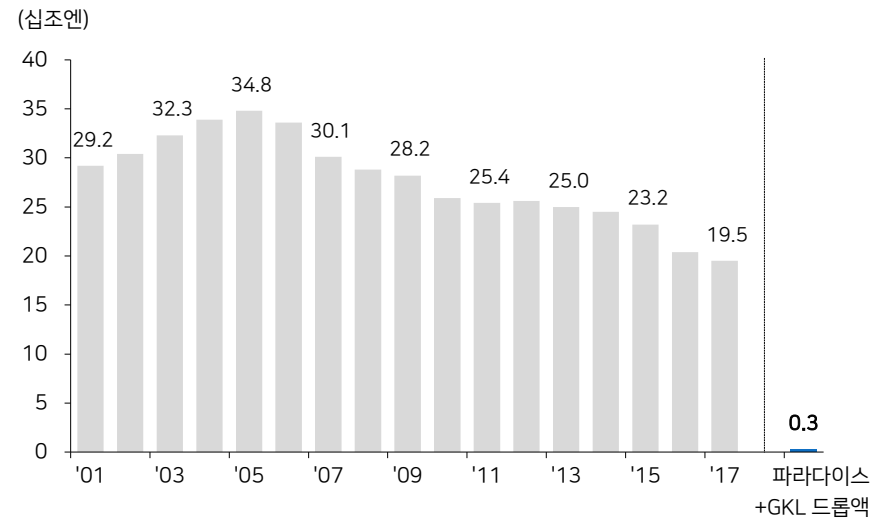
- 파라다이스 시티의 일본 VIP 드롭액은 2018년 9,100억원으로 YoY 82% 증가, 전사 일본 VIP 드롭액은 2조원으로 33% 증가하는 모습. 이는 일본 파친코 시장 규제 강화에 따른 풍선 효과로 해석됨
- 파친코 시장은 결국 카지노로 흡수될 수 밖에 없음. 파라다이스와 GKL의 2017년 기준 일본인 합산 드롭액은 2.6조원으로 파친코 시장이 200조원임을 고려했을 때 1.3%에 불과해 향후 상승 여력 풍부
- 보수적 추정으로도 일본 VIP 드롭액은 향후 3년간 연간 3천억원 내외의 성장이 가능함. 이는 파친코 시장 대체율 연간 0.13%에 해당해 실제 결과는 이를 상회할 가능성 높음

일본 VIP 드롭액, 보수적으로 산정해도 연간 3천억원 내외 성장 가능



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파친코 시장 대비 파라다이스의 GKL의 일본인 합산 드롭액 비중 2%도 안돼



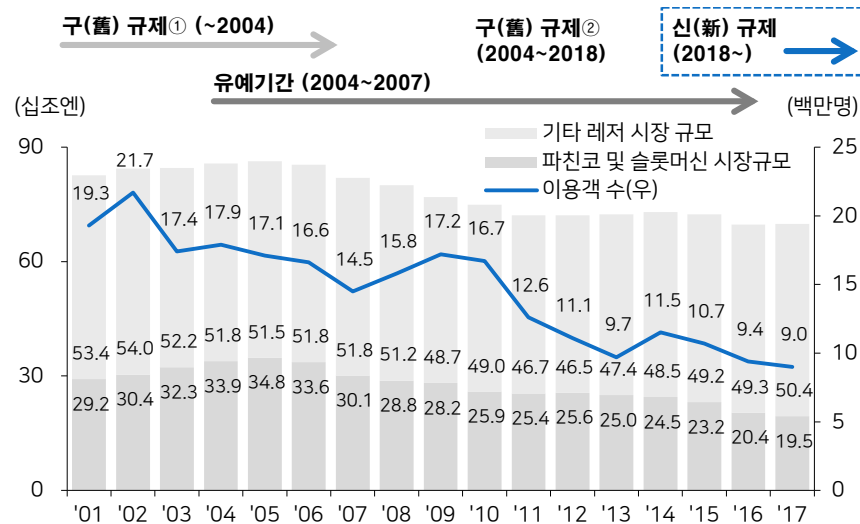
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본: 기대치를 높여도 좋다 (2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

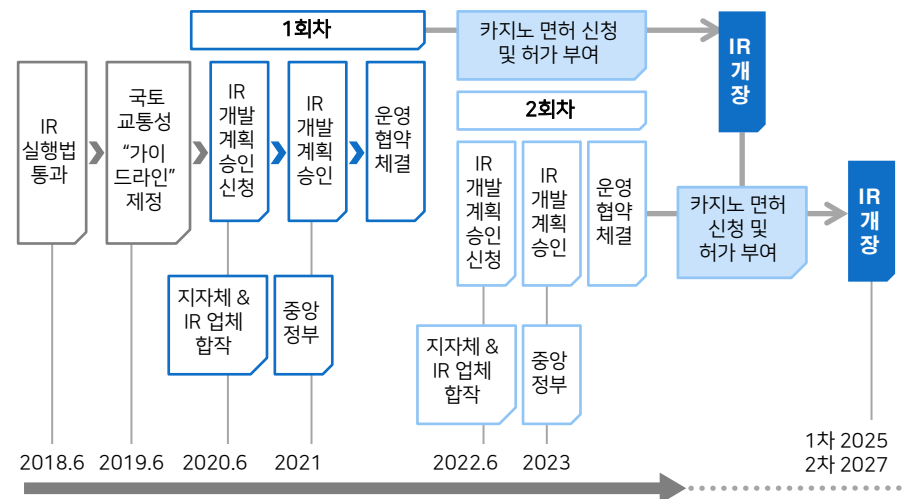
- 세가사미는 2020년 일본 IR 계획서 제출 예정
- 세가사미는 파라다이스시티의 45% 지분 보유자로 IR 어필 포인트는 파라다이스시티 운영 참여 경험임
- 이로 인해 세가사미에게 2019년 파라다이스 시티 실적의 중요성이 높을 수 밖에 없음
- 당사가 파라다이스시티 영업에 대한 세가사미의 도움이 본격화될 것이라 판단하는 근거임

