

2019. 10. 17



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

파라다이스(034230)	Buy	24,000원
스튜디오드래곤(253450)	Buy	90,000원

관심종목

GKL(114090)	Buy	26,000원
모두투어(080160)	Buy	20,000원
에스엠(041510)	Buy	42,000원
제이콘텐트리(036420)	Hold	40,000원
JYP Ent.(035900)	Hold	24,000원
하나투어(039130)	Hold	50,000원

엔터/레저

4 분기를 준비하며

- ✓ 실적과 모멘텀 가장 뛰어난 산업은 외인카지노와 콘텐츠
- ✓콘텐츠와 엔터는 개별 주가 상승의 조건 충족 필요. 최선호는 스튜디오드래곤
- ✓레저와 카지노는 섹터 내 업체끼리의 주가 동조화 당분간 이어질 것. 최선호는 2020년 실적 추정치 대폭 향상이 필요한 파라다이스, GKL도 섹터 흐름 따를 것
- ✓여행업은 2020년 1분기까지 일본 보이콧 피해 이어질 전망. 2020년 3분기 도쿄올림픽도 2020년 이익 회복을 기대하기 어려운 이유

바닥을 지난センチ먼트, 향후 전략은?

3분기 엔터/레저 전반적인 컨센서스 하향 조정이 마무리되고 있다. 파라다이스의 경우 시장 기대치를 상회할 것으로 전망되며 여행과 콘텐츠 업체들은 시장 기대치를 하회할 전망이다. 섹터 내 주가들은 8월 저점 대비 20% 이상 상승했다. 추가적인 상승으로 이어지기 위해서는 개별적 상승 조건이 만족되어야 할 것으로 판단된다. 2020년 실적 향상에 대폭 향상이 예상되는 1) 파라다이스, 실적 하향 조정이 마무리되고 미국 發 OTT 뉴스가 모멘텀으로 작용할 수 있는 2) 스튜디오드래곤을 최선호주로 추천한다.

콘텐츠/엔터: 개별 조건 성립이 주가 상승 야기할 것

콘텐츠 업체들의 3분기 실적은 기대치를 하회할 전망이다. 스튜디오드래곤은 실적 인식 지연에 의한 것으로 연간 추정치는 변하지 않는다. 제이콘텐트리는 드라마 프로젝트 수익률이 10%에 미치지 못한 것으로 추정되어 향후 실적을 하향 조정, 적정주가를 기존 46,000원에서 40,000원으로 하향한다. 투자 의견은 당사 투자 의견 산정 기준 변경에 따라 Hold(기존 Trading Buy)를 제시한다.

SM과 JYP는 기대치에 부합할 전망이다. 섹터 전반을 아우를 수 있는 이벤트가 부재한 상황으로 SM은 행동주의, JYP는 '스트레이키즈'의 행보가 주가 흐름을 결정할 것이라 판단한다. 상승여력 축소로 JYP 투자 의견을 Hold로 하향한다.

여행/카지노: 섹터 흐름이 주가 흐름 결정할 것

여행 업체들은 기대치를 하회한 실적을 기록할 전망이다. 과거 쓰나미 피해 당시 일본 여행 수요 감소는 7개월간 이어진 바 있다. 유사한 흐름을 예상할 경우 일본 보이콧 영향은 2020년 1분기까지 이어질 전망이다. 도쿄 올림픽 또한 2020년 일본 수요 회복을 기대하기 어려운 이유다. 2020년 추정치 하향이 전망된다.

외인 카지노는 복합리조트 레버리지 효과가 본격화되는 파라다이스 실적에 힘입어 긍정적 주가 흐름이 예상된다. 3분기 실적, 특히 2020년 파라다이스 영업이익은 크게 향상될 전망이다. GKL은 무난한 실적이 예상되지만 섹터 흐름, 배당 시즌임을 감안 시 견조한 주가 흐름이 예상된다.

표1 3Q19 Preview at a Glance

(십억원)	매출액					영업이익				
	3Q19E	3Q18	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)
스튜디오드래곤	144.1	123.7	16.5	129.3	11.4	10.5	21.5	-51.1	12.6	-16.7
제이콘텐트리	150.5	157.0	-4.1	154.9	-2.8	18.1	18.2	-0.6	20.2	-10.2
에스엠	175.0	168.7	3.7	182.3	-4.0	15.6	12.1	28.3	14.8	5.2
JYP Ent	38.9	33.9	14.8	39.2	-0.6	12.6	8.5	48.9	9.4	33.7
모두투어	98.2	97.3	0.9	78.7	24.7	-0.9	2.5	N/A	-0.2	N/A
하나투어	213.6	208.4	2.5	194.2	10.0	-6.2	5.2	N/A	0.7	N/A
파라다이스	244.7	210.5	16.2	257.4	-4.9	28.3	10.8	162.0	21.2	33.7
GKL	133.7	130.4	2.5	130.8	2.2	31.3	30.9	1.3	29.9	4.7

자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 Meritz Entertainment/Leisure Coverage at a Glance

		콘텐츠		엔터테인먼트		여행		외국인카지노	
		스튜디오 드래곤	제이 콘텐츠리	SM	JYP	모두투어	하나투어	파라다이스	GKL
(십억원)									
종목코드		253450 KQ	036420 KS	041510 KQ	035900 KQ	080160 KS	039130 KS	034230 KQ	114090 KS
종가(10/16, 원)		67,300	34,550	35,650	22,050	15,850	46,450	18,800	21,850
시가총액		1,896.4	496.3	870.9	798.6	293.0	531.4	1,727.9	1,345.4
투자의견		Buy	Hold	Buy	Hold	Buy	Hold	Buy	Buy
적정주가(원)		90,000	40,000	42,000	24,000	20,000	50,000	24,000	26,000
상승여력(%)		33.7	16.1	17.8	8.8	26.2	7.6	27.7	19.0
매출액	2018	379.6	511.3	612.2	124.8	365.0	828.3	787.6	480.3
	2019E	518.4	546.4	678.1	150.8	337.6	831.2	920.5	493.9
	2020E	593.7	621.5	704.7	190.4	335.8	894.3	1,015.0	507.9
영업이익	2018	39.9	34.7	47.7	28.7	16.6	24.9	2.4	104.9
	2019E	47.2	52.5	39.0	36.1	7.6	7.7	33.1	101.1
	2020E	59.1	59.5	36.7	43.5	19.6	16.7	84.8	102.9
당기순이익	2018	35.8	18.4	30.6	23.8	12.6	8.7	-21.0	77.6
	2019E	42.4	28.3	19.4	30.5	8.0	2.1	-3.3	76.3
	2020E	52.8	32.8	21.6	37.2	16.9	5.0	24.9	77.2
EPS(원)	2018	1,278	1,448	1,361	685	664	753	-231	1,255
	2019E	1,510	1,965	831	859	421	182	-36	1,234
	2020E	1,878	2,279	921	1,047	893	433	274	1,248
PER(x)	2018	72.3	30.8	38.4	44.2	36.3	91.3	-81.4	19.8
	2019E	44.6	17.6	42.9	25.7	37.7	255.6	-516.6	17.7
	2020E	35.8	15.2	38.7	21.1	17.8	107.2	68.7	17.5
PBR(x)	2018	6.5	1.9	2.8	8.4	3.4	4.0	1.3	2.7
	2019E	4.3	1.4	1.9	5.2	2.2	2.8	1.4	2.4
	2020E	3.8	1.3	1.9	4.3	2.0	2.8	1.4	2.3
EV/EBITDA(x)	2018	21.1	9.8	12.9	33.8	18.3	14.2	37.7	9.1
	2019E	9.4	5.4	10.7	19.2	18.6	15.2	20.5	7.3
	2020E	8.7	4.7	11.4	15.3	8.7	12.2	13.8	7.4
ROE(%)	2018	9.3	7.4	8.0	22.5	9.3	4.3	-1.9	14.2
	2019E	10.0	8.1	4.5	21.9	5.9	1.1	-0.3	13.6
	2020E	11.2	8.6	4.9	22.4	11.8	2.6	2.0	13.3
ROA(%)	2018	7.4	3.4	2.6	17.1	3.6	1.6	-1.6	10.4
	2019E	7.3	5.0	1.4	17.6	2.3	0.4	-0.3	9.2
	2020E	7.6	5.7	1.4	17.8	5.6	0.8	1.3	8.5
DPS(원)	2018	-	-	-	122	350	1,300	100	710
	2019E	-	-	480	180	160	700	100	700
	2020E	-	-	450	250	380	700	100	700
배당수익률(%)	2018	0.0	0.0	0.0	0.4	1.5	0.0	0.5	2.9
	2019E	0.0	0.0	1.3	0.8	1.0	1.5	0.5	3.2
	2020E	0.0	0.0	1.3	1.1	2.4	1.5	0.5	3.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠: 여전히 드라마 이익이 중요

스튜디오드래곤: '호텔 델루나'
개별 국가 판매로 4분기 인식
많아져 3분기 기대치 하회

스튜디오드래곤의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,441억원(+16.5% YoY)과 105억원(-51.1% YoY)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 기존 추정치와 비교하여 낮아진 이유는 '호텔 델루나' 판매 방식이 개별 국가 판매인 영향이 크다. 넷플릭스와 같은 단일 사업자에게 판매한 경우 'on air'가 되는 시기에 매출을 인식하기 때문에 일반적으로 방영되는 시기와 해외 판권 인식 시기 사이 시간차가 크지 않다. 그러나 '호텔 델루나'의 경우 전체 판권 규모는 기존 텐트폴 수익률에 부합하는 수준이나 개별 국가로 판매를 하여 4분기에 방영되는 곳이 많아졌다. 단순한 분기 상 이익 배분 변화로 2019년 영업이익은 기존 추정치(472억원)를 유지한다.

제이콘텐트리: 영화관 9월
부진으로 컨센서스 하회

제이콘텐트리의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,505억원(-4.1% YoY)과 181억원(-0.6% YoY)로 컨센서스를 하회할 전망이다. 부문별로는 메가박스 142억원(-5.5% YoY), 콘텐츠허브 25억원(+17.5% YoY), IP투자 12억원(+41% YoY)을 전망한다. 9월 추석 연휴 영화관 사업 부진으로 인해 영화관 이익을 다소 조정했다. '꽃파당' 일부 등 3분기 큰 드라마 판권이 부재해 드라마 이익은 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다.

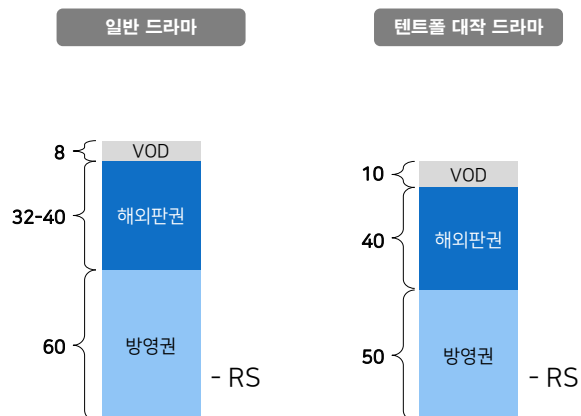
드라마 프로젝트 수익 하락으로
추정치 및 적정주가 하향

4분기 '나의 나라', '보좌관2' 등 해외 판매를 고려하더라도 드라마 프로젝트 수익을 가늠할 수 있는 IP 투자 부문의 이익은 2019년 1억원(-98% YoY)에 그칠 것으로 전망한다. 당사가 추정하는 제이콘텐트리의 드라마 프로젝트 수익률은 평균 2~5%로 제작비 대비 해외 판권 비율이 높아져야 드라마 이익 증대될 것으로 판단된다. 드라마 프로젝트 수익이 예상보다 부진한 점을 반영하여 영업이익을 하향 조정하였으며 이에 따라 적정주가가도 기존 46,000원에서 40,000원으로 조정한다.

콘텐츠 산업 미국 OTT 發
뉴스 풍부하게 대기 중: 스튜디오
드래곤 선호 유지. 스몰캡으로
키이스트, 에이스토리 추천

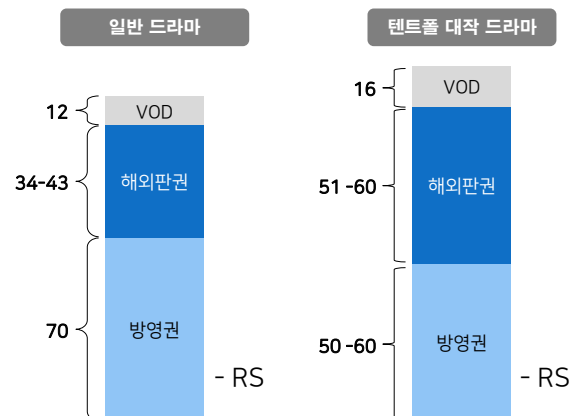
9월 애플TV 관련된 전략 발표에 이어 오는 10월 29일에는 AT&T의 애널리스트 데이가 예정되어 있다. 해당 기간에 내년 봄 론칭 예정인 AT&T의 신규 스트리밍 서비스인 'HBO Max'와 관련된 정보들이 언론에 노출될 것으로 예상된다. 이어 11월 초 애플 TV 론칭, 11월 12일 디즈니 플러스 론칭까지 하반기 미국 OTT 뉴스가 풍부하게 대기하고 있다. 특히, 스튜디오드래곤은 2020년 미국 법인 설립이 예상된다. 동사에 따르면 한국과 같은 드라마 스튜디오를 미국에 설립할 계획으로 전술한 OTT들과의 협업, 영업이 더욱 용이해진다는 점에서 콘텐츠 섹터의 모멘텀이 살아나는 시기다. 드라마 프로젝트 수익에서 확인한 성과를 보이는 스튜디오드래곤에 대한 선호를 유지하며 콘텐츠 스몰캡으로는 키이스트, 에이스토리를 추천한다.

