

2019. 7. 10



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

골프존(215000)	Buy	93,000원
에스엠(041510)	Buy	49,000원

관심종목

모두투어(080160)	Buy	23,000원
파라다이스(034230)	Buy	24,000원
GKL(114090)	Buy	26,000원
스튜디오드래곤(253450)	Buy	95,000원
제이콘텐트리(036420)	Buy	5,900원
JYP Ent.(035900)	Buy	28,000원
하나투어(039130)	Trading Buy	58,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원

엔터/레저

2분기 실적보다 중요한 것

- ✓ 기대치 상회 예상: 골프존, 강원랜드. 충족: 제이콘. 이외에는 컨센서스 미달 전망
- ✓ 엔터: 1분기보다는 나은 2분기. 그러나 연간 기대치 충족은 어려워
- ✓ 콘텐츠: 메가박스 호조로 제이콘텐트리 아웃퍼폼. 그러나 드라마 투자 수익은 부진
- ✓ 레저: 다변화되는 여가 생활로 인해 여행에 집중되던 트렌드 유효성 떨어짐
- ✓ 카지노: 상반기임에도 불구하고 높아지는 P-city 드롭액. 하반기 기대감 유효

실적보다 지금 중요한 건 대외 요건 완화, 그리고 새로운 이벤트

2분기 엔터/레저 전반적인 컨센서스 하향 조정이 진행되고 있다. 당사가 커버하고 있는 종목 중 시장 기대치를 상회할 업체는 골프존, 강원랜드(일회성 환입 有)이며 제이콘텐트리는 상향된 기대치를 충족, 이 외 종목은 컨센서스를 하회할 전망이다.

엔터/레저 업종은 대표적인 high multiple 업종에 속한다. 특히 대외 변수에 대한 민감도가 높은 종목이 다수로 미중 무역 전쟁, 일본 경제 제재는 동 업종에 대한 투자 부담을 높이고 있다. 대외 요건의 완화, 새로운 이벤트가 발생하기 전까지 엔터/레저에 대한 Neutral 의견을 유지한다.

엔터/콘텐츠: 이벤트 공백기. 주가 모멘텀이 될 새로운 '뉴스'가 필요

SM과 JYP의 2분기 실적은 기대치를 소폭 하회할 전망이다(당사 JYP 추정 유지). SM은 본업은 양호하나 지속되는 자회사 적자 때문인데, 이는 주주서한에 제기된 안에 대한 당위성을 지지한다.

스튜디오드래곤은 시장 기대치를 소폭 하회, 제이콘텐트리는 기대치에 부합하는 2분기 실적이 전망된다. 방송 부문에 해당하는 이익은 두 업체 모두 기대치가 하향되고 있으나 영화관 산업에 우호적인 라인업으로 메가박스 실적 호조가 이어져 제이콘텐트리는 시장 기대치를 만족할 전망이다.

레저/카지노: 레저 문화는 변화 중. 카지노는 하반기 이벤트 대기

하나투어와 모두투어의 실적은 기대치를 하회할 전망이다. 기저를 기대했으나 일본 여행 보이콧이 이어지며 하반기도 쉽지 않아 보인다. 더욱이 소매 경기 악화, 주 52시간 시행으로 달라진 레저 문화는 패키지 업체들에 부담으로 작용하고 있다. 반면, 골프존은 예상보다 높은 신규 출점 수요, 주52시간 시행으로 양호한 수요세가 더해져 당사 기대치를 상회하는 실적을 기록할 전망이다.

카지노 업체 중 파라다이스와 강원랜드(일회성 비용 환급 덕분)는 기대치 상회, GKL은 기대치 하회를 전망한다. 하반기 한중노선 확대가 기다리고 있다. 대외 조건의 완화가 확인되면 예상보다 빠르게 턴어라운드한 P-city가 빛을 발할 수 있을 것이라 본다.

표1 한 눈에 보는 엔터/레저 2Q19 Preview										
(십억원)	매출액					영업이익				
	2Q19E	1Q19	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	2Q19E	1Q19	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
골프존	64.0	60.5	5.7	52.3	22.3	10.1	14.8	-32.0	8.5	18.8
모두투어	78.9	92.3	-14.5	86.3	-8.6	2.5	9.1	-73.0	4.5	-44.8
하나투어	197.9	222.9	-11.2	203.4	-2.7	4.3	13.2	-67.3	6.1	-29.8
에스엠	175.9	130.8	34.5	160.2	9.8	9.0	2.8	221.0	11.0	-17.9
JYP Ent	35.7	26.4	35.5	37.9	-5.7	9.0	5.8	56.3	10.5	-14.0
파라다이스	213.7	201.7	5.9	224.1	-4.6	2.7	-6.3	N/A	-1.4	N/A
GKL	119.3	109.2	9.3	115.5	3.3	25.4	17.0	49.5	28.3	-10.2
강원랜드	376.9	377.4	-0.1	352.4	7.0	191.1	125.1	52.8	132.9	43.8
스튜디오드래곤	130.6	111.8	16.8	113.4	15.1	8.9	11.0	-19.3	11.3	-21.2
제이콘텐트리	134.8	126.3	6.7	126.9	6.2	10.8	11.1	-2.2	11.2	-3.4

자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 Meritz Entertainment/Leisure Coverage at a Glance

		레저			엔터테인먼트		카지노			드라마	
		골프존	모두투어	하나투어	SM	JYP	파라다이스	GKL	강원랜드	스튜디오 드래곤	제이 콘텐츠리
(십억원)											
종목코드		215000 KQ	080160 KS	039130 KS	041510 KQ	035900 KQ	034230 KQ	114090 KS	035250 KS	253450 KQ	036420 KQ
증가(7/9, 원)		71,400	18,300	46,000	37,800	21,900	15,950	20,050	30,650	66,900	4,725
시가총액		359	340	533	901	802	1,460	1,256	6,557	1,941	674
투자 의견		Buy	Buy	Trading Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy
적정주가(원)		93,000	23,000	58,000	49,000	28,000	24,000	26,000	30,000	95,000	5,900
상승여력(%)		30.3	25.7	26.1	29.6	27.9	50.5	29.7	-2.1	42.0	24.9
매출액	2018	198.7	365.0	828.3	612.2	124.8	787.6	480.3	1,438.1	379.6	511.3
	2019E	251.3	360.3	862.4	736.8	145.6	904.2	482.1	1,538.0	517.6	586.3
	2020E	296.4	352.5	900.6	750.3	185.9	1,046.8	502.4	1,642.7	603.4	632.0
영업이익	2018	28.2	16.6	24.9	47.7	28.7	2.4	104.9	430.7	39.9	34.7
	2019E	49.2	24.4	34.0	49.4	38.6	26.0	107.2	510.7	46.2	83.9
	2020E	58.0	24.6	30.3	51.7	49.7	77.8	117.4	489.0	59.9	77.7
당기순이익	2018	20.4	12.2	10.6	23.4	24.3	(44.1)	77.6	297.2	35.8	25.6
	2019E	36.2	21.1	22.3	21.2	32.4	(7.0)	81.6	341.1	41.5	64.5
	2020E	41.7	21.8	19.2	26.8	41.2	51.8	90.2	384.4	53.3	62.5
EPS(원)	2018	3,254	664	753	1,361	685	-231	1,255	1,390	1,278	145
	2019E	5,762	1,102	1,638	1,221	904	-42	1,320	1,595	1,480	335
	2020E	6,647	1,089	1,254	1,464	1,152	313	1,458	1,799	1,900	328
PER(x)	2018	10.3	36.3	91.3	38.4	44.2	(81.4)	19.8	23.0	72.3	30.8
	2019E	12.4	16.6	28.1	31.0	24.2	(376.6)	15.2	19.2	45.2	14.1
	2020E	10.7	16.8	36.7	25.8	19.0	50.9	13.8	17.0	35.2	14.4
PBR(x)	2018	1.1	3.4	4.0	2.8	8.4	1.3	2.7	1.9	6.5	1.9
	2019E	2.2	2.4	2.6	2.0	5.1	1.2	2.2	1.8	4.2	1.8
	2020E	2.0	2.2	2.6	1.9	4.2	1.1	2.0	1.7	3.8	1.6
EV/EBITDA(x)	2018	4.9	18.3	14.3	12.9	33.8	37.8	11.6	11.2	21.2	9.8
	2019E	6.7	8.7	6.2	9.2	18.0	19.2	8.1	8.3	10.0	5.2
	2020E	5.0	8.3	6.1	8.9	13.3	12.8	7.6	8.2	9.2	4.4
ROE(%)	2018	10.6	9.3	4.3	8.0	22.5	(1.9)	14.2	8.4	9.3	7.4
	2019E	18.0	14.9	9.4	6.6	22.9	(0.3)	14.5	9.5	9.8	13.4
	2020E	19.6	13.4	7.1	7.6	24.2	2.3	15.5	10.5	11.4	11.6
ROA(%)	2018	8.0	3.6	1.6	2.6	17.1	(1.6)	10.4	7.1	7.4	3.4
	2019E	13.6	6.3	3.1	2.0	18.5	(0.2)	9.9	8.0	7.2	8.0
	2020E	14.5	6.4	2.6	2.4	19.4	1.5	9.8	8.7	7.7	7.5
DPS(원)	2018	1,850	350	1,300	-	122	100	710	900	-	-
	2019E	3,800	400	1,300	480	180	100	700	900	-	-
	2020E	4,800	400	1,300	450	250	100	700	900	-	-
배당수익률(%)	2018	5.5	1.5	1.9	0.0	0.4	0.5	2.9	2.8	0.0	0.0
	2019E	5.3	2.2	2.8	1.3	0.8	0.6	3.5	2.9	0.0	0.0
	2020E	6.7	2.2	2.8	1.2	1.1	0.6	3.5	2.9	0.0	0.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

(명)	내국인 출국자		하나투어							모두투어						
			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	634,086	18.0	400,516	21.6	14.8	218,613	12.4	296,730	20.9	168,952	19.8	6.2	127,778	22.5
'18.02	2,172,596	3.2	552,536	13.6	356,793	14.0	16.4	182,419	14.6	233,667	-6.2	135,212	-8.2	6.2	98,455	-3.4
'18.03	2,109,685	16.8	474,636	18.5	297,155	16.3	14.1	160,186	21.9	233,451	8.8	144,662	10.2	6.9	88,789	6.7
'18.04	2,088,324	11.4	470,348	15.1	291,037	16.9	13.9	157,068	17.3	217,860	2.8	130,988	14.1	6.3	86,872	-10.5
'18.05	2,184,015	16.8	454,686	11.8	267,504	7.8	12.2	164,551	22.7	214,421	6.6	124,122	17.9	5.7	90,299	-5.9
'18.06	2,180,519	10.8	460,356	4.2	267,098	1.5	12.2	174,384	9.5	218,202	0.4	121,159	7.5	5.6	97,043	-7.2
'18.07	2,344,420	4.5	473,664	-7.4	266,448	-14.1	11.4	191,708	4.5	217,050	-10.0	110,618	-6.9	4.7	106,432	-13.0
'18.08	2,364,398	6.0	493,652	-0.7	278,668	-5.3	11.8	197,197	8.8	223,173	-4.8	116,587	-3.8	4.9	106,586	-6.0
'18.09	2,081,967	-0.8	422,494	-7.6	223,146	-14.7	10.7	183,835	4.7	213,521	-2.8	108,703	-2.9	5.2	104,818	-2.7
'18.10	2,196,227	5.1	462,082	1.8	270,161	3.8	12.3	170,646	0.5	226,759	4.7	134,084	9.7	6.1	92,675	-1.8
'18.11	2,149,373	2.8	465,673	-5.3	280,220	-8.6	13.0	169,457	2.9	228,256	-1.5	135,536	-2.4	6.3	92,720	-0.1
'18.12	2,341,957	3.7	513,800	-5.0	294,014	-12.2	12.6	205,609	8.5	237,648	-4.7	122,713	-11.3	5.2	114,935	3.4
'19.01	2,753,749	1.4	604,461	-4.7	360,877	-9.9	13.1	232,039	6.1	258,356	-12.9	142,740	-15.5	5.2	115,616	-9.5
'19.02	2,474,407	13.9	514,349	-6.9	309,405	-13.3	12.5	192,387	5.5	241,690	3.4	140,962	4.3	5.7	100,728	2.3
'19.03	2,180,647	3.4	426,639	-10.1	255,124	-14.1	11.7	156,952	-2.0	230,260	-1.4	136,788	-5.4	6.3	93,472	5.3
'19.04	2,096,813	0.4	425,790	-9.5	249,738	-14.2	11.9	158,405	0.9	222,432	2.1	125,912	-3.9	6.0	96,520	11.1
'19.05	2,245,277	2.8	417,122	-8.3	225,872	-15.6	10.1	173,200	5.3	222,339	3.7	117,327	-5.5	5.2	105,012	16.3
'19.06			445,832	-3.2	236,577	-11.4		193,079	10.7	247,574	13.5	124,513	2.8		123,061	26.8
'19.07						-4.0						1.2				
'19.08						-13.5						-14.1				
'19.09						-8.1						1.3				

주: 1) 전체 출국자수는 승무원 제외.
 2) 하나투어의 2019년 7~9월 데이터는 전년 7월 1일 대비 각 월의 예약 증감
 자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 전년 동기 대비 6월 지역별 패키지 송출객 성장률

(% YoY)	동남아	중국	유럽	미주	일본	남태평양
하나투어	-5.8	-5.5	3.4	-4.3	-22.4	-15.5
모두투어	5.5	11.6	5.6	-25.3	-10.1	-2.4

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 출국자 수 성장률 대비 하나투어, 모두투어 패키지 성장률

(천 명)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
국내 출국자 수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	
% YoY Growth	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	
하나투어 패키지 송출객수	939	830	925	963	1,100	889	817	896	964	764
% YoY Growth	21.3	19.2	14.9	25.8	17.1	7.2	-11.7	-7.0	-12.4	-14.1
모두투어 패키지 송출객수	420	333	352	399	449	376	336	392	420	368
% YoY Growth	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	-1.8	-6.3	-2.3

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 여행업 Global Peer table

(십억원, 백만달러)		패키지				FIT			
		한국		일본	독일	중국	미국		
		하나투어	모두투어	H.I.S	Tui	Ctrip	Expedia	Booking Holdings	
매출액	2018	828	365	6,598	23,242	4,685	11,223	14,527	
	2019E	862	360	7,464	22,115	5,353	12,107	15,226	
	2020E	901	353	8,278	22,723	6,334	13,258	16,599	
영업이익	2018	25	17	163	899	394	714	5,341	
	2019E	34	24	191	902	930	1,531	5,467	
	2020E	30	25	219	1,425	1,267	1,708	6,015	
EBITDA	2018	47	21	247	1,422	543	1,715	5,767	
	2019E	65	28	275	1,469	867	2,228	5,863	
	2020E	62	28	319	1,848	1,200	2,491	6,408	
순이익	2018	11	12	99	872	168	406	3,998	
	2019E	22	20	109	555	930	1,021	4,403	
	2020E	19	21	127	839	1,122	1,192	4,775	
EPS (천원, 달러)	2018	0.75	0.66	1.73	1.49	0.31	2.71	84.26	
	2019E	1.64	1.04	1.84	0.89	1.44	6.93	100.96	
	2020E	1.25	1.00	2.14	1.39	1.73	7.99	113.82	
Net Debt	2018	(163)	(107)	148	(122)	272	1,246	(6,043)	
	2019E	(172)	(127)	300	810	3,978	563	2,164	
	2020E	(204)	(139)	464	708	1,739	(341)	363	
PER (배)	2018	91.3	36.3	17.9	14.0	28.0	32.0	19.1	
	2019E	28.0	17.6	13.4	10.7	25.5	19.1	18.6	
	2020E	36.6	18.2	11.6	6.8	21.2	16.6	16.5	
PBR (배)	2018	4.0	3.4	2.2	2.7	1.2	4.0	8.9	
	2019E	2.6	2.4	1.5	1.4	1.5	3.9	15.9	
	2020E	2.6	2.2	1.4	1.3	1.5	3.5	15.3	
EV/EBITDA (배)	2018	14.3	18.3	8.8	8.6	29.8	11.3	12.6	
	2019E	6.2	8.7	7.8	5.9	25.0	9.6	13.2	
	2020E	6.1	8.3	6.8	4.7	18.1	8.6	12.1	
ROE (%)	2018	4.3	9.3	12.6	22.4	1.3	9.4	39.9	
	2019E	9.4	14.1	12.9	13.8	7.1	20.0	60.7	
	2020E	7.1	12.5	15.1	18.7	6.7	22.2	110.8	
ROA (%)	2018	1.6	3.6	2.3	4.9	0.6	2.2	16.6	
	2019E	3.1	6.0	2.8	N/A	3.0	4.0	20.0	
	2020E	2.6	6.1	3.2	4.9	3.6	4.7	23.1	
Div. Yield(%)	2018	1.9	1.5	1.1	8.3	N/A	1.0	N/A	
	2019E	2.8	2.2	1.1	6.5	-	1.0	-	
	2020E	2.8	2.2	1.3	8.4	-	1.1	-	

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

표7 Netflix 1Q19 실적 발표: 로컬 콘텐츠 관련

발언자	내용
Interviewer	Q 가입자 유치에 있어서 동사가 해외 시장에서 느낀 것들을 알고 싶습니다. 특히 몇몇 특정 콘텐츠들은 개별 국가뿐만 아니라 전세계적으로 공감대를 형성한 것처럼 보입니다. 콘텐츠 측면과 가입자 성장 측면에서, Ted와 Greg에게 가입자 실적에 대해서 어떻게 생각하는 지 물어보고 싶습니다. 특히 1Q19 해외 시장에서도
Ted Sarandos (Netflix CCO)	A 콘텐츠의 연결성 측면에서 좋았던 한가지는 우리가 주주서한에서 언급한 성공한 콘텐츠들이, 세계적으로도 성공했던 콘텐츠라는 점입니다. 굉장히 환상적이죠. 우리는 해외 시장에서 몇몇의 급격한 성장을 겪었는데, 이런 콘텐츠들이 상당한 기여를 했습니다. 예를 들자면, 한국의 '킹덤'은 굉장히 성공했고 세계 전역에서 그리고 해당 지역에서 반복적으로 시청되고 있습니다. 그러므로, 우리는 이번 분기에 매우 지역적으로, 그리고 동시에 매우 세계적으로 일할 수 있었습니다.

자료: Netflix, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 Netflix 1Q19 실적 발표: 로컬 콘텐츠 관련 2

발언자	내용
Interviewer	Q 동사는 로컬 언어로 시작해서 세계적으로 성공한 수많은 작품을 가지고 있습니다. 어떤 작품이 그런 작품이 될 지 판별하는 데에 익숙해지고 있나요? 그러한 성공을 지속적으로 거두면서 얻은 교훈들이 있나요?
Ted Sarandos (Netflix CCO)	A 우리에게 하나의 엄격한 규칙이 있습니다. 이 작품들이 해당 지역과 분명히 관련 있어야 한다는 것이죠. 이를 위해서는, 진정으로 해당 지역의 것이어야만 합니다. 우리는 억지로 세계적인 작품을 만들지 않으려고 노력합니다. 그건 아무한테도 통하지 않기 때문이죠. '킹덤'의 사례에서 본 것처럼 해당 작품이 진정한 지역색을 가질 수록, 세계 시장에도 잘 통합니다. 세계 곳곳의 한국 드라마 팬들이 '킹덤'을 좋아했고, 한국 안에서도 공감대를 아주 잘 형성했습니다. 비슷하게, 'Rain'의 새 시즌이 이번 분기에 나올 예정인데, 완전히 스웨덴 스타일입니다. 우리는 지역색을 희석시키거나 억지로 해외에 전파시키려고 하려 하지 않습니다.

자료: Netflix, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 에이스토리 상장 관련

공모 수량	1,870,000주
기관투자자	1,496,000주
일반투자자	374,000주
상장 후 주식수	9,318,240주
모집가액	14,300원
모집가액 총액	267.4억원
공모가 기준 시가총액	1,065.1억원
주관사	NH증권
최대주주 물량 (6개월 락업)	2,452,500주 26.3%
상장직후 유통가능물량 전제 물량 대비	5,015,500주 53.8%

자료: 에이스토리 증권신고서, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 에이스토리 공모 자금 사용 목적

구분	금액 (백만원)
드라마 제작	12,927
해외 진출 및 신규 사업	4,309
차입금 상환	1,050
운영자금	8,212
발행제 비용	1,046

자료: 에이스토리 투자설명서, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 에이스토리 손익 계산서

(십억원)	2016	2017	2018	1Q19
매출액	27.3	20.1	46.4	12.8
% YoY		-26.3	130.8	
영업이익	0.9	-2.7	1.2	1.0
% YoY		적전	후전	
% to sales		-13.5	2.6	
당기순이익	0.7	-2.4	2.3	1.4
자기자본	8.0	10.5	12.8	14.1

자료: 에이스토리 투자설명서, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 7. 10

골프존 215000

2분기 실적도 好好好

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 포함 연결 영업이익 추정치 상향
- ✓ 예상보다 높은 출점 속도, 카니발 효과를 불식한 수요에 기인함
- ✓ 주 52시간 시행 본격화로 헬스/골프 등 운동 관련 소비 증가세 뚜렷
- ✓ 대외 환경에 대한 민감도 낮은데 반해 밸류에이션 낮고, 배당 매력 높아
- ✓ 2019년은 이익 상승기 진입하는 첫 해. 적정주가 93,000원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월) **93,000 원**
현재주가 (7.9) **71,400 원**
상승여력 **30.3%**

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	4,481억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	46.21%
외국인비중	7.59%
52주 최고/최저가	76,700원/31,800원
평균거래대금	15.3억원

주요주주(%)	
김원일 외 22인	53.74
KB자산운용	25.85
국민연금공단	6.01

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	114.4	69.8
상대주가	10.3	121.6	108.6

주가그래프



1분기만큼 강한 신규 출점 모멘텀

골프존의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 640억원(+32% YoY)과 101억원(+52% YoY)으로 당사 기존 기대치를 상회할 전망이다. 스크린골프는 필드골프 대체재 성격이 강해 2분기 신규 출점이 1분기 대비 부진할 것이라 전망한 바 있다. 그러나 신도시, 지방을 중심으로 2분기 신규 출점이 활발해 1분기와 유사한 수준을 기록, 예상보다 높은 HW 매출이 추정된다.

주 52시간 시행 효과가 불식한 카니발 효과

골프존의 2019년 매출액과 영업이익을 각각 2,513억원(+27% YoY)과 492억원(+75% YoY)으로 상향한다. 영업이익 기준 20% 상향한 값이다. 이는 1) 예상보다 높은 신규 출점 속도와 2) 카니발 효과(점포 증가로 인한 점당 매출 감소)가 크지 않은 점을 반영한 데 따른다. 주52시간 시행으로 직장인의 저녁 여유 시간이 증가하며 헬스/골프 등 운동 관련 소비가 증가하고 있는 데 따른 결과로 해석된다.

골프존에 대한 적정주가를 기존 84,000원에서 93,000원으로 상향한다. 산출 방법은 기존 Fwd 12M P/E의 15배로 동일하나 실적 추정치를 상향한 데 따른다. 동사는 1) 중국/일본과 같은 대외 환경에 대한 민감도가 낮다. 이에 더해2) Fwd 12M 기준 PER 11배에 불과한 밸류에이션, 3) 높은 배당 매력(시가 배당률 5% 이상 추정)은 바텀업 측면에서 동사의 투자 매력을 높인다.

주 52시간의 본격화로 인해 '평일 저녁 직장인 삶의 변화'에 대한 관심이 높아지고 있다. 운동 영역의 적극적 여가 비중이 커지는 트렌드를 반영하여 여행 일색의 레저 포트폴리오를 다변화할 시기라 판단한다.