일본 파친코 시장 규모 및 이용객: 2018년 新규제 적용되며 어려움 가중



자료: 일본생산성본부, SegaSammy, 메리츠증권 리서치센터

일본 복합 리조트 예상 승인 절차

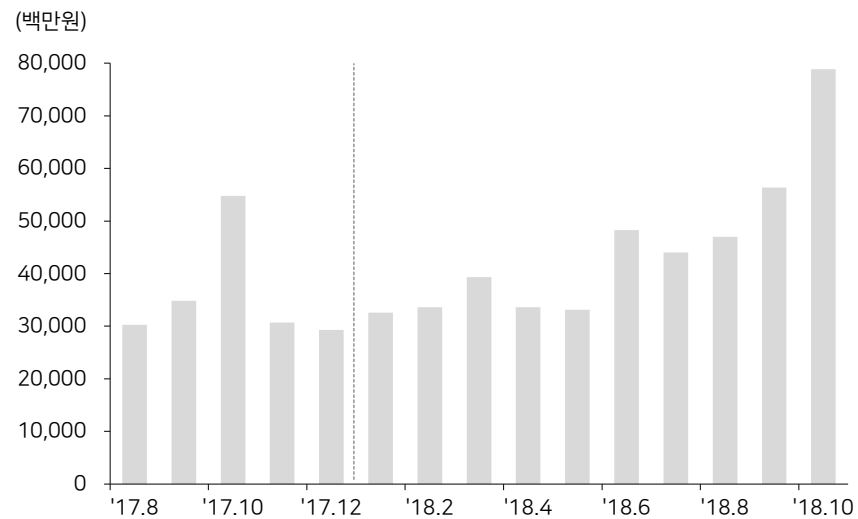


자료: 메리츠증권 리서치센터

중국: VIP 드롭액 바닥 지나

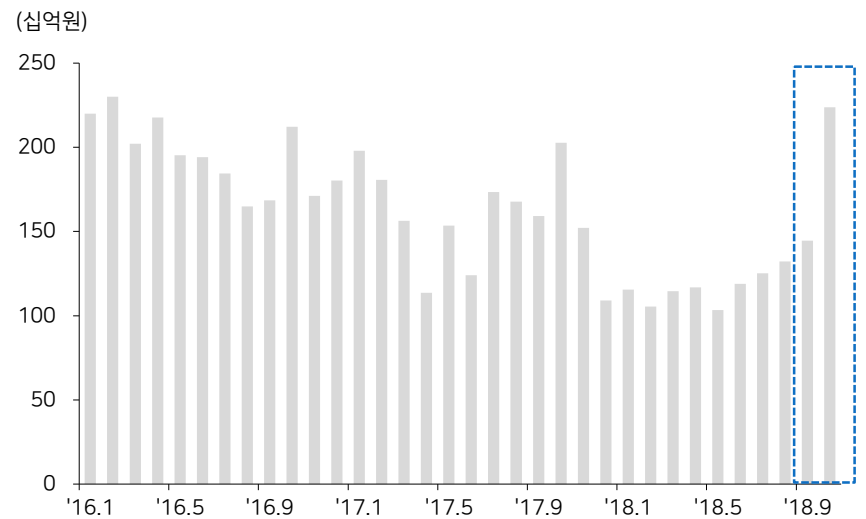
- 중국 VIP 데이터 또한 4Q17, 1Q18을 바닥으로 회복 중
- 파라다이스시티의 중국 VIP 드롭액은 2017년 말부터 2018년 초까지 월평균 300억원대 수준에 불과했으나 10월 788억원을 기록함
- 전사 10월 중국 VIP 드롭액도 2,237억원으로 전년 동기 대비 28% 성장함
- 4Q18부터 중국 VIP 드롭액은 플러스 성장 전환

파라다이스시티 중국 VIP 드롭액 월간 추이: 10월 44% 성장



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 전사 중국 VIP 드롭액 월별 트렌드: bottom-out



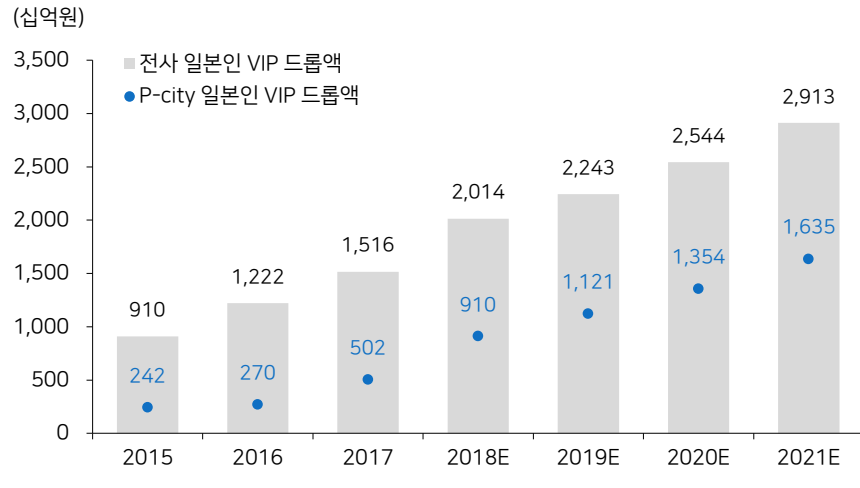
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

중국: 2020년 전후 오픈할 대형 공항 53개에 달해 하늘길 넓어질 것

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- VIP를 포함한 對중국 영업 상황은 향후 개선될 전망
- '2016~2020 민수용 공항 개발 계획'에 따르면 중국 대형공항은 2015년 207개에서 2020년 260개로 증가
- 프로젝트의 일환으로 2019년 6월 베이징 신공항이 개장 예정. 신공항은 연간 1억명 수용이 가능한 규모로 인천과 2시간 거리라는 점이 인바운드 기대감을 높임
- 중국 측 요청에 따라 국토부는 한중 항공회담을 개최할 예정
- 카지노는 산업의 특성 상 물리적 접근이 전제되어야 함. 특히 중국 동북부가 외인 카지노 업체들의 주요 영업지인 점을 감안했을 때 넓어진 중국 하늘길은 영업 환경 개선을 의미할 것

중국 VIP 드롭액, 1Q18 바닥으로 성장



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

한국은 중국 본토인이 많이 찾는 해외 국가 4위

순위	국가	순위	국가
1	홍콩 	6	한국 
2	마카오 	7	싱가포르 
3	태국 	8	말레이시아 
4	일본 	9	대만 
5	베트남 	10	미국 

주: 중국 본토인이 가장 많이 찾는 나라 10곳 순위
자료: COTRI, 메리츠증권증권 리서치센터

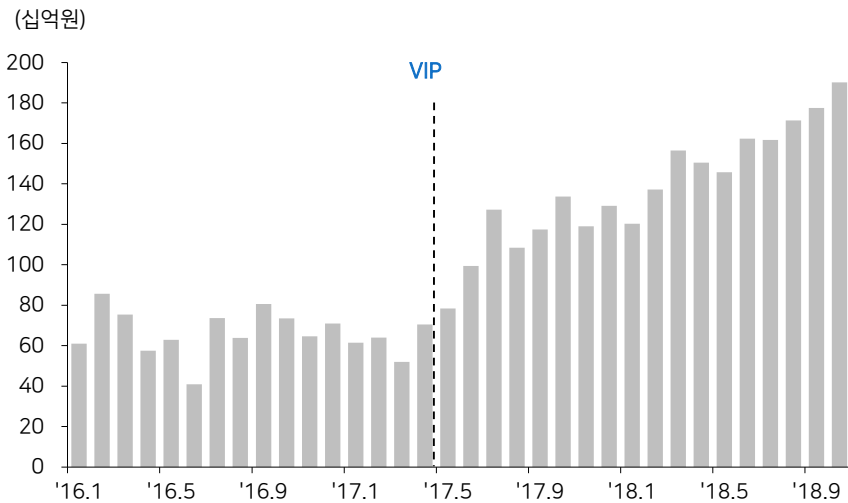
파라다이스 시티, 월평균 카지노 매출 300억원이면 BEP

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

1-2차 포함한 BEP 수준 매출, 이미 10월 근접한 수치 기록

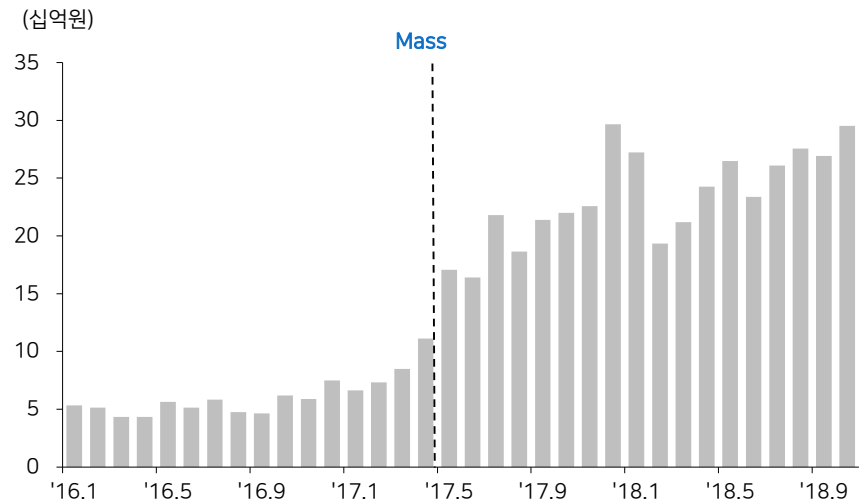
- 지난 9월 오픈한 1-2차 시설을 포함한 파라다이스시티의 월평균 카지노 매출 BEP는 300억원 추정
- 이는 호텔에서의 영업이익 기여가 없다는 전제 하의 수치로 실제로는 이를 소폭 하회함
- 10월 파라다이스시티의 카지노 매출은 260억원으로 BEP에 근접한 실적을 기록함
- 2019년 하반기부터 BEP 넘어설 것