그림1 제이콘텐트리 드라마 수익 구조 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 드라마 수익 구조 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 스튜디오드래곤 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	144.1	123.7	16.5	128.2	12.4	129.3	11.4
영업이익	10.5	21.5	-51.1	10.8	-2.6	12.6	-16.7
세전이익	12.1	22.0	-44.9	11.9	2.0	12.1	0.2
지배순이익	6.6	17.3	-62.1	7.3	-10.4	9.8	-33.1

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 '아스달 연대기' 수익성 추정

(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 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표5 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,
	진심이 닿다	2.6~3.28	16부	이명숙	박준화	이동욱, 유인나	SD, 글앤그림미디어
	막되먹은 영애씨 시즌17	2.8~4.26	12부	한설희, 백지현	한상재	김현숙	CJ ENM
	사이코메트리 그녀석	3.11~4.30	16부	양진아	김병수	진영, 신예은	SD, JS픽쳐스
	자백	3.23~5.12	16부	임희철	김철규	준호, 유재명	SD, 에이스팩토리
	그녀의 사생활	4.10~5.30	16부	김혜영	홍종찬	박민영, 김재욱	SD, 본팩토리
	어비스	5.6~6.25	16부	문수연	유제원	박보영, 안효섭	SD, 네오엔터테인먼트
	아스달 연대기	6.1~7.7, 9.7-28	18부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	KPJ (SD)
	검색어를 입력하세요 WWW	6.5~7.25	16부	권도은	정지현, 권영일	임수정, 장기용, 이다희	화앤담픽쳐스 (SD)
	60일, 지정생존자	7.1~8.20	16부	김태희	유종선	지진희, 배종옥, 강한나	SD, DK E&M
	호텔 델루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 홍미란	오충환	아이유, 여진구	SD, 지티스트
	악마가 너의 이름을 부를 때	7.31~9.12	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	SD, 더문씨엔엠
	위대한 쇼	8.26~10.15	16부	설준석	신용휘, 김정욱	송승헌, 이선빈	SD, 화이브라더스
	쌈니다 천리마마트	9.20~12.6	12부	김솔지	백승룡	이동휘, 김병철, 정혜성	SD, 스튜디오N
	청일전자 미쓰리	9.25~11.14	16부	박정화	한동화	이혜리	SD
	날 녹여주오	9.28~11.17	16부	백미경	신우철	지창욱	SD, 스토리피닉스
	유령을 잡아라	10.21~12.10	16부	소원, 이영주	신윤섭	김선호, 문근영	SD, 로고스필름
	싸이코패스 다이어리	11월~		류용재	이종재	윤시윤, 정인선	SD, 콘텐츠K
	사랑의 불시착	11월~		박지은	이정호	현빈, 손예진	SD, 문화창고
	스위트홈	12월~			이응복	송강, 박규영	SD, 스튜디오N
	슬기로운 의사생활	12월~		이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM
	키마이라	4Q19		이진매	김도훈	박해수, 이희준, 수현	SD, JS픽쳐스
	블랙독	20년 1월~		박주연	황준혁	하준, 서현진	SD, 얼반픽스
	반의반	20년 3월~		이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD
	머니게임	1H20		이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽쳐스
	방법	1H20		연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
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, 이숨	SD, 히트시퀀스
	보이스3	5.11~6.30	16부	마진원	남기훈	이하나, 이진욱	SD, 키이스트
	WATCHER	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	SD
	미스터 기간제	7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	수목
	타인은 지옥이다	8.31~10.6	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱	토일
	달리는 조사관	9.18~11.7	16부	백정철	김용수, 이창희	이요원, 최귀화	수목
	모두의 거짓말	10.12~12.1	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이우영, 온주완	토일
Netflix	좋아하면 울리는	8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	나홀로 그대	2H19				윤현민, 고성희	SD, JS픽쳐스
Olive	은주의 방	18.11.6-19.1.22	12부	박상문, 김현철	장정도, 소재현	류혜영, 김재영	SD
MBC	봄밤	5.22~7.11	32부	김은	안판석	정해인, 한지민	JS픽쳐스
SBS	의사요한	7.19~9.7	16부	김지운	조수원, 김영환	지성, 이세영	KPJ (SD)

주: SD-스튜디오드래곤. 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴

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

표6 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	144.1	134.2	379.6	518.4	593.7
(% YoY)	6.1	19.7	59.6	41.5	39.9	72.5	16.5	32.0	32.4	36.6	14.5
드라마 부문	79.2	68.0	121.0	99.6	109.0	126.1	142.0	131.7	367.7	508.9	583.3
1. 작품 방영 매출액	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	62.2	56.4	178.1	220.9	241.8
작품당 편성매출	6.0	6.2	8.9	6.7	6.8	7.3	7.8	6.7	6.7	7.0	7.2
작품 수 (편)	5.5	5.4	5.5	8.1	6.5	8.0	8.0	8.0	24.5	30.5	33.5
ENM 필요 작품 수 (편)									33.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									6.5	6.5	6.5
2. PPL	6.4	5.1	8.7	7.4	8.7	7.7	10.7	10.6	27.5	37.7	42.2
작품당 PPL	0.9	0.9	1.6	0.9	1.3	1.1	1.3	1.3	1.1	1.2	1.3
3. VOD 매출	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	20.1	14.8	51.9	66.6	75.3
작품당 VOD	1.7	2.3	2.6	1.6	2.1	2.1	2.5	1.8	2.1	2.2	2.2
4. 해외판권	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	41.0	41.9	110.2	167.7	203.9
작품당 해외판권	4.1	3.1	8.4	3.0	6.6	5.3	5.1	5.2	4.5	5.5	6.1
↳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	8.0	8.0	0.0	16.0	20.0
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	10.0
작품수 (편)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0
엔터테인먼트 부문	0.7	6.3	2.7	2.1	2.8	2.1	2.1	2.6	11.9	9.5	10.4
매출원가	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	112.8	129.1	114.2	324.0	452.9	514.3
매출원가율(%)	82.9	85.7	80.0	93.6	86.6	88.0	89.6	85.0	87.4	86.6	86.7
제작비	44.6	33.3	47.7	60.5	48.8	64.5	79.7	59.5	185.6	252.6	300.7
작품당 제작비	7.2	6.2	8.7	7.4	7.5	8.1	9.3	6.7	7.6	8.2	8.5
CJ ENM 수수료	6.1	9.4	22.3	-1.0	15.0	10.4	12.8	10.2	36.9	48.4	60.2
감가상각	12.4	13.1	23.3	26.0	26.7	32.2	33.2	40.7	74.9	132.8	132.2
기타	1.1	0.8	12.8	-6.7	6.5	1.4	3.6	1.7	12.6	13.3	18.3
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.5	5.1	15.7	18.3	20.3
판관비율(%)	3.7	4.4	2.7	5.9	3.6	3.6	3.2	3.8	4.1	3.5	3.4
매니지먼트 수수료	0.4	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.1	1.2	1.3
드라마 관련 판관비	2.6	2.9	2.8	6.5	3.7	4.3	4.3	4.8	14.5	17.0	18.9
Profitability											
EBITDA	23.1	20.5	44.8	26.4	37.7	43.0	43.7	55.6	114.8	180.1	191.3
영업이익	10.7	7.3	21.4	0.4	11.0	10.8	10.5	14.9	39.9	47.2	59.1
드라마 부문	10.9	7.1	22.0	0.7	11.5	11.5	11.0	14.5	40.7	48.5	60.5
엔터테인먼트부문	-0.3	0.3	-0.6	-0.3	-0.5	-0.7	-0.5	0.5	-0.8	-1.2	-1.3
영업이익률(%)	13.3	9.9	17.3	0.4	9.8	8.4	7.3	11.1	10.5	9.1	10.0
드라마 부문(%)	13.8	10.4	18.2	0.7	10.5	9.1	7.8	11.0	11.1	9.5	10.4
엔터테인먼트부문(%)	-35.0	4.0	-21.2	-12.3	-16.8	-35.3	-24.5	18.5	-7.0	-13.0	-12.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	195.5	286.8	379.6	518.4	593.7	712.1
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	36.6	14.5	19.9
드라마 부문	195.5	262.0	367.7	508.9	583.3	700.6
1. 작품 방영 매출액	87.8	131.2	178.1	220.9	241.8	271.4
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	7.0	7.2	7.4
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	30.5	33.5	36.5
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	37.7	42.2	46.9
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3
3. VOD 매출	31.2	44.6	51.9	66.6	75.3	84.5
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
4. 해외판권	44.2	67.2	110.2	167.7	203.9	235.7
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	5.5	6.1	6.5
L중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. 글로벌			0.0	16.0	20.0	62.0
작품당			0.0	8.0	10.0	20.7
작품수 (편)			0.0	2.0	2.0	3.0
엔터테인먼트 부문	16.8	24.7	11.9	9.5	10.4	11.5
매출원가	168.4	239.7	324.0	452.9	514.3	617.1
% of sales	86.1	85.4	87.4	86.6	86.7	86.9
제작비	120.1	149.7	185.6	252.6	300.7	371.0
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	8.2	8.5	8.7
CJ E&M 수수료	11.3	16.9	36.9	48.4	60.2	72.5
감가상각	22.0	41.0	74.9	132.8	132.2	149.0
기타	2.2	0.1	12.6	13.3	18.3	24.5
판관비	5.9	14.1	15.7	18.3	20.3	24.2
% of sales	3.0	4.9	4.1	3.5	3.4	3.4
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	1.2	1.3	1.4
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	17.0	18.9	22.7
Profitability						
EBITDA	43.2	74.0	114.8	180.1	191.3	219.8
영업이익	21.2	33.0	39.9	47.2	59.1	70.8
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	48.5	60.5	72.2
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	-1.2	-1.3	-1.4
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	9.1	10.0	9.9
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	9.5	10.4	10.3
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	-13.0	-12.8	-12.5

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

표8 제이콘텐트리 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	150.5	157.0	-4.1	131.1	14.8	154.9	-2.8
영업이익	18.1	18.2	-0.8	16.3	11.0	20.2	-10.3
세전이익	19.0	16.1	18.4	15.3	24.3	17.5	8.4
지배순이익	10.0	9.7	2.7	7.4	35.3	10.6	-5.9

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표9 JTBC 드라마 라인업: 2017년 12월부터 기존 금토 드라마에 월화 드라마 슬롯 추가

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2017	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	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, 셀트리온엔터테인먼트	유보라	김진원	이준호, 원진아	16부	첫 월화드라마
2018	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	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, 엘	16부	월화드라마
	스케치	5.25-7.14	DH, 네오 Ent	강현성	임태우	비, 이동건	16부	금토드라마
	라이프	7.23-9.11	씨그널 Ent	이수연	홍종찬, 임현욱	조승우, 이동욱	16부	월화드라마
	내 아이디는 강남미인	7.27-9.15	아트엔컬처	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
2019	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	7.22~9.10	DH, 키이스트	윤경아	심나연	웅성우, 김향기	16부	월화드라마
	멜로가 체질	8.9~9.28	삼화네트웍스	이병헌, 김영영	이병헌, 김혜영	천우희, 안재홍, 공명	16부	금토드라마
	꽃파당: 조선혼담공작소	9.16~11.5	JP E&M, 블러썬스토리	김이랑	김가람	김민재, 공승연	16부	월화드라마
	나의 나라	10월~	셀트리온엔터테인먼트	채승대	김진원	양세종, 우도환, 김설현	20부	금토드라마
	보좌관 2	11.11~12.31	스튜디오앤뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	금토드라마
	검사내전	12월~	에스피스	이범익, 서자연	이태곤	이선균, 정려원	16부	월화드라마
	초콜릿	12월~	JYP픽쳐스	이경희	이형민	하지원	16부	금토드라마

주: 1) 제이콘텐트리는 '힘센여자 도봉순'부터 IP투자를 시작할. 이후 작품은 '더 패키지'를 제외하고 모두 제이콘텐트리 본사가 IP보유

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

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

표10 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	1,367.3	1,608.7
	2019E	399.9	5,540.8	3,350.2	1,264.0	4,730.2	678.9	634.2	1,450.8	1,674.7
	2020E	411.8	5,602.4	3,389.2	1,320.4	4,838.0	698.1	743.6	1,600.6	1,800.5
영업이익	2018	45.2	265.0	388.4	94.2	492.9	1.3	N/A	192.2	70.6
	2019E	89.2	227.9	430.0	97.5	757.5	42.5	157.1	266.5	96.5
	2020E	97.2	260.3	455.9	109.5	787.3	48.6	171.8	291.1	110.6
EBITDA	2018	102.6	802.8	649.5	196.0	813.4	56.1	N/A	270.9	215.6
	2019E	152.6	774.2	790.6	275.7	1,182.1	92.9	244.8	310.6	408.9
	2020E	161.7	802.6	792.6	314.1	1,215.9	100.1	262.1	342.4	511.2
순이익	2018	22.8	110.1	213.8	59.5	284.3	0.2	N/A	226.1	(127.9)
	2019E	67.1	(80.4)	270.4	42.5	415.5	19.4	104.6	186.9	(6.5)
	2020E	71.6	(30.9)	292.6	57.6	452.2	23.6	116.2	204.5	10.0
EPS (달러)	2018	0.4	0.9	1.8	0.9	0.2	0.0	N/A	0.1	(6.0)
	2019E	1.1	(0.8)	2.3	0.6	0.3	0.1	0.0	0.1	(0.4)
	2020E	1.3	(0.3)	2.4	0.8	0.3	0.1	0.0	0.1	0.4
PER (배)	2018	24.9	13.6	15.4	19.8	14.9	1,650.0	N/A	17.9	N/A
	2019E	18.2	N/A	15.6	30.0	9.3	19.7	8.4	19.6	N/A
	2020E	16.3	N/A	14.5	21.1	8.6	16.0	7.5	17.4	73.8
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	14.3	8.9	9.5	9.2	5.8	6.3	7.9	3.9
	2020E	8.0	13.8	8.9	8.4	9.0	5.3	5.9	7.2	3.1
ROE (%)	2018	4.4	6.3	15.1	11.1	12.7	0.1	N/A	13.9	(67.0)
	2019E	9.3	(6.1)	18.3	6.8	14.6	6.4	8.8	11.1	(14.9)
	2020E	10.0	(2.0)	15.7	10.2	(5.1)	7.7	8.3	11.4	4.1
ROA (%)	2018	2.6	1.1	4.8	4.2	4.9	0.0	N/A	9.4	(6.0)
	2019E	8.3	1.7	6.8	N/A	4.4	3.0	7.3	7.9	(0.5)
	2020E	9.1	1.9	5.9	N/A	4.7	3.1	6.9	8.4	0.0
상대수익률 (%)	1W	(4.9)	(9.9)	(6.9)	(2.1)	3.0	(2.1)	(3.6)	(2.2)	(0.3)
	1M	(9.7)	(22.9)	(10.2)	(7.5)	(6.8)	(0.6)	1.9	(13.2)	(5.3)
	3M	(0.7)	(6.0)	(7.3)	(0.0)	(10.6)	2.2	7.5	(6.6)	(12.4)
	6M	(21.1)	(46.4)	(17.8)	(2.5)	(23.0)	(21.7)	13.1	(22.7)	(21.6)
	1Y	(18.1)	(57.3)	(19.9)	(37.1)	(21.8)	11.6	(4.4)	12.8	(21.8)
	YTD	(8.6)	(37.5)	(17.4)	(19.7)	(16.2)	(12.5)	(2.9)	(18.7)	(20.6)
절대수익률 (%)	1W	(1.5)	(6.7)	(3.6)	(2.1)	3.6	0.7	0.0	(0.4)	1.5
	1M	(9.7)	(23.0)	(10.2)	(9.3)	(8.2)	0.4	0.0	(14.7)	(4.3)
	3M	(1.0)	(6.2)	(7.5)	(0.6)	(14.9)	3.7	0.0	(5.2)	(12.7)
	6M	(18.7)	(44.7)	(15.3)	(3.0)	(25.6)	(16.0)	0.0	(29.2)	(27.4)
	1Y	(12.7)	(54.5)	(14.6)	(33.7)	(20.1)	28.1	0.0	31.9	(24.0)
	YTD	9.3	(25.3)	(1.3)	(7.9)	(10.2)	4.4	0.0	(2.8)	(19.0)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표11 제이콘텐트리 연간 연결실적 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	305.8	335.2	420.3	511.3	546.4	621.5
YoY (%)	-17.2	9.6	25.4	21.6	6.9	13.7
방송	83.6	82.1	161.8	231.6	266.2	335.6
JTBC 콘텐츠허브	83.6	82.1	126.9	161.7	178.8	204.7
IP 투자	-	-	34.8	69.9	87.4	130.9
메가박스	231.9	255.1	290.9	317.2	336.9	347.2
(연결 및 조정)	-9.7	-2.0	-32.3	-37.5	-56.7	-61.3
매출원가	140.3	152.6	199.8	273.8	293.4	341.9
매출총이익	165.5	182.5	220.6	237.5	253.1	279.6
매출총이익률(%)	54.1	54.5	52.5	46.4	46.3	45.0
판매관리비	132.6	153.6	187.2	202.7	200.6	220.1
영업이익	32.9	28.9	33.3	34.7	52.5	59.5
방송	4.3	8.4	11.7	12.1	9.7	16.6
JTBC 콘텐츠허브	4.3	8.4	9.9	7.1	9.6	13.5
IP 투자	-	-	1.8	5.0	0.1	3.1
메가박스	27.0	22.3	25.9	21.4	43.4	45.1
영업이익률(%)	10.8	8.6	7.9	6.8	9.6	9.6
방송	5.1	10.2	7.2	5.2	3.6	4.9
JTBC 콘텐츠허브	5.1	10.2	7.8	4.4	5.4	6.6
IP 투자	N/A	N/A	5.2	7.2	0.1	2.3
메가박스	11.6	8.7	8.9	6.7	12.9	13.0