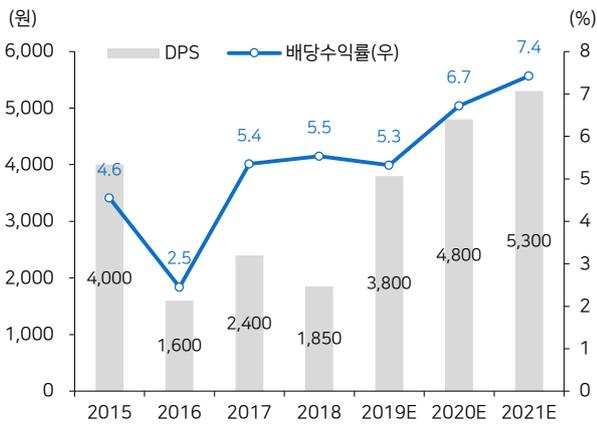
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	200.1	37.5	79.3	12,639	117.3	30,160	3.5	1.5	4.4	51.2	33.9
2018	198.7	28.2	20.4	3,254	-74.3	31,061	10.3	1.1	4.9	10.6	30.3
2019E	251.3	49.2	36.2	5,762	77.1	33,025	12.4	2.2	6.7	18.0	33.6
2020E	296.4	58.0	41.7	6,647	15.4	34,874	10.7	2.0	5.0	19.6	36.0
2021E	314.3	62.3	44.1	7,028	5.7	36,604	10.2	2.0	4.2	19.7	35.9

표12 골프존 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	64.0	48.5	32.0	60.5	5.7	52.3	22.3
영업이익	10.1	6.6	52.3	14.8	-32.0	8.5	18.8
세전이익	9.9	6.2	61.0	14.7	-32.2	N/A	N/A
지배순이익	8.0	5.0	61.0	11.1	-28.1	N/A	N/A

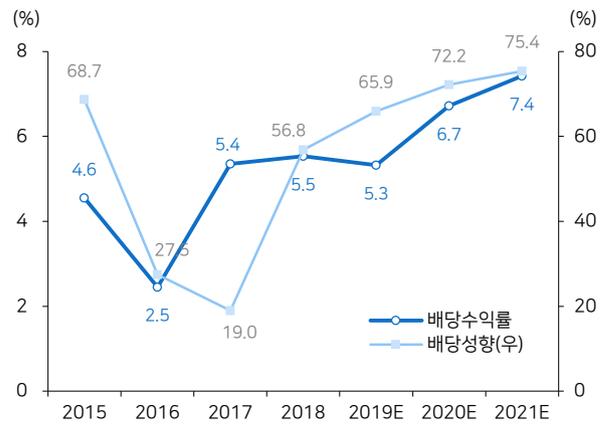
자료: 골프존, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 DPS 추정: 골프존 배당정책은 min (시가배당률 5%, 배당성장 max 66.7%)



주: 골프존뉴딜홀딩스 포함 최대주주 관계자 지분 합계는 51%
 자료: 골프존, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 골프존 배당 성향 vs. 배당 수익률 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 골프존 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출 추정																
매출	58.8	47.5	49.4	44.3	43.5	48.5	51.3	55.4	60.5	64.0	59.2	67.6	200.1	198.7	251.3	296.4
스크린골프	69.6	59.3	47.8	63.2	46	47.5	51.1	55.6	59.1	65.2	59.4	68.7	239.8	200.2	252.4	296.1
Golf simulator	62.7	53.2	48.5	58.4	37.6	44.3	47.1	51.5	53.5	60.6	53.4	62.4	222.8	180.5	230.0	251.2
소모품상품	1.8	2.4	3.5	4.6	-	-	-	-	-	-	-	-	12.3	-	-	-
광고/제휴	5.1	3.7	-4.2	0.2	2.8	3	3.4	2.9	2.4	2.5	3.0	2.5	4.7	12.1	10.4	11.4
직영사업	-	-	-	-	0.1	0.2	0.5	1	2.0	2.0	3.0	3.5	-	1.8	10.5	31.5
유지보수	9.7	7.6	6.7	-4.9	2.6	2.4	2.8	2.8	2.7	1.8	2.2	2.0	19.1	10.5	8.9	10.2
Golf simulator	3.6	3.6	2.4	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	9.8	-	-	-
유상AS 및 질관리수료	1.3	1.5	1.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.9	-	-	-
비즈몰	2.6	2.4	2	-5.1	0.8	1.3	1.6	1.5	2.0	1.5	1.7	1.5	1.9	5.2	6.7	7.7
유지보수 자재	-	-	-	-	1.0	0.4	0.7	0.7	0.8	0.4	0.5	0.6	-	2.8	2.2	2.5
기타	2.3	0.1	1.2	-0.1	0.7	0.6	0.5	0.6	-	-	-	-	3.5	2.5	-	-
연결조정	-20.5	-19.3	-5	-13.9	-5.1	-1.4	-2.5	-3.1	-1.3	-3.1	-2.5	-3.1	-58.8	-12.1	-9.9	-9.9
성장률(% YoY)																
매출	3.6	-7.4	-11.9	-16.0	-26.0	2.0	3.8	24.9	39.1	32.0	15.3	22.1	-7.8	-0.7	26.5	17.9
스크린골프	8.7	2.4	-32.9	-2.4	-33.8	-19.8	6.8	-12	28.4	37.2	16.4	23.4	-7.0	-16.5	26.0	17.3
Golf simulator	7.6	-0.1	-27.6	0.4	-40	-16.8	-2.9	-11.8	42.3	36.8	13.4	21.2	-5.9	-19.0	27.4	9.2
소모품상품	33.3	17.7	52.9	102.9	-	-	-	-	-	-	-	-	55.0	-	-	-
광고/제휴	181.3	N/A	N/A	-83.4	-43.9	-19.3	N/A	1,473	-14.8	-14.2	-12.3	-14.5	-18.9	156.9	-13.9	9.6
직영사업	-	-	-	-	-	-	-	-	1,985	759.2	488.6	247.4	N/A	N/A	468.9	199.8
유지보수	81.6	-20.7	-0.3	N/A	-73.5	-68.7	-58.4	N/A	6.4	-22.4	-18.8	-27.5	-33.0	-44.7	-15.8	14.6
원가 추정																
매출원가	23.2	19.7	13.9	24.7	13.1	19.4	20.1	24.9	21.6	23.0	17.0	16.8	81.5	77.6	78.4	80.4
매출원가율(%)	39.5	41.4	28.2	55.7	30.1	40.1	39.2	45	35.6	36.0	28.7	24.8	40.7	39.0	31.2	27.1
판매관리비	21.3	20.1	27.2	25	19.9	22.4	24.4	26.2	22.6	30.8	31.5	37.3	93.6	93.0	122.2	157.9
판매비율(%)	36.2	42.4	55	56.4	45.8	46.2	47.6	47.4	37.3	48.2	53.2	55.1	46.8	46.8	48.6	53.3
이익 추정																
매출총이익	35.6	27.8	35.5	19.7	30.4	29	31.2	30.5	39.0	40.9	42.2	50.9	118.6	121.1	172.9	216.0
매출총이익률(%)	60.5	58.6	71.8	44.3	69.9	59.9	60.8	55	64.4	64.0	71.3	75.2	53.2	67.1	75.2	86.0
% YoY	-6.9	-12.7	19.2	-52.8	-14.5	4.2	-12.1	55	28.0	41.1	35.1	67.0	-16.2	2.1	42.8	24.9
영업이익	14.3	7.7	8.3	7.1	10.5	6.6	6.8	4.2	14.8	10.1	10.7	13.6	37.5	28.2	49.2	58.0
영업이익률(%)	24.4	16.2	16.8	16	24.1	13.7	13.3	7.6	24.5	15.8	18.1	20.1	18.7	14.2	19.6	19.6
% YoY	-2.1	-38.1	-24.7	26.6	-26.7	-13.9	-18.1	-40.6	41.3	52.3	57.1	222.2	-14.4	-24.8	74.8	17.9
GS판매 및 직영사업	14.4	7.8	7.5	6.9	10.4	6.9	6.7	4.7	15.0	-	-	-	36.6	28.6	15.0	-
A/S	1.7	-0.3	0.6	0	0.2	0	0.2	-0.2	0.0	-	-	-	2.0	0.2	0.0	-
조정 및 제거	-1.8	0.2	-0.3	0.2	-0.1	-0.3	0	-0.2	-0.2	-	-	-	-1.6	-0.6	-0.2	-

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	200.1	198.7	251.3	296.4	314.3
매출액증가율 (%)	-7.8	-0.7	26.5	17.9	6.1
매출원가	69.0	77.6	78.4	80.4	80.6
매출총이익	131.1	121.1	172.9	216.0	233.7
판매관리비	93.6	93.0	122.2	157.9	171.5
영업이익	37.5	28.2	49.2	58.0	62.3
영업이익률	18.7	14.2	19.6	19.6	19.8
금융손익	1.2	1.4	1.3	1.0	0.9
종속/관계기업손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	12.1	-3.1	-2.7	-3.2	-3.3
세전계속사업이익	50.8	26.4	47.7	55.8	59.8
법인세비용	-28.8	5.9	11.6	14.1	15.7
당기순이익	79.4	20.4	36.2	41.7	44.1
지배주주지분 손이익	79.3	20.4	36.2	41.7	44.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	80.4	32.9	21.7	42.5	57.7
당기순이익(손실)	79.4	20.4	36.2	41.7	44.1
유형자산상각비	3.1	3.6	8.3	15.5	18.7
무형자산상각비	2.4	2.6	1.5	1.8	2.1
운전자본의 증감	-10.9	4.4	-24.3	-16.6	-7.3
투자활동 현금흐름	11.8	-56.2	-0.4	-0.4	-0.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.5	-12.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	5.5	0.1	-0.3	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	-12.5	-28.4	-11.6	-23.8	-30.1
차입금의 증감	-2.4	-13.2	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.2	-51.4	9.7	18.3	27.5
기초현금	31.4	110.6	59.1	68.8	87.1
기말현금	110.6	59.1	68.8	87.1	114.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	160.6	145.3	177.8	215.6	250.8
현금및현금성자산	110.6	59.1	68.8	87.1	114.5
매출채권	17.1	18.2	23.0	27.1	28.7
재고자산	13.1	10.5	13.3	15.7	16.6
비유동자산	93.1	108.8	99.2	82.1	61.3
유형자산	71.6	83.6	75.3	59.8	41.1
무형자산	7.8	9.6	8.0	6.2	4.0
투자자산	1.2	1.1	1.3	1.6	1.7
자산총계	253.7	254.1	277.0	297.6	312.1
유동부채	51.9	54.3	63.9	72.0	75.3
매입채무	4.5	4.3	5.4	6.4	6.8
단기차입금	23.3	18.3	18.3	18.3	18.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.4	4.8	5.8	6.7	7.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	9.2	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	64.3	59.1	69.7	78.8	82.4
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
이익잉여금	117.3	122.6	134.9	146.5	157.4
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	189.4	194.9	207.2	218.9	229.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	31,887	31,664	40,048	47,225	50,089
EPS(지배주주)	12,639	3,254	5,762	6,647	7,028
CFPS	10,115	5,457	8,971	11,495	12,716
EBITDAPS	6,848	5,481	9,415	12,014	13,245
BPS	30,160	31,061	33,025	34,874	36,604
DPS	2,400	1,850	3,800	4,800	5,300
배당수익률(%)	5.4	5.5	5.3	6.7	7.4
Valuation(Multiple)					
PER	3.5	10.3	12.4	10.7	10.2
PCR	4.4	6.1	8.0	6.2	5.6
PSR	1.4	1.1	1.8	1.5	1.4
PBR	1.5	1.1	2.2	2.0	2.0
EBITDA	43.0	34.4	59.1	75.4	83.1
EV/EBITDA	4.4	4.9	6.7	5.0	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	51.2	10.6	18.0	19.6	19.7
EBITDA 이익률	21.5	17.3	23.5	25.4	26.4
부채비율	33.9	30.3	33.6	36.0	35.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	52.5	37.6	71.8	77.1	86.6
매출채권회전율(x)	13.6	11.3	12.2	11.8	11.3
재고자산회전율(x)	15.5	16.8	21.1	20.5	19.5

Industry Brief
2019. 7. 10

모두투어 080160

사라진 기저 효과

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 영업이익은 25억원으로 컨센서스 하회 전망
- ✓ 기저 효과에도 의미있는 예약률 반등 없고 일본 여행 보이콧 선언은 부담 더해
- ✓ 소비 경제 악화, 주 52시간 시행으로 달라진 레저 문화도 업황 악화에 한 몫해
- ✓ 2019년 영업이익 244억원 전망. 모두투어 전망치 334억원 수정 가능성 높아
- ✓ 이익 전망 하향으로 배당 추정 하향, 적정주가 23,000원으로 하향

Buy

적정주가 (12개월) **23,000 원**
현재주가 (7.9) **18,300 원**
상승여력 **25.7%**

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	3,459억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	78.16%
외국인비중	26.82%
52주 최고/최저가	27,900원/18,000원
평균거래대금	28.5억원

주요주주(%)	
우종웅 외 14 인	15.21
JP Morgan Asset Management (UK)	5.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.4	-22.9	-30.8
상대주가	-4.6	-20.4	-15.0

주가그래프



2분기 눈높이를 낮추자

모두투어의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 789억원(-5% YoY)과 25억원(-38% YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 별도 기준 영업이익이 28억원에 그칠 것이라 추정된 게 감익의 주된 요인이다. 자회사 합산 이익은 자유투어 6억 적자를 포함, 11억 적자를 전망한다.

모두투어 2분기 패키지 P와 Q 성장률은 각각 YoY -2.3%, -9.1%을 전망한다. 탑라인 수준에서 11% 감소에 그치나 역레버리지 효과와 더불어 자사주 관련 인건비 약 13억원이 발생하며 2분기 별도 영업이익은 YoY 40% 감소한 28억원에 그칠 전망이다.

사라진 기저 효과, 이익 레벨 하향으로 배당 추정도 하향

2018년 6월부터 발생한 일본 지진으로 투자자들은 기저 효과를 기대한 바 있다. 여행업체 측에서는 7월부터 예약률 하락을 주장, 7월말 예약률 반등을 지켜보아야 한다고 하나, 일본 경제 제재에 따른 일본 여행 보이콧으로 이마저 쉽지 않아 보인다. 소비 경제 악화와 주 52시간 시행이 맞물려 기존 해외 여행 수요가 이전하는 모습이 관측되고 있는 점은 여행업 중 열위 성장률을 보이는 패키지 산업의 미래를 더욱 어렵게 한다.

모두투어에 대한 2019년 매출액과 영업이익을 각각 3,603억원(-1.3% YoY)과 244억원(+47% YoY)으로 전망한다. 영업이익 기준 기존 추정치 대비 19% 하향된 수치다. 이에 따라 DPS도 기존 500원에서 400원으로 하향한다. 추정치 하향에 따라 적정주가를 기존 27,000원에서 23,000원(Fwd 12M EPS*20배(적용 밸류에이션 동일))으로 하향한다.

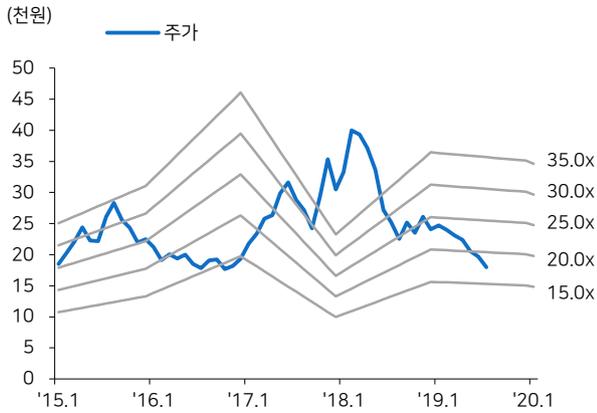
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	372.1	33.9	24.9	1,316	56.8	7,208	23.2	4.2	13.7	20.8	113.2
2018	365.0	16.6	12.6	664	-51.1	7,056	36.3	3.4	18.3	9.3	107.6
2019E	360.3	24.4	20.8	1,102	73.2	7,781	16.6	2.4	8.7	14.9	89.7
2020E	352.5	24.6	20.6	1,089	3.3	8,493	16.8	2.2	8.3	13.4	82.7
2021E	355.0	20.6	16.9	894	-16.6	9,011	20.5	2.0	9.2	10.2	80.1

표14 모두투어 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	78.9	83.4	-5.4	92.3	-14.5	84.3	-6.5
영업이익	2.5	4.0	-38.0	9.1	-73.0	4.5	-44.8
세전이익	3.1	3.9	-20.4	11.2	-71.9	4.6	-31.1
지배순이익	2.1	2.6	-20.5	8.1	-74.1	4.1	-48.1

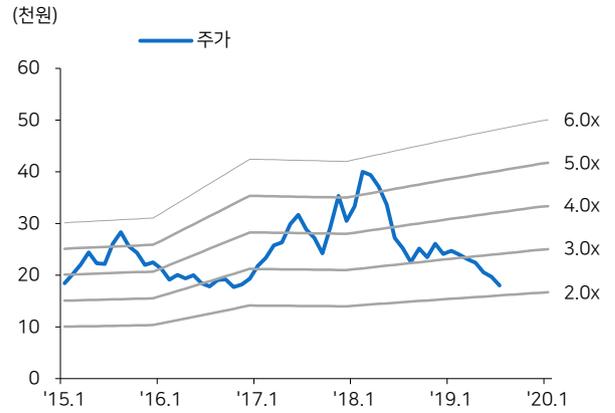
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 모두투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 모두투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
총 수탁금	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	456.1	491.9	475.3	515.3	440.8	509.2	482.8	1,967	1,975	1,948.2
% YoY	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	-3.3	-5.3	-6.5	-3.4	3.5	1.6	21.1	0.4	-1.3
% 매출전환율	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.3	11.7	11.6	12.5	12.6	12.8	12.8	12.7	12.4	12.7
매출총이익	64.3	57.3	62.5	65.2	70.9	60.6	57.7	54.9	64.3	55.7	65.4	61.6	249.4	244.1	247.0
% YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-8.1	13.4	12.2	21.1	-2.1	1.2
영업비용	52.6	49.4	53.6	60.8	60.5	54.7	54.0	52.0	55.0	52.9	57.7	56.1	216.4	221.2	221.7
% YoY	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	10.6	0.7	-14.5	-9.1	-3.2	6.8	7.9	20.0	2.2	0.2
% 매출액 대비	81.7	86.3	85.9	93.2	85.4	90.2	93.7	94.6	85.6	95.0	88.3	91.0	86.8	90.6	89.8
인건비	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	17.0	15.8	14.8	16.2	16.3	16.0	15.1	63.8	64.3	63.6
% 매출액 대비	24.8	26.4	25.3	26.0	23.6	28.0	27.5	26.9	25.2	29.3	24.4	24.5	25.6	26.4	25.7
커미션수수료	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	24.4	24.9	22.0	25.3	21.1	25.1	23.9	106.8	100.6	95.3
% 매출액 대비	42.1	42.1	43.4	43.6	41.3	40.3	43.2	40.1	39.3	37.8	38.3	38.8	42.8	41.2	38.6
광고비	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	5.7	5.6	5.7	5.2	5.0	6.0	6.0	20.0	24.0	22.3
% 매출액 대비	5.7	7.0	7.1	12.1	9.9	9.4	9.7	10.3	8.1	8.9	9.2	9.8	8.0	9.8	9.0
영업이익	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	2.5	9.3	2.8	7.7	5.5	33.8	21.2	25.2
% YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-12.2	-39.9	111.8	124.7	32.6	-37.2	18.8
영업이익률(%)	18.3	13.7	14.1	6.8	14.9	7.6	6.3	4.5	14.4	5.0	11.7	9.0	13.6	8.7	10.2
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,605	7,309	6,865	24,837	26,928	28,188
% YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	2.4	7.6	2.7	19.2	8.4	4.7
패키지 송출객	420	333	352	399	449	376	336	392	420	368	362	403	1,504	1,553	1,553
% YoY	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	-1.8	-6.3	-2.3	7.6	2.7	11.7	3.3	-0.1
항공권승객	289	298	343	298	315	274	318	300	310	325	342	308	1,229	1,207	1,285
% YoY	30.3	37.6	25.9	23.3	8.8	-7.9	-7.5	0.6	-1.7	18.4	7.6	2.7	28.9	-1.8	6.4
패키지M/S(%)	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	4.9	5.9	5.7	5.6	4.9	5.9	6.1	5.8	5.5
%p YoY	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.7	-0.3	0.0	0.0	-0.4	-0.3	-0.3

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표16 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	158.1	109.8	83.4	97.3	74.4	92.3	78.9	105.3	83.7	372.1	365.0	360.3
% YoY	24.3	23.9	13.2	167.7	48.4	24.0	33.9	-52.9	-15.9	-5.4	8.2	12.6	56.9	-1.9	-1.3
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.1	71.7	82.3	64.4	78.0	66.8	90.0	71.0	249.4	312.5	305.8
% YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-8.1	13.4	12.2	21.1	-2.1	1.2
종속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	12.5	13.8	12.9	15.3	15.5	43.5	55.3	57.4
% YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.2	2.9	-9.5	2.0	1.9	23.9	32.8	27.2	3.7
영업이익	11.0	7.3	8.1	7.5	9.5	4.0	2.5	1.0	9.1	2.5	7.8	5.0	33.9	16.6	24.4
% YoY	154.8	99.9	-2.3	95.7	-13.9	-45.6	-69.2	-86.7	0.2	-38.0	212.1	400.3	68.6	-51.1	46.9
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	4.7	8.6	4.8	2.6	1.3	9.9	3.1	7.4	5.9	9.1	4.6	6.8
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	5.4	10.5	4.6	3.6	2.5	9.3	2.8	7.7	5.5	33.8	21.2	25.2
% YoY	85.9	65.4	-2.1	-0.6	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-12.2	-39.9	111.8	124.7	32.6	-37.2	18.8
종속회사	-0.7	-0.4	-0.7	0.9	-2.1	-1.4	-1.3	-3.1	-1.0	-1.1	0.0	-2.2	-1.0	-7.9	-4.2
% 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	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-0.5	-0.8	-0.1	-2.2	0.3	-0.6	0.9	-1.2	0.1	-3.6	-0.5
% 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

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

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	372.1	365.0	360.3	352.5	355.0
매출액증가율 (%)	56.9	-1.9	-1.3	-2.2	0.7
매출원가	94.5	87.0	78.2	59.1	59.8
매출총이익	277.6	278.0	282.1	293.4	295.2
판매관리비	243.7	261.4	257.7	268.8	274.6
영업이익	33.9	16.6	24.4	24.6	20.6
영업이익률	9.1	4.6	6.8	7.0	5.8
금융손익	0.8	1.0	1.6	2.0	2.2
종속/관계기업손익	3.0	0.1	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-2.9	-2.0	1.7	1.8	1.4
세전계속사업이익	34.7	15.8	27.9	28.5	24.3
법인세비용	8.9	5.6	6.8	6.8	6.1
당기순이익	24.9	12.2	21.1	21.8	18.2
지배주주지분 손이익	24.9	12.6	20.8	20.6	16.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	20.9	20.1	19.9
당기순이익(손실)	24.9	12.2	21.1	21.8	18.2
유형자산상각비	2.5	3.5	3.7	3.7	3.6
무형자산상각비	0.6	0.5	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.4	18.2	-1.9	-3.3	0.3
투자활동 현금흐름	-53.8	-18.2	8.3	1.6	-1.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.6	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	5.2	-5.0	7.8	0.3	-0.1
재무활동 현금흐름	11.3	-12.8	-21.0	-4.6	-3.9
차입금의 증감	40.1	2.0	-14.8	2.5	3.3
자본의 증가	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.2	4.0	8.2	17.1	14.5
기초현금	58.3	53.1	57.2	65.4	82.4
기말현금	53.1	57.2	65.4	82.4	96.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	221.1	200.6	206.9	222.5	238.3
현금및현금성자산	53.1	57.2	65.4	82.4	96.9
매출채권	44.7	25.0	24.6	25.7	26.1
재고자산	25.0	10.9	10.8	10.5	10.6
비유동자산	129.5	134.0	125.3	124.2	123.6
유형자산	100.2	100.6	99.9	99.2	98.6
무형자산	2.6	1.1	0.9	0.8	0.7
투자자산	16.5	21.5	13.6	13.3	13.4
자산총계	350.6	334.6	332.2	346.8	361.9
유동부채	152.7	146.6	130.3	130.2	134.3
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	22.8	8.0	10.5	13.8
비유동부채	33.4	26.8	26.8	26.7	26.7
사채	0.0	16.8	16.8	16.8	16.8
장기차입금	30.2	7.1	7.1	7.1	7.1
부채총계	186.2	173.4	157.1	156.9	161.0
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	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	116.3	120.3	134.0	147.5	157.3
비지배주주지분	28.2	27.8	28.1	29.3	30.6
자본총계	164.5	161.2	175.2	189.8	200.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	19,686	19,311	19,063	18,651	18,781
EPS(지배주주)	1,316	664	1,102	1,089	894
CFPS	1,906	1,270	1,476	1,488	1,248
EBITDAPS	1,956	1,090	1,494	1,502	1,284
BPS	7,208	7,056	7,781	8,493	9,011
DPS	450	350	400	400	400
배당수익률(%)	1.5	1.5	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	23.2	36.3	16.6	16.8	20.5
PCR	16.0	19.0	12.4	12.3	14.7
PSR	1.5	1.2	1.0	1.0	1.0
PBR	4.2	3.4	2.4	2.2	2.0
EBITDA	37.0	20.6	28.2	28.4	24.3
EV/EBITDA	13.7	18.3	8.7	8.3	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	9.3	14.9	13.4	10.2
EBITDA 이익률	9.9	5.6	7.8	8.1	6.8
부채비율	113.2	107.6	89.7	82.7	80.1
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	82.0	11.9	20.2	23.8	18.4
매출채권회전율(x)	9.8	10.5	14.5	14.0	13.7
재고자산회전율(x)	29.7	20.4	33.2	33.1	33.6

Industry Brief
2019. 7. 10

하나투어 039130

본업과 일본 자회사 양쪽에 영향 미쳐

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 영업이익은 43억원으로 낮아진 컨센서스를 충족할 전망
- ✓ 자연재해 기저에도 불구하고 예약률 반등 없어. 일본 여행 보이콧도 부담 더해
- ✓ 특히 동사는 패키지 본업과 일본 자회사 양쪽에 일본 부진이 영향을 미치는 중
- ✓ 2019년 영업이익 340억원으로 동사 기존 전망치인 640억원 달성 가능성 낮아
- ✓ 이익 전망 하향에 따라 적정주가 58,000원으로 하향함

Trading Buy

적정주가 (12개월) 58,000 원
현재주가 (7.9) 46,000 원
상승여력 26.1%

KOSPI	2,052.03pt
시가총액	5,343억원
발행주식수	1,162만주
유동주식비율	81.73%
외국인비중	11.95%
52주 최고/최저가	80,700원/45,900원
평균거래대금	112.1억원

주요주주(%)

박상환 외 5 인	13.54
키움프라이빗에쿼티 외 1 인	7.96
국민연금공단	6.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.7	-33.7	-37.9
상대주가	-18.9	-33.3	-30.8

주가그래프



낮아진 컨센서스를 버텨준 건 천덕꾸러기 취급 받던 면세

하나투어의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,979억원(+1% YoY)과 43억원(-10% YoY)으로 낮아진 컨센서스를 충족할 전망이다. 별도 기준 영업이익이 23억원(-39% YoY)에 그치는 것이 감익의 주된 요인이다. 하나투어 2분기 패키지 P와 Q 성장률은 각각 +2%, -14% YoY를 전망한다.

일본 자회사는 부진한 본사 트래픽으로 25억원을 기록, 해외 자회사 이익은 28억원에 그칠 전망이다. 한편 국내 자회사 실적을 좌우하는 인바운드 사업은 적자 축소가 지속될 전망이다. 주지하는 바와 같이 적자는 면세에서 비롯되는데, 면세점 신규 오픈 비용에도 불구하고 1분기부터 10억 내외로 줄인 적자폭이 2분기에도 비슷한 수준으로 지속될 전망이다.

Pure EPS로 바라보기 시작하다

하나투어의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 8,624억원과 340억원(+37% YoY)로 전망된다. 이는 별도 이익 303억원(+14% YoY)과 일본 116억원(+22% YoY), 면세점 -28억원에 기반한 수치다. 2018년 6월부터 본격화된 일본 지진/홍수 피해로 기저 효과를 기대했지만 일본 경제 제재로 일본 여행 보이콧이 확산되며 이마저 쉽지 않아 보인다. 특히 동사는 1) 별도(패키지) 사업 내 일본 비중이 가장 높고 2) 일본 자회사까지 연동되기 때문에 방일 한국인 감소 영향이 여행사 내 가장 크다.