P-city VIP 드롭액, 오픈 이후 3배 이상 성장



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

P-city Mass 드롭액: 1-2차 ramp-up으로 Mass 한 단계 더 성장 기대



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,469.5	2,726.5	2,975.2	3,265.6
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	7.6	10.4	9.1	9.8
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,005.4	2,261.8	2,510.7	2,801.2
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	600.7	734.5	805.7	885.9
	일본인	527.8	630.8	653.0	742.2	774.7	851.3	946.1
	매출액	350.6	350.3	271.5	294.7	343.5	367.3	395.1
	% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.6	16.5	6.9	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
	매출액	49.5	55.2	32.6	23.9	24.5	24.1	23.8
	% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-26.6	2.4	-1.6	-1.2
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,363.9	2,265.6	2,910.2	3,423.0	3,953.0
	% YoY	-15.4	-13.9	55.8	66.1	28.5	17.6	15.5
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,940.0	2,461.8	2,877.3	3,334.7
	중국인	634.5	450.8	409.8	522.8	696.3	781.9	860.0
	일본인	241.7	270.4	502.4	910.0	1,121.0	1,354.4	1,635.5
	매출액	95.2	95.9	197.3	252.4	326.8	387.4	443.5
	% YoY	-12.4	0.8	105.8	27.9	29.5	18.6	14.5
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
	매출액	71.4	99.4	71.0	71.9	78.8	84.1	89.7
	% YoY	-7.8	39.3	-28.6	1.4	9.6	6.7	6.6
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,074.7	5,758.7	6,705.6	7,500.7	8,360.1
	% YoY	-18.1	11.3	5.0	13.5	16.4	11.9	11.5
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.6	4,817.2	5,628.7	6,314.0	7,086.9
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.8	1,539.6	1,885.4	2,065.0	2,248.7
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.5	2,013.9	2,243.0	2,544.4	2,912.8
	매출액	528.4	600.9	553.9	643.0	773.5	862.9	952.0
	% YoY	-10.1	13.7	-7.8	16.1	20.3	11.6	10.3

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔
자료: 파라다이스, 메리츠증권리서치센터

파라다이스 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

파라다이스 분기 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	142.4	139.9	196.1	189.6	179.5	181.1	210.5	220.3	222.3	220.6	247.5	257.2
카지노	124.6	114.9	155.6	156.2	148.7	147.8	164.7	179.7	185.9	180.9	195.5	211.3
호텔	13.3	21.1	34.6	29.7	26.8	30.3	39.3	34.8	29.5	32.6	42.8	35.7
기타	4.5	3.9	5.9	3.7	4.4	3.9	6.4	5.7	6.9	7.2	9.2	10.2
매출원가	124.5	132.4	163.6	177.6	159.2	161.7	180.3	205.9	202.9	202.7	219.5	220.6
매출총이익	18.0	7.5	32.5	12.1	20.3	19.4	30.2	14.4	19.4	18.0	28.0	36.6
판관비	25.7	34.8	22.3	17.6	15.5	19.5	19.4	25.5	20.2	21.3	20.9	27.3
영업이익	-7.7	-27.3	10.2	-5.5	4.8	-0.1	10.8	-11.1	-0.8	-3.3	7.1	9.3
세전이익	7.9	-27.7	2.9	-6.3	0.0	-4.6	6.8	-20.1	-7.2	-9.1	1.6	3.8
순이익	8.1	-19.5	4.2	-11.8	3.1	-1.7	4.7	-11.3	-3.2	-4.7	1.0	0.3
% YoY Growth												
매출액	-9.3	-26.0	11.9	9.2	26.0	29.4	7.3	16.2	23.9	21.8	17.6	16.8
영업이익	적전	적전	-7.2	적전	흑전	적지	6.4	적지	적전	적지	-34.2	흑전
순이익	-44.7	적전	-56.1	적전	-61.6	적지	11.6	적지	적전	적지	-77.9	흑전
Margin (%)												
GPM	12.6	5.4	16.6	6.4	11.3	10.7	14.4	6.5	8.7	8.1	11.3	14.2
OPM	-5.4	-19.5	5.2	-2.9	2.7	0.0	5.1	-5.1	-0.4	-1.5	2.9	3.6
NPM	5.7	-13.9	2.2	-6.2	1.7	-0.9	2.2	-5.1	-1.4	-2.1	0.4	0.1

자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 시티 실적 추정

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
전체 매출액	137.7	304.6	402.2	482.0	549.2
카지노 매출	119.3	252.4	326.8	387.4	443.5
드롭액	871.0	2,266	2,910	3,423	3,953
호텔 매출	20.6	50.4	58.4	64.3	67.5
기타 매출		2.4	16.9	30.3	38.3
영업이익	-2.1	-8.8	-1.4	51.0	83.7
영업이익률(%)	-1.0	-2.9	-0.3	10.6	15.2
감가상각비	17.8	39.8	59.2	60.2	60.2
EBITDA	15.8	30.9	57.8	111.2	143.9

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

자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	694.9	668.0	791.3	947.7	1,058.5
매출액증가율 (%)	12.9	-3.9	18.5	19.8	11.7
매출원가	556.4	597.7	707.0	845.7	894.1
매출총이익	138.4	70.3	84.3	102.0	164.5
판매관리비	72.7	100.3	79.9	89.7	96.9
영업이익	65.8	-30.0	4.4	12.3	67.6
영업이익률	9.5	-4.5	0.6	1.3	6.4
금융손익	6.0	-19.0	-27.4	-32.2	-29.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.9	0.0	0.0
기타영업외손익	3.7	15.4	5.9	9.0	12.4
세전계속사업이익	75.5	-33.5	-18.0	-10.9	50.5
법인세비용	17.8	6.3	-4.1	-2.5	11.4
당기순이익	57.6	-39.9	-13.9	-8.5	39.2
지배주주지분 순이익	55.1	-19.0	-5.2	-6.6	23.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	492.0	344.7	306.6	396.3	423.6
현금및현금성자산	182.3	172.0	106.1	162.1	165.2
매출채권	19.0	12.7	14.8	17.3	19.0
재고자산	2.4	5.4	6.2	7.3	8.0
비유동자산	1,816.0	2,090.7	2,218.1	2,163.6	2,104.6
유형자산	1,337.0	1,624.2	1,755.5	1,703.5	1,648.5
무형자산	285.1	289.6	281.2	272.2	263.5
투자자산	43.5	33.3	38.7	45.2	49.9
자산총계	2,308.0	2,435.3	2,524.7	2,559.9	2,528.2
유동부채	290.0	252.6	306.3	345.4	373.5
매입채무	1.7	2.6	3.0	3.5	3.8
단기차입금	59.6	43.8	67.8	67.8	67.8
유동성장기부채	10.8	8.2	5.4	5.4	5.4
비유동부채	708.4	889.4	911.3	924.5	833.9
사채	0.0	99.8	99.8	99.8	99.8
장기차입금	636.5	721.8	731.9	731.9	631.9
부채총계	998.4	1,142.0	1,217.6	1,269.8	1,207.4
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
기타포괄이익누계액	1.3	-1.8	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	727.0	680.1	660.1	648.5	654.5
비지배주주지분	265.6	299.1	332.4	327.1	351.7
자본총계	1,309.7	1,293.3	1,307.1	1,290.1	1,320.8