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

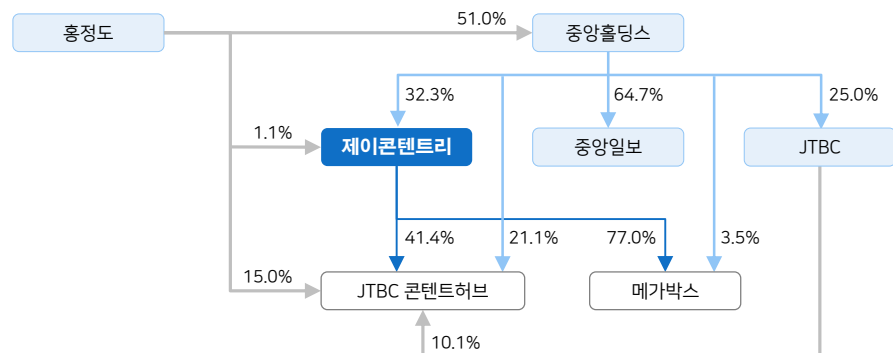
자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 40,000원: 실적 추정치 하향에 따른 적정주가 하향

(십억원)	적용 value (배)	EBITDA	가치	주당 가치 (원)	비고
방송부문 (1)	9.8	26.8	262.2	18,202	JTBC콘텐츠허브 지분율을 고려한 Fwd 12M EBITDA에 peer EBITDA 적용배수 14배를 30% 할인해 적용함
JTBC콘텐츠허브		17.2			42% 지분 보유
본사 드라마 투자		19.5			제이콘텐트리 본사의 사업
영화부문 (2)	5.6	63.1	272.1	18,888	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 대비 20% 할인 적용 후 지분율 77% 반영
순차입금 (3)			-35.7	-2,480	1Q19말 기준
(1) + (2) - (3)			570.1	39,570	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 제이콘텐트리 지배구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 제이콘텐트리 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
JTBC콘텐츠허브 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)											
매출액	30.1	50.3	35.5	45.7	45.3	43.2	43.3	47.0	126.9	161.7	178.8
작품 방영 매출	5.5	13.5	11.8	19.1	20.9	10.5	14.0	30.6	36.9	66.4	76.0
작품당 매출액	5.5	6.7	7.0	7.5	7.0	7.5	7.0	7.9	5.3	7.4	7.6
작품수 (편)	1.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	2.0	2.0	6.0	9.0	10.0
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	13.2	14.5	16.3	18.1	15.8	5.2	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 外	9.6	12.5	10.1	8.6	9.9	15.7	12.1	1.9	25.5	34.4	39.6
해외판권	4.5	14.1	10.5	12.1	8.1	14.6	13.4	11.2	26.8	39.3	47.4
드라마 (중국 外)	2.5	10.0	6.8	6.5	5.5	5.0	9.0	10.5	12.9	25.8	30.0
중국 向	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2.5
드라마 外	2.0	4.1	3.7	5.6	0.6	9.6	4.4	0.2	13.9	13.5	14.9
영업이익	0.5	4.2	2.1	0.3	4.8	4.5	2.5	-2.2	9.9	7.1	9.6
영업이익률(%)	1.6	8.4	6.0	0.7	10.6	10.4	5.8	-4.7	7.8	4.6	5.4
IP투자 (드라마 및 영화투자)											
매출액	17.4	13.8	19.9	18.7	17.2	20.6	23.8	25.8	34.8	69.9	87.4
% YoY	368.2	8.6	120.1	102.1	-1.4	49.3	19.3	37.9	-	100.7	25.0
영업이익	0.2	1.8	0.8	2.2	0.7	-2.7	1.2	0.9	1.8	5.0	0.1
영업이익률(%)	0.9	13.2	4.2	11.7	4.1	-13.1	4.9	3.5	5.2	7.2	0.1
메가박스											
매출액	70.4	64.8	102.2	79.7	73.8	82.0	98.9	82.2	290.9	317.2	336.9
상영매출	38.3	57.7	63.9	49.9	43.2	48.6	63.9	50.9	158.3	195.5	206.6
매점매출	9.9	13.3	17.5	13.2	14.2	15.5	18.4	13.8	44.6	55.1	61.8
기타매출	22.2	-6.2	9.2	8.2	7.0	9.8	7.7	8.0	88.0	30.5	32.5
% YoY	3.1	13.1	21.0	-1.3	4.8	26.5	-3.2	3.1	14.0	9.0	6.2
상영매출	1.4	76.2	46.2	13.3	-2.3	29.5	-	2.0	7.6	23.5	5.7
매점매출	-8.1	43.7	41.7	7.5	18.0	24.9	4.7	4.7	6.1	23.5	12.1
기타매출	12.5	-140.5	-67.5	-66.4	7.2	49.4	-17.0	-2.2	33.4	-65.3	6.5
영업이익	3.1	1.7	15.0	1.7	5.5	15.6	14.2	8.2	25.9	21.4	43.4
영업이익률(%)	4.4	2.6	14.7	2.1	7.5	19.0	14.3	9.9	8.9	6.7	12.9
Total											
매출액	109.6	111.3	157.0	133.4	126.3	131.1	150.5	138.2	420.3	511.3	546.4
JTBC콘텐츠허브	30.1	50.3	35.5	45.7	45.3	43.2	43.3	47.0	126.9	161.7	178.8
IP투자	17.4	13.8	19.9	18.7	17.2	20.6	23.8	25.8	34.8	69.9	87.4
메가박스	70.4	64.8	102.2	79.7	73.8	82.0	98.9	82.2	290.9	317.2	336.9
연결조정	-8.4	-17.7	-0.6	-10.8	-10.0	-14.7	-15.4	-16.8	-32.3	-37.5	-56.7
영업이익	4.0	8.2	18.2	4.3	11.1	16.3	18.1	7.0	33.3	34.7	52.5
JTBC콘텐츠허브	0.9	4.8	2.1	0.3	4.8	4.5	2.5	-2.2	9.9	7.1	9.6
IP투자	0.2	1.8	0.8	2.2	0.7	-2.7	1.2	0.9	1.8	5.0	0.1
메가박스	3.1	1.7	15.0	1.7	5.5	15.6	14.2	8.2	25.9	21.4	43.4
연결조정	-0.1	-0.1	0.3	0.1	0.1	-1.1	0.3	0.1	-4.3	1.2	-0.7

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	286.8	379.6	518.4	593.7	712.1
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	36.6	14.5	19.9
매출원가	239.7	324.0	452.9	514.3	617.1
매출총이익	47.1	55.6	65.5	79.4	95.0
판매관리비	14.2	15.7	18.3	20.3	24.2
영업이익	33.0	39.9	47.2	59.1	70.8
영업이익률	11.5	10.5	9.1	10.0	9.9
금융손익	-2.5	6.1	7.0	8.4	9.9
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	54.0	67.2	80.4
법인세비용	6.4	9.8	11.6	14.4	17.3
당기순이익	23.9	35.8	42.4	52.8	63.2
지배주주지분 순이익	23.9	35.8	42.4	52.8	63.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7.2	-29.1	176.4	181.0	209.1
당기순이익(손실)	23.9	35.8	42.4	52.8	63.2
유형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	75.0	132.8	132.2	149.0
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	7.9	4.3	6.7
투자활동 현금흐름	-141.0	140.6	-134.3	-145.3	-144.4
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-31.2	-30.7	-13.0
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	91.5	54.3	82.8
기초현금	11.5	51.3	153.0	244.5	298.8
기말현금	51.3	153.0	244.5	298.8	381.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	289.9	247.2	371.5	443.7	554.5
현금및현금성자산	51.3	153.0	244.5	298.8	381.6
매출채권	54.9	68.8	93.9	107.6	129.0
재고자산	1.3	0.6	0.8	0.9	1.1
비유동자산	169.6	265.2	273.0	295.3	301.6
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	175.4	167.2	160.6
투자자산	3.8	3.7	34.9	65.6	78.6
자산총계	459.5	512.4	644.6	739.0	856.1
유동부채	90.7	108.2	197.8	239.3	293.0
매입채무	6.1	19.6	26.7	30.6	36.7
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	200.9	242.5	296.5
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	110.0	162.8	226.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	368.4	401.3	443.7	496.4	559.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	13,539	18,469	21,133	25,345
EPS(지배주주)	1,050	1,278	1,510	1,878	2,248
CFPS	3,068	3,930	6,417	6,805	7,820
EBITDAPS	3,271	4,108	6,424	6,815	7,828
BPS	13,141	14,305	15,791	17,669	19,918
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	61.9	72.3	44.7	35.9	30.0
PCR	21.2	23.5	10.5	9.9	8.6
PSR	5.1	6.8	3.7	3.2	2.7
PBR	4.9	6.5	4.3	3.8	3.4
EBITDA	74.3	115.2	180.3	191.5	219.9
EV/EBITDA	22.1	21.1	9.4	8.7	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	10.0	11.2	12.0
EBITDA 이익률	25.9	30.3	34.8	32.2	30.9
부채비율	24.7	27.7	45.3	48.9	53.0
금융비용부담률	0.6	0.0	0.1	0.2	0.3
이자보상배율(x)	19.0	343.0	75.6	41.4	37.5
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.4	5.9	6.0
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	757.8	700.9	715.9

제이콘텐트리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	420.3	511.3	546.4	621.5	648.8
매출액증가율 (%)	25.4	21.6	6.9	13.7	4.4
매출원가	199.8	273.8	293.4	341.9	358.6
매출총이익	220.6	237.5	253.1	279.6	290.2
판매관리비	187.2	202.7	200.6	220.1	226.8
영업이익	33.4	34.8	52.5	59.5	63.4
영업이익률	7.9	6.8	9.6	9.6	9.8
금융손익	-5.0	-3.5	-0.5	0.6	2.0
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	52.0	60.1	65.4
법인세비용	13.5	8.0	12.4	14.3	15.6
당기순이익	10.9	25.6	39.6	45.8	49.8
지배주주지분 순이익	6.4	18.5	28.2	32.5	36.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-3.5	24.8	86.9	107.4	123.2
당기순이익(손실)	10.9	25.6	39.6	45.8	49.8
유형자산상각비	16.3	17.7	20.2	18.7	17.5
무형자산상각비	9.6	24.6	35.4	39.5	54.7
운전자본의 증감	-42.0	-53.5	-8.3	3.5	1.3
투자활동 현금흐름	-75.2	-47.8	-31.4	-78.7	-75.5
유형자산의증가(CAPEX)	-32.9	-28.8	-20.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-14.1	-0.9	-4.6	-9.8	-3.6
재무활동 현금흐름	72.8	115.2	-114.0	0.1	0.0
차입금의 증감	-44.1	-33.9	-114.0	0.1	0.0
자본의 증가	69.7	154.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.9	92.2	-58.5	28.9	47.8
기초현금	55.3	49.4	141.6	83.1	112.0
기말현금	49.4	141.6	83.1	112.0	159.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	208.4	342.1	276.0	331.4	388.8
현금및현금성자산	49.4	141.6	83.1	112.0	159.8
매출채권	61.6	77.1	82.4	93.7	97.8
재고자산	23.7	32.9	45.8	52.1	54.4
비유동자산	453.6	479.1	483.1	499.7	501.6
유형자산	192.8	208.5	208.3	199.6	192.1
무형자산	84.4	87.5	87.1	102.6	108.4
투자자산	81.4	82.3	86.8	96.6	100.2
자산총계	661.9	821.2	759.1	831.1	890.4
유동부채	288.7	271.1	167.5	189.9	198.0
매입채무	16.2	15.1	16.2	18.4	19.2
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	131.0	134.9	136.3
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	298.5	324.8	334.3
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	123.7	156.2	192.2
비지배주주지분	77.3	84.0	95.3	108.6	122.4
자본총계	235.7	420.9	460.5	506.3	556.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	34,771	40,127	37,928	43,141	45,033
EPS(지배주주)	533	1,448	1,958	2,256	2,500
CFPS	5,088	7,269	7,501	8,169	9,409
EBITDAPS	4,899	6,042	7,501	8,169	9,409
BPS	13,105	23,391	25,349	27,605	30,105
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	97.5	30.8	17.6	15.3	13.8
PCR	10.2	6.1	4.6	4.2	3.7
PSR	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
PBR	4.0	1.9	1.4	1.3	1.1
EBITDA	59.2	77.0	108.1	117.7	135.6
EV/EBITDA	14.8	9.8	5.5	4.9	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	7.4	8.0	8.5	8.7
EBITDA 이익률	14.1	15.1	19.8	18.9	20.9
부채비율	180.8	95.1	64.8	64.1	60.1
금융비용부담률	2.1	1.6	1.0	0.6	0.6
이자보상배율(x)	3.8	4.2	9.2	16.0	17.0
매출채권회전율(x)	9.0	7.4	6.9	7.1	6.8
재고자산회전율(x)	17.9	18.1	13.9	12.7	12.2

엔터테인먼트: 개별 이벤트가 주가 결정할 것

에스엠: 무난한 실적 전망.
자회사 실적도 상반기보다 나아져

에스엠의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,750억원(+3.7% YoY)과 156억원(+28.3% YoY)으로 컨센서스를 충족할 전망이다. 엑소 솔로앨범 효과로 앨범판매는 106만장(+89% YoY)에 달할 전망이며 일본 콘서트 모객은 전년과 유사한 17만명 수준으로 예상한다. 이에 근거한 에스엠의 별도 영업이익은 108억원(+46% YoY)을 전망한다. SM C&C는 광고 성수기에 진입, 키이스트는 조직채편을 마무리하고 본격적인 드라마 제작이 분기당 1~2개씩 이어지고 있다. 상반기 논란이 되었던 SM이 운영하는 외식업이 현재 영업을 중단하는 등 자회사 적자가 하반기 추가적으로 확대될 가능성은 낮아 보인다. 웨이션V 활동 실적이 반영되는 SM Beijing도 하반기는 흑자가 예상된다.