하나투어에 대한 적정주가를 기존 67,000원에서 58,000원으로 하향한다. 적정주가 산출 기준은 기존과 동일하나 추정치를 하향한 데 따른다. 에스엠면세점 적자 축소로 EPS를 기준으로 동사의 PER을 바라보는 시각이 강해질 가능성이 높다. 동사의 주가는 Fwd 12M 기준 36배에 거래되고 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	804.3	41.1	13.2	1,135	71.8	17,984	90.7	5.7	16.3	6.6	155.6
2018	828.3	24.9	8.8	753	-18.1	17,206	91.3	4.0	14.3	4.3	198.5
2019E	862.4	34.0	19.0	1,638	111.0	17,659	28.1	2.6	6.2	9.4	197.2
2020E	900.6	30.3	14.6	1,254	-14.0	17,674	36.7	2.6	6.1	7.1	199.9
2021E	924.0	36.8	18.7	1,612	25.7	18,047	28.5	2.5	5.1	9.0	196.3

표17 하나투어 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	197.9	196.7	0.6	222.9	-11.2	200.9	-1.5
영업이익	4.3	4.8	-10.2	13.2	-67.3	6.1	-29.8
세전이익	5.5	5.2	5.6	14.8	-62.6	7.6	-27.3
지배순이익	3.3	1.8	78.1	9.1	-64.3	4.4	-25.6

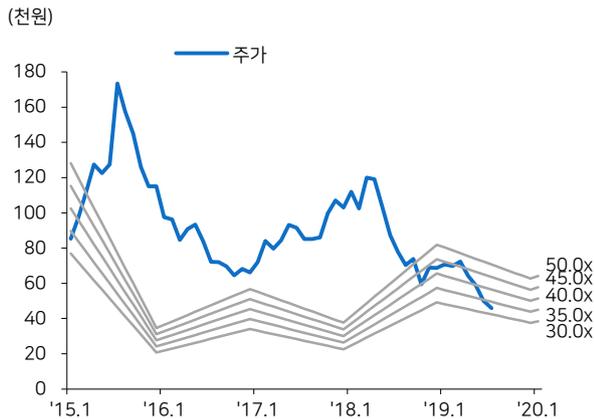
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 하나투어 적정주가 산정

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	367	37,561	Fwd 12M PER 20배. 모두투어와 동일(1)
해외사업가치	77	6,594	(2)+(3)
JP 가치	99	8,504	Fwd 12M PER 20배 및 지분율 51% 적용 (2)
ex. JP 가치	-22	-1,911	Fwd 12M PER 20배. 2017~2020 CAGR -0.9% OP 성장 전망. 지분율 고려X (3)
에스엠면세점	0		가치산정제외
net cash	163	14,036	2018년 말 기준 (4)
Total	606	58,191	(1)+(2)+(3)+(4)

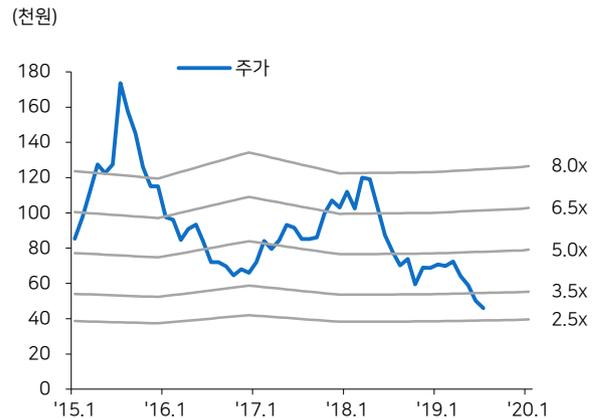
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 하나투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 하나투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표19 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
총 수탁금	887.0	824.1	904.5	938.8	980.3	857.3	923.8	873.3	969.9	812.5	864.4	879.3	3,554.4	3,634.7	3,526.1
% YoY	11.7	19.7	5.9	26.8	10.5	4.0	2.1	-7.0	-1.1	-5.2	-6.4	0.7	15.5	2.3	-3.0
%매출전환율	12.8	12.7	11.8	12.8	16.2	14.7	15.1	13.7	15.4	14.5	15.7	14.0	12.5	14.9	14.9
매출액	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	139.4	120.0	149.7	117.9	135.6	122.8	444.6	542.1	526.0
% YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	30.7	-0.2	-5.6	-6.4	-1.4	2.4	15.3	21.9	-3.0
영업비용	97.2	96.0	97.3	107.4	144.7	122.1	130.3	118.3	136.8	115.5	126.4	117.0	397.8	515.4	495.7
% YoY	5.0	11.6	6.5	25.5	48.9	27.2	34.0	10.2	-5.5	-5.4	-3.0	-1.1	11.9	29.6	-3.8
%매출액 대비	85.9	91.8	91.2	89.3	91.3	97.0	93.5	98.6	91.4	98.0	93.2	95.2	89.5	95.1	94.2
영업이익	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	9.1	1.7	12.9	2.3	9.2	5.8	46.8	26.6	30.3
% YoY	40.7	2,238	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-3.1	-87.0	-7.2	-38.7	27.5	247.7	54.0	-43.1	13.8
영업이익률(%)	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	3.0	6.5	1.4	8.6	2.0	6.8	4.8	10.5	4.9	5.8
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,605	7,309	6,865	24,837	26,928	28,188
% YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	2.4	7.6	2.7	19.2	8.4	4.7
패키지승객	939	830	925	963	1,100	889	817	896	964	764	794	849	3,658	3,702	3,372
% YoY	21.3	19.2	14.9	25.8	17.1	7.2	-11.7	-7.0	-12.4	-14.1	-2.8	-5.2	20.2	1.2	-8.9
항공권승객	485	427	540	524	561	496	573	546	581	525	567	638	1,977	2,176	2,311
% YoY	14.5	5.1	0.4	0.8	15.7	16.1	6.0	4.2	3.6	5.8	-0.9	16.8	4.7	10.1	6.2
패키지M/S(%)	15.4	14.5	14.1	15.0	15.7	13.8	12.0	13.4	13.0	11.6	10.9	12.4	14.7	13.7	12.0
%p YoY	0.4	-0.3	-0.2	0.5	0.4	-0.7	-2.0	-1.6	-2.7	-2.2	-1.2	-1.0	0.1	-1.0	-1.8

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표20 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	171.3	185.8	166.9	181.4	229.3	196.7	208.4	193.8	222.9	197.9	224.9	216.7	804.3	828.3	862.4
% YoY	15.0	33.0	4.3	23.5	33.9	21.0	3.4	-7.0	-2.8	0.6	7.9	11.8	35.1	3.0	4.1
하나투어본사	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	117.9	135.6	122.8	444.6	542.1	526.0
% YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-6.4	-1.4	2.4	15.3	21.9	-3.0
종속회사	66.4	69.4	69.5	71.7	78.7	82.2	75.3	82.0	79.8	93.7	85.3	95.5	277.0	318.3	354.4
% YoY	25.9	11.8	6.7	12.9	18.6	18.4	8.4	14.5	1.4	14.1	13.3	16.4	13.8	14.9	11.4
영업이익	10.3	5.7	9.9	15.8	12.0	4.8	5.2	2.9	13.2	4.3	8.4	8.2	41.1	24.9	34.0
% YoY	7.2	N/A	-4.9	317.7	16.6	-1.2	-47.5	-82.1	9.6	-10.2	62.4	182.0	96.4	-39.5	36.8
OPM(%)	6.0	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	2.5	1.5	5.9	2.2	3.7	3.8	5.1	3.0	3.9
하나투어본사	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	7.2	1.7	12.9	2.3	9.2	5.8	46.8	26.6	30.3
% YoY	40.7	2238.6	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	-38.7	27.5	247.7	54.0	-43.1	13.8
종속회사	-5.6	-2.9	0.5	2.9	-1.9	1.0	-2.1	1.2	0.3	2.0	-0.8	2.3	-5.7	-1.8	3.7
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	3.3	0.4	N/A	N/A	N/A
국내자회사	-10.7	-8.9	-4.7	-2.9	-7.0	-3.2	-2.5	-1.1	-2.5	-0.8	-1.2	-1.9	-27.2	-13.8	-6.4
% YoY	N/A														
SM면세점	-8.2	-9.5	-5.3	-4.5	-4.9	-4.0	-2.6	-2.4	-1.0	-1.1	-0.2	-0.6	-27.6	-13.8	-2.9
% YoY	N/A														
해외자회사	5.1	5.1	5.2	5.5	5.1	4.2	-2.6	2.2	2.7	2.8	0.4	4.2	20.9	8.8	10.1
% YoY	7.7	14.0	8.3	29.9	1.3	-18.3	N/A	-60.7	-47.1	-33.7	N/A	93.9	14.6	-57.6	14.0
일본자회사	4.3	4.5	4.7	4.5	4.5	3.5	0.0	1.5	2.5	2.5	3.0	3.5	18.0	9.5	11.6
% YoY	19.6	37.0	44.6	56.3	3.6	-21.4	-99.6	-66.7	-43.9	-28.3	15,089	135.9	12.5	-47.2	22.1

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

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	804.3	828.3	862.4	900.6	924.0
매출액증가율 (%)	35.1	3.0	4.1	4.4	2.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	804.3	828.3	862.4	900.6	924.0
판매관리비	763.2	803.4	828.4	870.3	887.2
영업이익	41.1	24.9	34.0	30.3	36.8
영업이익률	5.1	3.0	3.9	3.4	4.0
금융손익	1.5	2.3	1.9	2.1	2.6
종속/관계기업손익	-1.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.8	-4.4	5.2	5.2	5.2
세전계속사업이익	38.3	22.3	41.1	37.7	44.6
법인세비용	25.4	11.8	12.2	11.6	13.2
당기순이익	12.9	10.6	22.3	19.2	24.1
지배주주지분 손이익	13.2	8.8	19.0	14.6	18.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	66.2	20.2	59.1	57.0	58.7
당기순이익(손실)	12.9	10.6	22.3	19.2	24.1
유형자산상각비	16.1	18.3	20.3	22.3	24.3
무형자산상각비	4.4	4.2	10.7	9.0	6.3
운전자본의 증감	2.0	-14.2	5.8	6.5	4.0
투자활동 현금흐름	-21.8	-131.0	-41.3	-16.3	-9.7
유형자산의증가(CAPEX)	-21.4	-12.9	-30.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	0.5	-4.2	9.0	-0.3	-1.1
재무활동 현금흐름	32.9	36.9	-16.5	-14.2	-14.3
차입금의 증감	5.4	97.1	-2.2	0.2	0.1
자본의 증가	22.5	-3.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	72.3	-70.7	1.2	26.5	34.7
기초현금	156.1	228.4	157.7	158.9	185.4
기말현금	228.4	157.7	158.9	185.4	220.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	454.8	497.7	512.9	555.2	599.5
현금및현금성자산	228.4	157.7	158.9	185.4	220.2
매출채권	98.1	97.0	101.0	105.5	108.3
재고자산	57.5	53.1	55.3	57.7	59.2
비유동자산	173.4	218.4	223.5	202.6	178.1
유형자산	82.6	109.5	119.3	102.0	82.7
무형자산	13.9	22.1	26.4	22.5	16.2
투자자산	50.7	54.4	45.5	45.8	46.8
자산총계	628.2	716.1	736.5	757.7	777.6
유동부채	362.3	413.6	425.4	441.1	450.8
매입채무	102.9	99.7	103.8	108.4	111.2
단기차입금	10.5	69.6	69.6	69.6	69.6
유동성장기부채	5.9	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.2	62.7	63.3	64.0	64.4
사채	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
장기차입금	5.2	10.4	10.4	10.4	10.4
부채총계	382.4	476.2	488.6	505.1	515.2
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	114.5	111.3	111.3	111.3	111.3
기타포괄이익누계액	-4.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	126.9	118.3	123.5	123.7	128.0
비지배주주지분	36.8	40.0	42.7	47.4	52.8
자본총계	245.7	239.9	247.8	252.7	262.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	69,243	71,303	74,239	77,531	79,544
EPS(지배주주)	1,135	753	1,638	1,254	1,612
CFPS	6,781	5,428	5,478	5,162	5,620
EBITDAPS	5,306	4,071	5,592	5,301	5,799
BPS	17,984	17,206	17,659	17,674	18,047
DPS	1,500	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	1.5	1.9	2.8	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	90.7	91.3	28.1	36.7	28.5
PCR	15.2	12.7	8.4	8.9	8.2
PSR	1.5	1.0	0.6	0.6	0.6
PBR	5.7	4.0	2.6	2.6	2.5
EBITDA	61.6	47.3	65.0	61.6	67.4
EV/EBITDA	16.3	14.3	6.2	6.1	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	4.3	9.4	7.1	9.0
EBITDA 이익률	7.7	5.7	7.5	6.8	7.3
부채비율	155.6	198.5	197.2	199.9	196.3
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	56.5	19.8	16.5	14.9	18.0
매출채권회전율(x)	9.0	8.5	8.7	8.7	8.6
재고자산회전율(x)	19.7	15.0	15.9	15.9	15.8

Industry Brief
2019. 7. 10

에스엠 041510

줄다리기

▲ 엔터/레저

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 49,000 원
현재주가 (7.9) 37,800 원
상승여력 29.6%

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	8,845억원
발행주식수	2,340만주
유동주식비율	80.60%
외국인비중	16.33%
52주 최고/최저가	56,100원/37,600원
평균거래대금	131.1억원

주요주주(%)	
이수만 외 7인	19.26
국민연금공단	9.23
KB자산운용	7.59

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.9	-26.2	-11.9
상대주가	-13.9	-23.7	8.3

주가그래프



- ✓ 2분기 영업이익은 90억원으로 시장 컨센서스 하회 전망
- ✓ 별도 이익은 눈높이 수준이나 1분기와 마찬가지로 자회사 적자 이어지기 때문
- ✓ KB주주서한에 대해 에스엠은 7월31일까지 구체적 방안 마련하겠다고 답한 상황
- ✓ 지속되는 자회사 적자, 탑라인 대비 부진한 이익 트렌드 고려 시 투자자들 KB 자산에 힘 실어줄 가능성 높아. 이벤트 플레이 대상으로 엔터주 중 매력도 높음

지속되는 자회사 적자가 발목잡은 2분기 실적

에스엠의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,759억원(+41% YoY)과 90억원(-9.8% YoY)로 컨센서스를 하회할 전망이다. 별도 기준 영업이익은 100억원으로 시장 추정치와 유사하겠으나 F&B를 포함해 유료 팬클럽 관련 플랫폼 적자가 예상보다 더디게 줄어든 점이 감익의 원인으로 지목된다. 특히 에스엠은 자본총계 5천억원 이상에 접어들며 2019년 첫 지정감사가 시작되는 해다. 이로 인해 1분기 발생했던 바와 같이 예상치 못한 자회사 적자가 추가 발생할 수 있다는 점은 실적 가시성을 낮추는 요소다.

이벤트 플레이 대상으로는 엔터주 중 가장 매력도 높아

매크로 환경에 더해 엔터업 전반에 이렇다 할 뉴스가 부재한 점이 엔터주 주가에 부담이 되고 있다. 이는 엔터업에 대해 새로 가치평가될 부분이 나타나지 않는 이상 섹터 리레이팅을 기대하기는 어렵다는 해석이 가능하다.

KB자산이 지난 6월 에스엠에 주주서한을 보냈다. 에스엠은 6월 20일 답변서를 통해 7월 31일까지 이익 제고를 위한 구체적 방안을 마련하겠다고 답했다. 지속되는 F&B의 적자, 탑라인 대비 부진한 이익 트렌드를 고려했을 때 여타 투자자들의 의견은 KB자산과 궤를 함께 할 가능성이 높다.

에스엠에 대한 적정주가를 기존 55,000원에서 49,000원으로 하향한다. 적정주가 산정 틀은 기존과 같으나 엔터업 전반의 밸류에이션 하락을 반영하여 적용 배수를 기존 30배에서 27배로 하향한 데 따른다. KB자산이 제시한 3가지 요구 사항이 받아들여질 경우 연간 영업이익은 200억 이상 증가할 수 있는 가능성을 감안하여 엔터업 내 Top pick으로 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	365.4	10.9	4.3	199	-210.4	15,824	174.5	2.2	21.5	1.3	83.1
2018	612.2	47.8	30.6	1,361	-581.2	18,424	38.4	2.8	12.9	8.0	74.0
2019E	736.8	49.4	28.4	1,221	-12.8	18,868	31.0	2.0	9.0	6.6	85.6
2020E	750.3	51.7	34.3	1,465	26.0	19,883	25.8	1.9	8.7	7.6	84.7
2021E	791.6	41.2	27.8	1,188	-21.3	20,622	31.8	1.8	9.9	5.9	87.3

표21 에스엠 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	175.9	124.4	41.3	130.8	34.5	159.1	10.6
영업이익	9.0	10.0	-9.8	2.8	221.0	11.0	-17.9
세전이익	7.8	11.1	-29.7	2.7	186.9	11.5	-31.8
지배순이익	5.8	5.1	14.6	-1.0	-685.4	7.6	-23.4

자료: 에스엠, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
동방신기 (2004 데뷔, '13,'18 재계약)	1월 일본 교세라동 (18~20일, 3회, 15만명) 3월 올림픽 체조경기장 (9~10일, 2회, 2.8만명)	4/5~10 일본 아레나 5회 (5.6만명) 6/12 유노윤호 솔로앨범 6/29 방콕 아레나 1회	7월 홍콩 아레나 1회 7월 필리핀 아레나 2회 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 9월 일본 싱글앨범 추정	10~12월 일본 투어 25회(35만명) 추정 12월 한국 앨범 발매
슈퍼주니어 (2005 데뷔, '15 재계약)	11/3~9 일본투어 8회 (6.7만명) 3월 2~3 올림픽 체조경기장 2회 (2.8만명) 2~3월 예성, 려욱 일본 솔로 소극장 투어 9회(2만명)	4월 D&E 땡겨 미니3집(8.3만장) 4/13~14 &E 올림픽홀(2회, 5천명) 5/4 D&E 말레이시아 아레나 (1.3만명) 5/19 규현 팬미팅(경희대 평화, 5천명) 5/20 규현 '너를 만나러 간다' 싱글 발매 5/25,6/22~6/29 D&E 동남아 아레나 4회(3.3만명) 6/18 예성 '핑크 매직' 미니 앨범 6/20~21 일본 팬미팅 2회 (2.8만명)	8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10월 정규앨범 가정 10월 올림픽 체조경기장 (2회, 2.8만명)추정 10월 일본 동투어 3회 가정(12만명) 10월 동남아 7회 가정
샤이니	2월 태민 WANT 미니 2집 (10.7만장) 2/2~10 키 국내 팬미팅 9회 (7천명) 2월 민호 일본 아레나 (23~24일, 2회, 2만명) 3월 핸드볼경기장 1회(5천명)	3/4 키 군입대 4/15 민호 군입대. 막내 태민만 남은 상황 5월 태민 일본 아레나 8회 (17.7만)	8월 태민 일본 미니 앨범 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8~9월 태민 일본 투어 25회 (12만명)	
엑소 (2012 데뷔. 10년)		4월 첸 사월, 꽃 미니1집(21만장) 4/16~17 일본, 사이타마아레나 (2회, 6만명) 4월 일본 고베월드홀 (27~29일, 3회, 2.7만명) 5/7 시우민 군입대 6/29~30 일본 팬미팅 3회 (4.5만명)	7/1 일본 팬미팅 2회 (3만명) 7/19~28 체조경기장 6회 (8.5만명) 7월 유닛/백현 미니앨범 7~8월 유닛 동남아 투어 4회 (6만명) 7월 유닛 일본 투어 10회 (15만명) 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10월 일본 투어 5만명 가정 11월 정규/리팩앨범 12월 동남아 투어 8회 가정
레드벨벳 (2014 데뷔) 2021년 만료	1월 일본 디지털싱글 Sappy 2월 일본 디지털싱글 Sayonara 1월 일본 투어 (6~30일, 5회, 4.5만명) 2월 북미투어(8~21일, 7회)	5월 일본 미니앨범 Sappy 6/9,16 일본 팬미팅 2회 (0.5만명) 6/19 'The ReVe Festival-Day 1' 미니 앨범 6/21~29 동남아 투어 5회	7/7,10 유럽 투어 2회 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석	9월 동남아 투어 5회 가정 10월 정규/리팩 앨범 10월 핸드볼경기장 2회 (1만명) 가정
NCT (2016 데뷔) 2023년 만료	1월 올림픽 체조경기장 (26~27일, 2회, 2.8만명) 2~3월 일본 투어 (13회, 11.1만명)	4월 NCT 127 일본 정규앨범 Awaken 4~5월 미주투어(4.24~5.21, 12회) 5/24 NCT 127 'We Are Superhuman' 미니앨범 6월 러시아 콘서트(26&29, 2회)	7월 러시아&영국 콘서트 8월 3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8월 동남아 투어 3회 가정 9월 일본 미니 앨범 가정 9월 일본(15회, 14만명) 추정	10월 미니 앨범 가정 10월 올림픽 체조경기장 3회(4.2만명) 추정

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표23 에스엠 적정주가 산정 내역

(십억원)	12M Fwd OP	12M Fwd NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	SM 보유가치	주당 가치 (원)
SM본사	50.4	32.2	27	870.2	100%	870.2	37,189
SM JP	13.0	9.1	27	245.8	100%	245.8	10,507
SM Beijing	2.0	1.4	27	37.8	100%	37.8	1,615.5
합계	65.4	42.7				1,154	49,311

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표24 에스엠 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출 추정																
매출	41.0	40.0	61.0	74.0	59.0	61.0	66.0	96.0	57.0	66.6	77.7	106.9	216.0	282.0	308.2	343.1
음반/음원 사업	13.4	12.4	32.3	28.1	21.3	22.8	18.2	49.5	23.6	25.5	26.4	51.7	86.2	111.8	127.2	136.4
음반 매출	5.9	5.3	22.2	14.0	11.6	12.1	8.8	34.2	8.4	10.3	11.0	33.6	47.4	66.7	63.3	65.9
음원 매출	7.5	7.2	10.2	13.9	9.7	10.6	9.4	15.3	15.2	15.2	15.4	18.1	38.8	45.0	63.9	70.5
매니지먼트 사업	27.1	28.0	28.4	46.4	38.1	37.8	47.5	46.4	33.4	41.1	51.3	55.2	129.9	169.8	181.1	206.7
출연료 등	10.6	13.8	9.7	18.0	18.8	13.5	19.7	7.7	13.1	17.4	20.3	25.5	52.1	59.7	76.2	84.7
광고	8.2	3.8	8.3	5.5	5.2	7.0	10.0	6.0	6.5	7.4	10.0	7.2	25.9	28.2	31.1	32.6
초상 외	8.3	10.4	10.3	22.9	14.1	17.3	17.8	32.7	13.9	16.4	21.1	22.5	51.9	81.9	73.8	89.4
% YoY																
매출	-14.6	-4.8	-	48.0	43.9	52.5	8.2	29.7	-3.4	9.2	17.8	11.3	6.9	30.6	9.3	11.3
음반/음원 사업	40.2	-33.7	152	26.8	59.0	83.0	-43.7	76.4	10.6	12.1	45.0	4.5	36.4	29.6	13.8	7.2
음반 매출	21.2	-59.2	204	-1.3	95.3	128.3	-60.4	144.1	-27.6	-14.8	25.0	-1.8	20.4	40.6	-5.1	4.0
음원 매출	62.2	24.1	61.9	96.1	30.0	47.2	-7.8	9.9	56.7	43.3	63.6	18.4	63.0	16.0	42.0	10.4
매니지먼트 사업	-30.3	18.3	-40.3	61.0	40.7	34.8	67.5	0.1	-12.3	8.9	8.0	18.9	-6.4	30.7	6.6	14.2
출연료 등	-44.7	17.9	-53.6	362.9	78.0	-2.2	103.1	-57.3	-30.5	28.7	2.9	231.0	-6.3	14.6	27.6	11.1
광고	22.8	-41.5	-	-3.5	-36.8	84.2	20.5	8.5	25.0	5.0	-	20.0	-5.0	9.1	10.1	5.0
초상 외	-36.6	92.6	-43.7	19.4	69.9	66.3	72.8	42.7	-1.8	-5.2	18.4	-31.3	-7.3	57.8	-9.9	21.2
원가 추정																
매출원가	28.0	26.0	34.0	45.0	35.3	38.0	43.0	56.0	33.2	40.5	45.9	67.1	133.0	172.3	186.7	210.0
% to sales	68.3	65.0	55.7	60.8	59.8	62.3	65.2	58.3	58.2	60.8	59.1	62.8	61.6	61.1	60.6	61.2
% YoY	-12.5	-13.3	-10.5	28.6	25.9	46.2	26.5	24.4	-5.9	6.6	6.8	19.8	-1.5	29.5	8.4	12.5
판매관리비	11.0	14.0	16.0	12.0	14.9	14.0	19.0	15.0	15.2	16.1	19.9	21.7	53.0	62.9	73.0	84.0
% to sales	26.8	35.0	26.2	16.2	25.2	23.0	28.8	15.6	26.7	24.1	25.7	20.3	24.5	22.3	23.7	24.5
% YoY	10.0	40.0	6.7	20.0	35.3	-	18.8	25.0	2.3	14.8	4.9	44.9	17.8	18.6	16.0	15.1
이익 추정																
매출총이익	13.0	14.0	27.0	29.0	23.7	23.0	23.0	40.0	23.8	26.1	31.8	39.8	83.0	109.7	121.5	133.1
% YoY	-18.8	16.7	17.4	93.3	82.7	64.3	-14.8	37.9	0.3	13.6	38.3	-0.5	23.6	32.2	10.7	9.5
매출총이익률(%)	31.7	35.0	44.3	39.2	40.2	37.7	34.8	41.7	41.8	39.2	40.9	37.2	38.4	38.9	39.4	38.8
영업이익	-	2.0	13.0	10.0	9.3	8.0	7.0	17.0	8.6	10.0	11.9	18.1	25.0	41.3	48.6	49.1
% YoY	N/A	100	44.4	N/A	N/A	300.0	-46.2	70.0	-7.7	25.6	69.4	6.3	66.7	65.2	17.6	1.0
영업이익률(%)	-	5.0	21.3	13.5	15.8	13.1	10.6	17.7	15.1	15.1	15.3	16.9	11.6	14.6	15.8	14.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표25 에스엠 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출 추정																
연결 매출	68.1	67.7	86.7	142.9	110.6	124.4	168.7	208.5	130.8	175.9	196.2	233.9	365.4	612.2	736.8	750.3
% YoY	-24.7	-12.0	-16.8	82.3	62.5	83.8	94.6	45.9	18.2	41.3	16.3	12.2	4.4	67.6	20.3	1.8
본사 매출	41.0	40.0	61.0	74.0	59.0	61.0	66.0	96.0	57.0	66.6	77.7	106.9	216.0	282.0	308.2	343.1
% YoY	-14.6	-4.8	-	48.0	43.9	52.5	8.2	29.7	-3.4	9.2	17.8	11.3	6.9	30.6	9.3	11.3
자회사 합산	27.1	27.7	25.7	68.9	51.6	63.4	102.7	112.5	73.8	109.2	118.5	127.0	149.4	330.2	428.6	407.2
% YoY	-36.2	-20.6	-40.5	142.7	90.6	128.9	300.0	63.2	43.0	72.2	15.4	12.9	0.3	121.1	29.8	-5.0
SM C&C	14.9	11.4	10.2	52.1	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	55.1	46.7	64.4	88.6	197.0	201.5	207.5
% YoY	-27.1	-55.9	-64.4	153.0	151.4	361.7	338.0	20.0	-6.1	5.0	5.0	3.0	-7.2	122.5	2.3	3.0
SM Japan	13.0	12.2	9.1	24.5	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	30.0	31.2	45.2	58.8	94.9	121.3	77.8
% YoY	-36.8	109.5	-27.9	111.8	102.3	34.2	123.2	30.2	-43.3	83.8	53.1	41.8	16.1	61.4	27.8	-35.8
Dream Maker	5.6	15.8	8.4	12.7	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	11.6	16.0	23.1	42.5	58.3	66.9	72.7
% YoY	-75.3	276.2	-51.3	81.5	19.1	-21.8	113.3	67.8	142.8	-6.5	-10.7	8.4	-17.0	37.0	14.8	8.6
키이스트	21.4	33.1	25.0	26.7	17.5	27.0	38.4	20.9	23.4	29.7	42.2	23.0	106.2	103.7	118.2	130.1
% YoY	-5.2	46.5	11.6	3.9	-18.1	-18.4	53.7	-22.0	33.6	10.0	10.0	10.0	13.9	-2.3	14.0	10.0
이익 추정																
연결 영업이익	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	12.1	15.2	2.8	9.0	17.0	20.5	10.9	47.7	49.4	51.7
% YoY	-86.7	N/A	-65.7	502.5	765.8	626.2	162.8	306.3	-73.0	-9.8	40.0	35.1	-47.2	336.4	3.4	4.7
영업이익률(%)	1.8	2.0	5.3	2.6	9.4	8.0	7.2	7.3	2.1	5.1	8.7	8.8	3.0	7.8	6.7	6.9
본사 영업이익	-	2.0	13.0	10.0	9.3	8.0	7.0	17.0	8.6	10.0	11.9	18.1	25.0	41.3	48.6	49.1
% YoY	N/A	100.0	44.4	N/A	N/A	300.0	-46.2	70.0	-7.7	25.6	69.4	6.3	66.7	65.2	17.6	1.0
영업이익률(%)	-	5.0	21.3	13.5	15.8	13.1	10.6	17.7	15.1	15.1	15.3	16.9	11.6	14.6	15.8	14.3
자회사 영업이익	1.2	-0.6	-8.4	-6.3	1.1	2.0	5.1	-1.8	-5.8	-1.0	5.1	2.5	-14.1	6.4	0.8	2.6
% YoY	-60.4	N/A	N/A	N/A	-10.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	-87.4	226.0
SM C&C	-0.6	-2.1	-7.9	-2.4	-3.0	-0.3	0.4	0.9	-2.1	0.4	1.1	1.3	-13.0	-2.1	0.7	1.5
% YoY	N/A	195.2	45.7	N/A	N/A	N/A	121.1									
SM Japan	2.4	1.8	1.5	-0.3	6.0	2.9	4.5	4.4	2.0	2.9	4.5	4.4	5.3	17.9	13.9	9.5
% YoY	8.6	341.3	8.0	N/A	150.2	66.8	206.1	N/A	-67.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	2.4	-0.2	-0.3
Dream Maker	-0.3	1.6	-0.7	-0.6	0.3	0.9	2.5	1.1	2.0	0.9	2.5	1.6	0.0	4.8	6.9	7.7
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-45.5	N/A	N/A	504.8	0.0	0.0	46.4	-99.2	26,967.0	44.2	11.5
키이스트	-0.2	1.4	0.8	-0.9	0.2	-0.2	0.8	-3.2	-1.2	-0.2	0.9	0.3	1.0	-2.4	-0.2	0.2
% YoY	N/A	N/A	-45.6	N/A	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A	N/A	11.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SM Beijing	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.3	0.1	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	2.2
% YoY	N/A	N/A	N/A													