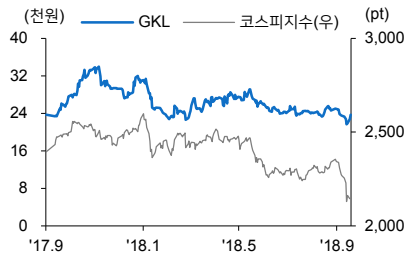
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	112.2	4.0	108.1	152.4	189.7
당기순이익(손실)	57.6	-39.9	-13.9	-8.5	39.2
유형자산상각비	25.7	51.5	71.4	92.0	95.0
무형자산상각비	6.7	8.7	9.2	9.0	8.7
운전자본의 증감	-0.6	-36.6	21.1	43.5	31.3
투자활동 현금흐름	-499.1	-207.5	-239.0	-87.8	-78.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-489.8	-357.3	-197.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	6.4	8.9	-5.4	-6.5	-4.7
재무활동 현금흐름	230.2	193.6	64.6	-8.5	-108.5
차입금의 증감	266.9	163.8	32.3	0.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-156.5	-10.3	-65.9	56.1	3.0
기초현금	338.8	182.3	172.0	106.1	162.1
기말현금	182.3	172.0	106.1	162.1	165.2
Key Financial Data					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,641	7,346	8,702	10,421	11,640
EPS(지배주주)	606	-208	-58	-72	261
CFPS	1,315	800	1,110	1,358	2,034
EBITDAPS	1,080	332	935	1,245	1,883
BPS	11,481	10,933	10,718	10,589	10,656
DPS	300	100	100	100	100
배당수익률(%)	2.5	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	20.0	-107.0	-339.8	-270.1	74.8
PCR	9.2	27.9	17.6	14.4	9.6
PSR	1.6	3.0	2.2	1.9	1.7
PBR	1.1	2.0	1.8	1.8	1.8
EBITDA	98.2	30.2	85.0	113.3	171.3
EV/EBITDA	16.6	96.1	32.5	23.6	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	-1.9	-0.5	-0.7	2.5
EBITDA 이익률	14.1	4.5	10.7	12.0	16.2
부채비율	76.2	88.3	93.2	98.4	91.4
금융비용부담률	0.5	3.8	4.2	3.8	3.2
이자보상배율(x)	18.7	-1.2	0.1	0.3	2.0
매출채권회전율(x)	32.0	42.2	57.6	59.2	58.3
재고자산회전율(x)	272.3	171.8	136.3	140.1	138.1

GKL(114090) 시장 성장과 배당 매력 두 가지의 콜라보를 원한다면

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	29,000원		
현재주가 (11.9)	22,000원		
상승여력	31.8%		
KOSPI	2,086.09pt		
시가총액	13,608억원		
발행주식수	6,186만주		
유동주식비율	48.99%		
외국인비중	12.00%		
52주 최고/최저가	34,000원/21,650원		
평균거래대금	51.6억원		
주요주주(%)			
한국관광공사	51.00		
국민연금	11.38		
신영자산운용	5.89		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-14.6	-25.9
상대주가	1.8	0.1	-9.4
주가그래프			



2019년 드롭액, 성장세로 전환

- 2019년 매출액과 영업이익은 각각 5,541억원(+12% YoY), 1,355억원 (+8.8% YoY)으로 전망
- 일본 파친코 시장 대체 효과와 중국 턴어라운드로 드롭액이 각각 1.5조원과 1.2조원으로 2018년 대비 13%, 17% 성장할 것으로 전망하는 데 근거함. 전체 드롭액은 4조 3천억원으로 YoY 14% 증가 전망
- 영업이익 성장률이 매출 성장을 하회할 것으로 보는 근거는 2018년 중국 영업 환경 부진으로 콤프, 이벤트 등 마케팅성 비용이 크게 줄었으나 2019년에는 다시 증가할 것으로 추정
- 일본 파친코 규제에 따른 카지노 대체 효과, 중국 bottom-out이라는 방향성은 파라다이스와 동일함
- 다만 성장 속도에 있어 peer 대비 차이 발생

2019년도 증익 가능. 배당 관점에서는 카지노 내 매력 가장 높아

- 적정주가는 2019년 EPS에 2010년 이후 평균 PER 배수인 18배를 적용하여 산출. 사이트 증설이나 기존 사이트 확장 없이는 탑라인 성장이 쉽지 않은 점을 고려하여 평균 값을 적용
- Top line 성장으로 2019년에도 증익 가능. 배당성향 55% 유지를 가정했을 때 2018년, 2019년 배당금은 각각 830원과 930원으로 배당수익률 3.8%, 4.2%에 해당함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	548.2	151.2	114.3	1,849	24.6	8,386	11.1	2.4	4.4	23.5	40.8
2017	501.3	108.2	80.5	1,302	-29.6	8,602	22.5	3.4	10.2	15.3	37.6
2018E	496.5	124.5	92.8	1,500	15.2	8,801	14.7	2.5	5.6	17.2	36.8
2019E	554.1	135.5	104.5	1,690	12.7	9,561	13.0	2.3	4.8	18.4	35.9
2020E	598.3	153.6	118.9	1,922	13.7	10,453	11.4	2.1	3.9	19.2	37.0

GKL 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
드롭액	4,168.7	4,081.5	3,886.2	3,742.8	4,257.5	4,584.9
중국인	1,775.9	1,487.1	1,325.1	1,071.4	1,208.5	1,280.2
일본인	1,023.8	1,272.3	1,255.2	1,241.9	1,453.4	1,548.6
기타	1,369.0	1,322.2	1,306.0	1,429.5	1,595.6	1,756.1
홀드율 (%)	11.9	13.3	12.6	13.3	13.0	13.0
매출액	505.7	548.2	501.3	496.5	554.1	598.3
매출원가	350.7	364.9	354.9	335.2	377.7	399.9
인건비	115.9	117.0	124.0	116.4	130.0	136.8
쿠프	74.6	73.5	64.4	53.1	65.8	70.2
세금	62.6	69.2	61.8	63.1	70.7	76.3
판관비	36.6	32.1	38.2	36.8	40.9	44.8
EBITDA	131.1	164.0	124.1	140.0	150.0	166.1
영업이익	118.4	151.2	108.2	124.5	135.5	153.6
세전이익	121.0	150.2	107.3	124.0	139.9	159.5
순이익	91.7	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9
(% YoY)						
드롭액	-6.3	-2.1	-4.8	-3.7	13.8	7.7
매출액	-6.5	8.4	-8.6	-0.9	11.6	8.0
EBITDA	-17.6	25.1	-24.4	12.8	7.1	10.7
영업이익	-19.9	27.7	-28.5	15.1	8.8	13.4
순이익	-21.3	24.6	-29.6	15.2	12.7	13.7

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

GKL (114090)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	548.2	501.3	496.5	554.1	598.3
매출액증가율 (%)	8.4	-8.6	-0.9	11.6	8.0
매출원가	364.9	354.9	335.2	377.7	399.9
매출총이익	183.3	146.4	161.3	176.4	198.4
판매관리비	32.1	38.2	36.8	41.0	44.8
영업이익	151.2	108.2	124.5	135.5	153.6
영업이익률	27.6	21.6	25.1	24.4	25.7
금융손익	9.8	8.2	10.8	11.3	11.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.8	-9.0	-11.0	-6.9	-5.8
세전계속사업이익	150.2	107.3	124.3	139.9	159.5
법인세비용	35.8	26.8	31.3	35.3	40.6
당기순이익	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9
지배주주지분 순이익	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	557.6	566.2	593.0	652.0	738.8
현금및현금성자산	191.3	125.4	150.9	183.1	210.9
매출채권	9.7	8.9	8.9	9.5	10.7
재고자산	2.0	2.3	2.3	2.4	2.8
비유동자산	172.6	165.7	151.8	151.9	147.0
유형자산	98.6	93.0	81.7	80.5	72.3
무형자산	9.4	9.5	9.3	8.9	8.6
투자자산	28.1	26.9	27.0	28.7	32.3
자산총계	730.2	731.9	744.8	803.9	885.8
유동부채	185.9	169.6	170.1	180.4	203.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	25.5	30.3	30.3	32.1	36.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
부채총계	211.5	199.9	200.4	212.5	239.2
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	466.3	479.9	492.2	539.2	594.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	518.7	532.1	544.4	591.4	646.6