JYP: 상반기 트와이스 일본 돔투어 인식되며 영업이익 기대치 부합

JYP의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 389억원(+14.8% YoY)과 126억원(+48.9% YoY)로 무난한 실적이 전망된다. 전년 대비 높은 영업이익 성장의 원인은 상반기 진행되었던 트와이스 일본 돔투어 실적이 인식되며 별도 영업이익이 109억원(+50.6% YoY)으로 성장할 것으로 전망하는 데 따른다. 경쟁사와 같이 연결 이익에 swing factor로 작용하는 자회사들이 없는 관계로 지난 3월 돔투어 실적이 4분기로 이연되지 않는다면 실적은 기대치에 부합할 전망이다. 적정 주가는 유지하나 상승 여력 축소로 투자 의견을 기존 Buy에서 Hold로 하향한다.

2019년 엔터업 부진은 '콘텐츠 부재'에 있어: 에스엠은 행동주의, JYP는 스트레이키즈 행보가 주가 결정할 것

음원 사업자와의 미팅을 통해서도 2019년 엔터테인먼트 업의 부진은 '콘텐츠 부재'에 있음을 확인할 수 있었다. 높은 멀티플을 정당화하기 위해서는 투자자들을 지속적으로 자극할 수 있는 재료가 필요한 섹터다. 그러나 주지하는 바와 같이 섹터 전반을 아우를 수 있는, 혹은 BTS와 같이 엔터테인먼트 산업을 부흥시킬 수 있는 주제는 발견되고 있지 않다.

섹터 전반의 이벤트가 부재한 상황에서는 개별 이벤트에 집중할 시기라고 판단한다. 에스엠은 행동주의, JYP는 오는 11월 정규 앨범을 통해 컴백하는 '스트레이키즈'가 대중성을 획득하느냐에 따라 주가가 움직일 것으로 전망한다.

표14 에스엠 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	175.0	168.7	3.7	159.6	9.6	182.3	-4.0
영업이익	15.6	12.1	28.3	3.9	302.5	14.8	5.2
세전이익	16.8	10.9	54.3	4.2	304.6	11.8	42.6
지배순이익	11.7	6.4	82.6	0.5	2,383.2	7.8	49.2

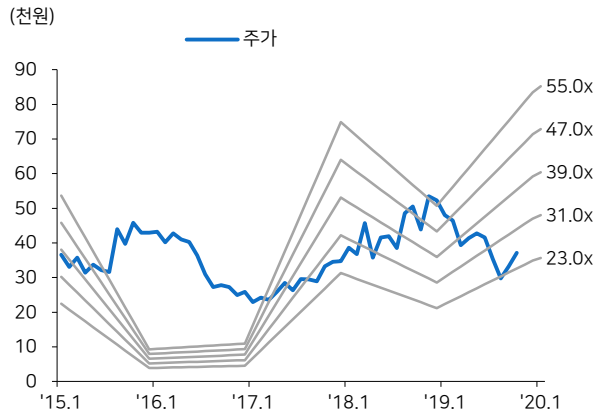
자료: 에스엠, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
동방신기 (2004 데뷔, '13,'18 재계약)	1월 일본 교세라돔 (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(38만명) 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)	7/12 사우디 1회 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8/27,28 D&E 일본 홀투어 2회 (1.6만명)	10월 정규앨범 가정 10월 올림픽 체조경기장(2회, 2.8만명) 10월 동남아 7회가정
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 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 7/5~8/12 태민 일본 아레나 9회 (14만명)	
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 (9.0만명) 7월 유닛/백현 미니앨범 7/6~8/25 Lay 솔로 중국 4회, 동남아1회 8/11~9/29 중국, 동남아 9회 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석	10/11~12/22 일본 아레나 10회 (12.6만명) 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	8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8/20 'The ReVe Festival- Day2' 미니 앨범	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)	7/7,10 NCT127 유럽 투어 2회 7/20 NCT127 싱가포르 1회 7/18 미국 싱글 'Highway to Heaven' 발매 8/3,4,5 SM타운 도쿄 참석 8월 NCT Dream 'We Boom'미니(20만)	9월 NCT127 오사카성 홀 2회 (3.6만명 예상) 10월 미니 앨범 가정 11/16,17 NCT Dream 장충체육관 2회 (0.9만명 예상)

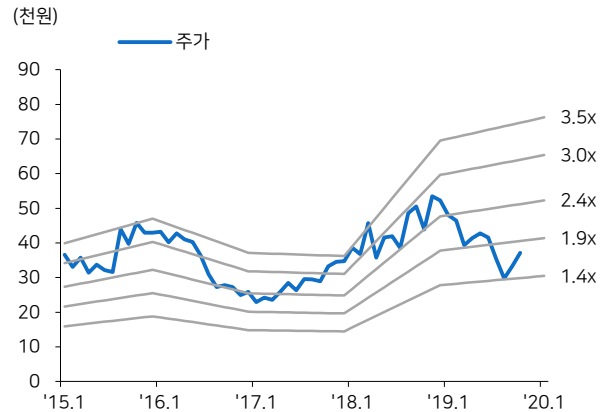
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 에스엠 12M Fwd PER 밴드



주: 컨센서스 기준. 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에스엠 12M Fwd PBR 밴드



주: 컨센서스 기준. 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표16 에스엠 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	64.6	65.8	95.3	216.1	281.6	282.7	313.9
음반/음원 사업	13.4	12.4	32.3	28.1	21.3	22.8	18.2	49.5	23.6	26.7	30.6	49.9	86.2	111.8	130.8	137.7
음반 매출	5.9	5.3	22.2	14.0	11.6	12.1	8.8	34.2	8.4	13.3	16.6	34.7	47.4	66.7	73.0	74.2
음원 매출	7.5	7.2	10.2	13.9	9.7	10.6	9.4	15.3	15.2	13.4	14.0	15.2	38.8	45.0	57.8	63.4
매니지먼트 사업	27.1	28.0	28.4	46.4	38.1	37.8	47.5	46.4	33.4	37.8	35.2	45.4	129.9	169.8	151.8	176.3
출연료 등	10.6	13.8	9.7	18.0	18.8	13.5	19.7	7.7	13.1	13.6	11.4	16.3	52.1	59.7	54.4	67.0
광고	8.2	3.8	8.3	5.5	5.2	7.0	10.0	6.0	6.5	5.3	8.5	6.0	25.9	28.2	26.3	27.6
초상 외	8.3	10.4	10.3	22.9	14.1	17.3	17.8	32.7	13.9	18.9	15.3	23.0	51.9	81.9	71.1	81.6
% YoY																
매출	-16.4	-4.7	-0.7	48.4	46.7	49.6	8.3	28.8	-4.1	6.7	0.2	-0.7	6.9	30.3	0.4	11.1
음반/음원 사업	40.2	-33.7	152.5	26.8	59.0	83.0	-43.7	76.4	10.6	17.3	68.2	0.7	36.4	29.6	17.0	5.3
음반 매출	21.2	-59.2	204.1	-1.3	95.3	128.3	-60.4	144.1	-27.6	9.9	88.8	1.4	20.4	40.6	9.4	1.7
음원 매출	62.2	24.1	61.9	96.1	30.0	47.2	-7.8	9.9	56.7	26.4	48.9	-0.7	63.0	16.0	28.4	9.8
매니지먼트 사업	-30.3	18.3	-40.3	61.0	40.7	34.8	67.5	0.1	-12.3	0.0	-25.9	-2.2	-6.4	30.7	-10.6	16.1
출연료 등	-44.7	17.9	-53.6	362.9	78.0	-2.2	103.1	-57.3	-30.5	0.7	-42.2	112.3	-6.3	14.6	-8.9	23.2
광고	22.8	-41.5	0.0	-3.5	-36.8	84.2	20.5	8.5	25.0	-24.3	-15.0	0.0	-5.0	9.1	-6.7	5.0
초상 외	-36.6	92.6	-43.7	19.4	69.9	66.3	72.8	42.7	-1.8	9.2	-13.8	-29.6	-7.3	57.8	-13.2	14.7
원가 추정																
매출원가	28.0	26.0	34.0	45.0	35.3	38.0	43.0	56.0	33.2	44.5	37.7	60.7	132.7	172.3	176.0	200.2
% to sales	68.3	65.0	55.7	60.8	59.8	62.3	65.2	58.3	58.2	68.9	57.2	63.7	61.4	61.2	62.3	63.8
% YoY	-12.5	-13.3	-10.5	28.6	25.9	46.2	26.5	24.4	-5.9	17.8	-12.1	7.6	-2.2	29.8	2.2	13.7
판매관리비	11.0	14.0	16.0	12.0	14.9	14.0	19.0	15.0	15.2	18.2	17.3	22.0	57.8	67.5	72.7	85.1
% to sales	26.8	35.0	26.2	16.2	25.2	23.0	28.8	15.6	26.7	28.1	26.3	23.1	26.8	24.0	25.7	27.1
% YoY	10.0	40.0	6.7	20.0	35.3	-	18.8	25.0	2.3	26.6	12.0	-3.5	15.0	16.7	7.7	17.0
이익 추정																
매출총이익	13.0	14.0	27.0	29.0	23.7	23.0	23.0	40.0	23.8	20.1	28.1	34.6	83.4	109.4	106.6	113.7
% YoY	-18.8	16.7	17.4	93.3	82.7	64.3	-14.8	37.9	-1.6	-11.7	23.2	-12.6	23.6	31.1	-2.5	6.6
매출총이익률(%)	31.7	35.0	44.3	39.2	40.2	37.7	34.8	41.7	41.8	31.1	42.8	36.3	38.6	38.8	37.7	36.2
영업이익	-	2.0	13.0	10.0	9.3	8.0	7.0	17.0	8.6	1.9	10.8	12.5	25.6	41.9	33.9	28.6
% YoY	N/A	100	44.4	N/A	N/A	300.0	-46.2	70.0	-7.7	-77.0	46.3	-25.0	58.8	63.5	-19.0	-15.7
영업이익률(%)	-	5.0	21.3	13.5	15.8	13.1	10.6	17.7	15.1	3.0	16.5	13.2	11.8	14.9	12.0	9.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표17 에스엠 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	159.6	175.0	212.7	365.4	612.2	678.1	704.7
% YoY	-24.7	-12.0	-16.8	82.3	62.5	83.8	94.6	45.9	18.2	28.3	3.7	2.0	4.4	67.6	10.8	3.9
본사 매출	41.0	40.0	61.0	74.0	59.0	61.0	66.0	96.0	57.0	64.6	65.8	95.3	216.1	281.6	282.7	313.9
% YoY	-14.6	-4.8	-	48.0	43.9	52.5	8.2	29.7	-4.1	6.7	0.2	-0.7	6.9	30.3	0.4	11.1
자회사 합산	27.1	27.7	25.7	68.9	51.6	63.4	102.7	112.5	73.8	95.1	109.1	117.4	149.3	330.6	395.4	390.8
% YoY	-36.2	-20.6	-40.5	142.7	90.6	128.9	300.0	63.2	44.2	48.8	6.0	4.3	1.0	121.5	19.6	-1.2
SM C&C	14.9	11.4	10.2	52.1	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	42.7	46.7	64.4	88.6	197.0	189.1	194.8
% YoY	-27.1	-55.9	-64.4	153.0	151.4	361.7	338.0	20.0	-6.1	-18.5	5.0	3.0	-7.2	122.5	-4.0	3.0
SM Japan	13.0	12.2	9.1	24.5	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	16.0	16.1	32.9	58.8	94.9	79.9	50.0
% YoY	-36.8	109.5	-27.9	111.8	102.3	34.2	123.2	30.2	-43.3	-2.0	-21.0	3.3	16.1	61.4	-15.8	-37.4
Dream Maker	5.6	15.8	8.4	12.7	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	14.0	16.0	23.1	42.5	58.3	69.4	76.4
% YoY	-75.3	276.2	-51.3	81.5	19.1	-21.8	113.3	67.8	142.8	13.2	-10.7	8.4	-17.0	37.0	19.0	10.2
키이스트	21.4	33.1	25.0	26.7	17.5	27.0	38.4	20.9	23.4	33.3	47.3	25.7	106.2	103.7	129.7	145.0
% YoY	-5.2	46.5	11.6	3.9	-18.1	-18.4	53.7	-22.0	33.6	23.3	23.3	23.3	13.9	-2.3	25.1	11.8
이익 추정																
연결 영업이익	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	12.1	15.2	2.8	3.9	15.6	16.8	10.9	47.7	39.0	36.7
% YoY	-86.7	N/A	-65.7	502.5	765.8	626.2	162.8	306.3	-72.9	-61.3	28.3	10.4	-47.2	336.4	-18.2	-5.9
영업이익률(%)	1.8	2.0	5.3	2.6	9.4	8.0	7.2	7.3	2.1	2.4	8.9	7.9	3.0	7.8	5.8	5.2
본사 영업이익	-	2.0	13.0	10.0	9.3	8.0	7.0	17.0	8.6	1.9	10.8	12.5	25.6	41.9	33.9	28.6
% YoY	N/A	100.0	44.4	N/A	N/A	300.0	-46.2	70.0	-7.7	-77.0	46.3	-25.0	58.8	63.5	-19.0	-15.7
영업이익률(%)	-	5.0	21.3	13.5	15.8	13.1	10.6	17.7	15.1	3.0	16.5	13.2	11.8	14.9	12.0	9.1
자회사 영업이익	1.2	-0.6	-8.4	-6.3	1.1	2.0	5.1	-1.8	-5.8	1.9	4.7	4.3	-14.7	5.9	5.1	8.1
% YoY	-60.4	N/A	N/A	N/A	-10.2	N/A	N/A	N/A	N/A	21.7	0.0	N/A	N/A	N/A	-12.7	58.4
SM C&C	-0.6	-2.1	-7.9	-2.4	-3.0	-0.3	0.4	0.9	-2.1	0.9	1.1	1.3	-13.0	-2.1	1.1	1.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	195.2	45.7	N/A	N/A	N/A	71.0
SM Japan	2.4	1.8	1.5	-0.3	6.0	2.9	4.5	4.4	2.0	4.2	4.5	5.4	5.3	17.9	16.1	12.1
% YoY	8.6	341.3	8.0	N/A	150.2	66.8	206.1	N/A	-67.2	43.1	0.0	22.5	-0.1	2.4	-0.1	-0.2
Dream Maker	-0.3	1.6	-0.7	-0.6	0.3	0.9	2.5	1.1	2.0	0.5	2.5	1.6	0.0	4.8	6.5	7.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-45.5	N/A	N/A	504.8	-48.4	0.0	46.4	-99.2	26,967	35.4	12.3
키이스트	-0.2	1.4	0.8	-0.9	0.2	-0.2	0.8	-3.2	-1.2	0.7	0.9	0.3	1.0	-2.4	0.8	2.1
% 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	172.2
SM Beijing	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.3	0.0	0.2	1.0	0.0	0.0	-0.1	2.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표18 JYP Ent. 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	38.9	33.9	14.8	39.2	-0.6	44.2	-12.0
영업이익	12.6	8.5	48.9	9.4	33.7	12.0	4.8
세전이익	12.6	8.5	49.0	8.7	44.6	13.0	-2.8
지배순이익	9.2	6.5	41.7	6.8	34.8	9.7	-5.0