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스엠 (041510)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	365.4	612.2	736.8	750.3	791.6
매출액증가율 (%)	4.4	67.6	20.3	1.8	5.5
매출원가	249.0	409.5	487.9	523.8	559.1
매출총이익	116.4	202.7	248.9	226.6	232.5
판매관리비	105.5	155.0	199.5	174.9	191.3
영업이익	10.9	47.8	49.4	51.7	41.2
영업이익률	3.0	7.8	6.7	6.9	5.2
금융손익	-5.4	4.5	4.2	4.2	4.2
종속/관계기업손익	20.6	-6.4	-9.1	-8.2	-7.4
기타영업외손익	-1.7	0.2	0.6	0.6	0.6
세전계속사업이익	24.4	46.0	45.1	48.3	38.7
법인세비용	29.1	22.6	23.9	21.6	17.6
당기순이익	-4.7	23.4	21.2	26.8	21.1
지배주주지분 순이익	4.3	30.6	28.4	34.3	27.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	77.5	120.0	64.9	57.4	51.7
당기순이익(손실)	-4.7	23.4	21.2	26.8	21.1
유형자산상각비	11.2	12.9	12.9	12.9	12.9
무형자산상각비	10.8	27.1	20.2	15.4	11.7
운전자본의 증감	46.5	52.4	12.5	3.3	7.9
투자활동 현금흐름	-110.6	-127.0	-17.7	-3.2	-10.4
유형자산의증가(CAPEX)	-10.5	-10.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-27.7	-24.6	-10.3	-3.0	-9.1
재무활동 현금흐름	63.9	46.0	-0.2	-10.9	-10.6
차입금의 증감	3.2	-5.4	-0.2	0.3	-0.0
자본의 증가	5.6	49.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.9	41.9	47.0	43.4	30.8
기초현금	169.6	195.5	237.3	284.3	327.7
기말현금	195.5	237.3	284.3	327.7	358.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	440.8	537.4	645.5	695.6	746.7
현금및현금성자산	195.5	237.3	284.4	327.9	358.8
매출채권	120.8	124.3	149.5	152.3	160.7
재고자산	8.6	11.5	13.9	14.1	14.9
비유동자산	356.7	465.1	442.3	417.0	401.5
유형자산	93.2	93.4	80.5	67.6	54.7
무형자산	113.5	186.0	165.8	150.4	138.7
투자자산	126.7	151.7	162.0	165.0	174.0
자산총계	797.5	1,002.5	1,087.8	1,112.7	1,148.2
유동부채	330.4	394.2	465.2	473.2	496.8
매입채무	123.9	178.7	215.0	219.0	231.0
단기차입금	10.7	7.3	7.3	7.3	7.3
유동성장기부채	36.6	36.4	36.1	36.4	36.3
비유동부채	31.5	32.1	36.6	37.1	38.6
사채	6.2	6.9	6.9	6.9	6.9
장기차입금	5.0	3.3	3.3	3.3	3.3
부채총계	361.9	426.4	501.8	510.3	535.3
자본금	10.9	11.5	11.5	11.5	11.5
자본잉여금	170.5	219.1	219.1	219.1	219.1
기타포괄이익누계액	-3.4	-10.1	-10.1	-10.1	-10.1
이익잉여금	134.2	174.3	191.5	215.2	232.5
비지배주주지분	91.4	151.9	144.6	137.1	130.4
자본총계	435.6	576.1	586.1	602.3	612.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	16,795	27,227	31,631	32,068	33,831
EPS(지배주주)	199	1,361	1,221	1,465	1,188
CFPS	2,218	4,725	3,182	3,107	2,472
EBITDAPS	1,515	3,902	3,540	3,418	2,812
BPS	15,824	18,424	18,868	19,883	20,622
DPS	0	0	480	450	450
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.3	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	174.5	38.4	31.0	25.8	31.8
PCR	15.6	11.1	11.9	12.2	15.3
PSR	2.1	1.9	1.2	1.2	1.1
PBR	2.2	2.8	2.0	1.9	1.8
EBITDA	33.0	87.8	82.5	80.0	65.8
EV/EBITDA	21.5	12.9	9.0	8.7	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.3	8.0	6.6	7.6	5.9
EBITDA 이익률	9.0	14.3	11.2	10.7	8.3
부채비율	83.1	74.0	85.6	84.7	87.3
금융비용부담률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	9.1	18.7	20.3	21.2	16.9
매출채권회전율(x)	4.4	5.0	5.4	5.0	5.1
재고자산회전율(x)	36.8	60.8	58.0	53.6	54.5

Industry Brief
2019. 7. 10

JYP Ent. 035900

기다림의 시간

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 영업이익은 90억원으로 시장 기대치 소폭 하회 전망
- ✓ 앨범은 전년동기대비 증가했으나 이익 핵심 지표인 콘서트 유사해 YoY flat
- ✓ 일본 정산에 따라 2분기 추정치 변동 가능하나 연간 추정엔 영향 주지 않아
- ✓ 리레이팅의 조건은 보이그룹의 성공적 안착
- ✓ 콘서트 추정치 소폭 조정하며 추정치 조정. 적정주가 28,000원으로 하향함

Buy

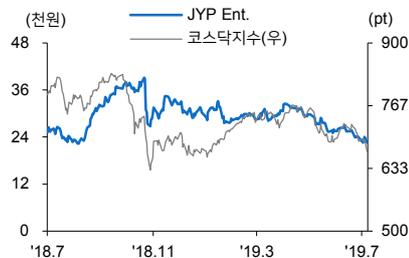
적정주가 (12개월) **28,000 원**
현재주가 (7.9) **21,900 원**
상승여력 **27.9%**

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	7,773억원
발행주식수	3,549만주
유동주식비율	74.70%
외국인비중	9.50%
52주 최고/최저가	39,150원/21,900원
평균거래대금	96.5억원

주요주주(%)	
박진영 외 4인	18.54
한국투자밸류자산운용	6.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.7	-30.6	-16.3
상대주가	-9.3	-28.3	2.9

주가그래프



2분기 영업이익은 기대치 소폭 하회 전망

JYP의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 357억원(+13% YoY)과 90억원(-0.2% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 아직 일본 결산이 확정되지 않아 2분기와 3분기 이익 사이의 미세 조정은 추후 가능하나 연간 실적에는 영향을 주지 않는 실적 조정에 그칠 것이다.

2Q18에는 트와이스만이 실적에 기여했으나 2Q19에는 트와이스를 비롯하여 GOT7, 스트레이키즈가 앨범을 발매하여 매출 성장에 기여했다. 다만 이익 핵심 변수인 콘서트 매출이 YoY 유사한 수준을 기록하면서 2분기 별도 영업이익은 90억원으로 11% 성장하는 데 그칠 전망이다. 6월 일본 정산 실적이 정해지는 데 따라 3분기 계상한 수치 일부가 2분기에 인식될 수 있으나 이는 연간 실적에는 영향을 주지 않는 분기간 조정에 그칠 것이다.

보이그룹의 성공적 안착을 기다리며

앨범마다 꾸준한 성장을 보였던 트와이스는 데뷔 5년차로 이익 정점을 형성하는 시기다. 지난 1월 데뷔한 ITZY가 이를 이을 신인 걸그룹인데 초기 성적도 좋아 하반기 내 피지컬 앨범 발매가 예상된다. 보이그룹의 경우 재계약을 앞둔 GOT7 이후 '17년 데뷔한 스트레이키즈가 명맥을 잇고 있다. 미니앨범 판매량 기준 최근 20만장까지 증가하며 팬덤 성장세 양호하나 엑소의 '으르렁'과 같이 시그니처 곡이 탄생해야 보편적 가수로의 안착이 가능하다. 보이그룹의 성공적 안착이 리레이팅 기회가 될 전망이다. JYP에 대한 적정주가를 기존 32,000원에서 28,000원으로 하향한다. 이는 실적 추정치 5% 하향 및 적용 배수를 기존 30배에서 27배(에스엠과 동일)로 하향한 데 따른다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	102.2	19.5	16.2	471	90.2	2,452	29.2	5.6	19.6	21.4	45.1
2018	124.8	28.8	23.8	685	46.4	3,587	44.2	8.4	33.8	22.5	24.5
2019E	145.6	38.6	32.1	904	30.9	4,308	24.2	5.1	17.3	22.9	23.7
2020E	185.9	49.7	40.9	1,152	27.2	5,227	19.0	4.2	12.8	24.2	24.9
2021E	226.0	63.3	51.9	1,462	26.7	6,363	15.0	3.4	9.4	25.2	24.8

표26 JYP Ent. 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	35.7	31.6	13.2	26.4	35.5	37.9	-5.6
영업이익	9.0	9.1	-0.2	5.8	56.3	10.5	-14.0
세전이익	9.7	9.7	-0.2	7.2	35.4	10.9	-11.1
지배순이익	7.2	7.3	-0.2	6.4	12.6	8.8	-17.2

자료: JYP Ent., 메리츠증권리서치센터

표27 JYP엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
2PM (2008 데뷔, '15,'18 재계약)	준호 솔로 앨범(1월) 닉쿤 솔로 앨범(2월)			
갯세븐 (2014 데뷔) 2021 만료	1월 I Won't Let You Go 일본 미니 앨범 잠실실내체육관 (2.2만, 1월 5,6일 한국) 일본 아레나 콘서트 (2만, 2월 2,3일) 3월 Just2 유닛 데뷔 미니앨범 'Focus' (8.9만장)	4월 일본 미니앨범 'Focus' 4~5월 일본 소극장 투어 (3.5만명) 5/20 Spinning 미니앨범 (30만장) 6월 서울 2회 (올림픽체조, 2회, 2.8만명) 6월 북미 투어 4회	7~8월 미주 7회/동남아 투어 2회 7월 일본 미니앨범 7/30,31 마쿠하리멧세, 고베월드홀, 나고야 센추리홀, 후쿠오카 선 팔레스 홀 (총 7회,6만명)	10월 콘서트 유럽 투어 5회 (11~26일), 동남아 1회 12월 미니앨범
DAY6 (2015.09 데뷔) 2022 만료	3월 핸드볼경기장(1만명, 2회)	6/29 잠실실내체육관 팬미팅 (1.1만명)	7/15 미니앨범 'The Book of Us: Gravity' 8/9~11 잠실 3회 (3만명) 8/24 대구 1회, 9/7~8 부산 2회 9/12~29 북미 9회	10/5~11/30 동남아, 호주 5회 12월 미니앨범 가정
트와이스 (2015.10 데뷔) 2022 만료	BDZ repackage 일본 앨범 (1월) #Twice2 일본 앨범 (3월) 3.20~3.30 교세라/도쿄돔 (4회, 18만명)	4.6 나고야 돔(1회, 3만명) 4월 Fancy You 미니 앨범 (35만장) 5월 서울2회 (올림픽체조, 2회, 2.8만명) 6월 동남아 2회 투어	7월 일본 싱글 앨범 2개 Happy Happy, Breakthrough 7/13~8/17 동남아, 미주 투어 6회	11월 미니앨범 가정 12월 리팩 가정
Stray Kids (2018.03 데뷔)	[Unveil Tour] 1월 투어 2회(방콕, 자카르타) 2월 투어 2회(호주) 3/25 미니앨범 Cle1: MIROH (10.3만/2Q 4.7만장)	[Unveil Tour] 4월 투어 1회(마닐라) 4/20 올림픽홀(2천명) 5월 투어 3회 (미국) 6/19 미니앨범 Cle2: Yellow wood (15만장)	7/28-8/2 유럽 4회	12월 정규 앨범 가정 12월 국내 콘서트 2만 가정
ITZY (2019.02 데뷔)	2월 데뷔 EP 앨범		8월 미니 앨범 가정	12월 미니앨범 가정

자료: 메리츠증권리서치센터

표28 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망																
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출 추정																
매출	21.9	28.5	17.5	34.3	23.0	31.6	33.9	36.3	26.4	34.9	38.2	40.4	96.8	124.8	139.9	174.1
음반/음원 사업	8.6	7.5	5.1	12.5	9.3	10.4	13.3	15.6	9.2	15.2	10.3	22.1	33.6	48.6	56.8	78.2
매니지먼트 사업	12.4	20.2	11.4	19.1	12.7	19.6	18.3	18.9	15.6	19.8	27.9	18.3	63.1	69.5	81.6	95.9
출연료 등	2.1	4.7	0.6	2.6	1.1	7.1	4.0	3.9	2.1	5.5	10.0	3.1	10.0	16.1	20.7	27.7
광고	4.4	3.8	4.4	4.2	4.6	4.5	3.9	3.6	3.8	4.1	4.3	3.9	16.8	16.6	16.1	17.3
초상권 외	3.5	4.9	3.5	2.9	3.4	2.6	1.7	5.3	3.2	3.0	2.1	5.6	14.8	13.0	14.0	15.2
기타	2.5	7	2.9	9.6	3.7	5.6	8.9	8.1	6.5	7.1	11.5	5.8	22.1	26.3	30.9	35.7
% YoY																
매출	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	10.7	12.6	11.3	39.2	29.0	12.1	24.5
음반/음원 사업	169.6	98	-7.5	73	8.3	39.1	162.1	24.9	-0.8	46.4	-22.9	41.6	70.9	44.6	16.8	37.7
매니지먼트 사업	83.5	47.8	-10.8	15	2.1	-3.1	60.9	-0.9	23.0	0.8	52.3	-3.3	26.7	10.2	17.3	17.6
출연료 등	332.5	150.8	-79.1	-14	-48.8	52.2	582.8	47.9	97.0	-21.9	150.0	-21.5	21.2	61.3	28.9	34.1
광고	16.5	-5.3	8	-0.9	4.9	17.6	-12.4	-13.4	-17.6	-9.8	10.4	8.3	4.3	-1.3	-3.4	7.5
초상권 외	127.8	33.2	16.8	-17.5	-4.7	-46.0	-50.3	82.5	-4.3	15.1	23.4	5.7	26.4	-12.0	7.4	8.6
기타	159.8	69.6	1.3	55.9	49.4	-20.5	201.8	-15.5	75.7	26.8	29.6	-29.0	55.7	19.2	17.4	15.8
원가 추정																
매출원가	14.1	16.6	11.6	19.6	13.7	16.6	18.5	20.3	14.2	19.4	18.8	24.2	61.8	69.1	76.5	96.6
% to sales	66.9	60	70.3	61.9	62.2	55.4	58.5	55.8	54.0	55.4	49.1	59.8	63.9	55.3	54.7	55.5
% YoY	86.1	44.5	-10.5	33.1	-2.8	0.0	60.1	3.6	4.1	16.6	1.2	19.3	32.4	11.8	10.8	26.3
판매관리비	3.1	4.6	4.1	5.2	7.5	5.3	5.9	5.0	5.6	6.5	6.4	6.9	17.1	23.7	25.4	33.5
% to sales	14.3	16.2	23.2	15.3	32.7	16.6	17.4	13.8	21.1	18.7	16.8	17.1	17.6	19.0	18.2	19.2
% YoY	35.9	82.8	68.9	24.3	139.4	13.5	45.2	-4.5	-26.0	24.4	8.8	37.9	48.9	38.7	7.4	31.9
이익 추정																
매출총이익	7.9	11.9	5.9	14.8	9.3	15.0	15.4	16.1	12.1	15.6	19.4	16.3	35.0	55.8	63.4	77.5
% YoY	129.3	85	-3	34.1	19.0	25.4	160.2	9.0	29.9	4.1	26.4	1.1	53.1	59.5	13.7	22.3
매출총이익률(%)	35.8	41.8	33.8	43	40.6	47.4	45.3	44.2	46.0	44.6	50.9	40.2	36.1	44.7	45.3	44.5
영업이익	3.8	6.4	0.8	6.8	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	9.0	13.0	9.4	17.9	25.4	36.3	44.0
% YoY	4,119	88.1	-71.2	38.2	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	11.4	79.7	0.9	57.4	42.1	42.5	21.5
영업이익률(%)	17.4	22.6	4.8	19.8	3.5	25.7	21.4	25.5	18.4	25.9	34.1	23.1	18.5	20.4	25.9	25.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표29 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출 추정																
연결 매출	21.9	28.5	17.5	34.3	23.0	31.6	33.9	36.3	26.4	35.7	40.9	42.7	102.2	124.8	145.6	185.9
% YoY	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	13.2	20.6	17.4	38.8	22.1	16.7	27.7
본사 매출	21	27.7	16.5	31.6	22.0	30.0	31.7	36.3	26.4	34.9	38.2	40.4	96.8	120.0	139.9	174.1
% YoY	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	10.7	12.6	11.3	39.2	29.0	12.1	24.5
자회사 합산	2.4	5.9	2.7	10	2.9	5.3	9.4	9.0	8.4	5.0	11.3	12.8	21.0	26.5	37.5	51.4
% YoY	86.9	32.5	-1.4	10.5	19.5	-10.1	248.0	-9.7	192.4	-5.9	20.7	42.1	19.9	26.6	41.3	37.1
JYP Ent. JP	1.2	5.2	1.9	9	2.4	5.0	8.4	7.7	7.3	4.6	10.2	7.7	17.4	23.5	29.9	38.8
% YoY	0.5	68.3	-32.5	31.6	99.4	-4.5	342.9	-14.5	204.8	-7.0	22.0	-	24.2	35.4	27.1	30.0
JYP Ent. HK	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3	0.6	1.0	1.1	0.4	0.7	1.1	1.6	2.4	3.2	3.6
% YoY	889.2	-37.9	N/A	-55.1	-10.7	-21.2	169.8	130.5	151.8	10.0	10.0	10.0	-2.8	50.3	36.8	10.0
제이와이피픽쳐스	0.7	0.3	0.6	0.5	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.4	4.0	2.1	0.7	4.4	9.0
% YoY	1,319.0	-60	N/A	-58.7	-92.7	-98.9	-40.3	-38.6	-24.6	10.0	10.0	1,198.4	7.7	-66.0	531.5	105.0
이익 추정																
연결 영업이익	3.8	6.9	1.1	7.6	1.4	9.1	8.5	9.9	5.8	9.0	15.0	9.9	19.5	28.7	38.6	49.7
% YoY	459.4	81.5	-69.1	32.9	-64.1	30.9	664.0	29.4	322.7	-0.2	77.8	0.8	40.9	47.7	34.4	28.6
영업이익률(%)	17.4	24.3	6.3	22.2	5.9	28.7	25.0	27.1	22.0	25.3	36.8	23.3	19.0	23.0	26.5	26.7
본사 영업이익	3.8	6.4	0.8	6.8	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	9.0	13.0	9.4	17.9	25.4	36.3	44.0
% YoY	4,119.7	88.1	-71.2	38.2	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	11.4	79.7	0.9	57.4	42.1	42.5	21.5
자회사 합산	0	0.5	0.3	0.8	0.6	1.0	1.2	0.6	0.9	0.0	2.0	0.6	1.6	3.3	3.6	6.8
% YoY	-99.4	23.3	-59.8	1.1	14,681	99.0	366.5	-29.9	65.9	-99.2	66.7	-	-35.8	111.6	7.3	91.7
세전이익	3.4	9.8	1.3	6.6	2.4	9.7	8.5	9.6	7.2	9.7	15.0	9.7	21.1	30.2	41.5	52.6
% YoY	201	158.8	-62.1	38.1	-28.6	-0.9	557.3	46.1	192.6	-0.2	77.9	0.9	61.2	43.3	37.6	26.6
지배주주순이익	2.9	6.8	0.9	5.6	1.8	7.3	6.5	8.2	6.4	7.2	11.2	7.2	16.2	23.8	32.1	40.9
% YoY	205.1	133.2	-70.6	318.4	-37.2	7.5	592.2	48.3	249.4	-0.2	71.9	-12.7	93.0	47.4	34.4	27.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

JYP Ent. (035900)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	102.2	124.8	145.6	185.9	226.0
매출액증가율 (%)	38.8	22.1	16.7	27.7	21.6
매출원가	63.0	68.7	81.0	104.6	122.5
매출총이익	39.3	56.2	64.7	81.3	103.6
판매관리비	19.8	27.4	29.2	37.7	46.9
영업이익	19.5	28.8	38.6	49.7	63.3
영업이익률	19.0	23.0	26.5	26.7	28.0
금융손익	-0.2	1.2	1.4	1.4	1.4
종속/관계기업손익	-0.7	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	2.5	0.5	0.5	0.5	0.5
세전계속사업이익	21.1	30.2	40.4	51.4	65.0
법인세비용	4.7	5.9	8.9	11.1	13.8
당기순이익	16.4	24.3	32.4	41.2	52.2
지배주주지분 순이익	16.2	23.8	32.1	40.9	51.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	27.1	22.4	32.9	42.8	52.8
당기순이익(손실)	16.4	24.3	32.4	41.2	52.2
유형자산상각비	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
무형자산상각비	2.6	0.3	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	5.4	-4.4	-0.4	0.7	-0.3
투자활동 현금흐름	-28.7	-13.7	1.0	-5.2	-5.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-24.8	-12.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	1.2	-1.1	3.7	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	2.5	10.5	-4.0	-6.0	-8.3
차입금의 증감	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	2.5	16.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.5	19.6	29.9	31.7	39.4
기초현금	24.8	25.4	45.0	74.8	106.5
기말현금	25.4	45.0	74.8	106.5	146.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	58.4	82.6	118.8	162.6	214.1
현금및현금성자산	25.4	45.0	74.8	106.5	146.0
매출채권	10.7	12.9	15.0	19.1	23.3
재고자산	1.7	1.5	1.7	2.2	2.7
비유동자산	66.0	76.8	72.2	71.3	70.4
유형자산	24.7	36.6	35.7	34.8	33.9
무형자산	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
투자자산	2.9	3.7	0.0	0.0	0.0
자산총계	124.4	159.3	191.0	233.9	284.5
유동부채	34.8	30.8	36.0	45.9	55.8
매입채무	6.7	4.2	4.9	6.2	7.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.8	0.5	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	38.7	31.4	36.6	46.6	56.6
자본금	17.3	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	55.0	70.5	70.5	70.5	70.5
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	26.8	48.3	74.4	107.0	147.3
비지배주주지분	0.9	1.1	1.5	1.8	2.1
자본총계	85.8	128.0	154.4	187.3	227.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	2,975	3,586	4,107	5,238	6,367
EPS(지배주주)	471	685	904	1,152	1,462
CFPS	731	988	1,181	1,485	1,861
EBITDAPS	649	859	1,114	1,425	1,808
BPS	2,452	3,587	4,308	5,227	6,363
DPS	0	122	180	250	350
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.8	1.1	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	29.2	44.2	24.2	19.0	15.0
PCR	18.8	30.6	18.5	14.8	11.8
PSR	4.6	8.4	5.3	4.2	3.4
PBR	5.6	8.4	5.1	4.2	3.4
EBITDA	22.3	29.9	39.5	50.6	64.2
EV/EBITDA	19.6	33.8	17.3	12.8	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.4	22.5	22.9	24.2	25.2
EBITDA 이익률	21.8	24.0	27.1	27.2	28.4
부채비율	45.1	24.5	23.7	24.9	24.8
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	13.1	10.6	10.5	10.9	10.7
재고자산회전율(x)	67.6	79.6	90.7	94.5	92.4

Industry Brief
2019. 7. 10

파라다이스 034230

흑자 전환

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 27억으로 파라다이스시티 전체 오픈 후 첫 흑자 전환
- ✓ P-city 정킷 유입으로 불안정했던 홀드올 하반기 안정화 전망
- ✓ 호텔과 마찬가지로 내국인 수요 중심으로 빠르게 ramp-up하는 1-2차 시설
- ✓ 세가사미의 계획안 제출을 위한 적극적 영업공조, 베이징 다싱공항 오픈 고려 시 카지노 성수기인 하반기 앞두고 외인카지노 긍정적 시각 유지

Buy

적정주가 (12개월) 24,000 원
현재주가 (7.9) 15,950 원
상승여력 50.5%

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	14,505억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.10%
외국인비중	5.03%
52주 최고/최저가	21,400원/15,250원
평균거래대금	82.6억원

주요주주(%)
파라다이스글로벌 외 11 인 46.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0	-15.2	-8.9
상대주가	5.6	-12.3	12.0

주가그래프



1-2차 오픈 비용 온기 반영 이후 첫 흑자 전망

파라다이스의 2분기 연결 드롭액, 매출액 및 영업이익은 각각 1조 8,544억원 (+28% YoY), 2,137억원(+18% YoY), 27억원(흑전 YoY)으로 전망된다. 2분기 P-city 카지노 매출은 865억원, 영업이익 5억원을 전망하는 점이 흑자 전환의 가장 큰 이유다. 1-2차 오픈 비용이 온기로 반영되기 시작한 이후 첫 흑자라는 점에서 의미가 깊다. 호텔과 마찬가지로 내국인 수요 위주로 1-2차 시설의 ramp-up은 빠르게 이루어지고 있다. 이는 장기적으로 카지노 매출 BEP를 낮추는 효과를 가져올 것이다.

상반기 P-city는 인바운드 비수기임에도 불구하고 드롭액 성장을 이어갔다. 하지만 luck factor인 홀드올이 상반기 내내 높은 변동성을 보여 빠른 드롭액 성장세에도 불구하고 매출로 이어지지 못했다. 그러나 역시 luck factor인 관계로 대수의 법칙에 따라 중간값으로 수렴하는 과정으로 보인다. 홀드올보다 드롭액 트렌드에 당사가 집중하는 이유다.