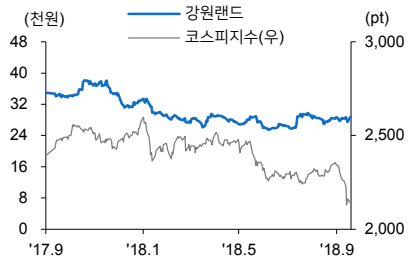
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137.8	78.5	75.4	123.9	149.6
당기순이익(손실)	114.3	80.5	92.8	104.5	118.9
유형자산상각비	12.4	15.5	15.1	14.2	12.2
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-2.8	-23.1	-31.5	4.9	18.2
투자활동 현금흐름	-89.8	-82.6	-5.2	-40.4	-64.3
유형자산의증가(CAPEX)	-33.8	-9.5	-4.2	-13.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	7.1	1.2	-0.1	-1.6	-3.6
재무활동 현금흐름	-51.6	-61.5	-45.2	-51.4	-57.5
차입금의 증감	-0.2	0.4	-0.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.5	-65.9	25.4	32.2	27.8
기초현금	194.8	191.3	125.4	150.9	183.1
기말현금	191.3	125.4	150.9	183.1	210.9
Key Financial Data					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	8,863	8,104	8,027	8,958	9,673
EPS(지배주주)	1,849	1,302	1,500	1,690	1,922
CFPS	2,657	1,988	2,145	2,296	2,573
EBITDAPS	2,652	2,006	2,263	2,425	2,685
BPS	8,386	8,602	8,801	9,561	10,453
DPS	1,000	730	830	930	1,030
배당수익률(%)	4.9	2.5	3.8	4.2	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	22.5	14.7	13.0	11.4
PCR	7.7	14.7	10.3	9.6	8.5
PSR	2.3	3.6	2.7	2.5	2.3
PBR	2.4	3.4	2.5	2.3	2.1
EBITDA	164.0	124.1	140.0	150.0	166.1
EV/EBITDA	4.4	10.2	5.6	4.8	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.5	15.3	17.2	18.4	19.2
EBITDA 이익률	29.9	24.8	28.2	27.1	27.8
부채비율	40.8	37.6	36.8	35.9	37.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	120,946.4	9,842.4	24,056.8	18,757.9	21,262.8
매출채권회전율(x)	67.6	54.0	55.8	60.3	59.5
재고자산회전율(x)	285.0	233.0	216.1	233.7	230.7

강원랜드(035250) 규제 완화를 기다리며

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	30,000원		
현재주가 (11.9)	30,100원		
상승여력	-0.3%		
KOSPI	2,086.09pt		
시가총액	64,396억원		
발행주식수	21,394만주		
유통주식비율	53.16%		
외국인비중	27.69%		
52주 최고/최저가	38,200원/25,400원		
평균거래대금	135.6억원		
주요주주(%)			
한국관광관리공단	36.27		
강원도개발공사	5.34		
국민연금	5.06		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.4	5.1	-15.9
상대주가	14.9	23.1	2.8
주가그래프			



국내 유일의 오픈 카지노: 유일의 지위, 지킬 수 있을까?

- 강원랜드는 폐광지역 개발지원에 관한 특별법에 근거해 지어진 국내 유일 내국인 출입이 가능한 카지노. 사감위에서 정한 매출총량제를 준수해야 하는데, 2018년은 작년 대비 소폭 증가한 매출 상한을 부여 받음.
- 일본 오픈 카지노 허용 법안 통과로 국내에서도 외국인 전용 카지노를 오픈 카지노로 전환해야 한다는 주장이 제기되고 있어 부담으로 작용. 때마다 등장하는 '폐광지역 개발기금 납부 비율을 기존 25%에서 단계적으로 상향시키겠다'는 정치권의 주장도 잠재 불안 요소

배당 성향 유지 시 배당 매력은 2%대로 하락

- 2019년 매출 및 영업이익은 각각 1조 6,954억원(+13% YoY)과 4,585억원(-0.1% YoY)로 전망함. 매출 증가분은 대부분 비카지노에서 발생. 하반기 오픈한 워터월드가 온기반영되 이익 성장은 쉽지 않을 것
- 2017년 강원랜드의 매출총량은 1조 4,300억원. 총량 할당은 매년 2~3% 증가하는 것으로 알려져 있는데 이에 따르면 2019년 카지노 매출은 1조 5천억원이 최대치일 것
- 매출 총량제 준수 의무로 연간 5% 넘는 카지노 매출 성장이 불가능해 배당이 가장 중요한 지표
- 2019년 증익 어렵고 카지노 사업자 중 규제 가장 많아 방어주 성격 외 매력 떨어져
- 적정주가는 유지하나 상승여력 축소로 투자의견을 Trading Buy에서 Hold로 하향함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,696.5	618.6	454.6	2,125	2.9	15,203	16.8	2.4	8.5	14.5	22.3
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	1,502.8	459.0	353.7	1,653	-19.2	16,310	18.2	1.8	8.6	10.1	26.1
2019E	1,695.4	458.5	364.0	1,702	2.9	17,158	17.7	1.8	8.3	10.2	26.1
2020E	1,760.4	412.6	329.5	1,540	-9.5	17,893	19.5	1.7	8.7	8.8	25.8

강원랜드 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

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	6,637.3	6,834.9
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,612.2	2,810.4	2,928.3	3,094.8
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	1,406.1	1,443.8
홀드율 (%)	23.1	22.9	23.1	23.0	23.0	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	18.1	18.1	18.3	18.3
매출액	1,696.5	1,547.8	1,502.7	1,695.4	1,760.4	1,836.1
Mass테이블	751.4	685.2	638.8	687.3	716.1	756.9
슬롯머신	604.8	579.3	557.7	555.4	555.9	554.2
VIP테이블	273.1	258.6	228.7	250.9	257.1	263.6
비카지노	67.2	81.5	173.8	201.7	231.3	261.4
매출원가	785.2	730.8	747.9	910.9	993.9	1,081.4
인건비	150.2	147.7	159.9	175.7	185.7	196.2
쿠폰	155.7	137.3	127.3	145.6	147.7	151.8
세금	243.0	227.1	212.2	223.1	228.5	235.5
판관비	292.7	286.0	295.8	326.0	353.9	385.8
영업이익	618.6	530.9	459.0	458.5	412.6	368.9
세전이익	596.9	566.2	472.3	486.5	440.6	396.8
순이익	454.6	437.6	353.7	364.0	329.5	296.7
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.0	5.2	2.2	3.0
Mass테이블	4.7	-8.9	-6.8	7.6	4.2	5.7
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.1	0.0	0.1	-0.3
VIP테이블	1.3	-1.6	-12.1	9.7	1.5	2.7
매출액	3.8	-8.8	-2.9	12.8	3.8	4.3
Mass테이블	3.9	-8.8	-6.8	7.6	4.2	5.7
슬롯머신	6.3	-4.2	-3.7	-0.4	0.1	-0.3
VIP테이블	2.0	-5.3	-11.5	9.7	2.5	2.5
영업이익	3.9	-14.2	-13.5	-0.1	-10.0	-10.6
순이익	2.9	-3.7	-19.2	2.9	-9.5	-10.0