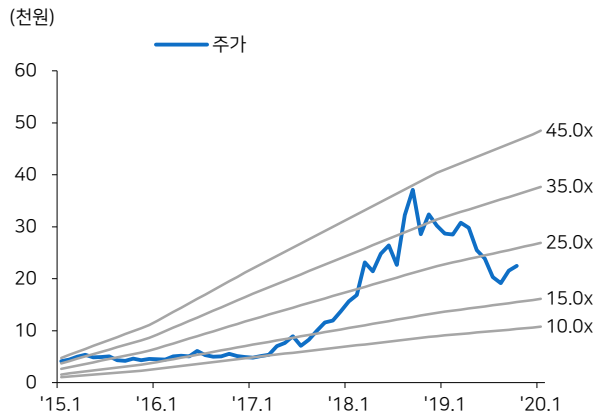
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표19 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	7월~8월 미주,호주 7회/동남아 팬미팅 4회 7/31 일본 미니앨범 'Love Loop' 7/30~8/18 마쿠하리멧세, 고베월드홀, 나고야 센쥬리홀, 후쿠오카 선 팔레스 홀 (총 7회, 4.2만명)	10월 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	10/5~12/7 호주 4회, 동남아 2회 10월 정규앨범 'The Book of Us : Entropy'
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 앨범2개 'Happy Happy', 'Breakthrough' 7/13~8/17 동남아, 미주 투어 6회 9/23 한국 미니앨범 'Feel Special'	11월 일본 정규앨범 '&TWICE' 12월 리팩 가정 10/23~12/1 일본 아레나 10회 (12.2만명)
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 1만 가정
ITZY (2019.02 데뷔)	2월 데뷔 EP 앨범		7월 미니앨범 'IT'z ICY'	12월 미니앨범 가정

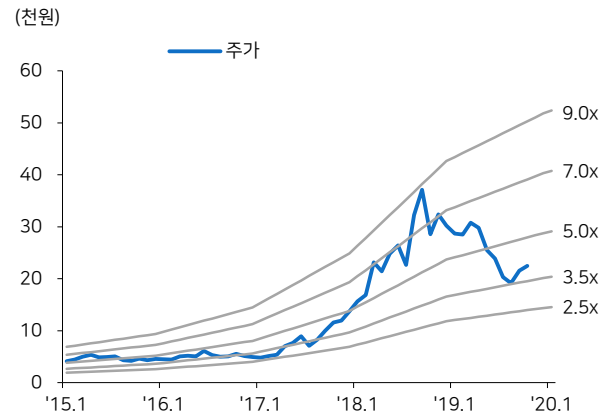
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 JYP Ent. 12M Fwd PER 밴드



주: 컨센서스 기준. 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림7 JYP Ent. 12M Fwd PBR 밴드



주: 컨센서스 기준. 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표20 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	37.1	36.5	45.1	96.8	124.8	145.0	174.9
음반/음원 사업	8.6	7.5	5.1	12.5	9.3	10.4	13.3	15.6	9.2	14.6	11.2	21.3	33.6	48.6	56.3	68.9
매니지먼트 사업	12.4	20.2	11.4	19.1	12.7	19.6	18.3	18.9	15.6	23.0	25.3	23.8	63.1	69.5	87.8	106.0
출연료 등	2.1	4.7	0.6	2.6	1.1	7.1	4.0	3.9	2.1	4.7	8.6	4.8	10.0	16.1	20.2	28.4
광고	4.4	3.8	4.4	4.2	4.6	4.5	3.9	3.6	3.8	4.3	4.3	3.9	16.8	16.6	16.3	17.5
초상권 외	3.5	4.9	3.5	2.9	3.4	2.6	1.7	5.3	3.2	4.5	2.1	5.6	14.8	13.0	15.4	16.6
기타	2.5	7	2.9	9.6	3.7	5.6	8.9	8.1	6.5	9.5	10.4	9.5	22.1	26.3	35.9	43.5
% YoY																
매출	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	7.7	23.9	39.2	29.0	16.1	20.6
음반/음원 사업	169.6	98	-7.5	73	8.3	39.1	162.1	24.9	-0.8	40.9	-16.3	36.1	70.9	44.6	15.7	22.4
매니지먼트 사업	83.5	47.8	-10.8	15	2.1	-3.1	60.9	-0.9	23.0	17.5	38.4	25.6	26.7	10.2	26.2	20.8
출연료 등	332.5	150.8	-79.1	-14	-48.8	52.2	582.8	47.9	97.0	-33.7	114.1	23.6	21.2	61.3	25.7	40.5
광고	16.5	-5.3	8	-0.9	4.9	17.6	-12.4	-13.4	-17.6	-4.2	10.4	8.3	4.3	-1.3	-1.8	7.4
초상권 외	127.8	33.2	16.8	-17.5	-4.7	-46.0	-50.3	82.5	-4.3	69.7	23.4	5.7	26.4	-12.0	18.5	7.8
기타	159.8	69.6	1.3	55.9	49.4	-20.5	201.8	-15.5	75.7	69.9	17.1	16.8	55.7	19.2	36.5	21.4
원가 추정																
매출원가	14.1	16.6	11.6	19.6	13.7	16.6	18.5	20.3	14.2	21.6	17.3	28.1	61.8	69.1	81.2	98.3
% to sales	66.9	60	70.3	61.9	62.2	55.4	58.5	55.8	54.0	58.2	47.4	62.3	63.9	55.3	56.0	56.2
% YoY	86.1	44.5	-10.5	33.1	-2.8	0.0	60.1	3.6	4.1	30.0	-6.6	38.5	32.4	11.8	17.6	21.0
판매관리비	3.1	4.6	4.1	5.2	7.5	5.3	5.9	5.0	5.6	6.8	8.3	7.1	17.1	23.7	27.8	36.5
% to sales	14.3	16.2	23.2	15.3	32.7	16.6	17.4	13.8	21.1	18.3	22.7	15.9	17.6	19.0	19.2	20.9
% YoY	35.9	82.8	68.9	24.3	139.4	13.5	45.2	-4.5	-26.0	28.9	41.1	42.7	48.9	38.7	17.4	31.3
이익 추정																
매출총이익	7.9	11.9	5.9	14.8	9.3	15.0	15.4	16.1	12.1	15.5	19.2	17.0	35.0	55.8	63.8	76.7
% YoY	129.3	85	-3	34.1	19.0	25.4	160.2	9.0	29.9	3.4	25.0	5.5	53.1	59.5	14.4	20.2
매출총이익률(%)	35.8	41.8	33.8	43	40.6	47.4	45.3	44.2	46.0	41.8	52.6	37.7	36.1	44.7	44.0	43.8
영업이익	3.8	6.4	0.8	6.8	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	8.7	10.9	9.8	17.9	25.4	34.3	40.2
% YoY	4,119	88.1	-71.2	38.2	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	50.6	5.9	57.4	42.1	34.8	17.2
영업이익률(%)	17.4	22.6	4.8	19.8	3.5	25.7	21.4	25.5	18.4	23.5	29.9	21.8	18.5	20.4	23.6	23.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	39.2	38.9	46.4	102.2	124.8	150.8	190.4
% YoY	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	24.1	14.8	27.5	38.8	22.1	20.8	26.3
본사 매출	21	27.7	16.5	31.6	22.0	30.0	31.7	36.3	26.4	37.1	36.5	45.1	96.8	120.0	145.0	174.9
% YoY	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	7.7	23.9	39.2	29.0	16.1	20.6
자회사 합산	2.4	5.9	2.7	10	2.9	5.3	9.4	9.0	8.4	6.6	10.6	12.8	21.0	26.5	38.4	55.7
% YoY	86.9	32.5	-1.4	10.5	19.5	-10.1	248.0	-9.7	192.4	24.0	13.1	42.1	19.9	26.6	44.6	45.0
JYP Ent. JP	1.2	5.2	1.9	9	2.4	5.0	8.4	7.7	7.3	5.8	9.5	7.7	17.4	23.5	30.3	43.1
% YoY	0.5	68.3	-32.5	31.6	99.4	-4.5	342.9	-14.5	204.8	15.8	13.4	0.0	24.2	35.4	28.9	42.2
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	3.5
% YoY	889.2	-37.9	N/A	-55.1	-10.7	-21.2	169.8	130.5	151.8	7.6	10.0	10.0	-2.8	50.3	36.5	10.0
제이와이피픽쳐스	0.7	0.3	0.6	0.5	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.5	0.4	4.0	2.1	0.7	4.9	9.0
% YoY	1,319.0	-60	N/A	-58.7	-92.7	-98.9	-40.3	-38.6	-24.6	15,060	10.0	1,198.4	7.7	-66.0	597.7	85.5
이익 추정																
연결 영업이익	3.8	6.9	1.1	7.6	1.4	9.1	8.5	9.9	5.8	9.4	12.6	9.6	19.5	28.7	36.1	43.5
% YoY	459.4	81.5	-69.1	32.9	-64.1	30.9	664.0	29.4	322.7	3.9	48.9	-2.7	40.9	47.7	25.6	20.6
영업이익률(%)	17.4	24.3	6.3	22.2	5.9	28.7	25.0	27.1	22.0	24.1	32.4	20.7	19.0	23.0	23.9	22.9
본사 영업이익	3.8	6.4	0.8	6.8	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	8.7	10.9	9.8	17.9	25.4	34.3	40.2
% YoY	4,119.7	88.1	-71.2	38.2	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	50.6	5.9	57.4	42.1	34.8	17.2
자회사 합산	0	0.5	0.3	0.8	0.6	1.0	1.2	0.6	0.9	0.7	1.7	-0.2	1.6	3.3	3.1	5.6
% YoY	-99.4	23.3	-59.8	1.1	14,681	99.0	366.5	-29.9	65.9	-24.4	39.2		-35.8	111.6	-6.0	80.0
세전이익	3.4	9.8	1.3	6.6	2.4	9.7	8.5	9.6	7.2	8.7	12.6	9.3	21.1	30.2	37.8	46.2
% YoY	201	158.8	-62.1	38.1	-28.6	-0.9	557.3	46.1	192.6	-10.3	49.0	-2.8	61.2	43.3	25.1	22.2
지배주주순이익	2.9	6.8	0.9	5.6	1.8	7.3	6.5	8.2	6.4	6.8	9.2	8.0	16.2	23.8	30.5	37.2
% YoY	205.1	133.2	-70.6	318.4	-37.2	7.5	592.2	48.3	249.4	-5.9	41.6	-2.9	93.0	47.4	27.8	21.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스엠 (041510)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	365.4	612.2	678.1	704.7	733.7
매출액증가율 (%)	4.4	67.6	10.8	3.9	4.1
매출원가	249.0	409.5	473.3	515.7	539.7
매출총이익	116.4	202.7	204.8	189.0	194.0
판매관리비	105.5	155.0	165.8	152.3	162.5
영업이익	10.9	47.8	39.1	36.7	31.6
영업이익률	3.0	7.8	5.8	5.2	4.3
금융손익	-5.4	4.5	-0.5	1.2	2.6
종속/관계기업손익	20.6	-6.4	-9.6	-8.7	-7.8
기타영업외손익	-1.7	0.2	-0.4	-0.5	0.8
세전계속사업이익	24.4	46.0	28.5	28.7	27.2
법인세비용	29.1	22.6	17.1	14.6	15.3
당기순이익	-4.7	23.4	14.6	15.2	10.5
지배주주지분 순이익	4.3	30.6	19.4	21.6	16.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	77.5	120.0	47.1	48.3	38.8
당기순이익(손실)	-4.7	23.4	14.6	15.2	10.5
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	1.3	5.8	5.5
투자활동 현금흐름	-110.6	-127.0	-32.6	-17.0	-16.8
유형자산의증가(CAPEX)	-10.5	-10.4	-15.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-27.7	-24.6	-14.5	-5.9	-6.4
재무활동 현금흐름	63.9	46.0	-0.3	-10.9	-10.6
차입금의 증감	3.2	-5.4	-0.3	0.4	-0.1
자본의 증가	5.6	49.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.9	41.9	14.2	20.4	11.4
기초현금	169.6	195.5	237.3	251.6	272.0
기말현금	195.5	237.3	251.6	272.0	283.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	440.8	537.4	584.0	617.6	643.4
현금및현금성자산	195.5	237.3	251.7	272.2	283.8
매출채권	120.8	124.3	137.6	143.0	148.9
재고자산	8.6	11.5	12.8	13.3	13.8
비유동자산	356.7	465.1	461.5	449.1	440.9
유형자산	93.2	93.4	95.5	92.6	89.7
무형자산	113.5	186.0	165.8	150.4	138.7
투자자산	126.7	151.7	166.2	172.0	178.4
자산총계	797.5	1,002.5	1,045.5	1,066.7	1,084.2
유동부채	330.4	394.2	431.5	447.1	463.6
매입채무	123.9	178.7	197.9	205.6	214.1
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	34.5	35.5	36.5
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	466.0	482.6	500.1
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	182.4	193.4	199.1
비지배주주지분	91.4	151.9	147.1	140.7	135.0
자본총계	435.6	576.1	579.4	584.1	584.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	16,795	27,227	29,084	30,061	31,300
EPS(지배주주)	199	1,361	831	921	690
CFPS	2,218	4,725	2,813	2,386	1,888
EBITDAPS	1,515	3,902	3,094	2,772	2,397
BPS	15,824	18,424	18,445	18,917	19,157
DPS	0	0	480	450	450
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.3	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	174.5	38.4	44.7	40.3	53.9
PCR	15.6	11.1	13.2	15.6	19.7
PSR	2.1	1.9	1.3	1.2	1.2
PBR	2.2	2.8	2.0	2.0	1.9
EBITDA	33.0	87.8	72.1	65.0	56.2
EV/EBITDA	21.5	12.9	10.7	11.4	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.3	8.0	4.5	4.9	3.6
EBITDA 이익률	9.0	14.3	10.6	9.2	7.7
부채비율	83.1	74.0	80.4	82.6	85.6
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	9.1	18.7	16.0	15.1	12.9
매출채권회전율(x)	4.4	5.0	5.2	5.0	5.0
재고자산회전율(x)	36.8	60.8	55.8	54.1	54.2