비우호적 매크로 환경 vs. 우호적 실적 트렌드

하반기 외인카지노 시장의 전통적 성수기에 진입하고 있다. 특히 P-city를 필두로 한국 카지노에 대한 동아시아 관심이 높아지는 점을 고려했을 때 악재만 반영되어 있는 카지노 산업은 P-city의 턴어라운드를 계기로 주가 하락이 마무리될 가능성이 높다. 미중 무역분쟁, 일본 경제 제재로 동시에 비우호적 매크로 환경이 펼쳐짐에도 외인 카지노에 대한 긍정적 시각을 유지하는 이유다. 일본의 파친코 대체 효과에 부스터를 더하는 세가사미의 영업 공조화, 베이징 다싱 공항 오픈을 고려했을 때 파라다이스에 대한 비중 확대가 유효한 시점이다.

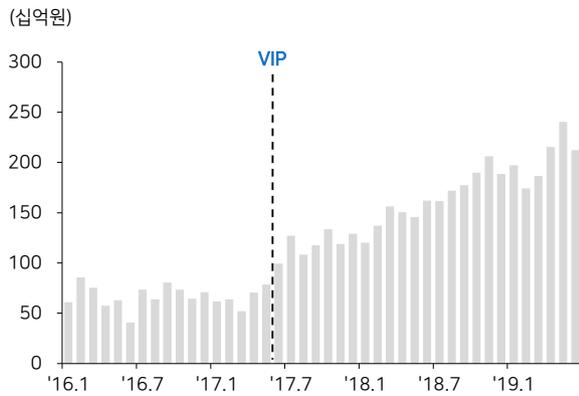
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	668.0	-30.0	-19.0	-208	-169.2	10,933	-107.0	2.0	96.1	-1.9	88.3
2018	787.6	2.4	-21.1	-231	10.8	13,989	-81.5	1.3	37.8	-1.9	93.8
2019E	904.2	26.0	-3.9	-42	-84.1	13,675	-376.2	1.2	19.1	-0.3	113.6
2020E	1,046.8	77.8	28.5	314	-839.2	13,895	50.9	1.1	12.8	2.3	108.5
2021E	1,146.2	107.3	47.7	524	67.3	14,325	30.4	1.1	10.3	3.7	107.1

표30 파라다이스 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	213.7	181.1	18.0	201.7	5.9	229.9	-7.1
영업이익	2.7	-0.1	N/A	-6.3	N/A	-1.4	N/A
세전이익	-7.5	-4.6	N/A	-13.4	N/A	-11.4	N/A
지배순이익	-4.2	-1.7	N/A	-7.5	N/A	-4.3	N/A

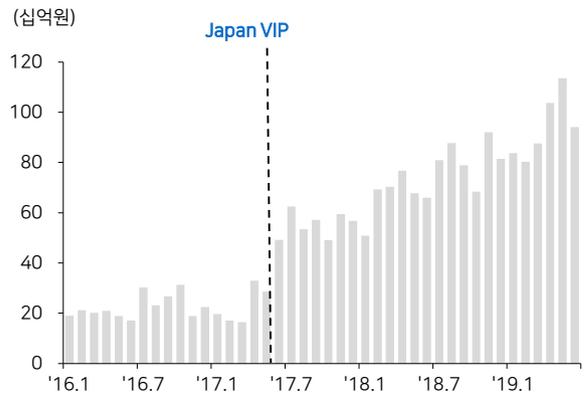
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 P-city VIP 드롭액 증가세를 살펴보면...



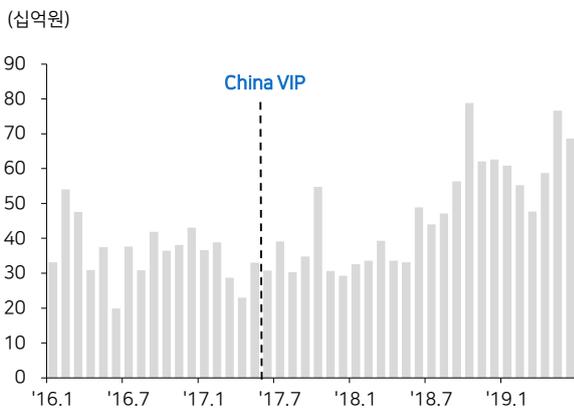
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 VIP 드롭액 증가는 일본 VIP 증가가 가장 큰 영향



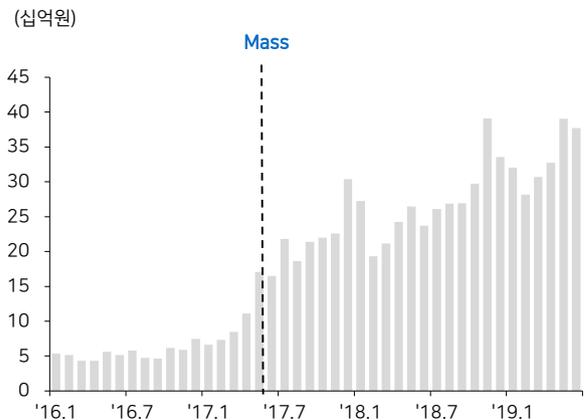
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 VIP도 2H18부터 레벨업



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 파라다이스시티 Mass 드롭액, 개장 이후 증가세 지속



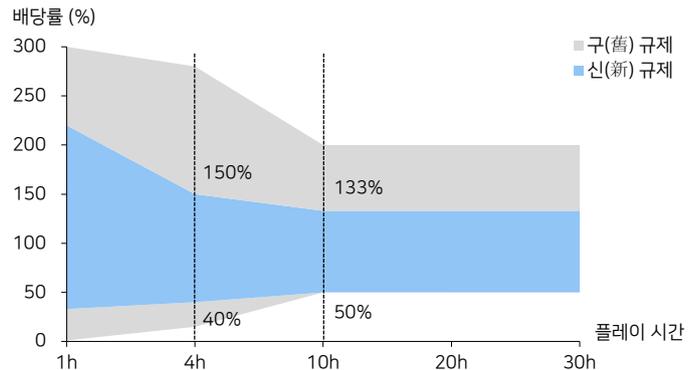
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

표31 신규제로 최대 상금 상한선 기존 대비1/3로 줄어

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

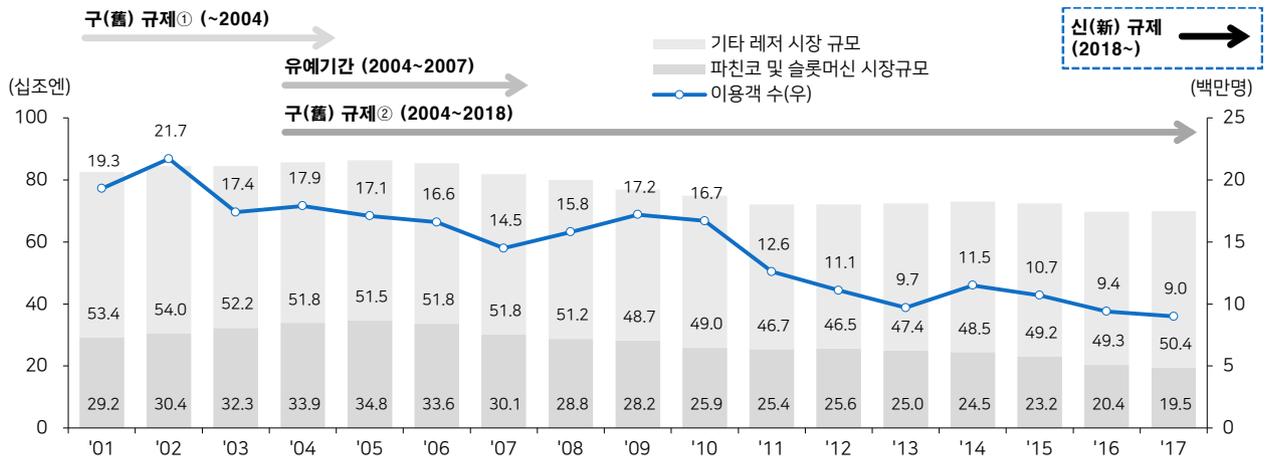
그림11 '다단계 배당률 제도'의 도입



주: 파친코 머신 기준

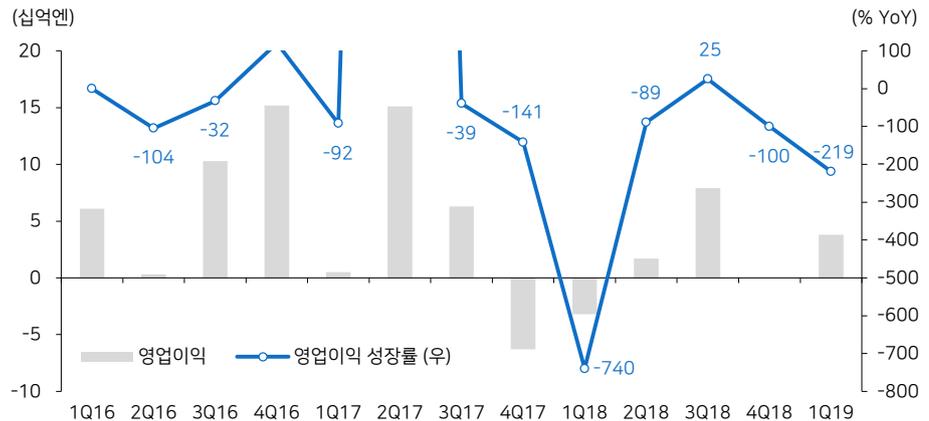
자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 일본 파친코 시장 규모 및 이용객 추이



자료: 일본 생산성 본부, SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 세가사미 파친코 사업부, 이익 체력 감퇴 지속



자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

표32 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터													
(백만원)	'18.6	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6
Drop	185,707	187,846	198,914	204,434	219,630	245,315	222,291	229,267	202,300	217,338	248,351	279,431	250,083
Sales	27,369	26,182	18,284	23,191	26,091	24,070	21,636	27,701	24,643	22,433	21,121	26,710	38,638
Sales (table)	26,087	24,665	17,268	21,985	25,163	21,986	20,620	26,496	22,623	21,024	19,736	25,245	37,340
Sales (slot)	1,282	1,517	1,016	1,206	928	2,084	1,016	1,205	2,020	1,409	1,385	1,465	1,298
홀드율 (table,%)	14.0	13.1	8.7	10.8	11.5	9.0	9.3	11.6	11.2	9.7	7.9	9.0	14.9
홀드율 (total,%)	14.7	13.9	9.2	11.3	11.9	9.8	9.7	12.1	12.2	10.3	8.5	9.6	15.5
YoY Growth (%)													
Drop	60.2	26.0	56.5	47.2	41.1	73.3	39.4	55.4	29.2	22.4	42.1	62.3	34.7
Sales	130.8	39.1	-11.2	30.7	44.4	17.9	-8.4	29.2	42.9	32.1	102.1	70.8	41.2
Sales (table)	135.8	39.0	-11.8	26.4	48.3	12.5	-8.6	30.9	42.6	34.5	109.5	78.1	43.1
Sales (slot)	60.7	40.9	1.4	233.1	-15.7	142.6	-5.6	0.8	47.0	4.4	34.5	0.3	1.2
홀드율 (table,%p)	4.5	1.2	-6.7	-1.8	0.6	-4.8	-4.9	-2.2	1.0	0.9	2.6	0.8	0.9
홀드율 (total,%p)	4.5	1.3	-7.0	-1.4	0.3	-4.6	-5.1	-2.5	1.2	0.8	2.5	0.5	0.7
Drop breakdown													
VIP	162,018	161,767	172,045	177,516	189,900	206,240	188,753	197,224	174,150	186,657	215,601	240,391	212,373
China VIP	48,906	43,992	47,181	56,372	78,778	62,067	62,621	60,906	55,254	47,723	58,783	76,614	68,600
Japan VIP	65,980	80,952	87,709	78,855	68,459	92,029	81,482	83,817	80,261	87,622	103,743	113,540	94,066
Other VIP	47,132	36,823	37,155	42,289	42,663	52,145	44,649	52,501	38,634	51,312	53,075	50,236	49,707
Mass	23,689	26,079	26,869	26,918	29,730	39,075	33,538	32,043	28,150	30,681	32,750	39,041	37,710
YoY Growth (%)													
VIP	62.9	27.1	58.6	51.1	42.0	73.3	46.2	64.0	26.9	19.3	43.3	64.9	31.1
China VIP	58.9	12.5	55.8	62.0	43.9	102.3	113.7	87.1	64.4	21.3	74.9	131.2	40.3
Japan VIP	34.1	29.5	64.1	38.0	39.4	55.0	43.4	64.6	15.8	24.5	35.2	67.5	42.6
Other VIP	142.1	43.7	50.2	65.7	42.9	80.2	4.0	42.6	12.7	9.8	32.1	12.1	5.5
Mass	43.6	19.7	44.2	26.0	35.1	73.1	10.3	17.7	45.6	44.8	34.9	47.5	59.2
VIP방문객 (명)													
VIPs	5,770	6,380	7,248	7,001	7,376	8,005	7,715	7,709	7,270	7,403	8,152	8,798	7,897
China VIP	1,161	1,161	1,272	1,452	2,033	1,230	1,495	1,173	1,383	991	1,039	1,583	1,393
Japan VIP	2,549	3,019	3,608	3,064	2,676	4,144	3,490	3,604	3,219	3,208	3,910	3,945	3,409
Other VIP	2,060	2,200	2,368	2,485	2,667	2,631	2,730	2,932	2,668	3,204	3,203	3,270	3,095
YoY Growth (%)													
VIPs	46.6	36.9	57.0	62.3	57.4	65.6	53.7	54.2	50.4	44.2	26.8	36.9	36.9
China VIP	65.9	45.5	71.2	68.6	42.0	45.2	135.4	39.3	50.7	1.5	0.1	77.9	20.0
Japan VIP	25.0	10.8	42.4	40.7	28.8	57.4	22.8	41.3	42.9	38.2	15.3	22.8	33.7
Other VIP	72.1	93.5	76.7	94.9	126.4	94.0	76.9	82.5	60.3	74.5	60.2	40.7	50.2

자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

표33 파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1. 서울 워커히	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,480.6	2,859.8	3,117.5	3,413.2
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	8.1	15.3	9.0	9.5
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,013.8	2,339.5	2,593.9	2,889.7
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	614.4	903.5	976.4	1,071.8
	일본인	527.8	630.8	653.0	761.0	759.5	846.4	942.4
	매출액	350.6	350.3	271.5	295.0	323.9	389.0	417.3
% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.6	9.8	20.1	7.3	
2. 제주그랜드	드롭액	586.3	569.3	398.2	225.5	365.0	364.4	358.5
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.4	61.9	-0.2	-1.6
	VIP	539.5	511.2	364.8	184.2	288.0	287.7	282.0
	중국인	476.3	446.3	294.4	115.6	197.6	197.7	191.8
	일본인	34.8	33.0	46.8	45.4	59.3	55.1	51.6
	매출액	49.5	55.2	32.6	24.5	31.7	32.5	32.1
% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-24.7	29.3	2.4	-1.1	
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,364.7	2,292.8	3,178.7	3,886.3	4,472.7
	% YoY	-15.4	-13.9	55.9	68.0	38.6	22.3	15.1
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,968.4	2,739.6	3,352.4	3,867.7
	중국인	634.5	450.8	409.8	572.2	967.9	1,200.4	1,320.4
	일본인	241.7	270.4	502.4	890.6	1,154.1	1,409.9	1,702.5
	매출액	95.2	95.9	197.3	248.6	354.3	438.1	501.3
% YoY	-12.4	0.8	105.8	26.0	42.5	23.6	14.4	
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	743.7	941.2	1,017.5	805.2	896.7	924.6	968.8
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-20.9	11.4	3.1	4.8
	VIP	692.6	869.6	915.7	688.2	761.7	775.7	804.7
	중국인	449.7	545.7	526.3	305.3	356.7	374.6	405.1
	일본인	207.1	287.6	314.4	311.7	321.3	313.5	307.7
	매출액	71.4	99.4	71.0	69.0	75.3	80.6	86.1
% YoY	-7.8	39.3	-28.6	-2.8	9.1	7.1	6.8	
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,075.9	5,804.1	7,300.2	8,292.8	9,213.2
	% YoY	-18.1	11.3	5.1	14.3	25.8	13.6	11.1
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.3	4,854.6	6,128.8	7,009.7	7,844.0
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.7	1,607.5	2,425.6	2,749.0	2,989.1
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.6	2,008.7	2,294.2	2,624.9	3,004.1
	매출액	528.4	600.9	553.9	637.0	785.2	940.2	1,036.8
% YoY	-10.1	13.7	-7.8	15.0	23.3	19.7	10.3	

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표34 파라다이스 시티 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
전체 매출액	137.7	301.6	433.7	536.0	610.5
카지노 매출	119.3	248.6	354.3	438.1	501.3
드롭액	871.0	2,293	3,179	3,886	4,473
비카지노 매출	20.6	52.7	79.4	97.9	109.2
영업이익	-2.1	-20.8	3.5	73.9	120.1
영업이익률(%)	-1.0	-6.9%	0.8%	13.8%	19.7%
감가상각비	17.8	40.8	62.9	63.4	63.4
EBITDA	15.8	20.0	66.4	137.3	183.5

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

표35 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	142.4	139.9	196.1	189.6	179.5	181.1	210.5	216.6	201.7	213.7	239.9	248.8
카지노	124.6	114.9	155.6	156.2	148.3	147.5	164.7	176.3	161.7	189.9	209.2	224.4
호텔	13.3	21.1	34.6	29.7	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	19.8	24.4	21.0
기타	4.5	3.9	5.9	3.7	4.2	3.8	6.4	3.2	4.7	4.0	6.3	3.4
매출원가	124.5	132.4	163.6	177.6	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	190.5	192.6	221.5
매출총이익	18.0	7.5	32.5	12.1	20.3	19.4	30.2	8.7	11.2	23.2	47.3	27.3
판관비	25.7	34.8	22.3	17.6	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	20.5	21.3	23.7
영업이익	-7.7	-27.3	10.2	-5.5	4.8	-0.1	10.8	-13.1	-6.3	2.7	26.0	3.6
세전이익	7.9	-27.7	2.9	-6.3	0.0	-4.6	6.8	-45.0	-13.4	-7.6	18.2	-4.5
순이익	8.1	-19.5	4.2	-11.8	3.1	-1.7	4.7	-27.1	-7.5	-4.3	10.2	-2.5
% YoY Growth												
매출액	-9.3	-26.0	11.9	9.2	26.0	29.4	7.3	14.2	12.4	18.0	14.0	14.9
영업이익	적전	적전	-7.2	적전	흑전	적지	6.4	적지	적전	흑전	140.8	흑전
순이익	-44.7	적전	-56.1	적전	-61.6	적지	11.5	적지	적전	적지	117.6	적지
Margin (%)												
GPM	12.6	5.4	16.6	6.4	11.3	10.7	14.4	4.0	5.5	10.9	19.7	11.0
OPM	-5.4	-19.5	5.2	-2.9	2.7	0.0	5.1	-6.1	-3.1	1.2	10.8	1.4
NPM	5.7	-13.9	2.2	-6.2	1.7	-0.9	2.2	-12.5	-3.7	-2.0	4.3	-1.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	668.0	787.6	904.2	1,046.8	1,146.2
매출액증가율 (%)	-3.9	17.9	14.8	15.8	9.5
매출원가	597.7	709.0	795.2	876.7	942.1
매출총이익	70.3	78.6	109.0	170.1	204.0
판매관리비	100.3	76.2	83.0	92.3	96.8
영업이익	-30.0	2.4	26.0	77.8	107.3
영업이익률	-4.5	0.3	2.9	7.4	9.4
금융손익	-19.0	-29.1	-45.1	-42.1	-40.8
종속/관계기업손익	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	-15.1	12.3	15.0	18.3
세전계속사업이익	-33.5	-42.9	-6.9	50.7	84.9
법인세비용	6.3	1.3	0.2	-1.1	-1.9
당기순이익	-39.9	-44.2	-7.0	51.8	86.7
지배주주지분 순이익	-19.0	-21.1	-3.9	28.5	47.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.0	106.4	197.7	227.7	256.5
당기순이익(손실)	-39.9	-44.2	-7.0	51.8	86.7
유형자산상각비	51.5	62.5	102.4	108.0	105.2
무형자산상각비	8.7	9.6	10.3	9.9	9.6
운전자본의 증감	-27.1	27.8	89.2	56.7	53.9
투자활동 현금흐름	-207.5	-223.7	-97.3	-49.9	-9.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-357.3	-271.0	-78.9	-40.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	10.2	8.8	3.6	-2.2	-2.1
재무활동 현금흐름	193.6	151.3	-11.3	-108.5	-8.5
차입금의 증감	163.8	133.3	203.4	-100.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.3	35.1	89.7	69.2	238.5
기초현금	182.3	172.0	207.1	296.8	366.0
기말현금	172.0	207.1	296.8	366.0	604.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	344.7	327.6	435.2	519.6	772.5
현금및현금성자산	172.0	207.1	296.8	366.0	604.5
매출채권	12.7	22.2	25.5	28.3	31.0
재고자산	5.4	6.7	7.6	8.5	9.3
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,959.2	2,883.4	2,770.8
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,205.5	2,137.5	2,032.4
무형자산	289.6	276.2	266.7	256.8	247.2
투자자산	33.3	23.4	19.8	22.0	24.1
자산총계	2,435.3	3,150.8	3,394.4	3,403.0	3,543.3
유동부채	252.6	421.8	584.9	624.5	662.1
매입채무	2.6	3.5	4.0	4.5	4.9
단기차입금	43.8	87.8	85.0	85.0	85.0
유동성장기부채	8.2	20.9	140.1	140.1	140.1
비유동부채	889.4	1,102.9	1,220.3	1,146.1	1,170.6
사채	99.8	99.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	721.8	797.5	798.5	698.5	698.5
부채총계	1,142.0	1,524.7	1,805.2	1,770.5	1,832.7
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
기타포괄이익누계액	-1.8	313.2	309.1	309.1	309.1
이익잉여금	680.1	643.2	618.7	638.6	677.8
비지배주주지분	299.1	353.9	345.5	368.8	407.9
자본총계	1,293.3	1,626.1	1,589.2	1,632.5	1,710.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,346	8,661	9,942	11,510	12,603
EPS(지배주주)	-208	-231	-42	314	524
CFPS	696	1,142	1,745	2,368	2,693
EBITDAPS	332	819	1,525	2,152	2,441
BPS	10,933	13,989	13,675	13,895	14,325
DPS	100	100	100	100	200
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.6	0.6	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	-107.0	-81.5	-376.2	50.9	30.4
PCR	32.0	16.5	9.1	6.7	5.9
PSR	3.0	2.2	1.6	1.4	1.3
PBR	2.0	1.3	1.2	1.1	1.1
EBITDA	30.2	74.5	138.7	195.7	222.0
EV/EBITDA	96.1	37.8	19.1	12.8	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-1.9	-0.3	2.3	3.7
EBITDA 이익률	4.5	9.5	15.3	18.7	19.4
부채비율	88.3	93.8	113.6	108.5	107.1
금융비용부담률	3.8	4.2	5.8	4.9	4.7
이자보상배율(x)	-1.2	0.1	0.5	1.5	2.0
매출채권회전율(x)	42.2	45.1	37.9	38.9	38.7
재고자산회전율(x)	171.8	131.0	126.6	129.9	129.1

Industry Brief
2019. 7. 10

▲ 엔터/레저

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 26,000 원
현재주가 (7.9) 20,050 원
상승여력 29.7%

KOSPI	2,052.03pt
시가총액	12,402억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	9.60%
52주 최고/최저가	27,000원/19,650원
평균거래대금	35.3억원

주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	10.95
신영자산운용 외 1 인	7.31

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-18.3	-17.7
상대주가	-1.5	-17.8	-8.3

주가그래프



GKL 114090

중국에서 불어올 서풍을 기대하며

- ✓ 2분기 영업이익은 컨센서스 소폭 미달
- ✓ 1분기 우려를 더했던 매출 감소 트렌드는 소강 상태로 판단
- ✓ 하반기 인바운드 성수기로, 중국과 일본의 성장에 기댄 우호적 환경이 경쟁 강도 이길 전망
- ✓ 다가올 이벤트 고려 시 매수 관점 유효

매출 감소를 끊는 데 의의가 있는 실적

GKL의 2분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 1,193억원(+2.7% YoY)과 254억원(-26.7% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 1분기까지 동사에 우려를 더했던 매출 감소 트렌드는 4월~6월 각각 -0.4%, -2.9%, +6.6%를 기록하며 바닥을 다졌다고 판단된다.

지난해와 유사한 카지노 매출에도 불구하고 영업이익 감소를 전망하는 가장 큰 이유는 기저 효과 때문이다. 2018년 2분기 경영평가 결과가 예상을 하회하자 1년간 총당해 놓은 인센티브가 환입된 바 있다. 이 금액이 약 60억에 달했다.

바람이 세면 돼지도 난다

전통적으로 상반기는 인바운드 비수기로 카지노 입장에서는 VIP 장사가 대부분인 시기다. P-city 오픈으로 외국인 VIP 시선이 쏠린 것이 상반기 동사의 실적 부진에 일정 부분 기여했을 것으로 추정된다. 비수기로 인해 시장 성장에 경쟁사에게 집중되며 동사의 영업 환경을 악화시켰을 것이라 판단하기 때문이다.