주: 2017년 실적부터 RFRS15기준. 이전 실적은 구 회계 기준
자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,696.5	1,604.5	1,502.8	1,695.4	1,760.4
매출액증가율 (%)	3.8	-5.4	-6.3	12.8	3.8
매출원가	785.2	787.5	748.0	910.9	993.9
매출총이익	911.4	816.9	754.8	784.5	766.5
판매관리비	292.7	286.0	295.8	326.0	353.9
영업이익	618.6	530.9	459.0	458.5	412.6
영업이익률	36.5	33.1	30.5	27.0	23.4
금융손익	40.5	52.7	48.7	48.9	49.0
중속/관계기업손익	0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-62.3	-17.3	-37.9	-20.9	-20.9
세전계속사업이익	596.9	566.2	469.6	486.5	440.7
법인세비용	142.3	128.7	117.9	126.3	115.0
당기순이익	454.5	437.5	353.6	364.0	329.4
지배주주지분 순이익	454.6	437.6	353.7	364.0	329.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,809.5	2,164.3	2,174.7	2,397.5	2,596.8
현금및현금성자산	93.0	105.6	27.8	109.7	222.7
매출채권	4.3	4.7	4.9	5.2	5.4
재고자산	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
비유동자산	2,169.5	2,021.4	2,227.0	2,232.4	2,218.8
유형자산	1,315.7	1,298.0	1,482.2	1,451.7	1,416.2
무형자산	1.9	1.3	1.3	1.3	1.2
투자자산	670.3	525.4	547.9	583.9	605.9
자산총계	3,979.0	4,185.7	4,401.7	4,629.9	4,815.6
유동부채	718.9	681.3	910.5	957.2	985.7
매입채무	3.1	3.4	3.5	3.7	3.9
단기차입금	0.0	0.0	200.0	200.0	200.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.4	3.1	1.8	1.9	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.9	1.4	0.0	0.0	0.0
부채총계	726.3	684.4	912.3	959.0	987.7
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	3,190.3	3,438.9	3,427.1	3,608.7	3,765.8
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1
자본총계	3,252.7	3,501.2	3,489.4	3,670.9	3,828.0

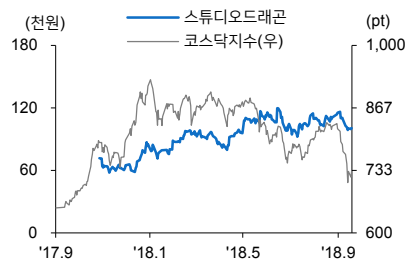
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	596.5	463.1	248.0	457.2	426.4
당기순이익(손실)	454.5	437.5	353.6	364.0	329.4
유형자산상각비	74.8	74.2	64.0	60.5	60.5
무형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	10.3	-71.0	-172.6	32.7	36.4
투자활동 현금흐름	-411.5	-250.2	-307.4	-203.0	-130.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-74.6	-85.5	-214.1	-30.0	-25.0
투자자산의 감소(증가)	-259.1	144.9	-22.5	-36.0	-22.0
재무활동 현금흐름	-197.7	-200.3	-2.2	-172.3	-182.5
차입금의 증감	0.9	0.5	198.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-12.7	12.6	-77.8	81.9	113.0
기초현금	105.7	93.0	105.6	27.8	109.7
기말현금	93.0	105.6	27.8	109.7	222.7
Key Financial Data					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	7,930	7,500	7,024	7,925	8,229
EPS(지배주주)	2,125	2,046	1,653	1,702	1,540
CFPS	3,258	2,968	2,341	2,307	2,070
EBITDAPS	3,242	2,829	2,445	2,426	2,212
BPS	15,203	16,365	16,310	17,158	17,893
DPS	990	990	850	900	850
배당수익률(%)	2.8	2.8	2.8	3.0	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	16.8	17.0	18.2	17.7	19.5
PCR	11.0	11.7	12.9	13.0	14.5
PSR	4.5	4.6	4.3	3.8	3.7
PBR	2.4	2.1	1.8	1.8	1.7
EBITDA	693.6	605.1	523.1	519.1	473.2
EV/EBITDA	8.5	8.8	8.6	8.3	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.5	13.0	10.1	10.2	8.8
EBITDA 이익률	40.9	37.7	34.8	30.6	26.9
부채비율	22.3	19.5	26.1	26.1	25.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,608.4	2,241.8	3,332.0		
매출채권회전율(x)	372.9	360.5	316.2	338.3	334.2
재고자산회전율(x)	1,157.6	1,229.9	1,132.1	1,211.2	1,196.4

Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (11.9)	100,400원
상승여력	29.5%
KOSDAQ	687.29pt
시가총액	28,149억원
발행주식수	2,804만주
유동주식비율	23.93%
외국인비중	2.18%
52주 최고/최저가	119,800원/57,800원
평균거래대금	174.1억원
주요주주(%)	
씨제이이엔엠 외 3인	75.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	20.1	N/A
상대주가	9.1	48.7	N/A

주가그래프



한국 드라마 저변 확대의 선두주자

- 한국인의 입맛에 맞는 트렌디한 드라마를 만들기로 정평이 난 업체. 화앤담픽쳐스, 문화창고, KPJ 인수를 통해 저명한 작가 및 감독을 확보했을 뿐만 아니라, OPEN 시스템을 통해 신인 작가까지 확보
- 분기 제작 드라마는 4~5개에서 4분기 8개까지 증가. 2019년 드라마 제작 증가 반영되며 Q 성장 이어질 것

중국에 대한 가시적 성과가 확인될 2019년

- 동사는 '알함브라 궁전의 추억' 판권을 시작으로 중국 업체 向 판권 판매를 본격화할 것
- 이와 더불어 동사는 IP를 활용해 중국 제작사와 중국 드라마를 제작할 예정. 예를 들면, 방영된 '화유기'를 중국 배우를 활용해 새로 제작하는 것. 한국 배우 출연 작품 방영 금지 장기화에 대한 현명한 대응

2019년 라인업 2018년만큼 훌륭하고 중국 매출 상향 여력으로 남아 있어

- 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,603억원(+30% YoY)과 807억원(+56% YoY)로 전망함. 이는 중국 관련 매출을 반영하지 않은 수치. 중국 판권 300억원(제이콘*2) 반영 시 영업이익은 천억원 상회할 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	154.5	16.6	8.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.0	77.8
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	14,553	71.1	6.9	21.9	10.2	27.0
2019E	506.3	80.7	62.0	2,211	56.7	16,764	45.4	6.0	15.4	14.1	30.4
2020E	635.1	85.7	66.1	2,357	6.6	19,120	42.6	5.3	13.5	13.1	33.5

스튜디오드래곤 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	97.4	195.5	286.8	389.9	506.3	635.1
(% YoY)		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
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		16.8	24.7	19.8	21.8	23.9
매출원가	91.1	168.4	239.7	324.1	411.1	532.0
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		11.3	16.9	24.9	31.7	35.5
감가상각		22.0	41.0	66.3	84.1	97.1
기타		2.2	3.4	5.7	8.8	9.7
판관비	3.8	5.9	14.1	14.1	14.6	17.3
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
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