JYP Ent. (035900)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	102.2	124.8	150.8	190.4	217.6
매출액증가율 (%)	38.8	22.1	20.8	26.3	14.2
매출원가	63.0	68.7	86.4	106.3	120.5
매출총이익	39.3	56.2	64.4	84.2	97.1
판매관리비	19.8	27.4	31.5	40.6	53.5
영업이익	19.5	28.8	36.1	43.5	44.6
영업이익률	19.0	23.0	23.9	22.9	20.5
금융손익	-0.2	1.2	0.5	0.7	1.0
종속/관계기업손익	-0.7	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	2.5	0.5	0.1	0.2	0.4
세전계속사업이익	21.1	30.2	36.6	44.3	45.9
법인세비용	4.7	5.9	6.7	8.3	8.4
당기순이익	16.4	24.3	30.8	37.5	38.7
지배주주지분 순이익	16.2	23.8	30.5	37.2	38.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	27.1	22.4	31.8	39.1	38.3
당기순이익(손실)	16.4	24.3	30.8	37.5	38.7
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	0.0	0.7	-1.3
투자활동 현금흐름	-28.7	-13.7	-3.3	-5.1	-3.5
유형자산의증가(CAPEX)	-24.8	-12.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-1.1	0.0	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	24.4	28.1	26.5
기초현금	24.8	25.4	45.0	69.4	97.4
기말현금	25.4	45.0	69.4	97.4	124.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	58.4	82.6	114.8	154.9	189.6
현금및현금성자산	25.4	45.0	69.4	97.4	124.0
매출채권	10.7	12.9	15.5	19.6	22.4
재고자산	1.7	1.5	1.8	2.3	2.6
비유동자산	66.0	76.8	75.9	75.0	74.1
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	3.7	3.7	3.7
자산총계	124.4	159.3	190.7	229.8	263.7
유동부채	34.8	30.8	37.3	47.0	53.7
매입채무	6.7	4.2	5.0	6.3	7.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.8	0.5	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	37.9	47.7	54.5
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	72.8	101.7	128.4
비지배주주지분	0.9	1.1	1.5	1.9	2.2
자본총계	85.8	128.0	152.9	182.1	209.2

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	2,975	3,586	4,253	5,365	6,129
EPS(지배주주)	471	685	859	1,047	1,079
CFPS	731	988	1,075	1,305	1,330
EBITDAPS	649	859	1,043	1,252	1,283
BPS	2,452	3,587	4,264	5,078	5,830
DPS	0	122	180	250	350
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.8	1.1	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	29.2	44.2	26.2	21.5	20.9
PCR	18.8	30.6	20.9	17.2	16.9
PSR	4.6	8.4	5.3	4.2	3.7
PBR	5.6	8.4	5.3	4.4	3.9
EBITDA	22.3	29.9	37.0	44.4	45.5
EV/EBITDA	19.6	33.8	19.2	15.3	14.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.4	22.5	21.9	22.4	19.8
EBITDA 이익률	21.8	24.0	24.5	23.3	20.9
부채비율	45.1	24.5	24.8	26.2	26.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	13.1	10.6	10.6	10.8	10.4
재고자산회전율(x)	67.6	79.6	92.2	94.0	89.8

여행: 2019년 하반기, 그리고 2020년

**모두투어: 본사와 자회사 모두
일본 보이콧 영향. 연결 적자 키워**

모두투어의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 982억원(+0.9% YoY)과 -9억원(적전 YoY)으로 낮아진 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 7월 둘째 주부터 본격화된 일본 보이콧 운동의 영향으로 일본 패키지가 -64% YoY 감소하며 성수기임에도 불구하고 별도 영업이익이 크게 감소한 것이 가장 큰 원인이다. 실적에 가장 큰 영향을 미치는 자회사인 자유투어 또한 부진한 패키지 영향으로 적자 5억원을 기록하며 연결 적자를 키웠을 것으로 추정된다.

**하나투어: 본사와 재팬 이익 훼손.
반면 면세는 적자 축소 이어져**

하나투어의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,136억원(+2.5% YoY)과 -62억원(적전 YoY)을 기록할 전망이다. 대형 여행사 중 일본 비중이 가장 높고, 본사에서 일본으로 보낸 패키지 고객의 현지 업무를 처리하는 하나투어재팬(일본 자회사)이 함께 타격을 입어 예상보다 낮은 실적이 전망된다. 반면 면세점 적자는 축소 추세를 이어갈 전망이다. 입국장 면세점의 경우 오픈 초기보다는 낮은 실적 이기는 하나 출국장 면세점과 합산하여 소폭의 영업이익을 기록하고 있다. 2018년 138억원의 적자를 기록했던 SM면세점은 2019년 30억까지 적자 규모가 축소될 전망이다.

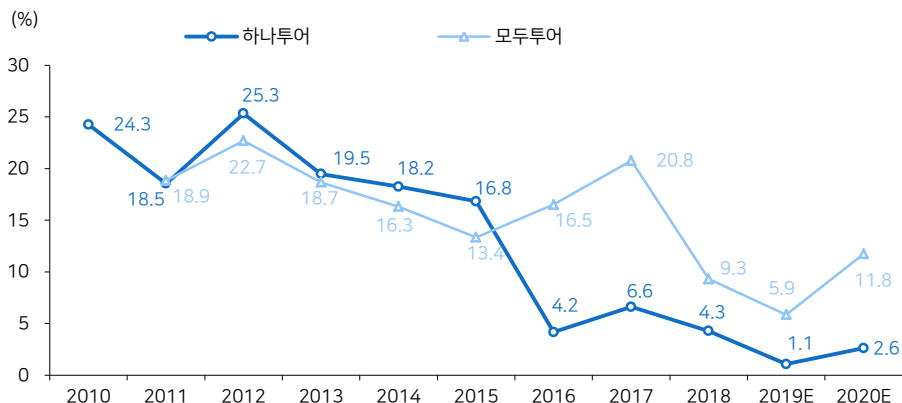
**리드타임 고려 시 여행업
4분기까지 적자 예상**

10월 현재까지의 상황 또한 9월과 크게 다르지 않고 여행업 특성 상 예약부터 매출인식까지의 리드타임이 평균 2개월 소요됨을 고려했을 때 4분기까지 적자는 이어질 전망이다.

**2020년 실적 개선을 기대하기
어려운 이유**

여행업계에 따르면 과거 쓰나미 피해 당시 일본 여행 수요 감소는 약 7개월간 지속된 바 있다. 이번 보이콧 영향이 이와 유사할 경우 2020년 1분기까지는 실적에 대한 기대감을 가지기 어렵다. 또한 2020년 3분기에는 도쿄 올림픽이 예정되어 있다. 올림픽 기간은 전통적으로 패키지 업체에 불리한 기간이다. 2020년 회복에 대한 기대감을 가지기 어려운 이유다.

그림8 하나투어, 모두투어 ROE 추이 및 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표22 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	169,245	20.0	6.2	127,485	22.2
'18.02	2,172,596	3.2	552,536	13.6	356,793	14.0	16.4	182,419	14.6	233,667	-6.2	135,413	-8.0	6.2	98,254	-3.6
'18.03	2,109,685	16.8	474,636	18.5	297,155	16.3	14.1	160,186	21.9	233,451	8.8	145,124	10.5	6.9	88,327	6.1
'18.04	2,088,324	11.4	470,348	15.1	291,037	16.9	13.9	157,068	17.3	217,860	2.8	131,264	14.3	6.3	86,596	-10.8
'18.05	2,184,015	16.8	454,686	11.8	267,504	7.8	12.2	164,551	22.7	214,421	6.6	124,355	18.1	5.7	90,066	-6.1
'18.06	2,180,519	10.8	460,356	4.2	267,098	1.5	12.2	174,384	9.5	218,202	0.4	121,159	7.5	5.6	97,043	-7.2
'18.07	2,344,420	4.5	473,664	-7.4	266,448	-14.1	11.4	191,708	4.5	217,050	-10.0	110,618	-6.9	4.7	106,432	-13.0
'18.08	2,364,398	6.0	493,652	-0.7	278,668	-5.3	11.8	197,197	8.8	223,173	-4.8	116,587	-3.8	4.9	106,586	-6.0
'18.09	2,081,967	-0.8	422,494	-7.6	223,146	-14.7	10.7	183,835	4.7	213,521	-2.8	108,703	-2.9	5.2	104,818	-2.7
'18.10	2,196,227	5.1	462,082	1.8	270,161	3.8	12.3	170,646	0.5	226,759	4.7	134,084	9.7	6.1	92,675	-1.8
'18.11	2,149,373	2.8	465,673	-5.3	280,220	-8.6	13.0	169,457	2.9	228,256	-1.5	135,536	-2.4	6.3	92,720	-0.1
'18.12	2,341,957	3.7	513,800	-5.0	294,014	-12.2	12.6	205,609	8.5	237,648	-4.7	122,713	-11.3	5.2	114,935	3.4
'19.01	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	-15.7	5.2	115,616	-9.3
'19.02	2,474,407	13.9	514,349	-6.9	309,405	-13.3	12.5	192,387	5.5	241,690	3.4	140,962	4.1	5.7	100,728	2.5
'19.03	2,180,647	3.4	426,639	-10.1	255,124	-14.1	11.7	156,952	-2.0	230,260	-1.4	136,788	-5.7	6.3	93,472	5.8
'19.04	2,096,813	0.4	425,790	-9.5	249,738	-14.2	11.9	158,405	0.9	222,432	2.1	125,912	-4.1	6.0	96,520	11.5
'19.05	2,245,277	2.8	417,122	-8.3	225,872	-15.6	10.1	173,200	5.3	222,339	3.7	117,327	-5.7	5.2	105,012	16.6
'19.06	2,344,893	7.5	445,832	-3.2	236,577	-11.4	10.1	193,079	10.7	247,574	13.5	124,513	2.8	5.3	123,061	26.8
'19.07	2,486,739	6.1	460,809	-2.7	227,986	-14.4	9.2	219,809	14.7	256,879	18.4	109,944	-0.6	4.4	146,935	38.1
'19.08	2,270,559	-4.0	400,828	-18.8	191,465	-31.3	8.4	194,730	-1.3	245,692	10.1	101,982	-12.5	4.5	143,710	34.8
'19.09			334,939	-20.7	160,563	-28.0		161,732	-12.0	229,824	7.6	98,665	-9.2		131,159	25.1
'19.10						-28.1							-12.6			
'19.11						-21.5							-15.6			
'19.12						-6.8							-3.0			

주: 1) 전체 출국자수는 승무원 제외.