일본의 파친코 대체 효과에 부스터를 더하는 세가사미의 영업 공조화, 베이징 다싱 공항 오픈을 고려했을 때 한국 외인 카지노의 제반 환경은 긍정적으로 판단된다. 다가오는 하반기 인바운드 성수기에는 동사의 지리적 이점이 빛날 수 있는 시기다. GKL에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 26,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	501.3	108.2	80.5	1,302	-29.6	8,602	22.5	3.4	10.2	15.3	37.6
2018	480.3	104.9	77.6	1,255	-3.6	9,086	19.8	2.7	11.6	14.2	36.3
2019E	482.1	107.2	81.6	1,320	5.2	9,057	15.2	2.2	8.1	14.5	58.7
2020E	502.4	117.4	90.2	1,458	10.5	9,816	13.8	2.0	7.6	15.5	57.7
2021E	523.4	130.9	100.9	1,631	11.9	10,647	12.3	1.9	6.8	15.9	52.0

표36 GKL 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	119.3	116.1	2.7	109.2	9.3	115.5	3.3
영업이익	25.4	34.7	-26.7	17.0	49.7	28.3	-10.1
세전이익	27.2	37.6	-27.7	11.5	136.0	28.1	-3.3
지배순이익	19.6	27.2	-27.7	8.7	124.7	22.1	-11.1

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표37 GKL 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
드롭액	1,030.0	949.3	977.2	929.7	865.5	858.8	974.8	1,503.6	1,132.5	1,089.8	1,068.3	1,151.9
일본	395.8	338.9	339.0	251.3	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	325.2	416.2	456.0
중국	328.0	289.2	337.9	300.1	240.7	233.4	251.5	630.4	371.7	361.9	438.5	472.7
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	176.0	213.7	223.3
홀드올 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	7.6	9.6	10.8	11.4	11.5
매출액	125.3	109.7	138.7	127.6	121.9	116.1	130.4	111.8	109.2	119.3	121.7	132.0
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	94.6	84.7	86.8	80.3	86.6
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	34.2	31.3	33.5	32.1	34.2
컴프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	12.3	12.9	15.0
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	13.7	13.7	15.1	15.6	16.9
판관비	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	17.2	24.5	32.5	41.3	45.4
EBITDA	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.3	8.0	7.1	11.7	9.8
영업이익	31.5	17.6	40.7	18.4	31.4	34.7	30.9	7.9	16.6	25.4	29.6	35.6
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	9.9	11.1	27.2	32.3	37.2
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	6.7	8.5	19.6	25.6	27.9
% YoY Growth												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	61.7	30.9	26.9	9.6	-23.4
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-10.5	2.7	-6.7	18.0
영업이익	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	96.8	-24.1	-56.8	-47.3	-26.7	-4.1	348.4
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	-52.7	-51.3	-27.7	-2.7	314.7
Margin (%)												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	15.4	22.5	27.3	34.0	34.4
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	7.1	15.2	21.3	24.4	27.0
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	6.0	7.7	16.5	21.1	21.1

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표38 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
드롭액	4,450.4	4,168.7	4,081.5	3,886.2	4,202.6	4,442.5	4,465.3
중국인		888.7	1,122.0	1,112.1	1,215.4	1,543.2	1,808.3
일본인		1,552.1	1,309.5	1,174.0	1,356.0	1,644.7	1,771.5
기타		761.7	691.2	614.6	691.1	801.2	885.5
홀드율 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	11.5	10.8	11.3
매출액	540.7	505.7	548.2	501.3	480.3	482.1	502.4
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	339.8	338.3	346.0
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	118.7	131.2	136.5
컴프	82.6	74.6	73.5	64.4	53.5	53.3	57.0
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	60.4	61.2	64.2
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.7	36.6	39.0
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	121.2	133.8	135.9
영업이익	147.8	118.4	151.2	108.2	104.9	107.2	117.4
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	103.8	107.8	118.7
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	77.6	81.6	90.2
(% YoY)							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	8.1	5.7	0.5
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-4.2	0.4	4.2
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	-2.3	10.5	1.5
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	-3.0	2.2	9.5
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	-3.6	5.2	10.5
Margin (%)							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	25.2	27.8	27.0
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	21.8	22.2	23.4
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	16.2	16.9	18.0
Valuation (배)							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,255	1,320	1,458
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	19.8	15.2	13.8
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	11.6	8.1	7.6
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	14.2	14.5	15.5
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	2.9	3.5	3.5

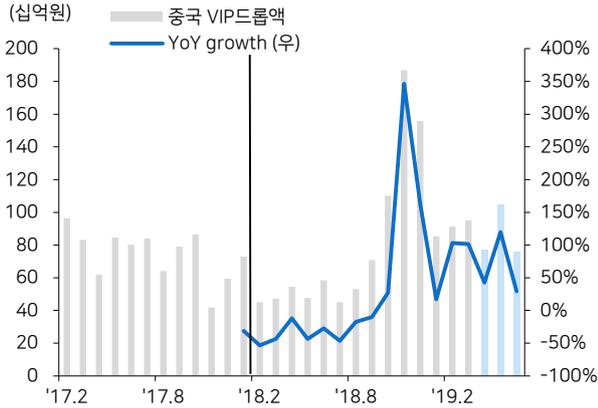
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표39 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'18.6	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	
드롭액 (십억원)															
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	117.0	106.5	155.7	169.1	180.8	235.2	312.8	166.1	153.3	175.4	135.1	162.3	144.8	
	VIP	92.5	82.4	129.5	139.4	155.6	194.5	244.8	134.8	129.2	150.4	110.2	134.1	116.0	
	Japan	29.0	33.2	53.6	59.6	37.1	38.8	58.2	42.9	40.2	46.5	31.3	31.8	36.7	
	China	36.2	24.5	36.8	53.0	72.5	120.1	112.1	53.0	56.8	63.5	49.4	64.1	46.0	
	Others	27.4	24.8	39.1	26.7	46.0	35.6	74.4	39.0	32.2	40.5	29.4	38.3	33.3	
	Mass	24.5	24.0	26.2	29.7	25.2	40.7	67.9	31.3	24.1	25.0	24.9	28.2	28.8	
Seoul Hilton Casino	Table Drop	81.7	97.9	106.6	106.1	107.3	139.4	177.4	110.6	97.1	107.6	113.3	110.3	94.5	
	VIP	34.1	47.9	54.1	49.3	59.6	75.0	80.8	62.6	54.5	60.1	60.2	62.6	46.1	
	Japan	23.3	35.0	40.4	39.6	44.2	44.6	46.3	46.1	38.3	36.9	39.2	41.1	26.2	
	China	3.3	4.3	5.5	2.8	3.7	16.5	14.8	5.8	5.9	14.1	12.2	15.3	12.5	
	Others	7.5	8.6	8.3	6.9	11.8	13.9	19.8	10.7	10.2	9.0	8.8	6.2	7.4	
	Mass	47.6	50.1	52.5	56.8	47.7	64.3	96.5	48.0	42.7	47.6	53.2	47.7	48.4	
Busan Lotte Casino	Table Drop	53.7	48.9	44.8	46.6	62.3	101.6	71.2	66.7	63.7	54.4	53.6	64.3	60.2	
	VIP	41.0	37.1	32.2	35.0	51.9	89.9	58.9	56.7	54.1	44.4	42.8	51.7	47.2	
	Japan	18.4	15.5	17.8	16.3	15.2	36.2	22.9	24.7	21.5	20.4	22.8	22.9	22.9	
	China	19.0	16.2	10.7	15.1	34.0	50.3	29.0	26.6	28.5	17.4	15.7	25.1	17.1	
	Others	3.6	5.4	3.7	3.7	2.7	3.3	6.9	5.3	4.1	6.6	4.3	3.7	7.2	
	Mass	12.6	11.7	12.6	11.6	10.5	11.7	12.4	10.0	9.6	10.0	10.8	12.6	13.0	
Total	Table Drop	252.4	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1	561.4	343.4	314.1	337.4	302.0	336.9	299.5	
	VIP	167.7	167.4	215.8	223.7	267.2	359.4	384.5	254.1	237.7	254.9	213.2	248.4	209.3	
	Japan	70.8	83.6	111.8	115.5	96.5	119.6	127.5	113.7	100.0	103.9	93.3	95.7	85.8	
	China	58.4	45.0	53.0	70.9	110.2	186.9	155.9	85.3	91.3	95.0	77.4	104.4	75.6	
	Others	38.5	38.8	51.1	37.3	60.5	52.9	101.1	55.1	46.5	56.1	42.5	48.2	47.9	
	Mass	84.7	85.8	91.3	98.1	83.3	116.7	176.9	89.3	76.3	82.5	88.9	88.5	90.2	
국적별 Breakdown	Slot Machine Drop	29.8	28.6	31.9	32.0	41.7	34.3	39.6	33.1	31.7	39.7	32.8	40.6	36.5	
	Total drop	282.2	281.9	339.1	353.8	392.1	510.4	601.0	376.4	345.8	377.2	334.9	377.5	336.0	
	VIP+Mass	252.4	253.3	307.1	321.8	350.5	476.1	561.4	343.4	314.1	337.4	302.0	336.9	299.5	
	Japan	70.8	83.6	111.8	115.5	104.4	127.9	136.6	123.0	108.7	114.1	102.5	106.3	96.9	
	China	58.4	45.0	53.0	70.9	133.4	237.9	259.1	124.7	122.3	124.7	114.9	136.3	108.4	
	Others	38.5	38.8	51.1	37.3	70.0	66.2	120.1	65.4	55.3	67.5	53.2	60.3	59.2	
성장률 (% YoY)	No Name	43.7	45.0	46.8	47.9	42.6	44.1	45.6	30.2	27.7	31.2	31.5	34.0	35.0	
	Seoul Gangnam Casino	Table Drop	-10.1	-30.3	20.1	7.3	22.2	105.9	145.5	21.0	51.3	56.9	23.8	54.3	23.8
		VIP	-11.5	-35.2	24.4	5.8	31.9	122.4	155.2	28.5	67.2	75.6	34.6	72.2	25.4
		Japan	17.2	-4.6	33.9	42.7	21.5	19.1	90.4	74.6	44.8	57.3	13.8	9.8	26.6
		China	-30.6	-62.3	-12.8	-20.1	26.6	282.3	184.6	7.1	105.4	136.6	59.2	110.1	27.2
		Others	-1.0	-9.9	78.5	13.2	52.5	51.7	187.1	26.2	47.2	38.3	26.3	107.3	21.7
Mass		-4.3	-5.9	2.5	15.5	-16.0	52.1	116.0	-3.3	0.3	-4.5	-8.5	3.2	17.6	
Seoul Hilton Casino	Table Drop	-9.4	6.4	15.2	11.1	14.1	57.7	77.1	16.6	35.6	20.1	11.0	20.5	15.6	
	VIP	-24.6	13.4	19.3	-2.6	45.0	80.3	73.6	43.0	88.2	35.4	11.5	54.0	34.9	
	Japan	-6.3	26.7	24.6	6.4	51.2	62.4	49.8	52.0	106.6	17.1	-3.0	36.2	12.4	
	China	-71.3	-26.2	32.7	-5.6	5.9	369.6	109.5	-14.7	43.7	256.3	190.7	280.3	273.2	
	Others	-14.7	-2.2	-6.5	-33.9	39.7	31.2	130.2	60.9	62.9	1.9	-6.4	-3.7	-1.1	
	Mass	6.0	0.5	11.3	26.5	-9.9	37.6	80.1	-6.0	0.0	5.0	10.5	-6.2	1.7	
Busan Lotte Casino	Table Drop	2.4	7.1	-17.4	-3.2	-0.4	145.4	53.7	20.9	34.2	-2.7	8.4	30.1	12.2	
	VIP	-1.8	8.9	-23.9	-8.0	0.5	203.5	75.9	33.8	48.9	1.4	12.7	39.1	15.1	
	Japan	0.8	-7.8	-14.4	-34.4	-33.0	93.3	26.8	7.6	3.7	-4.5	53.1	5.4	24.1	
	China	15.3	22.6	-39.5	55.8	31.8	624.1	125.8	58.4	116.8	6.6	-17.6	92.8	-9.7	
	Others	-48.5	34.0	-2.9	2.2	-14.5	-15.0	173.7	107.0	65.0	7.9	6.9	52.1	98.8	
	Mass	19.2	1.8	5.5	15.0	-4.8	-0.8	-3.9	-21.6	-13.9	-17.3	-5.6	3.0	2.7	
Total	Table Drop	-7.4	-12.8	11.1	6.8	15.1	95.2	105.0	19.6	42.5	31.1	15.9	36.9	18.7	
	VIP	-12.5	-17.7	12.5	1.5	26.8	126.5	118.6	33.0	66.8	46.7	22.6	59.6	24.8	
	Japan	4.2	5.6	19.9	11.3	17.0	51.8	60.2	46.0	49.2	25.9	12.7	18.5	21.3	
	China	-27.1	-46.4	-17.3	-10.3	27.3	346.4	162.9	16.9	103.1	101.7	42.3	119.8	29.3	
	Others	-11.4	-3.8	47.8	-0.9	44.9	39.1	173.0	37.2	51.9	26.8	15.8	76.3	24.5	
	Mass	4.4	-1.2	7.8	21.5	-11.3	36.9	80.6	-7.2	-1.9	-1.2	2.5	-2.1	6.5	
Slot Machine Drop	Slot Machine Drop	-29.7	-28.7	-10.2	-4.2	13.8	9.0	2.9	-3.6	-2.3	17.6	-11.9	24.6	22.5	
	Total drop	-10.4	-14.7	8.7	5.7	14.9	85.3	92.4	17.1	36.8	29.5	12.4	35.5	19.1	

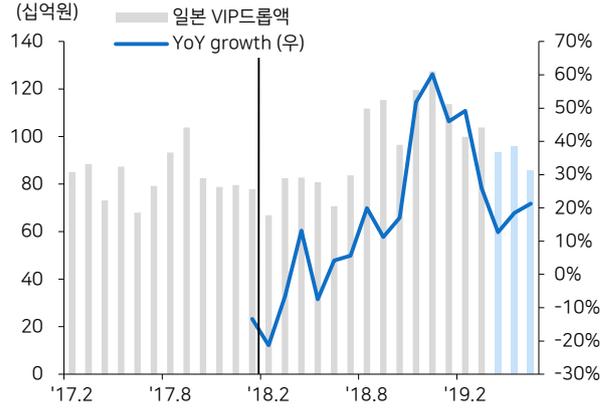
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 GKL 중국 VIP 드롭액, 2H18 이후 꾸준한 증가



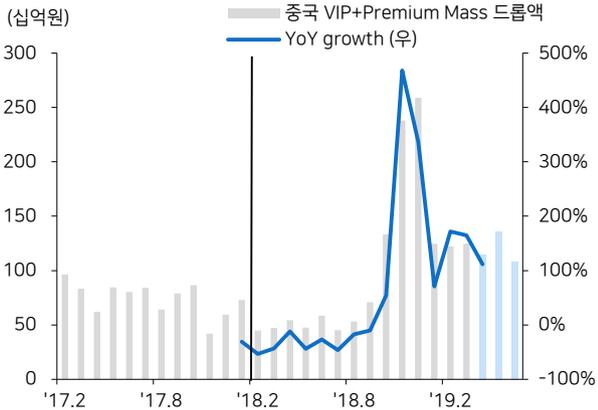
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 일본 VIP 드롭액도 작년 하반기부터 성장세로 전환



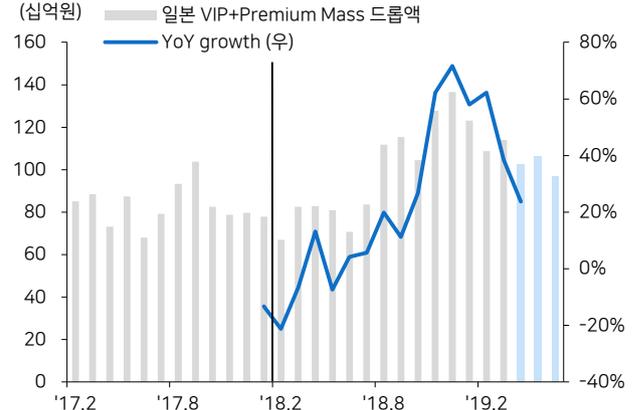
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 GKL 테이블 합산 드롭액, 18년 8월 이후 성장 지속



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	501.3	480.3	482.1	502.4	523.4
매출액증가율 (%)	-8.6	-4.2	0.4	4.2	4.2
매출원가	354.9	338.7	338.3	346.0	353.1
매출총이익	146.4	141.7	143.8	156.4	170.3
판매관리비	38.2	36.8	36.6	39.0	39.4
영업이익	108.2	104.9	107.2	117.4	130.9
영업이익률	21.6	21.8	22.2	23.4	25.0
금융손익	8.2	10.6	8.9	8.9	13.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.0	-11.7	-7.8	-7.0	-8.2
세전계속사업이익	107.3	103.8	108.3	119.2	135.9
법인세비용	26.8	26.2	26.1	28.6	32.1
당기순이익	80.5	77.6	81.6	90.2	100.9
지배주주지분 순이익	80.5	77.6	81.6	90.2	100.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	78.5	93.0	76.2	96.4	111.2
당기순이익(손실)	80.5	77.6	81.6	90.2	100.9
유형자산상각비	15.5	15.9	26.3	18.1	11.6
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-23.1	-2.1	-36.7	-12.2	-1.7
투자활동 현금흐름	-82.6	-42.5	69.4	-7.4	1.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.5	-7.7	-12.3	-4.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	1.2	-151.6	145.8	-2.9	1.1
재무활동 현금흐름	-61.5	-45.3	-34.4	-43.3	-43.3
차입금의 증감	0.4	-0.2	88.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.9	5.3	111.3	45.7	69.1
기초현금	191.3	125.4	130.8	242.1	287.8
기말현금	125.4	130.8	242.1	287.8	356.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	566.2	455.1	624.9	704.8	761.4
현금및현금성자산	125.4	130.8	242.1	287.8	356.9
매출채권	8.9	8.4	9.9	10.7	10.4
재고자산	2.3	2.5	2.9	3.2	3.1
비유동자산	165.7	310.7	264.4	252.8	239.8
유형자산	93.0	85.5	76.9	62.8	51.1
무형자산	9.5	9.6	9.3	9.0	8.6
투자자산	26.9	178.6	32.7	35.6	34.6
자산총계	731.9	765.9	889.2	957.6	1,001.2
유동부채	169.6	168.8	199.2	216.9	210.5
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	0.2
비유동부채	30.3	35.0	129.8	133.5	132.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	199.9	203.8	329.0	350.5	342.6
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	479.9	509.8	508.1	555.0	606.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	532.1	562.0	560.3	607.1	658.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,104	7,766	7,794	8,122	8,462
EPS(지배주주)	1,302	1,255	1,320	1,458	1,631
CFPS	1,988	1,927	2,057	2,058	2,130
EBITDAPS	2,006	1,959	2,164	2,196	2,310
BPS	8,602	9,086	9,057	9,816	10,647
DPS	730	710	700	700	800
배당수익률(%)	2.5	2.9	3.5	3.5	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	22.5	19.8	15.2	13.8	12.3
PCR	14.7	12.9	9.7	9.7	9.4
PSR	3.6	3.2	2.6	2.5	2.4
PBR	3.4	2.7	2.2	2.0	1.9
EBITDA	124.1	121.2	133.9	135.9	142.9
EV/EBITDA	10.2	11.6	8.1	7.6	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	14.2	14.5	15.5	15.9
EBITDA 이익률	24.8	25.2	27.8	27.0	27.3
부채비율	37.6	36.3	58.7	57.7	52.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.8	0.9	0.9
이자보상배율(x)	9,842.4	11,353.5	27.4	26.7	27.9
매출채권회전율(x)	54.0	55.7	52.9	48.8	49.5
재고자산회전율(x)	233.0	202.2	180.0	165.9	168.3

Industry Brief
2019. 7. 10

강원랜드 035250

회복의 강원랜드. 먼저 반영해버린 주가

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 영업이익은 일회성 비용 환입으로 컨센서스 상회, 순이익은 부합 전망
- ✓ 이는 1) 대법원 판결에 따른 비용 환입, 2) 세무조사 추정금이라는 일회성 때문
- ✓ 2019년 DPS는 기존 추정인 900원 유지
- ✓ 매출총량을 넘어설 수 없는 테이블 리미트로 탑라인 성장 제한적
- ✓ 적정주가 3만원 유지

Hold

적정주가 (12개월) **30,000 원**
현재주가 (7.9) **30,650 원**
상승여력 **-2.1%**

KOSPI	2,052.03pt
시가총액	65,573억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	30.13%
52주 최고/최저가	34,550원/25,800원
평균거래대금	92.8억원

주요주주(%)			
한국광해관리공단	36.27		
강원도개발공사	5.34		
국민연금공단	5.14		
주가상승률(%)			
1개월	6개월	12개월	
절대주가	-0.6	-3.8	18.6
상대주가	0.3	-3.2	32.1

주가상승률(%)			
1개월	6개월	12개월	
절대주가	-0.6	-3.8	18.6
상대주가	0.3	-3.2	32.1



일회성의 2분기

2분기 강원랜드 연결 매출액과 영업이익은 각각3,769억원(+11.3% YoY)과 1,911억원(+66% YoY)으로 컨센서스(1,482억원)를 상회하겠으나 순이익은 836억원(-12% YoY)으로 낮아진 컨센서스(806억원)을 충족할 전망이다.

동사는 기존 10사~익일 오전 4시였던 영업시간을 낮 12사~익일 오전 6시로 변경하며 1분기와 유사한 카지노 매출을 기록했을 것으로 추정한다. 그러나 비용 측면에서 1) 대법원 판결에 따른 비용 환입, 2) 세무조사 추정금이라는 일회성 요소가 발생해 기대치와 괴리가 생긴다. 임금 관련 소송이 동사의 승소로 판결되며 기존 총당해돈 640억원 가량의 인건비가 2분기 원가와 판관비로 환입된다. 또한 국세청 세무조사를 통해 860억원에 해당하는 추정금이 발생했는데, 이 중 710억원은 기타손실로, 나머지 150억원은 법인세로 반영될 예정이다.

매출총량을 채우기 위해서는 추가 조건 필요

2018년 하반기 동사 주가가 상승한 데는 매출총량제 기준 변화에 따른 기대감이 반영된 바 있다. 1) GDP 대비 0.45%인 매출총량을 0.51%로 상승, 2) 외국인 카지노 부분을 매출총량에서 제거하는 것이 변화에 해당한다.

결론적으로 2019년 동사가 할당받은 매출총량은 약 1.55조원으로 기존 대비 GDP 성장률 정도에 불과하다. 또한, 강원랜드의 2019년 카지노 매출은 1.48조원으로 매출총량에 미달할 전망이다. 이는 테이블 리미트, 딜러 수급 등의 문제 때문이다. 성장이 높지 않은 상황에 DPS 900원을 고려한다면 방어주 외 강원랜드의 투자매력은 타사 대비 높다고 보기 어려워 보인다. 강원랜드에 대한 적정주가 3만원을 유지한다.

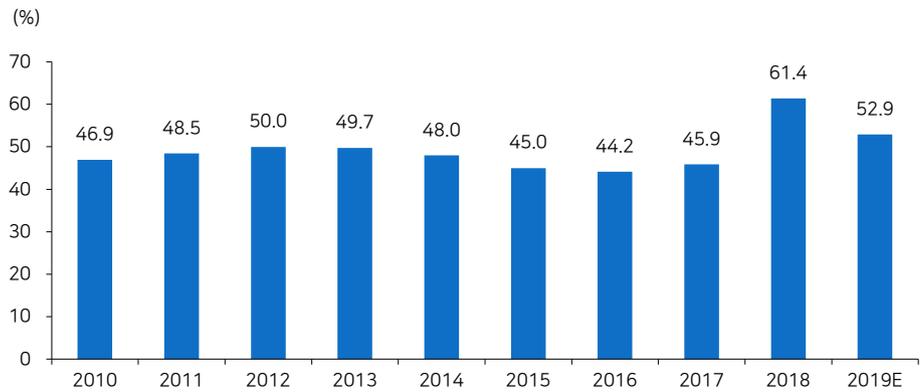
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,547.8	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	11.2	8.4	18.0
2019E	1,538.0	510.6	344.9	1,612	16.0	16,674	19.0	1.8	8.3	9.6	20.2
2020E	1,642.7	489.0	384.9	1,799	11.6	17,620	17.0	1.7	8.2	10.5	20.1
2021E	1,712.3	511.6	399.0	1,865	3.7	18,631	16.4	1.6	7.5	10.3	20.0

표40 강원랜드 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	376.9	338.7	11.3	377.4	-0.1	353.6	6.6
영업이익	191.1	115.0	66.2	125.1	52.8	132.9	43.8
세전이익	129.8	124.5	4.2	139.7	-7.1	128.2	1.2
지배순이익	83.6	94.6	-11.6	102.4	-18.4	86.9	-3.7

자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표41 강원랜드의 과거 평균 PER은 18배 수준

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
EPS (원)	1,968	1,782	1,431	1,391	1,680	2,064	2,125	2,045	1,390	1,612
PER (End)	14.2	15.3	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	17.0	23.0	19.0
PER (High)	16.0	17.9	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	19.3	24.6	21.4
PER (Low)	7.7	13.0	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	15.7	18.2	18.6
PER (Avg)	10.4	15.3	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	17.4	20.9	19.8

주: 지배주주 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표42 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
드롭액	1,740.7	1,644.0	1,654.1	1,599.8	1,550.9	1,475.0	1,590.6	1,518.0	1,567.8	1,613.9	1,657.6	1,615.7
Mass	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	635.0	670.2	726.4	702.1	711.6
슬롯머신	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	555.7	552.4	570.6	569.4	576.9
VIP테이블	421.6	370.0	340.4	304.1	292.5	284.7	386.1	327.3	345.2	316.9	386.1	327.3
홀드율 (%)	22.7	22.8	22.8	23.6	23.6	23.6	22.1	22.6	23.1	23.2	22.6	22.9
Mass	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.8	23.8	24.2	23.7	24.8	23.8	24.2	23.7	24.8	24.2	24.2	24.2
VIP테이블	16.6	17.9	16.7	21.4	18.6	19.1	14.9	17.2	17.7	18.4	16.6	17.2
매출액	409.1	372.9	380.8	385.0	378.4	338.7	369.1	351.9	377.4	376.9	392.3	391.4
Mass	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	177.7	171.7	174.0
슬롯머신	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	137.9	138.1	139.3
VIP테이블	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	56.4	61.2	58.3	64.2	56.4
비카지노	14.7	30.8	38.2	40.6	45.6	27.7	52.4	40.6	49.1	36.9	55.5	53.0
매출원가	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	132.4	189.9	234.4
인건비	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	1.5	31.1	60.5
컴프	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	33.4	31.4	31.4	33.8	37.3	31.4
세금	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	56.8	56.8	56.2
판관비	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	53.5	80.5	84.4
영업이익	162.4	135.5	137.6	95.4	126.0	115.0	123.9	65.8	125.1	191.1	121.8	72.6
세전이익	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	129.8	131.1	82.2
순이익	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	19.1	102.4	83.6	98.5	60.3
(% YoY)												
드롭액	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	9.4	4.2	6.4
Mass	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	17.2	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	0.0	-0.6	3.8
VIP테이블	10.6	-1.9	-13.1	-1.6	-30.6	-23.0	13.4	7.6	18.0	11.3	0.0	0.0
매출액	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-0.3	11.3	6.3	11.2
Mass	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	17.2	11.1	12.1
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	1.6	-0.5	5.8
VIP테이블	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	12.7	7.1	11.3	0.0
영업이익	-8.7	-15.5	-14.9	-19.7	-22.4	-15.1	-10.0	-31.1	-0.7	66.2	-1.7	10.4
순이익	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	-11.6	5.6	216.5
Margin (%)												
OPM	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	50.7	31.1	18.6
NPM	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	22.2	25.1	15.4
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.14	2.13	2.16
% YoY	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	-3.7	4.2	-3.2
일평균방문객 (명)	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	8,284	8,452	8,139
% YoY	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	13.6	0.0	10.0