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	154.5	286.8	389.9	506.3	635.1
매출액증가율 (%)		85.7	35.9	29.9	25.4
매출원가	132.8	239.7	324.1	411.1	532.0
매출총이익	21.6	47.1	65.8	95.2	103.1
판매관리비	5.0	14.2	14.1	14.6	17.3
영업이익	16.6	33.0	51.7	80.7	85.7
영업이익률	10.8	11.5	13.3	15.9	13.5
금융손익	-1.1	-2.5	0.7	1.4	1.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.5	30.3	52.4	82.1	87.5
법인세비용	2.4	6.4	12.8	20.1	21.4
당기순이익	8.1	23.9	39.6	62.0	66.1
지배주주지분 순이익	8.1	23.9	39.6	62.0	66.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	81.4	289.9	359.5	453.8	557.6
현금및현금성자산	11.5	51.3	35.3	32.7	29.5
매출채권	37.0	54.9	74.7	97.0	121.6
재고자산	0.0	1.3	1.8	2.3	2.9
비유동자산	160.6	169.6	158.6	159.2	157.8
유형자산	1.2	1.1	0.8	0.6	0.5
무형자산	123.9	127.5	115.4	114.7	111.8
투자자산	2.3	3.8	5.2	6.7	8.4
자산총계	242.0	459.5	518.1	613.0	715.5
유동부채	84.5	90.7	109.7	142.5	178.7
매입채무	5.8	6.1	8.3	10.7	13.4
단기차입금	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.4	0.3	0.4	0.6	0.7
사채	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	105.9	91.0	110.1	143.0	179.4
자본금	11.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	114.7	319.6	319.6	319.6	319.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.3	32.1	71.7	133.7	199.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	136.1	368.4	408.0	470.0	536.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-12.4	-7.2	99.4	138.1	154.1
당기순이익(손실)	8.1	23.9	39.6	62.0	66.1
유형자산상각비	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	22.0	41.0	66.3	84.2	97.1
운전자본의 증감	-46.1	-72.9	-6.0	-6.8	-7.5
투자활동 현금흐름	-69.5	-141.0	-105.0	-140.7	-157.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-2.3	-1.5	-1.4	-1.5	-1.7
재무활동 현금흐름	93.5	188.1	-10.5	0.0	0.0
차입금의 증감	28.1	-18.1	-10.0	0.0	0.0
자본의 증가	125.8	207.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.5	39.8	-16.0	-2.6	-3.3
기초현금	0.0	11.5	51.3	35.3	32.7
기말현금	11.5	51.3	35.3	32.7	29.5

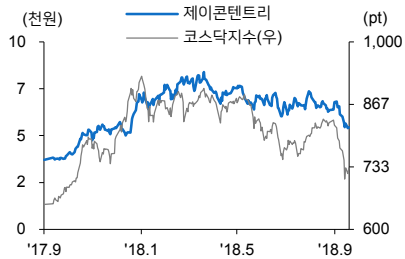
Key Financial Data					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	10,795	12,628	13,905	18,058	22,650
EPS(지배주주)	569	1,050	1,411	2,211	2,357
CFPS	2,468	3,068	4,218	5,886	6,528
EBITDAPS	2,713	3,271	4,218	5,886	6,528
BPS	6,176	13,141	14,553	16,764	19,120
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	61.9	71.1	45.4	42.6
PCR	N/A	21.2	23.8	17.1	15.4
PSR	N/A	5.1	7.2	5.6	4.4
PBR	N/A	4.9	6.9	6.0	5.3
EBITDA	38.8	74.3	118.3	165.0	183.0
EV/EBITDA	0.4	22.1	21.9	15.4	13.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	9.5	10.2	14.1	13.1
EBITDA 이익률	25.1	25.9	30.3	32.6	28.8
부채비율	77.8	24.7	27.0	30.4	33.5
금융비용부담률	0.6	0.6	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	19.5	19.0	113.3	N/A	N/A
매출채권회전율(x)	4.2	6.2	6.0	5.9	5.8
재고자산회전율(x)		443.0	255.3	250.3	246.5

제이콘텐트리(036420) 텐트폴이 가져올 판권 가격 상승을 기대

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	7,200원		
현재주가 (11.9)	4,515원		
상승여력	59.5%		
KOSDAQ	687.29pt		
시가총액	6,505억원		
발행주식수	14,407만주		
유동주식비율	65.63%		
외국인비중	2.55%		
52주 최고/최저가	8,054원/4,236원		
평균거래대금	100.7억원		
주요주주(%)			
중앙홀딩스 외 1인	33.32		
국민연금	8.13		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.8	-33.0	6.6
상대주가	-12.7	-17.1	10.1
주가그래프			



지주회사에서 드라마 투자 회사로 변모중

- 동사는 JTBC콘텐츠허브와 메가박스를 자회사로 별도의 사업 영역을 보유하지 않았음. 그러나 2017년부터 JTBC에서 방영되는 모든 드라마IP투자를 시작하며 별도의 사업 영역을 확보하기 시작
- 동남아 OTT 시장의 높은 성장 덕에 동사의 IP투자는 사업 첫 해년도인 2017년 흑자를 기록
- 최근 진행된 유상증자를 통해 텐트폴 작품을 위한 재원을 확보함
- JTBC 슬롯 증가 없어 드라마 제작 편수 증가 없지만 텐트폴 작품 시작되며 단위 판가 높아져 해외판권 매출은 2018년 283억원에서 2019년 410억원으로 성장 기대

Peer와의 주가 괴리, 영화 사업자 추가 de-rating 없으면 주가 하락 가능성은 낮아

- 지난 5월까지 스튜디오드래곤과 동행하던 동사의 주가 추이는 이후 디커플링 시작. 이 시점은 영화 부문 de-rating 시작된 시점과 일치
- 영화 산업의 추가 de-rating 없으면 이에 따른 주가 하락은 일단락된 것으로 해석
- 고밸류 적용받는 드라마 사업부가 판권 규모(2019년 410억원)에 맞는 이익 규모 보여주면 리레이팅 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	335.2	28.9	19.2	159	-10.7	694	23.1	5.3	16.9	26.3	340.1
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	35.6	3.7	9.4	9.7	176.4
2019E	554.7	60.4	27.8	193	38.1	1,405	23.4	3.2	7.8	14.8	160.1
2020E	602.4	68.1	31.6	220	14.9	1,624	20.6	2.8	6.4	14.5	144.9

제이콘텐트리 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

제이콘텐트리 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	305.8	335.2	420.3	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

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권증권 리서치센터

제이콘텐트리(036420)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	335.2	420.3	504.9	554.7	602.4
매출액증가율 (%)	9.6	25.4	20.1	9.9	8.6
매출원가	152.6	199.8	254.5	268.9	337.8
매출총이익	182.5	220.6	250.4	285.9	264.6
판매관리비	153.6	187.2	209.6	225.5	196.5
영업이익	28.9	33.4	40.9	60.4	68.1
영업이익률	8.6	7.9	8.1	10.9	11.3
금융손익	-1.2	-5.0	-6.0	-6.0	-5.5
중속/관계기업손익	7.5	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-4.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	35.1	24.4	34.9	54.5	62.6
법인세비용	9.2	13.5	9.8	15.3	17.5
당기순이익	22.4	10.9	25.1	39.2	45.1
지배주주지분 순이익	19.2	6.4	16.2	27.8	31.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	136.3	208.4	236.7	250.7	300.3
현금및현금성자산	55.3	49.4	45.7	40.9	72.5
매출채권	31.5	61.6	74.0	81.3	88.3
재고자산	23.4	23.7	28.4	31.2	33.9
비유동자산	413.9	453.6	484.2	529.9	544.9
유형자산	213.0	192.8	202.1	227.0	231.2
무형자산	76.1	84.4	89.4	100.4	102.0
투자자산	67.3	81.4	97.8	107.4	116.7
자산총계	550.2	661.9	720.9	780.6	845.2
유동부채	329.6	288.7	317.5	335.0	351.7
매입채무	10.4	16.2	19.4	21.3	23.1
단기차입금	193.4	60.4	140.4	140.4	140.4
유동성장기부채	34.8	80.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	95.6	137.5	142.6	145.5	148.4
사채	35.0	20.0	20.0	20.0	20.0
장기차입금	24.2	74.2	74.2	74.2	74.2
부채총계	425.2	426.2	460.1	480.5	500.1
자본금	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0
자본잉여금	-51.1	14.0	14.0	14.0	14.0
기타포괄이익누계액	14.5	17.5	17.5	17.5	17.5
이익잉여금	68.6	75.0	91.2	119.0	150.6
비지배주주지분	41.1	77.3	86.3	97.7	111.1
자본총계	125.0	235.7	260.9	300.1	345.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	18.4	-3.5	89.6	102.2	122.2
당기순이익(손실)	22.4	10.9	25.1	39.2	45.1
유형자산상각비	13.1	16.3	22.7	27.1	27.8
무형자산상각비	0.9	9.6	33.0	30.8	44.4
운전자본의 증감	-5.4	-42.0	8.8	5.2	5.0
투자활동 현금흐름	-66.1	-75.2	-93.0	-107.3	-90.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-90.9	-32.9	-32.0	-52.0	-32.0
투자자산의 감소(증가)	20.9	-14.1	-16.4	-9.7	-9.2
재무활동 현금흐름	70.3	72.8	-0.4	0.3	0.3
차입금의 증감	40.4	-44.1	-0.4	0.3	0.3
자본의 증가	-0.0	65.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.6	-5.9	-3.7	-4.8	31.6
기초현금	32.7	55.3	49.4	45.7	40.9
기말현금	55.3	49.4	45.7	40.9	72.5
Key Financial Data					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	2,773	3,477	3,963	3,851	4,181
EPS(지배주주)	159	53	127	193	220
CFPS	321	509	758	821	974
EBITDAPS	355	490	758	821	974
BPS	694	1,311	1,212	1,405	1,624
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	23.1	97.5	35.6	23.4	20.6
PCR	11.5	10.2	6.0	5.5	4.6
PSR	1.3	1.5	1.1	1.2	1.1
PBR	5.3	4.0	3.7	3.2	2.8
EBITDA	42.9	59.2	96.5	118.3	140.3
EV/EBITDA	16.9	14.8	9.4	7.8	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.3	5.3	9.7	14.8	14.5
EBITDA 이익률	12.8	14.1	19.1	21.3	23.3
부채비율	340.1	180.8	176.4	160.1	144.9
금융비용부담률	2.8	2.1	1.6	1.5	1.3
이자보상배율(x)	3.1	3.8	5.1	7.5	8.4
매출채권회전율(x)	10.2	9.0	7.4	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	17.8	17.9	19.4	18.6	18.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 12일 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 이용하시는 분은 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 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