2) 하나투어, 모두투어의 2019년 10~12월 데이터는 전년 10월 1일 대비 각 월의 예약 증감

자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 전년 동기 대비 9월 지역별 패키지 송출객 성장률

(% YoY)	동남아	중국	유럽	미주	일본	남태평양
하나투어	4.5	-35.8	-21.1	2.7	-85.2	-16.4
모두투어	13.5	-2.4	-2.5	-6.0	-90.3	-8.3

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 출국자 수 성장률 대비 하나투어, 모두투어 패키지 성장률

(천 명)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
국내 출국자 수	6,113.8	5,712.7	6,572.3	6,438.2	6,997.2	6,452.9	6,790.8	6,687.6	7,408.8	6,687.0	
% YoY Growth	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	
하나투어 패키지 송출객수	897.8	760.1	866.2	901.7	1,054.5	825.6	768.3	844.4	925.4	712.2	580.0
% YoY Growth	21.3	19.9	14.4	26.8	17.5	8.6	-11.3	-6.4	-12.2	-13.7	-24.5
모두투어 패키지 송출객수	419.6	332.8	352.0	399.4	449.8	376.8	335.9	392.3	420.5	367.8	310.6
% YoY Growth	17.8	10.0	3.5	15.0	7.2	13.2	-4.6	-1.8	-6.5	-2.4	-7.5

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 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	831	338	7,465	21,441	5,084	12,145	15,185
	2020E	894	336	8,158	22,030	5,942	13,304	16,521
영업이익	2018	25	17	163	899	394	714	5,341
	2019E	8	8	171	905	919	1,533	5,512
	2020E	17	20	200	1,151	1,168	1,810	6,069
EBITDA	2018	47	21	247	1,422	543	1,715	5,767
	2019E	31	11	260	1,464	885	2,245	5,839
	2020E	39	23	294	1,827	1,157	2,511	6,422
순이익	2018	11	12	99	872	168	406	3,998
	2019E	3	8	102	533	768	1,055	4,450
	2020E	6	18	121	771	1,058	1,241	4,800
EPS (천원, 달러)	2018	0.75	0.66	1.73	1.49	0.31	2.71	84.26
	2019E	0.18	0.42	1.75	0.89	1.21	6.87	102.02
	2020E	0.43	0.89	2.08	1.31	1.62	8.12	116.15
Net Debt	2018	(169)	(107)	148	(122)	272	1,246	(6,043)
	2019E	(99)	(107)	136	946	4,850	1,045	1,420
	2020E	(98)	(118)	151	801	3,191	(381)	(1,230)
PER (배)	2018	91.3	36.3	17.9	14.0	28.0	32.0	19.1
	2019E	255.6	37.7	14.4	14.5	25.6	20.0	19.8
	2020E	107.2	17.8	12.1	9.9	19.0	16.9	17.4
PBR (배)	2018	4.0	3.4	2.2	2.7	1.2	4.0	8.9
	2019E	2.8	2.2	1.5	1.9	1.3	4.0	16.5
	2020E	2.8	2.0	1.4	1.8	1.2	3.6	15.6
EV/EBITDA (배)	2018	14.2	18.3	8.8	8.6	29.8	11.3	12.6
	2019E	15.5	19.2	8.9	6.5	21.6	9.8	14.3
	2020E	12.4	9.0	7.9	5.2	16.5	8.8	13.0
ROE (%)	2018	4.3	9.3	12.6	22.4	1.3	9.4	39.9
	2019E	1.1	5.9	12.8	14.0	6.1	20.0	60.4
	2020E	2.6	11.8	15.3	18.9	6.7	22.1	105.7
ROA (%)	2018	1.6	3.6	2.3	4.9	0.6	2.2	16.6
	2019E	0.4	2.3	2.6	3.4	2.8	4.3	20.2
	2020E	0.8	5.6	3.0	4.8	3.3	4.8	23.7
Div. Yield(%)	2018	1.9	1.5	1.1	6.2	N/A	0.9	N/A
	2019E	1.5	1.0	1.1	4.5	-	0.9	-
	2020E	1.5	2.4	1.2	5.7	-	1.1	-

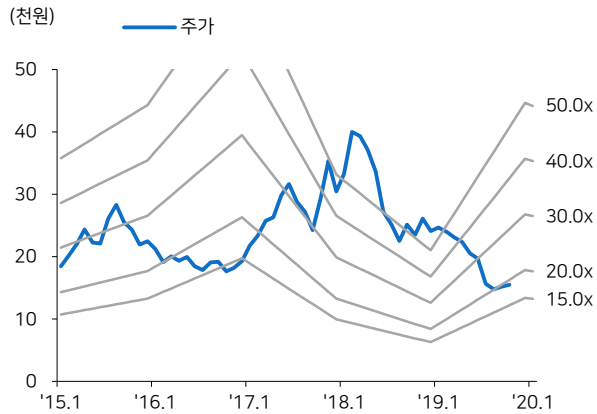
자료: 하나투어와 모두투어는 메리츠증권증권 리서치센터 추정치, 글로벌 피어 업체는 Bloomberg 컨센서스 활용

표26 모두투어 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	98.2	97.3	0.9	70.2	39.9	78.7	24.7
영업이익	-0.9	2.5	N/A	-0.1	N/A	-0.2	N/A
세전이익	0.2	2.6	-91.5	0.0	N/A	-1.0	N/A
지배순이익	0.2	1.2	-85.1	-0.7	N/A	-2.1	N/A

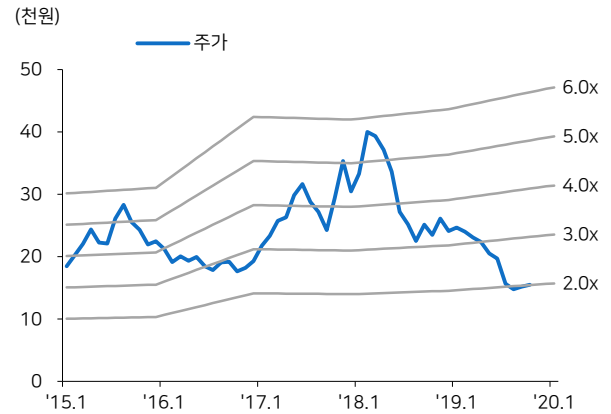
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 모두투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 모두투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
총 수탁금	551.3	456.1	491.9	475.3	515.3	440.2	504.5	441.3	481.7	425.0	536.4	510.1	1,975	1,901	1,953
% YoY	8.3	2.1	-3.3	-5.3	-6.5	-3.5	2.6	-7.2	-6.5	-3.5	6.3	15.6	0.4	-3.7	2.7
% 매출전환율	12.9	13.3	11.7	11.6	12.5	11.4	11.5	12.4	12.6	13.1	11.2	12.1	12.4	11.9	12.2
매출총이익	70.9	60.6	57.7	54.9	64.3	50.0	58.2	54.6	60.8	55.5	60.0	61.6	244.1	227.1	237.8
% YoY	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-17.5	1.0	-0.7	-5.4	10.9	3.0	12.9	-2.1	-7.0	4.7
영업비용	60.5	54.7	54.0	52.0	55.0	49.2	57.9	54.3	55.2	53.2	55.1	53.2	221.2	216.4	216.7
% YoY	15.1	10.6	0.7	-14.5	-9.1	-10.0	7.1	4.5	0.3	8.1	-4.7	-2.1	2.2	-2.2	0.1
% 매출액 대비	85.4	90.2	93.7	94.6	85.6	98.3	99.4	99.5	90.7	95.9	92.0	86.4	90.6	95.3	91.1
인건비	16.7	17.0	15.8	14.8	16.2	17.4	15.8	14.8	16.4	17.9	16.4	15.7	64.3	64.3	66.4
% 매출액 대비	23.6	28.0	27.5	26.9	25.2	34.8	27.2	27.2	27.0	32.3	27.4	25.4	26.4	28.3	27.9
커미션수수료	29.3	24.4	24.9	22.0	25.3	21.1	22.9	21.5	24.1	21.9	23.8	23.4	100.6	90.8	93.3
% 매출액 대비	41.3	40.3	43.2	40.1	39.4	42.2	39.4	39.5	39.7	39.6	39.7	38.1	41.2	40.0	39.3
광고비	7.0	5.7	5.6	5.7	5.2	5.8	5.8	5.5	4.9	6.7	6.0	6.2	24.0	22.3	23.8
% 매출액 대비	9.9	9.4	9.7	10.3	8.1	11.6	10.0	10.0	8.1	12.1	10.0	10.0	9.8	9.8	10.0
영업이익	10.5	4.6	3.6	2.5	9.3	0.4	0.4	0.3	5.6	2.3	4.8	8.4	21.2	10.3	21.2
% YoY	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-11.7	-91.0	-90.2	-89.7	-39.3	450.8	1,259	3,196	-37.2	-51.4	104.9
영업이익률(%)	14.9	7.6	6.3	4.5	14.5	0.8	0.6	0.5	9.3	4.1	8.0	13.6	8.7	4.5	8.9
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,687	6,773	6,481	7,414	6,693	7,495	7,668	26,928	27,349	29,269
% YoY	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-0.3	-3.1	0.1	0.1	10.7	18.3	8.4	1.6	7.0
패키지 송출객	450	377	336	392	420	368	311	348	399	355	329	396	1,555	1,447	1,478
% YoY	7.2	13.2	-4.6	-1.8	-6.5	-2.4	-7.5	-11.4	-5.2	-3.6	5.8	13.9	3.4	-7.0	2.2
항공권승객	314	274	318	300	310	325	422	323	325	332	474	390	1,206	1,380	1,521
% YoY	8.5	-8.0	-7.5	0.6	-1.4	18.6	32.7	7.7	4.9	2.1	12.4	20.7	-1.9	14.4	10.2
패키지M/S(%)	6.4	5.8	4.9	5.9	5.7	5.5	4.6	5.4	5.4	5.3	4.4	5.2	5.8	5.3	5.1
%p YoY	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표28 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	109.8	83.4	97.3	74.4	92.3	70.2	98.2	77.0	84.8	78.4	87.8	84.8	365.0	337.6	335.8
% YoY	48.4	24.0	33.9	-52.9	-15.9	-15.9	0.9	3.5	-8.2	11.7	-10.5	10.1	-1.9	-7.5	-0.5
모두투어본사	94.1	71.7	82.3	64.4	78.0	57.4	82.8	64.0	70.2	64.9	69.4	71.0	312.5	282.2	275.5
% YoY	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-17.5	1.0	-0.7	-5.4	10.9	3.0	12.9	-2.1	-7.0	4.7
종속회사	15.2	12.6	15.0	12.5	13.8	13.1	15.3	15.6	14.0	14.0	18.4	16.3	55.3	57.7	62.7
% YoY	51.5	18.8	40.2	2.9	-9.5	4.3	1.9	24.6	1.7	6.3	20.5	4.9	27.2	4.4	8.6
영업이익	9.1	4.0	2.5	1.0	9.1	-0.1	-0.9	-0.5	5.7	2.2	3.7	8.2	16.6	7.6	19.6
% YoY	-17.1	-45.6	-69.2	-86.7	0.2	N/A	N/A	N/A	-38.2	N/A	N/A	N/A	-51.1	-54.0	157.3
영업이익률(%)	8.3	4.8	2.6	1.3	9.9	-0.2	-0.9	-0.7	6.7	2.8	4.2	9.6	4.6	2.3	5.8
모두투어본사	10.5	4.6	3.6	2.5	9.3	0.4	0.4	0.3	5.6	2.3	4.8	8.4	21.2	10.3	21.2
% YoY	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-11.7	-91.0	-90.2	-89.7	-39.3	450.8	1,259	3,196	-37.2	-51.4	104.9
종속회사	-2.1	-1.4	-1.3	-3.1	-1.0	-1.5	-1.6	-2.5	-0.8	-1.1	-1.5	-2.0	-7.9	-6.6	-5.4
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자유투어	-0.5	-0.8	-0.1	-2.2	0.3	-0.3	-0.5	-1.5	0.5	-0.1	-0.3	-1.0	-3.6	-2.0	-0.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

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

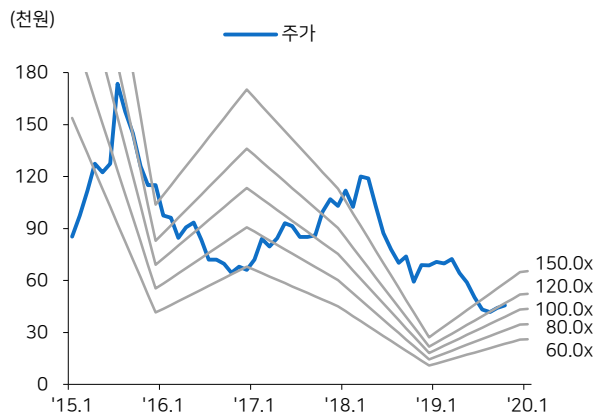
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표29 하나투어 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	213.6	208.4	2.5	193.7	10.3	194.2	10.0
영업이익	-6.2	5.2	N/A	3.6	N/A	0.7	N/A
세전이익	-8.2	8.4	N/A	-4.1	N/A	-1.3	N/A
지배순이익	-6.6	4.5	N/A	-2.4	N/A	-3.1	N/A

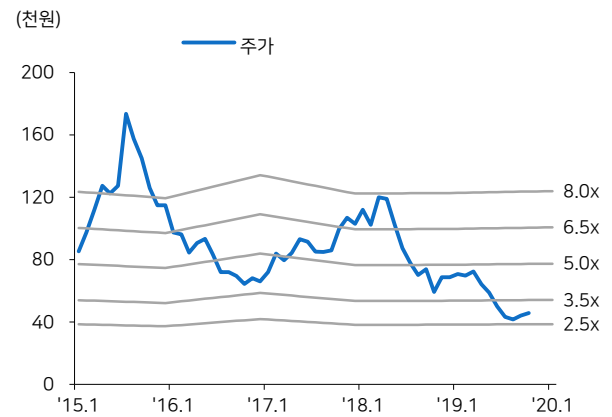
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 하나투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 하나투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표30 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
총 수탁금	980.3	857.3	923.8	873.3	969.9	820.6	847.5	840.0	943.7	765.4	880.3	931.0	3,634	3,477	3,520
% YoY	10.5	4.0	2.1	-7.0	-1.1	-4.3	-8.3	-3.8	-2.7	-6.7	3.9	10.8	2.3	-4.3	1.2
%매출전환율	16.2	14.7	14.9	13.7	15.4	14.0	14.1	12.4	13.6	15.1	14.5	12.7	14.9	14.0	13.9
매출액	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	119.6	104.3	128.7	115.9	127.5	118.3	542.1	488.1	490.4
% YoY	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-9.0	-13.0	-13.1	-14.0	1.2	6.6	13.5	21.9	-10.0	0.5
영업비용	144.7	122.1	130.3	118.3	136.8	115.4	121.4	106.5	123.0	109.4	124.6	117.9	515.4	480.2	474.8
% YoY	48.9	27.2	34.0	10.2	-5.5	-5.4	-6.8	-10.0	-10.1	-5.2	2.6	10.7	29.6	-6.8	-1.1
%매출액 대비	91.3	97.0	94.7	98.6	91.4	100.8	101.5	102.2	95.5	94.4	97.7	99.6	95.1	98.4	96.8
영업이익	13.9	3.8	7.2	1.7	12.9	-0.9	-1.8	-2.3	5.8	6.5	2.9	0.5	26.6	7.9	15.6
% YoY	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	N/A	N/A	N/A	-55.3	N/A	N/A	N/A	-43.1	-70.2	96.3
영업이익률(%)	8.7	3.0	5.3	1.4	8.6	-0.8	-1.5	-2.2	4.5	5.6	2.3	0.4	4.9	1.6	3.2
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,687	6,773	6,481	7,414	6,693	7,495	7,668	26,928	27,349	29,269
% YoY	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-0.3	-3.1	0.1	0.1	10.7	18.3	8.4	1.6	7.0
패키지승객	1,100	889	817	896	964	764	620	609	742	722	677	797	3,702	2,957	2,938
% YoY	17.1	7.2	-11.7	-7.0	-12.4	-14.1	-24.1	-32.0	-23.0	-5.5	9.1	30.9	1.2	-20.1	-0.7
항공권승객	561	496	573	546	581	525	576	646	795	514	632	626	2,176	2,328	2,568
% YoY	15.7	16.1	6.0	4.2	3.6	5.8	0.6	18.3	36.8	-2.0	9.7	-3.1	10.1	7.0	10.3
패키지M/S(%)	15.7	13.8	12.0	13.4	13.0	11.4	9.2	9.4	10.0	10.8	9.0	10.4	13.7	10.8	10.0
%p YoY	0.4	-0.7	-2.0	-1.6	-2.7	-2.4	-2.9	-4.0	-3.0	-0.6	-0.1	1.0	-1.0	-2.9	-0.8