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표43 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
드롭액	7,042.4	6,638.7	6,134.5	6,455.0	6,917.9	7,158.8
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,810.3	3,068.7	3,303.4
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,269.2	2,369.7	2,359.1
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,375.4	1,479.5	1,496.4
홀드율 (%)	23.1	22.9	22.8	22.9	22.9	22.9
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.3	24.2	24.2
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	17.5	17.6	17.5
매출액	1,696.5	1,547.8	1,438.1	1,538.0	1,642.7	1,712.3
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	687.3	750.5	807.9
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	552.3	574.4	571.6
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	240.1	261.1	262.1
비카지노	67.2	124.3	166.4	194.6	201.2	216.7
매출원가	785.2	730.8	729.6	737.3	839.0	876.3
인건비	150.2	147.7	148.6	125.4	163.2	169.2
컴프	155.7	137.3	126.3	133.9	144.4	146.0
세금	243.0	227.1	208.4	220.4	237.2	245.6
판관비	292.7	286.0	277.8	290.1	314.7	324.3
영업이익	618.6	530.9	430.7	510.6	489.0	511.6
세전이익	596.9	566.2	410.7	482.8	516.1	535.1
순이익	454.6	437.6	297.3	344.9	384.9	399.0
(% YoY)						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	5.2	7.2	3.5
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	9.8	9.2	7.6
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	-0.7	4.4	-0.4
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	6.6	7.6	1.1
매출액	3.8	-8.8	-7.1	6.9	6.8	4.2
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	9.8	9.2	7.6
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	0.2	4.0	-0.5
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	7.8	8.7	0.4
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	18.6	-4.2	4.6
순이익	2.9	-3.7	-32.1	16.0	11.6	3.7
Margin (%)						
OPM	36.5	34.3	29.9	33.2	29.8	29.9
NPM	26.8	28.3	20.7	22.4	23.4	23.3
Valuation (배)						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,612	1,799	1,865
PER	16.8	17.0	23.0	19.0	17.0	16.4
PBR	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	11.2	8.3	8.2	7.5
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	9.6	10.5	10.3
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,547.8	1,438.1	1,538.0	1,642.7	1,712.3
매출액증가율 (%)	-8.8	-7.1	7.0	6.8	4.2
매출원가	730.8	729.6	737.3	839.0	876.3
매출총이익	816.9	708.5	800.7	803.7	836.0
판매관리비	286.0	277.8	290.1	314.7	324.3
영업이익	530.9	430.7	510.6	489.0	511.6
영업이익률	34.3	30.0	33.2	29.8	29.9
금융손익	52.7	39.4	60.8	60.3	60.3
종속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-59.3	-17.0	-17.0	17.0
세전계속사업이익	566.2	410.7	554.2	532.3	588.9
법인세비용	128.7	113.5	138.1	131.6	136.4
당기순이익	437.5	297.2	344.7	384.5	398.7
지배주주지분 손이익	437.6	297.3	344.9	384.9	399.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	-7.1	462.4	476.7
당기순이익(손실)	437.5	297.2	344.7	384.5	398.7
유형자산상각비	74.2	66.0	68.5	68.5	68.5
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-71.0	-39.2	-442.5	9.3	9.5
투자활동 현금흐름	-250.2	-202.1	346.9	-128.4	-130.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-85.5	-103.3	-46.8	-25.0	-25.0
투자자산의 감소(증가)	144.9	-456.7	428.1	-30.0	-30.5
재무활동 현금흐름	-200.3	-202.4	-1.8	-182.5	-182.5
차입금의 증감	0.5	-1.4	3.4	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-56.7	338.0	151.5	164.0
기초현금	93.0	105.6	48.9	386.9	538.4
기말현금	105.6	48.9	386.9	538.4	702.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,164.3	1,759.0	2,289.0	2,543.5	2,812.3
현금및현금성자산	105.6	48.9	386.9	538.4	702.3
매출채권	4.7	9.8	10.9	11.5	12.1
재고자산	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
비유동자산	2,021.4	2,472.2	1,998.3	1,984.7	1,971.7
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,294.3	1,250.8	1,207.3
무형자산	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6
투자자산	525.4	982.1	554.0	584.0	614.5
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,287.4	4,528.2	4,783.9
유동부채	681.3	636.0	707.4	745.7	784.7
매입채무	3.4	3.6	4.0	4.2	4.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	8.4	12.8	13.3	13.8
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	644.5	720.2	759.0	798.5
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,438.9	3,524.5	3,505.0	3,707.5	3,923.7
비지배주주지분	0.1	0.0	-0.1	-0.5	-0.5
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,567.1	3,769.2	3,985.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,235	6,722	7,189	7,678	8,003
EPS(지배주주)	2,046	1,390	1,612	1,799	1,865
CFPS	2,968	2,302	2,294	2,424	2,475
EBITDAPS	2,829	2,322	2,707	2,606	2,712
BPS	16,365	16,765	16,674	17,620	18,631
DPS	990	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	23.0	19.0	17.0	16.4
PCR	11.7	13.9	13.4	12.6	12.4
PSR	4.8	4.8	4.3	4.0	3.8
PBR	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EBITDA	605.1	496.8	579.2	557.6	580.2
EV/EBITDA	8.8	11.2	8.3	8.2	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.4	9.6	10.5	10.3
EBITDA 이익률	39.1	34.5	37.7	33.9	33.9
부채비율	19.5	18.0	20.2	20.1	20.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,241.8	1,834.7	6,113.6		
매출채권회전율(x)	347.8	199.1	148.7	146.8	145.3
재고자산회전율(x)	1,186.4	1,174.7	1,267.6	1,251.7	1,238.8

Industry Brief
2019. 7. 10

스튜디오드래곤 253450

9월에 거는 희망

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 영업이익은 컨센서스 소폭 미달 전망
- ✓ 탑라인은 크게 늘었으나 '아스달 연대기' 상각으로 이익 성장은 제한적
- ✓ 2분기 무형자산 상각액은 1분기 대비 100억원 증가한 371억원 전망
- ✓ 다만 동사의 직접 제작으로 RS는 1분기 대비 낮아
- ✓ 9월 아스달 연대기 Part3에 희망을 걸어보자

Buy

적정주가 (12개월) 95,000 원
현재주가 (7.9) 66,900 원
상승여력 42.0%

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	18,766억원
발행주식수	2,805만주
유동주식비율	25.24%
외국인비중	2.42%
52주 최고/최저가	119,800원/66,000원
평균거래대금	134.8억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	74.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.1	-28.8	-36.9
상대주가	-1.0	-26.5	-22.5

주가그래프



'아스달 연대기' 비용 상각으로 이익은 눈높이 낮춰야

스튜디오드래곤의 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,306억원(+76% YoY) 과 89억원(+21% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 미달할 전망이다. 텐트폴인 '아스달 연대기'와 관련하여 기존에는 소폭 적자로 추정하였으나 넷플릭스 해외판 권 추정을 상향하며 프로젝트 수익은 약 18억으로 마감할 것으로 추정한다(3분기까지 방영). '아스달 연대기'의 경우 전체 540억원의 제작비 중 2분기 내 총 270억원이 비용으로 계상될 전망이다. 구작에 대한 판매가 많지 않다면 2분기 영업이익에 대한 눈높이는 낮아질 전망이다. 당사가 추정하는 2분기 감가상각 금액은 371억원으로 이는 전분기 대비 약 100억원 증가한 수치다. 다만 대작 다수가 스튜디오드래곤 자회사로부터 만들어진 관계로 1분기 대비 RS 비용은 크게 줄 전망이다.

9월 아스달 연대기 Part3에 희망을 걸자

2018년 9월 CJ ENM의 드라마 슬롯 증가에 따른 효과는 3분기까지 기저로 작용할 전망이다. 외형 성장에 대한 의심을 하지 않는 이유다. 다만 낮아진 GPM 축소는 '아스달 연대기'가 종료되는 3분기까지는 면치 못할 전망이다.

첫 대작 시즌제로 아심차게 내놓은 '아스달 연대기'는 장르의 생소함으로 시청자들의 평가가 투자자들의 기대에 미치지 못하고 있다. 특히 이 작품은 (언론에 따르면) 시즌 3까지 염두에 둔 작품이다. 이는 향후 3년간 동사의 가장 큰 판권을 책임질 작품이란 뜻이다. 흥행산업인 관계로 시청률이 이익과 연결되지 않더라도 주가에 영향을 미칠 수 밖에 없다는 점을 고려했을 때 9월 이후 방영될 '아스달 연대기' Part3의 역할이 중요한 시점이다. 스튜디오드래곤에 대한 적정주가 95,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	286.8	33.0	23.9	1,050	84.5	13,141	61.9	4.9	22.1	9.5	24.7
2018	379.6	39.9	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	6.5	21.2	9.3	27.7
2019E	517.6	46.2	41.5	1,480	15.8	15,786	45.2	4.2	9.6	9.8	45.3
2020E	603.4	60.0	53.3	1,900	28.4	17,686	35.2	3.8	8.9	11.4	49.4
2021E	679.2	67.3	60.3	2,148	13.0	19,834	31.1	3.4	7.6	11.5	51.6

표44 스튜디오드래곤 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	130.6	74.3	75.8	111.8	16.8	114.7	13.8
영업이익	8.9	7.3	21.5	11.0	-19.3	11.3	-21.2
세전이익	10.5	11.0	-5.4	13.2	-21.0	13.0	-19.6
지배순이익	8.3	8.9	-7.1	9.2	-10.4	11.0	-25.2

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권리서치센터

표45 '아스달 연대기' 수익성 추정 (기준)

(억원)	
-	540 ← 제작비
+	200 ← CJ ENM 방영료 (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
+	20 ← PPL (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
-	320 ← 스튜디오드래곤의 '아스달 연대기'에 대한 실 투자금액
+	280 ← Netflix 판권 매출. ENM 수수료 제외 후 매출총이익 (GP)
+	18 ← 편당 VOD 매출 2억원 가정. 2억원/편 × 18편 × 50% (IP보유자 몫) × 85% (수수료 공제)
-	22 ← '아스달 연대기' 프로젝트 예상 손실 금액

자료: 언론 자료를 토대로 메리츠증권리서치센터 추정

표46 '아스달 연대기' 수익성 추정 (변경)

(억원)	
-	540 ← 제작비
+	200 ← CJ ENM 방영료 (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
+	20 ← PPL (매출 인식 후 비용으로 전액 처리)
-	320 ← 스튜디오드래곤의 '아스달 연대기'에 대한 실 투자금액
+	320 ← Netflix 판권 매출. ENM 수수료 제외 후 매출총이익 (GP)
+	18 ← 편당 VOD 매출 2억원 가정. 2억원/편 × 18편 × 50% (IP보유자 몫) × 85% (수수료 공제)
+	18 ← '아스달 연대기' 프로젝트 예상 수익 금액

자료: 언론 자료를 토대로 메리츠증권리서치센터 추정

표47 2019년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	왕이 된 남자	1.7~3.4	16부	김선덕	김희원	여진구, 이세영	SD, 지티스트
	로맨스는 별책부록	1.26~3.17	16부	정현정	이정호	이종석, 이나영	SD, 메가몬스터, 콘텐츠지움
	진심이 닿다	2.6~3.28	16부	이명숙	박준화	이동욱, 유인나	SD, 글앤그림미디어
	막돼먹은 영애씨 시즌17	2.8~4.26	12부	한설희, 백지현	한상재	김현숙	CJENM
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은	SD, JS픽처스
	자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규	준호, 유재명	SD, 에이스팩토리
	그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍중찬	박민영, 김재욱	SD, 본팩토리
	어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유제원	박보영, 안효섭	월화
	아스달 연대기	6.1~7.28	18부	김형연, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	토일
	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 이다희	수목
	60일, 지정생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	월화
	호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	토일
	악마가 너의 이름을 부를 때	19.7.31~9.12	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	수목
	유령을 잡아라!	19.8~		소원, 이영주	신윤섭	김선호, 문근영	월화
	쌈니다 천리마마트	19.9~	16부		백승룡	이동휘, 김병철	금
	미쓰리	19.9~		박정화	한동화	이혜리	수목
	날 녹여주오	10.19~12.8	16부	백미경	신우철	지창욱	토일
	슬기로운 의사생활	19.11~		신원호			금
	사이코패스 다이어리	19.11~		류용재	이종재	윤시윤 - 정인선	
	스위트홈	19.12~			이응복		
사랑의 불시착(가제)	19.12~		박지은	이정호	현빈, 손예진	토일	
식빵 굽는 남자	2H19		주화미	이종재		월화	
소원을 말해봐	2H19		백미경	김상호			
위대한 쇼	2H19		설준석	신용휘	송승헌, 이선빈		
키마이라	2H19		이진매	김도훈	박해수, 이희준, 수현		
머니게임	2H19		이영미	김상호	고수, 심은경(검토)	수목	
OCN	트랩	2.9~3.3	7부	남상욱, 박신우	박신우	이서진, 성동일, 이화영	SD, 필름몬스터
	빙의	3.6~4.25	16부	박희강	최도훈	송새벽, 고준희	SD, 데이드림엔터
	킬잇	3.16~4.28	12부	손현수, 최명진	남성우, 안지숙	장기용, 나나	SD, 크레이브웍스
	구해줘2	5.8~6.27	16부	서주연	이권	천호진, 엄태구, 이솜	SD, 히든시퀀스
	보이스3	5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱	토일
	WATCHER	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	토일
	미스터 기간제	7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	수목
	타인은 지옥이다	19.8~	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱	토일
	달리는 조사관	19.9~	16부	백정철	김용수	이요원, 최귀화	수목
모두의 거짓말(가제)	19.11~		전영신, 원유정	이윤정	이민기		
Netflix	좋아하면 울리는	2H19		이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	나홀로 그대	2H19				윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
Olive	은주의 방	18.11.6-19.1.22	12부작	박상문, 김현철	장정도, 소재현	류혜영, 김재영	SD
MBC	봄밤	19.05.22	16부작	김은	안판석	정해인, 한지민	JS픽처스

주: SD-스튜디오드래곤. 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴
 자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표48 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망											
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	130.6	155.9	119.3	286.8	379.6	517.6
(% YoY)	6.1	19.7	59.6	41.5	39.9%	75.7%	26.0%	17.3%	46.7%	32.4%	36.4%
드라마 부문	79.2	68.0	121.0	99.6	109.0	128.5	153.2	115.1	262.0	367.7	505.7
1. 작품 방영 매출액	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	56.6	59.0	50.7	131.2	178.1	210.3
작품당 편성매출	6.0	6.2	8.9	6.7	6.8	7.1	7.9	6.7	5.6	6.7	7.0
작품 수 (편)	5.5	5.4	5.5	8.1	6.5	8.0	7.5	7.0	21.0	24.5	29.0
ENM 필요 작품 수 (편)									15.0	33.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									4.0	6.5	6.5
2. PPL	6.4	5.1	8.7	7.4	8.7	8.6	11.8	6.7	19.0	27.5	35.8
작품당 PPL	0.9	0.9	1.6	0.9	1.3	1.1	1.6	1.0	0.8	1.1	1.2
3. VOD 매출	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	16.7	18.9	14.1	44.6	51.9	63.3
작품당 VOD	1.7	2.3	2.6	1.6	2.1	2.1	2.5	2.0	2.1	2.1	2.2
4. 해외판권	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	46.6	48.5	28.5	67.2	110.2	166.2
작품당 해외판권	4.1	3.1	8.4	3.0	6.6	5.8	6.5	4.1	3.2	4.5	5.7
↳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	0.0	15.0	15.0		0.0	30.0
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	15.0
작품수 (편)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	2.0
엔터테인먼트 부문	0.7	6.3	2.7	2.1	2.8	2.1	2.7	4.3	24.7	11.9	11.9
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	117.9	133.2	106.2	239.7	324.0	454.1
매출원가율(%)	82.9	85.7	80.0	93.6	86.6%	90.3%	85.5%	89.0%	85.4%	87.7%	86.8%
제작비	44.6	33.3	47.7	60.5	48.8	65.2	83.6	55.1	149.7	185.6	252.7
작품당 제작비	7.2	6.2	8.7	7.4	0.0	0.0	0.0	0.0	6.4	7.6	8.2
CJ ENM 수수료	6.1	9.4	22.3	-1.0	15.0	11.2	11.4	10.1	16.9	36.9	47.6
감가상각	12.4	13.1	23.3	26.0	26.7	37.1	33.5	30.9	41.0	74.9	128.2
기타	1.1	0.8	12.8	-6.7	6.5	1.7	1.3	3.7	0.1	12.6	13.2
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	3.8	4.0	5.5	14.1	15.7	17.3
판관비율(%)	3.7	4.4	2.7	5.9	3.6%	2.9%	2.6%	4.6%	4.9%	4.1%	3.3%
매니지먼트 수수료	0.4	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	2.3	1.1	1.2
드라마 관련 판관비	2.6	2.9	2.8	6.5	3.5	3.5	3.8	5.3	11.8	14.5	16.0
Profitability											
EBITDA	23.1	20.5	44.8	26.4	37.7	46.0	52.1	38.6	74.0	114.8	174.5
영업이익	10.7	7.3	21.4	0.4	11.0	8.9	18.6	7.7	33.0	39.9	46.2
드라마 부문	10.9	7.1	22.0	0.7	11.5	8.9	19.2	7.9	32.2	40.7	47.5
엔터테인먼트부문	-0.3	0.3	-0.6	-0.3	-0.5	0.0	-0.6	-0.2	0.9	-0.8	-1.2
영업이익률(%)	13.3	9.9	17.3	0.4	9.8%	6.8%	11.9%	6.5%	11.5%	10.5%	8.9%
드라마 부문(%)	13.8	10.4	18.2	0.7	10.5%	6.9%	12.5%	6.8%	12.3%	11.1%	9.4%
엔터테인먼트부문(%)	-35.0	4.0	-21.2	-12.3	-16.8%	-1.8%	-21.2%	-3.6%	3.8%	-7.0%	-10.4%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표49 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	517.6	603.4	679.2
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	36.4	16.6	12.6
드라마 부문	195.5	262.0	367.7	505.7	590.3	664.9
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	210.3	231.0	260.2
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.0	7.2	7.4
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.0	32.0	35.0
E&M 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	39.0	39.0	39.0
E&M 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	6.5	6.5
2. PPL	32.3	19.0	27.5	35.8	40.3	45.0
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	63.3	71.9	81.1
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	166.2	202.1	233.6
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.7	6.3	6.7
L중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌			0.0	30.0	45.0	45.0
작품당			0.0	15.0	15.0	15.0
작품수 (편)			0.0	2.0	3.0	3.0
엔터테인먼트 부문	16.8	24.7	11.9	11.9	13.1	14.4
매출원가	168.4	239.7	324.0	454.1	524.0	590.1
% of sales	86.1	85.4	87.7	86.8	86.9	87.2
제작비	120.1	149.7	185.6	252.7	309.6	343.5
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.2	8.5	8.7
CJ E&M 수수료	11.3	16.9	36.9	47.6	59.2	71.5
감가상각	22.0	41.0	74.9	128.2	126.1	142.8
기타	2.2	0.1	12.6	13.2	18.1	24.3
판관비	5.9	14.1	15.7	17.3	19.5	21.8
% of sales	3.0	4.9	4.1	3.3	3.2	3.2
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	1.2	1.3	1.4
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	16.0	18.1	20.4
Profitability						
EBITDA	43.2	74.0	114.8	174.5	186.0	210.0
영업이익	21.2	33.0	39.9	46.2	59.9	67.3
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	47.5	61.3	68.7
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	-1.2	-1.3	-1.4
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	8.9	9.9	9.9
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	9.4	10.4	10.3
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	-10.4	-10.2	-10.0

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

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	517.6	603.4	679.2
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	36.4	16.6	12.6
매출원가	239.7	324.0	454.1	524.0	590.1
매출총이익	47.1	55.6	63.5	79.4	89.1
판매관리비	14.2	15.7	17.3	19.5	21.9
영업이익	33.0	39.9	46.2	60.0	67.3
영업이익률	11.5	10.5	8.9	9.9	9.9
금융손익	-2.5	6.1	6.9	8.2	9.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	30.3	45.6	52.9	67.9	76.8
법인세비용	6.4	9.8	11.4	14.6	16.5
당기순이익	23.9	35.8	41.5	53.3	60.3
지배주주지분 손이익	23.9	35.8	41.5	53.3	60.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	-29.1	169.4	175.3	196.9
당기순이익(손실)	23.9	35.8	41.5	53.3	60.3
유형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	75.0	128.2	126.1	142.8
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	6.3	3.9	3.5
투자활동 현금흐름	-141.0	140.6	-128.9	-143.8	-134.2
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-30.8	-30.8	-8.2
재무활동 현금흐름	188.1	-9.7	49.4	18.6	18.1
차입금의 증감	-18.0	-7.9	50.0	20.0	20.0
자본의 증가	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	101.7	89.9	50.0	80.8
기초현금	11.5	51.3	153.0	242.9	293.0
기말현금	51.3	153.0	242.9	293.0	373.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	371.3	442.6	542.3
현금및현금성자산	51.3	153.0	242.9	293.0	373.8
매출채권	54.9	68.8	93.8	109.3	123.1
재고자산	1.3	0.6	0.8	0.9	1.0
비유동자산	169.6	265.2	272.2	298.8	301.2
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	175.0	171.1	165.4
투자자산	3.8	3.7	34.5	65.3	73.5
자산총계	459.5	512.4	643.5	741.4	843.5
유동부채	90.7	108.2	197.6	242.0	283.6
매입채무	6.1	19.6	26.7	31.1	35.0
단기차입금	0.0	0.0	50.0	70.0	90.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	2.9	3.2	3.3	3.5
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	111.1	200.7	245.3	287.1
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	319.6	320.1	320.1	320.1	320.1
기타포괄이익누계액	0.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	32.1	67.7	109.2	162.5	222.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	442.8	496.1	556.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,539	18,452	21,511	24,214
EPS(지배주주)	1,050	1,278	1,480	1,900	2,148
CFPS	3,068	3,930	6,220	6,629	7,483
EBITDAPS	3,271	4,108	6,228	6,639	7,492
BPS	13,141	14,305	15,786	17,686	19,834
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	72.3	45.2	35.2	31.1
PCR	21.2	23.5	10.8	10.1	8.9
PSR	5.1	6.8	3.6	3.1	2.8
PBR	4.9	6.5	4.2	3.8	3.4
EBITDA	74.3	115.2	174.7	186.2	210.2
EV/EBITDA	22.1	21.2	9.6	8.9	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	9.8	11.4	11.5
EBITDA 이익률	25.9	30.3	33.8	30.9	30.9
부채비율	24.7	27.7	45.3	49.4	51.6
금융비용부담률	0.6	0.0	0.1	0.2	0.3
이자보상배율(x)	19.0	343.0	74.0	41.9	35.6
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.4	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	757.3	706.6	695.2

Industry Brief
2019. 7. 10

제이콘텐트리 036420

주가 트리거는 여전히 방송

▲ 엔터/레저

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

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

- ✓ 2분기 영업이익은 컨센서스 충족 전망
- ✓ 영화 부문, 메가박스의 장점이 잘 들어나는 시기로 높은 이익 전망
- ✓ 방송 부문은 해외 판권 큰 작품 없어 아쉬운 실적
- ✓ 주가 리레이팅은 방송 사업 부문의 성공 여부가 결정한다는 기존 전망 유지
- ✓ 적정주가 5,900원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 5,900 원
현재주가 (7.9) 4,725 원
상승여력 24.9%

KOSDAQ	657.80pt
시가총액	6,807억원
발행주식수	14,407만주
유동주식비율	65.63%
외국인비중	2.54%
52주 최고/최저가	7,070원/4,270원
평균거래대금	97.1억원

주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 1인	33.32
국민연금공단	8.17
한국투자밸류자산운용	5.01

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-11.5	-25.7
상대주가	3.7	-8.6	-8.7

주가그래프



영화 라인업 호조로 2분기 컨센서스 충족 전망

제이콘텐트리의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,348억원(+21% YoY)과 108억원으로 컨센서스를 충족할 전망이다. 부문별 영업이익은 메가박스 80억원(+383% YoY), 방송부문 22억원(콘텐츠허브 23억원+IP투자 -1억원)을 전망한다. 주가 리레이팅은 방송 부문 중 IP투자 부문의 이익이 본격화되는 시기에 가능할 것이라는 기존의 전망을 유지한다.

영화부문: 메가박스의 특성이 잘 발휘된 2분기

인피니티워, 기생충, 알라딘 등 영화관 산업에 우호적인 라인업에 힘입어 2분기 박스오피스는 YoY 19% 증가한 4,630억원(관람객 수 +20.4% YoY, ATP -1.2% YoY)을 기록했다. 지난 1분기 수익성 낮은 영화관 폐점 효과에 더해 타사 대비 수도권에 집중되어 있는 동사의 특성이 십분 발휘되며 성수기인 1분기를 넘어선 80억원의 영업이익을 기록할 전망이다.

방송부문: 아쉬운 판권 실적

2분기 동사의 해외 판권은 50억원을 전망한다. 2분기 라인업 특성 상 해외 판권이 크게 인식될 작품이 없었다. 2분기 판권의 가장 큰 부분은 보좌관 관련 판권으로 추정된다. 당사가 추정하는 '보좌관' 판권은 50억원으로 이 중 2분기 회차에 해당하는 약 30억원의 해외 판권이 인식되었다고 추정했다. '보좌관'의 경우 동사 기준 부가 판권이 68억 이상 발생해야 수익권에 진입하는데 시정을 고려 시 '보좌관' 시즌1에 대한 동사의 프로젝트 수익은 BEP 수준으로 추정한다.