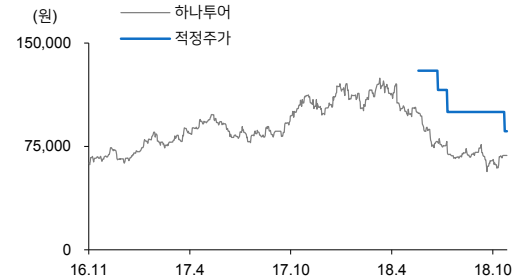
투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

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

하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.21		1년 경과			35.9	55.6	
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	-	-	



모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.12.02	기업브리프	Buy	40,000	김승철	-20.9	18.4	
2017.06.02		1년 경과			21.0	51.6	
2018.06.02		1년 경과			20.2	21.2	
				담당자 변경			
2018.06.11	산업분석	Trading Buy	34,000	이호진	-20.3	-4.6	
2018.08.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이호진	-23.8	-20.0	
2018.09.04	산업브리프	Trading Buy	29,000	이호진	-21.4	-14.5	
2018.09.27	산업브리프	Trading Buy	29,000	이호진	-20.8	-12.2	
2018.10.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이호진	-20.7	-12.2	
2018.11.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이호진	-20.5	-12.2	
2018.11.06	기업브리프	Trading Buy	27,000	이호진	-8.9	-8.5	
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	27,000	이호진	-	-	

인터파크 (108790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.11	산업분석	Hold	6,400	이호진	-2.7	16.1	
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	6,000	이호진	-	-	

파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	27,000	이호진	-23.3	-20.7	
2018.09.27	산업브리프	Buy	27,000	이호진	-24.1	-20.7	
2018.10.05	기업브리프	Buy	27,000	이호진	-27.1	-20.7	
2018.11.09	기업브리프	Buy	30,000	이호진	-34.8	-34.8	
2018.11.12	산업분석	Buy	30,000	이호진	-	-	

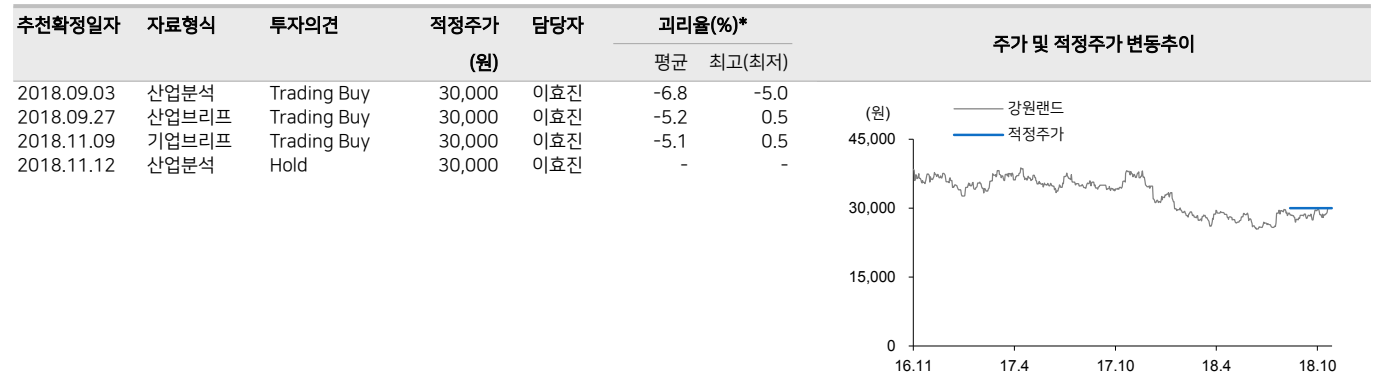
GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	29,000	이호진	-15.9	-11.7	
2018.09.27	산업브리프	Buy	29,000	이호진	-17.0	-11.7	
2018.10.15	기업브리프	Buy	29,000	이호진	-18.5	-11.7	
2018.11.12	산업분석	Buy	29,000	이호진	-	-	

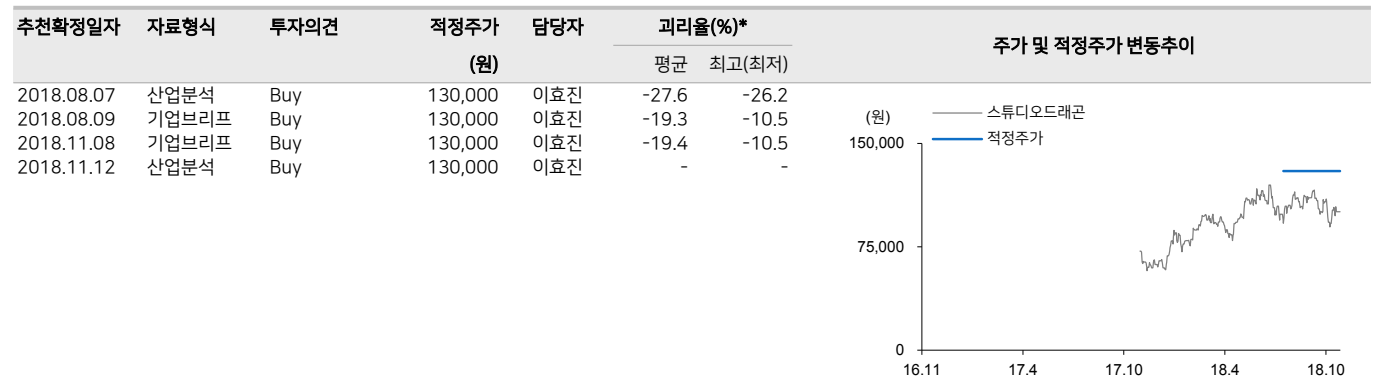
강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