(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	97.6	4.0	14.8	5.3	180.8
2018	511.3	34.8	18.5	145	122.7	2,339	30.8	1.9	9.8	7.4	95.1
2019E	586.3	83.9	48.3	335	123.2	2,674	14.1	1.8	5.2	13.4	64.4
2020E	632.0	77.7	47.3	328	-3.1	3,002	14.4	1.6	4.4	11.6	59.9
2021E	674.1	81.4	52.8	367	9.3	3,369	12.9	1.4	3.4	11.5	55.7

표50 제이콘텐트리 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	134.8	111.3	21.1	126.3	6.7	127.1	6.1
영업이익	10.8	8.3	30.5	11.1	-2.2	11.2	-3.4
세전이익	11.9	9.3	27.9	8.3	43.3	11.8	1.2
지배순이익	2.5	2.5	0.0	4.0	-38.3	6.3	-60.3

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권증권 리서치센터

표51 JTBC 드라마 라인업: 2017년 12월부터 기존 금토 드라마에 월화 드라마 슬롯 추가

제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
힘센여자 도봉순	2.24-4.15	제이에스픽쳐스, DH	백미경	이형민	박보영, 박형식	16부	100% 사전제작
맨투맨	4.21-6.10	DH, 마운틴무브먼트 스토리	김원석	이창민	박해진, 박성웅, 김민정	16부	100% 사전제작
품위있는 그녀	6.16-8.19	제이에스픽쳐스, DH	백미경	김윤철	김희선, 김선아	20부	100% 사전제작
청춘시대2	8.25-10.07	DH, 테이크투	박연선	이태곤, 김상호	한예리, 한승연, 박은빈	14부	
더 패키지	10.13-11.18	JYP픽쳐스, DH	천성일	전창근, 김진원	이연희, 정용화	12부	100% 사전제작
언터처블	11.24-1.20	김종학프로덕션, DH	최진원	조남국	진구, 고준희, 정은지	16부	
그냥 사랑하는 사이	12.11-1.30	DH, 셸트리온엔터테인먼트	유보라	김진원	이준호, 원진아	16부	첫 월화드라마
미스티	2.2-3.24	글앤그림미디어	제인	모완일	김남주, 지진희	16부	금토드라마
오라차차 와이키키	2.5-4.17	씨제스프로덕션, DH	김기호 등	이창민	김정현, 이이경, 손승원	20부	월화드라마
밥 잘 사주는 예쁜 누나	3.30-5.19	DH, 콘텐츠케이	김은	안판석	손예진, 정해인	16부	금토드라마
미스 함무라비	5.21-7.17	스튜디오앤뉴	문유석	곽정환	고아라, 엘인피니티)	16부	월화드라마
스케치	5.25-7.14	DH, 네오 Ent	강현성	임태우	비(정지훈), 이동건	16부	금토드라마
라이프	7.23-9.11	씨그널 Ent	이수연	홍종찬, 임현욱	조승우, 이동욱	16부	월화드라마
내 아이디는 강남미인	7.27-9.15	아트앤컬처	최수영	최성범	임수향, 차은우	16부	금토드라마
제3의 매력	9.28-11.17	이매진아시아, JYP픽쳐스	박희권, 박은영	표민수	서강준, 이솜	16부	금토드라마
뷰티 인사이드	10.1-11.20	스튜디오앤뉴, 용필름	임메아리	백종열	서현진, 이민기	16부	월화드라마
SKY 캐슬	11.23-19.2.1	DH, HB엔터	유현미	조현탁	염정아, 오나라	16부	금토드라마
일단 뜨겁게 청소하라	11.26-19.2.4	DH, 오형제	한희정	노종찬	김유정, 안효섭, 송재림	16부	월화드라마
눈이 부시게	2.11-3.19	DH	이남규, 김수진	김석윤	한지민, 남주혁	12부	월화드라마
리갈하이	2.8-3.30	지앤지프로덕션	박성진	김정현	진구, 서은수	16부	금토드라마
오라차차 와이키키 시즌2	3.25~5.28	DH, 씨제스엔터테인먼트	김기호	이창민	소희, 이이경	20부	월화드라마
아름다운 세상	4.5~5.25	MI	김지우	박찬홍	박희순, 추자현, 오만성	16부	금토드라마
바람이 분다	5.27~7.16	DH, 소금빛미디어	황주하	정정화, 김보경	감우성, 김하늘	16부	월화드라마
보좌관	5.31~6.29	스튜디오앤뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	금토드라마
열여덟의 순간	7.22~	DH, 키이스트	윤경아	심나연	옹성우, 김향기	16부	월화드라마
멜로가 체질	7.26~	삼화네트웍스	이병헌, 김영영	이병헌, 김혜영	천우희, 안재홍, 공명	20부	금토드라마
꽃파당: 조선혼담공작소	19.09~	JP E&M, 블러썬스토리	김이랑	김가람	김민재, 공승연		
나의 나라	19.09~	셸트리온엔터테인먼트	채승대	김진원	양세종, 우도환, 김설현	20부	
검사내전	19.11~	에스피스	이범익, 서자연, 박연선	이태곤	이선균, 정려원	16부	
초콜릿	19.11~	JYP픽쳐스	이경희	이형민	하지원		월화드라마
쌍갑포차	2019년		배혜수		황정음(검토), 육성재(검토)		

주: 1) 제이콘텐트리는 '힘센여자 도봉순'부터 IP투자를 시작함. 이후 작품은 '더 패키지'를 제외하고 모두 제이콘텐트리 본사가 IP보유
 2) DH- 드라마하우스 (제이콘텐트리 자회사인 JTBC콘텐츠허브 드라마 제작부문)

자료: JTBC, 메리츠증권증권 리서치센터

표52 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	2018	374.4	5,460.8	3,221.7	1,246.4	4,119.1	737.6	N/A	1,349.9	1,608.7
	2019E	397.8	5,542.7	3,323.9	1,284.9	4,869.2	679.7	634.2	1,604.1	1,668.7
	2020E	412.2	5,631.2	3,394.4	1,336.0	5,019.2	692.0	743.6	1,787.2	1,803.1
영업이익	2018	45.2	265.0	388.4	94.2	492.9	1.3	N/A	192.2	70.6
	2019E	89.3	252.1	437.9	92.0	753.1	40.4	157.1	285.5	92.7
	2020E	101.3	293.0	462.4	105.9	785.3	44.7	171.8	313.6	106.6
EBITDA	2018	102.6	802.8	649.5	196.0	813.4	56.1	N/A	270.9	215.6
	2019E	153.1	819.2	790.8	238.5	1,140.9	90.1	244.8	333.8	353.7
	2020E	165.7	857.1	806.3	275.8	1,179.9	96.8	262.1	368.3	383.6
순이익	2018	22.8	110.1	213.8	59.5	284.3	0.2	N/A	226.1	(127.9)
	2019E	67.4	(68.9)	272.0	33.2	431.1	14.5	104.6	201.3	6.4
	2020E	73.9	(2.0)	294.7	54.0	466.1	21.4	116.2	218.2	24.7
EPS (달러)	2018	0.4	0.9	1.8	0.9	0.2	0.0	N/A	0.1	(6.0)
	2019E	1.1	(0.7)	2.3	0.6	0.3	0.1	0.0	0.1	0.4
	2020E	1.3	(0.0)	2.4	0.8	0.4	0.1	0.0	0.1	1.0
PER (배)	2018	24.9	13.6	15.4	19.8	14.9	1,650.0	N/A	17.9	N/A
	2019E	17.6	N/A	16.2	31.7	9.9	22.6	8.4	20.9	86.7
	2020E	15.9	N/A	15.2	21.0	9.2	17.4	7.5	19.2	32.8
EV/EBITDA (배)	2018	11.1	7.8	8.9	8.6	10.2	10.0	N/A	11.2	8.6
	2019E	8.4	13.4	9.3	11.1	7.1	5.8	6.3	9.8	4.8
	2020E	7.7	12.9	9.1	9.6	6.9	5.4	5.9	8.9	4.4
ROE (%)	2018	4.4	6.3	15.1	11.1	12.7	0.1	N/A	13.9	(67.0)
	2019E	10.3	(0.5)	17.8	7.8	12.6	4.9	8.8	11.7	5.0
	2020E	12.6	2.1	15.5	9.6	12.9	6.9	8.3	11.9	15.1
ROA (%)	2018	2.6	1.1	4.8	4.2	4.9	0.0	N/A	9.4	(6.0)
	2019E	8.7	1.6	6.8	N/A	4.6	2.3	7.3	8.6	0.6
	2020E	10.1	2.3	5.7	N/A	4.8	3.0	6.9	9.1	1.3
상대수익률 (%)	1W	(1.8)	(6.1)	1.1	0.1	0.9	(4.1)	2.7	(0.3)	8.1
	1M	(4.3)	(20.4)	(4.2)	(3.6)	(9.3)	(12.7)	(4.1)	2.4	6.4
	3M	(17.5)	(46.9)	(12.0)	(4.7)	(8.6)	(21.4)	7.3	(7.1)	(7.1)
	6M	(10.6)	(44.8)	(18.3)	(21.0)	(11.6)	(17.0)	(5.9)	(8.8)	(7.0)
	1Y	(17.7)	(47.9)	(7.7)	(25.4)	3.2	22.0	9.0	(4.3)	(35.5)
	YTD	(10.2)	(39.2)	(13.1)	(20.9)	(7.4)	(15.3)	(8.1)	(7.7)	(7.6)
절대수익률 (%)	1W	(0.7)	(5.0)	2.3	0.6	0.6	(3.9)	0.0	(4.1)	4.5
	1M	(0.8)	(17.6)	(0.8)	(2.2)	(6.7)	(9.7)	0.0	6.1	5.4
	3M	(14.7)	(45.1)	(9.0)	(4.0)	(7.3)	(15.8)	0.0	(16.0)	(13.9)
	6M	2.9	(36.5)	(5.9)	(12.2)	(3.5)	(4.2)	0.0	5.0	(7.5)
	1Y	(12.0)	(44.3)	(1.3)	(25.4)	1.1	29.4	6.8	(0.4)	(42.1)
	YTD	6.6	(27.9)	3.2	(9.1)	3.7	0.0	0.0	8.4	(7.1)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표53 제이콘텐트리 연간 연결실적 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	305.8	335.2	420.3	511.3	586.3	632.0
YoY (%)	-17.2	9.6	25.4	21.6	14.7	7.8
방송	83.6	82.1	161.8	231.6	283.4	326.4
JTBC 콘텐츠허브	83.6	82.1	126.9	161.7	196.7	224.8
IP 투자	-	-	34.8	69.9	86.7	101.6
메가박스	231.9	255.1	290.9	317.2	359.1	367.3
(연결 및 조정)	-9.7	-2.0	-32.3	-37.5	-56.2	-61.7
매출원가	140.3	152.6	199.8	273.8	281.4	351.8
매출총이익	165.5	182.5	220.6	237.5	304.8	280.2
매출총이익률(%)	54.1	54.5	52.5	46.4	52.0	44.3
판매관리비	132.6	153.6	187.2	202.7	220.9	202.5
영업이익	32.9	28.9	33.3	34.7	83.9	77.7
방송	4.3	8.4	11.7	12.1	18.5	17.8
JTBC 콘텐츠허브	4.3	8.4	9.9	7.1	12.5	11.1
IP 투자	-	-	1.8	5.0	6.0	6.7
메가박스	27.0	22.3	25.9	21.4	64.5	62.1
영업이익률(%)	10.8	8.6	7.9	6.8	14.3	12.3
방송	5.1	10.2	7.2	5.2	6.5	5.4
JTBC 콘텐츠허브	5.1	10.2	7.8	4.4	6.4	4.9
IP 투자	N/A	N/A	5.2	7.2	6.9	6.6
메가박스	11.6	8.7	8.9	6.7	18.0	16.9

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

표54 제이콘텐트리 주식병합 주요 내용 및 일정

	구분	병합전	병합후
주식병합 내용	1주당 가액 (원)	500	5,000
	발행주식총수(보통주)	144,068,982	14,406,898
주식병합 일정	주주총회예정일	2019-06-18 (주식 병합 및 코스피 이전 상장 안건 상정)	
	구주권제출기간	시작일: 2019-06-19	
		종료일: 2019-07-19	
	매매거제정지예정기간	2019-07-18~08-01	
	명의개서정지기간	2019-05-25~05-29	
	신주권교부예정일	2019-08-01	
신주권상장예정일	2019-08-02		

주: 코스피 이전 상장 일정은 추후 공개
 자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

표55 제이콘텐츠리 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
JTBC콘텐츠허브 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)											
매출액	30.1	50.3	35.5	45.7	45.3	52.8	44.8	53.7	126.9	161.7	196.7
작품 방영 매출	5.5	13.5	3.7	13.5	11.5	13.5	3.7	15.1	36.9	36.2	43.9
작품당 매출액	5.5	6.7	5.5	6.7	5.8	6.7	5.5	7.1	5.3	6.4	6.6
작품수 (편)	1.0	2.0	0.7	2.0	2.0	2.0	0.7	2.0	6.0	5.7	6.7
제이콘 IP신규 보유 (편)	3.5	2.5	3.0	3.0	4.0	3.0	3.0	2.0	6.0	11.0	12.0
VOD매출	11.6	14.8	11.5	12.8	16.6	17.8	13.8	7.2	4.2	13.2	15.8
드라마	2.0	2.3	3.1	5.8	6.4	2.4	3.4	3.6	4.2	13.2	15.8
편당 VOD	0.6	0.9	1.0	1.9	2.1	0.8	1.1	0.9	0.7	1.2	1.3
드라마 외	9.6	12.5	8.4	7.0	10.2	15.0	10.1	4.3	25.5	34.4	39.6
해외판권	4.5	14.1	12.2	13.8	7.8	11.1	16.5	19.6	26.8	44.6	54.9
드라마 (중국 외)	2.5	10.0	6.8	6.5	5.5	5.0	10.0	11.3	12.9	25.8	31.8
중국 向	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2.5
드라마 외	2.0	4.1	5.4	7.3	0.3	6.1	6.5	7.8	13.9	18.8	20.6
영업이익	0.5	4.2	2.1	0.3	4.8	2.3	3.1	2.3	9.9	7.1	12.5
영업이익률(%)	1.6	8.4	6.0	0.7	10.6	4.4	6.9	4.2	7.8	4.2	6.4
IP투자 (드라마 및 영화투자)											
매출액	17.4	13.8	19.9	18.7	17.2	18.5	24.6	26.5	34.8	69.9	86.7
% YoY	368.2	8.6	120.1	102.1	-1.4	34.3	23.3	41.3	-	100.7	24.1
영업이익	0.2	1.8	0.8	2.2	0.7	-0.1	1.6	3.8	1.8	5.0	6.0
영업이익률(%)	0.9	13.2	4.2	11.7	4.1	-0.4	6.4	14.3	5.2	7.2	6.9
메가박스											
매출액	70.4	64.8	102.2	79.7	73.8	76.4	117.2	91.6	290.9	317.2	359.1
상영매출	38.3	57.7	47.8	48.2	44.5	45.6	66.9	56.4	158.3	179.4	213.4
매점매출	9.9	13.3	10.8	14.1	14.2	15.0	21.3	17.1	44.6	56.0	67.6
기타매출	22.2	-6.2	43.6	17.5	15.1	15.8	29.0	18.1	88.0	81.7	78.0
% YoY	3.1	13.1	21.0	-1.3	4.8	17.9	14.7	14.8	14.0	9.0	13.2
상영매출	1.4	76.2	9.4	9.4	24.9	18.6	17.1	17.1	7.6	13.4	19.0
매점매출	-8.1	43.7	-12.8	14.8	18.2	21.3	21.3	21.3	6.1	25.5	20.7
기타매출	12.5	-140.5	53.6	-28.6	-33.9	12.8	5.7	3.5	33.4	-7.1	-4.6
영업이익	3.1	1.7	15.0	1.7	5.5	8.0	30.0	20.9	25.9	21.4	64.5
영업이익률(%)	4.4	2.6	14.7	2.1	7.5	10.5	25.6	22.8	8.9	6.7	18.0
Total											
매출액	109.6	111.3	157.0	133.4	126.3	134.8	170.6	154.6	420.3	511.3	586.3
JTBC콘텐츠허브	30.1	50.3	35.5	45.7	45.3	52.8	44.8	53.7	126.9	161.7	196.7
IP투자	17.4	13.8	19.9	18.7	17.2	18.5	24.6	26.5	34.8	69.9	86.7
메가박스	70.4	64.8	102.2	79.7	73.8	76.4	117.2	91.6	290.9	317.2	359.1
연결조정	-8.4	-17.7	-0.6	-10.8	-10.0	-13.0	-16.0	-17.2	-32.3	-37.5	-56.2
영업이익	4.0	8.2	18.2	4.3	11.1	10.8	35.0	27.1	33.3	34.7	83.9
JTBC콘텐츠허브	0.9	4.8	2.5	0.3	4.8	2.3	3.1	2.3	9.9	7.1	12.5
IP투자	0.2	1.8	0.8	2.2	0.7	-0.1	1.6	3.8	1.8	5.0	6.0
메가박스	3.1	1.7	15.0	1.7	5.5	8.0	30.0	20.9	25.9	21.4	64.5
연결조정	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.5	0.3	0.1	-4.3	1.2	1.0

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

제이콘텐츠리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	420.3	511.3	586.3	632.0	674.1
매출액증가율 (%)	25.4	21.6	14.7	7.8	6.7
매출원가	199.8	273.8	281.5	351.8	381.7
매출총이익	220.6	237.5	304.8	280.2	292.4
판매관리비	187.2	202.7	220.9	202.5	211.1
영업이익	33.4	34.8	83.9	77.7	81.4
영업이익률	7.9	6.8	14.3	12.3	12.1
금융손익	-5.0	-3.5	0.8	4.4	8.3
종속/관계기업손익	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.0	2.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	24.4	33.6	84.7	82.1	89.7
법인세비용	13.5	8.0	20.2	19.6	21.4
당기순이익	10.9	25.6	64.5	62.5	68.3
지배주주지분 손이익	6.4	18.5	48.3	47.3	52.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-3.5	24.8	113.6	126.5	136.6
당기순이익(손실)	10.9	25.6	64.5	62.5	68.3
유형자산상각비	16.3	17.7	20.2	18.7	17.5
무형자산상각비	9.6	24.6	32.0	42.9	48.7
운전자본의 증감	-42.0	-53.5	-3.1	2.4	2.2
투자활동 현금흐름	-75.2	-47.8	14.0	-18.2	-17.5
유형자산의증가(CAPEX)	-32.9	-28.8	-20.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-14.1	-0.9	5.8	-6.0	-5.5
재무활동 현금흐름	72.8	115.2	-113.9	0.1	0.1
차입금의 증감	-44.1	-33.9	-113.9	0.1	0.1
자본의 증가	69.7	154.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.9	92.2	13.7	108.4	119.2
기초현금	55.3	49.4	141.6	155.2	263.6
기말현금	49.4	141.6	155.2	263.6	382.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	208.4	342.1	356.8	480.9	614.6
현금및현금성자산	49.4	141.6	155.2	263.6	382.8
매출채권	61.6	77.1	88.4	95.3	101.6
재고자산	23.7	32.9	45.8	49.4	52.7
비유동자산	453.6	479.1	441.1	395.4	344.8
유형자산	192.8	208.5	208.3	199.6	192.1
무형자산	84.4	87.5	55.5	12.6	-36.1
투자자산	81.4	82.3	76.4	82.4	87.9
자산총계	661.9	821.2	797.9	876.4	959.3
유동부채	288.7	271.1	179.4	193.0	205.5
매입채무	16.2	15.1	17.3	18.7	19.9
단기차입금	60.4	62.9	4.9	4.9	4.9
유동성장기부채	80.8	56.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	137.5	129.2	133.1	135.5	137.7
사채	55.4	37.1	37.1	37.1	37.1
장기차입금	38.8	43.2	43.2	43.2	43.2
부채총계	426.2	400.3	312.5	328.5	343.2
자본금	57.0	72.0	72.0	72.0	72.0
자본잉여금	18.6	158.3	158.3	158.3	158.3
기타포괄이익누계액	12.9	16.3	16.3	16.3	16.3
이익잉여금	75.0	95.5	143.8	191.0	243.9
비지배주주지분	77.3	84.0	100.1	115.3	130.8
자본총계	235.7	420.9	485.4	547.9	616.2

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	3,477	4,013	4,069	4,387	4,679
EPS(지배주주)	53	145	335	328	367
CFPS	509	727	945	967	1,024
EBITDAPS	490	604	945	967	1,024
BPS	1,311	2,339	2,674	3,002	3,369
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	97.6	30.8	14.1	14.4	12.9
PCR	10.2	6.1	5.0	4.9	4.6
PSR	1.5	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR	4.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EBITDA	59.2	77.0	136.1	139.3	147.5
EV/EBITDA	14.8	9.8	5.2	4.4	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	7.4	13.4	11.6	11.5
EBITDA 이익률	14.1	15.1	23.2	22.0	21.9
부채비율	180.8	95.1	64.4	59.9	55.7
금융비용부담률	2.1	1.6	1.0	0.6	0.6
이자보상배율(x)	3.8	4.2	14.7	20.8	21.8
매출채권회전율(x)	9.0	7.4	7.1	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	17.9	18.1	14.9	13.3	13.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 10일 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, 문경원)

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 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

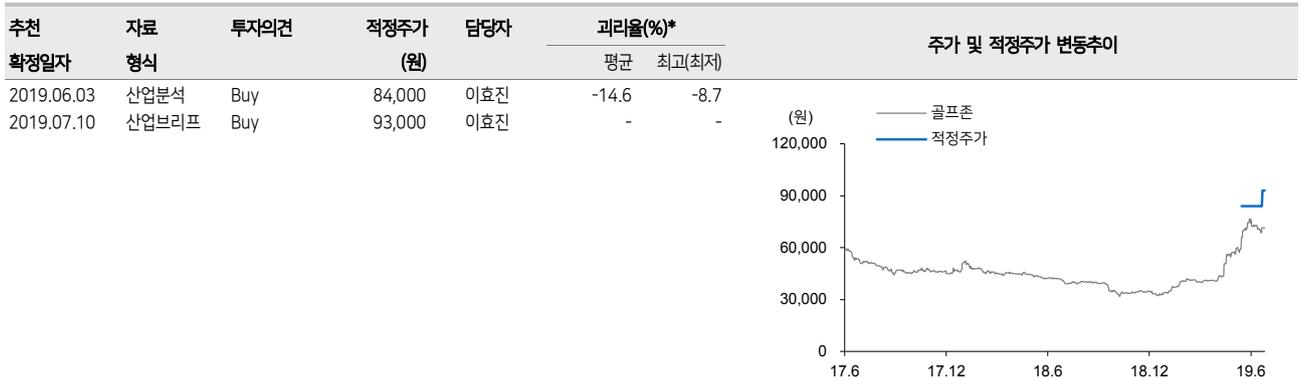
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

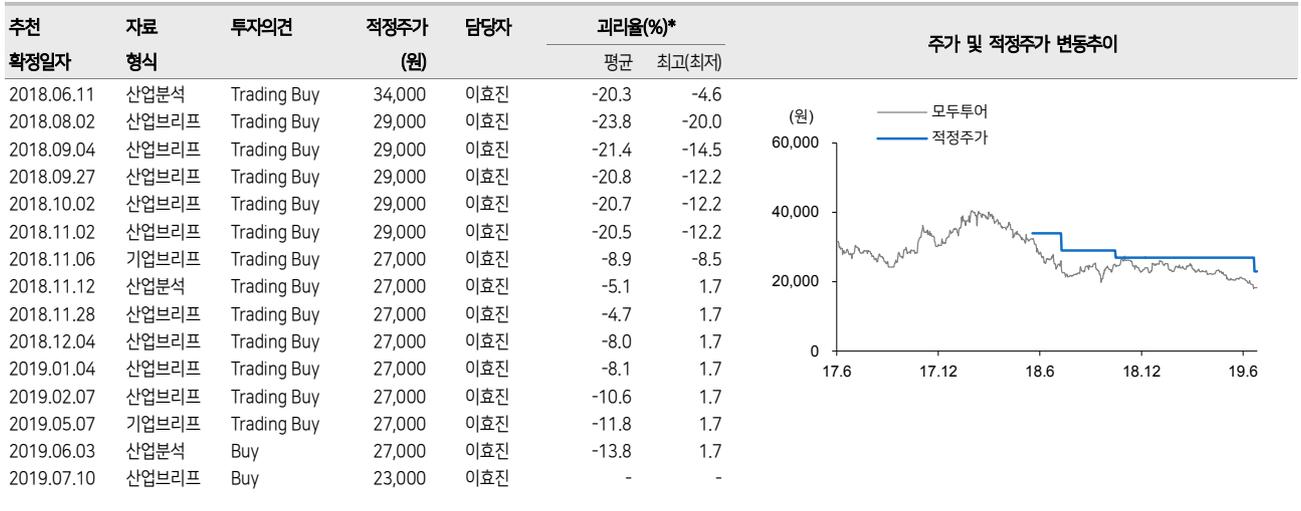
골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-20.9	-14.5	
2019.01.04	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-19.9	-14.5	
2019.02.07	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-19.0	-10.0	
2019.05.03	기업브리프	Buy	86,000	이효진	-20.3	-10.0	
2019.06.03	산업분석	Trading Buy	67,000	이효진	-20.5	-13.6	
2019.07.10	산업브리프	Trading Buy	58,000	이효진	-	-	

에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	55,000	이효진	-21.5	-12.8	
2019.07.10	산업브리프	Buy	49,000	이효진	-	-	

JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	32,000	이효진	-22.7	-16.4	
2019.07.10	산업브리프	Buy	28,000	이효진	-	-	

파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	27,000	이효진	-23.3	-20.7	
2018.09.27	산업브리프	Buy	27,000	이효진	-24.1	-20.7	
2018.10.05	기업브리프	Buy	27,000	이효진	-27.1	-20.7	
2018.11.09	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-34.8	-34.8	
2018.11.12	산업분석	Buy	30,000	이효진	-34.2	-31.3	
2018.11.28	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-34.0	-29.0	
2019.01.04	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-36.1	-29.0	
2019.02.21	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-36.9	-29.0	
2019.04.24	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-37.2	-29.0	
2019.05.15	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-38.0	-29.0	
2019.06.03	산업분석	Buy	24,000	이효진	-31.2	-27.3	
2019.07.10	산업브리프	Buy	24,000	이효진	-	-	

GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	29,000	이효진	-15.9	-11.7	
2018.09.27	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.0	-11.7	
2018.10.15	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.5	-11.7	
2018.11.12	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.6	-11.7	
2018.11.12	산업분석	Buy	29,000	이효진	-18.6	-11.7	
2018.11.28	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-16.6	-6.9	
2019.01.04	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-15.9	-6.9	
2019.02.12	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.3	-6.9	
2019.04.24	산업브리프	Buy	29,000	이효진	-17.5	-6.9	
2019.05.10	기업브리프	Buy	29,000	이효진	-18.4	-6.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	26,000	이효진	-21.1	-18.8	
2019.07.10	산업브리프	Buy	26,000	이효진	-	-	

강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Trading Buy	30,000	이효진	-6.8	-5.0	
2018.09.27	산업브리프	Trading Buy	30,000	이효진	-5.2	0.5	
2018.11.09	기업브리프	Trading Buy	30,000	이효진	-5.1	0.5	
2018.11.12	산업분석	Hold	30,000	이효진	-3.9	2.0	
2018.11.28	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-0.3	14.2	
2019.01.04	산업브리프	Hold	30,000	이효진	2.2	15.2	
2019.02.15	기업브리프	Hold	30,000	이효진	3.5	15.2	
2019.04.24	산업브리프	Hold	30,000	이효진	4.0	15.2	
2019.05.10	기업브리프	Hold	30,000	이효진	4.0	15.2	
2019.06.03	산업분석	Hold	30,000	이효진	3.8	15.2	
2019.07.10	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.07	산업분석	Buy	130,000	이효진	-27.6	-26.2	
2018.08.09	기업브리프	Buy	130,000	이효진	-19.3	-10.5	
2018.11.08	기업브리프	Buy	130,000	이효진	-19.4	-10.5	
2018.11.12	산업분석	Buy	130,000	이효진	-20.6	-10.5	
2019.01.04	산업브리프	Buy	130,000	이효진	-22.5	-10.5	
2019.02.15	기업브리프	Buy	130,000	이효진	-23.4	-10.5	
2019.03.27	산업분석	Buy	113,000	이효진	-19.0	-13.9	
2019.05.10	기업브리프	Buy	113,000	이효진	-23.3	-13.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	95,000	이효진	-26.6	-22.3	
2019.07.10	산업브리프	Buy	95,000	이효진	-	-	

제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.14	산업분석	Buy	6,300	정지수	6.8	34.4	
2018.05.30	기업브리프	Trading Buy	9,000	정지수	-23.5	-14.0	
				담당자 변경			
2018.08.07	산업분석	Buy	8,500	이효진	-30.0	-16.8	
2018.11.07	기업브리프	Buy	7,200	이효진	-36.8	-35.8	
2018.11.12	산업분석	Buy	7,200	이효진	-34.4	-28.9	
2019.01.04	산업브리프	Buy	7,200	이효진	-32.2	-25.7	
2019.03.04	기업브리프	Buy	7,200	이효진	-31.2	-20.7	
2019.03.27	산업분석	Buy	6,300	이효진	-15.1	-8.1	
2019.05.10	기업브리프	Buy	6,300	이효진	-17.3	-8.1	
2019.06.03	산업분석	Buy	5,900	이효진	-17.1	-12.9	
2019.07.10	산업브리프	Buy	5,900	이효진	-	-	