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표31 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	229.3	196.7	208.4	193.8	222.9	193.7	213.6	205.3	217.4	205.5	236.4	234.9	828.3	831.2	894.3
% YoY	33.9	21.0	3.4	-7.0	-2.8	-1.6	2.5	5.9	-2.4	6.1	10.7	14.4	3.0	0.4	7.6
하나투어본사	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	119.6	104.3	128.7	115.9	127.5	118.3	542.1	488.1	490.4
% YoY	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-9.0	-13.0	-13.1	-14.0	1.2	6.6	13.5	21.9	-10.0	0.5
종속회사	78.7	82.2	75.3	82.0	79.8	88.0	90.2	102.6	98.0	104.3	99.4	114.8	318.3	360.6	416.6
% YoY	18.6	18.4	8.4	14.5	1.4	7.1	19.8	25.1	22.8	18.5	10.2	11.9	14.9	13.3	15.5
영업이익	12.0	4.8	5.2	2.9	13.2	3.6	-6.2	-2.8	5.1	8.1	-0.2	3.7	24.9	7.8	16.7
% YoY	16.6	-1.2	-47.5	-82.1	9.6	-24.1	N/A	N/A	-61.3	122.1	N/A	N/A	-39.5	-68.5	112.6
OPM(%)	5.2	2.4	2.5	1.5	5.9	1.9	-2.9	-1.3	2.3	3.9	-0.1	1.6	3.0	0.9	1.9
하나투어본사	13.9	3.8	7.2	1.7	12.9	-0.9	-1.8	-2.3	5.8	6.5	2.9	0.5	26.6	7.9	15.6
% YoY	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	N/A	N/A	N/A	-55.3	N/A	N/A	N/A	-43.1	-70.2	96.3
종속회사	-1.9	1.0	-2.1	1.2	0.3	4.5	-4.4	-0.5	-0.7	1.6	-3.1	3.2	-1.8	-0.1	1.1
% YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	3.3	0.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
국내자회사	-7.0	-3.2	-2.5	-1.1	-2.5	0.8	-1.3	-1.2	-2.8	-1.1	-0.3	-0.3	-13.8	-4.2	-4.5
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SM면세점	-4.9	-4.0	-2.6	-2.4	-1.0	-0.5	-0.9	-0.6	-0.2	-0.4	-0.7	-0.5	-13.8	-3.0	-1.8
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
해외자회사	5.1	4.2	-2.6	2.2	2.7	3.7	-3.1	0.7	2.1	2.7	-2.7	3.5	8.8	4.0	5.5
% YoY	1.3	-18.3	N/A	-60.7	-47.1	-11.9	N/A	-67.6	-21.3	-26.3	N/A	392.6	-57.6	-55.3	40.2
일본자회사	4.5	3.1	0.0	1.5	3.1	2.9	-0.5	0.0	2.0	1.9	0.5	2.5	9.1	5.4	6.9
% YoY	4.0	-30.1	-99.6	-67.4	-31.1	-8.8	N/A	-100.0	-35.0	-34.8	N/A	N/A	-49.4	-40.1	26.1

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

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	372.1	365.0	337.6	335.8	335.0
매출액증가율 (%)	56.9	-1.9	-7.5	-0.5	-0.3
매출원가	94.5	87.0	73.5	59.8	60.5
매출총이익	277.6	278.0	264.2	276.1	274.5
판매관리비	243.7	261.4	256.5	256.4	257.0
영업이익	33.9	16.6	7.6	19.6	17.5
영업이익률	9.1	4.6	2.3	5.8	5.2
금융손익	0.8	1.0	1.8	2.0	2.2
종속/관계기업손익	3.0	0.1	0.3	0.3	0.4
기타영업외손익	-2.9	-2.0	1.7	2.3	2.0
세전계속사업이익	34.7	15.8	11.5	24.3	22.0
법인세비용	8.9	5.6	3.9	6.2	5.7
당기순이익	24.9	12.2	7.6	18.1	16.4
지배주주지분 손이익	24.9	12.6	8.0	16.9	14.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	5.8	14.6	17.5
당기순이익(손실)	24.9	12.2	7.6	18.1	16.4
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	-3.5	-5.1	-0.4
투자활동 현금흐름	-53.8	-18.2	7.7	-0.2	-0.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.6	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	5.2	-5.0	1.0	0.1	0.0
재무활동 현금흐름	11.3	-12.8	-21.0	-0.3	-3.5
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	-7.6	14.0	13.5
기초현금	58.3	53.1	57.2	49.6	63.6
기말현금	53.1	57.2	49.6	63.6	77.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	221.1	200.6	183.3	197.3	210.7
현금및현금성자산	53.1	57.2	49.6	63.6	77.0
매출채권	44.7	25.0	24.0	24.7	24.9
재고자산	25.0	10.9	10.1	10.0	10.0
비유동자산	129.5	134.0	132.1	131.3	130.5
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	20.4	20.4	20.3
자산총계	350.6	334.6	315.4	328.6	341.2
유동부채	152.7	146.6	122.7	124.5	127.5
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	26.7	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	149.4	151.2	154.2
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	125.4	135.6	143.6
비지배주주지분	28.2	27.8	27.5	28.7	30.3
자본총계	164.5	161.2	166.0	177.3	187.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	19,686	19,311	17,865	17,768	17,723
EPS(지배주주)	1,316	664	421	893	781
CFPS	1,906	1,270	597	1,260	1,129
EBITDAPS	1,956	1,090	607	1,238	1,119
BPS	7,208	7,056	7,327	7,863	8,288
DPS	450	350	160	380	380
배당수익률(%)	1.5	1.5	1.0	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	23.2	36.3	36.8	17.4	19.9
PCR	16.0	19.0	26.0	12.3	13.7
PSR	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9
PBR	4.2	3.4	2.1	2.0	1.9
EBITDA	37.0	20.6	11.5	23.4	21.2
EV/EBITDA	13.7	18.3	18.6	8.7	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	9.3	5.9	11.8	9.7
EBITDA 이익률	9.9	5.6	3.4	7.0	6.3
부채비율	113.2	107.6	90.0	85.3	82.5
금융비용부담률	0.1	0.4	0.4	0.3	0.4
이자보상배율(x)	82.0	11.9	5.9	17.6	14.5
매출채권회전율(x)	9.8	10.5	13.8	13.8	13.5
재고자산회전율(x)	29.7	20.4	32.2	33.4	33.4

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	804.3	828.3	831.2	894.3	927.7
매출액증가율 (%)	35.1	3.0	0.4	7.6	3.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	804.3	828.3	831.2	894.3	927.7
판매관리비	763.2	803.4	823.5	877.6	910.3
영업이익	41.1	24.9	7.7	16.7	17.4
영업이익률	5.1	3.0	0.9	1.9	1.9
금융손익	1.5	2.3	-0.3	-0.8	-0.5
종속/관계기업손익	-1.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.8	-4.4	-0.6	-0.5	-1.0
세전계속사업이익	38.3	22.3	6.8	15.4	15.8
법인세비용	25.4	11.8	4.3	9.3	9.2
당기순이익	12.9	10.6	2.6	6.1	6.6
지배주주지분 순이익	13.2	8.8	2.1	5.0	5.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	66.2	20.2	32.5	40.0	37.2
당기순이익(손실)	12.9	10.6	2.6	6.1	6.6
유형자산상각비	16.1	18.3	17.1	17.9	20.6
무형자산상각비	4.4	4.2	6.2	4.3	3.1
운전자본의 증감	2.0	-14.2	6.1	11.2	6.0
투자활동 현금흐름	-21.8	-131.0	-89.3	-43.9	-8.1
유형자산의증가(CAPEX)	-21.4	-12.9	-88.0	-30.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	-4.2	-0.2	-3.6	-1.9
재무활동 현금흐름	32.9	36.9	-6.6	-16.5	-7.6
차입금의 증감	5.4	97.1	6.7	-8.7	0.1
자본의 증가	22.5	-3.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	72.3	-70.7	-63.3	-20.3	21.5
기초현금	156.1	228.4	157.7	94.4	74.1
기말현금	228.4	157.7	94.4	74.1	95.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	454.8	497.7	435.6	440.7	475.6
현금및현금성자산	228.4	157.7	94.4	74.1	95.6
매출채권	98.1	97.0	97.4	104.8	108.7
재고자산	57.5	53.1	53.3	57.3	59.4
비유동자산	173.4	218.4	283.3	294.7	272.9
유형자산	82.6	109.5	180.5	192.6	172.0
무형자산	13.9	22.1	15.9	11.6	8.5
투자자산	50.7	54.4	54.6	58.2	60.1
자산총계	628.2	716.1	718.9	735.4	748.6
유동부채	362.3	413.6	421.5	438.5	452.3
매입채무	102.9	99.7	100.1	107.7	111.7
단기차입금	10.5	69.6	78.6	69.6	69.6
유동성장기부채	5.9	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.2	62.7	62.7	63.8	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	484.2	502.4	516.7
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	112.6	109.9	107.6
비지배주주지분	36.8	40.0	40.5	41.5	42.7
자본총계	245.7	239.9	234.7	233.0	231.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	69,243	71,303	71,557	76,986	79,861
EPS(지배주주)	1,135	753	182	433	466
CFPS	6,781	5,428	2,669	3,347	3,531
EBITDAPS	5,306	4,071	2,669	3,347	3,531
BPS	17,984	17,206	16,721	16,487	16,286
DPS	1,500	1,300	700	700	700
배당수익률(%)	1.5	1.9	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	90.7	91.3	251.8	105.6	98.2
PCR	15.2	12.7	17.1	13.7	13.0
PSR	1.5	1.0	0.6	0.6	0.6
PBR	5.7	4.0	2.7	2.8	2.8
EBITDA	61.6	47.3	31.0	38.9	41.0
EV/EBITDA	16.3	14.2	15.2	12.2	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	4.3	1.1	2.6	2.8
EBITDA 이익률	7.7	5.7	3.7	4.3	4.4
부채비율	155.6	198.5	206.3	215.6	222.9
금융비용부담률	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	56.5	19.8	2.0	4.4	4.8
매출채권회전율(x)	9.0	8.5	8.6	8.8	8.7
재고자산회전율(x)	19.7	15.0	15.6	16.2	15.9

외국인카지노: 일본 영향은 없었고 중국 성장은 여전히 견조하다

파라다이스: 호텔 성수기 효과 겹쳐지며 영업이익 기대치 상회 전망

파라다이스의 3분기 연결 드롭액, 매출액 및 영업이익은 각각 1조7,091억원(+17.8% YoY), 2,447억원(+16.2% YoY), 283억원(+162% YoY)으로 높아진 컨센서스를 상회할 전망이다. 당사가 추정하는 파라다이스의 3분기 p-city, 별도, 호텔 부산 영업이익은 각각 163억원(+788% YoY), 81억원(+89.4% YoY), 40억원(flat YoY)이다. 3분기 p-city 카지노 매출은 1,080억원을 기록했는데 호텔 성수기 시즌임을 감안했을 때 월별 BEP는 280억원 수준으로 전망된다.

2019년 p-city 영업이익 45억원으로 흑자 전환: 레버리지 효과 본격화

고정비를 커버하는 BEP를 초과하는 카지노 매출은 세금(약 13%)과 VIP 콤프(10%대 후반)를 합산한 약 30%를 제외하고 대부분이 이익으로 연결되는 구조다(복합리조트, 호텔 임차형 카지노 동일). 결론적으로, BEP를 초과하는 카지노 매출의 60~70%는 영업이익으로 연결된다. 이에 따르면 동기간 p-city 영업이익은 163억원을 기록했을 것으로 전망된다. 당사가 전망하는 2019년 p-city 카지노 매출은 3,722억원으로 영업이익은 45억원이다.

카지노 매출 1,000억원 증가 시 영업이익 최소 600억원 증가

2019년 파라다이스의 카지노 매출은 7,849억원으로 전년 대비 23% 성장을 전망한다. 2018년 208억원의 적자를 기록하던 p-city가 45억원 흑자로 전환되며 2019년 전사 이익은 331억원을 기록할 전망이다. 전술한 레버리지 구조에 의해 2020년 전사 카지노 매출이 1,000억원 증가할 경우 영업이익은 최소 600억원 증가한다(비카지노 시설 램프업 제외).

GKL: 바닥 통과 확인. 3분기와 동일한 매출 가정 시 4분기 이익 성장 200% 상회할 것

GKL의 3분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 1,337억원(+2.5% YoY)과 313억원(+1.2 YoY)으로 무난한 실적이 전망된다. 상반기까지 동사에 대한 우려를 더했던 매출 감소 트렌드는 지난 6월 플러스로 전환된 후 바닥을 통과하는 모습이다. 중국 국경질이 포함된 4분기는 카지노 업계의 전통적 성수기다. 3분기와 같은 매출이 4분기에 발생할 경우 전망되는 영업이익은 272억원(+243% YoY)이다.

2019년 GKL의 영업이익은 1,011억원(-3.6% YoY)으로 전년대와 유사한 수준이 전망된다. 동사의 최대주주인 한국관광공사(51%)는 정부 수입 및 GKL의 배당을 재원으로 운영된다. 지난해와 유사한 이익, 최대주주의 주요 재원임을 감안했을 때 GKL의 2019년 배당은 700원으로 2018년 710원과 유사한 수준이 전망된다. 당사 배당 전망이 내재하는 배당수익률은 3.2%(기말 기준 2.6%)에 해당한다.

일본, 오는 12월 IR 관련 정부 기관 발족 예정: 일본 VIP 확대 지속될 것

오는 12월 일본 복합리조트 사업자 선정을 위한 정부 기관 발족이 예정되어 있다. 당사가 진행한 세가사미와의 미팅에 따르면 현재 일본 국내 사업자 중 복합리조트에 관심이 있는 사업자는 세가사미 뿐이며 2025년 일본 카지노 오픈이 가능할 전망이다. 복합리조트 사업자로 선정되기 위한 세가사미의 파라다이스시티 영업 공조화를 지속적으로 전망하는 이유다. 파라다이스가 넓힌 일본 VIP 고객은 결국 GKL도 수혜 대상이 될 수 밖에 없다. 반면, 우려되던 對日 영업 타격은 발견되지 않고 있다.

중국, 정킷 영업 본격화로 성장 가도

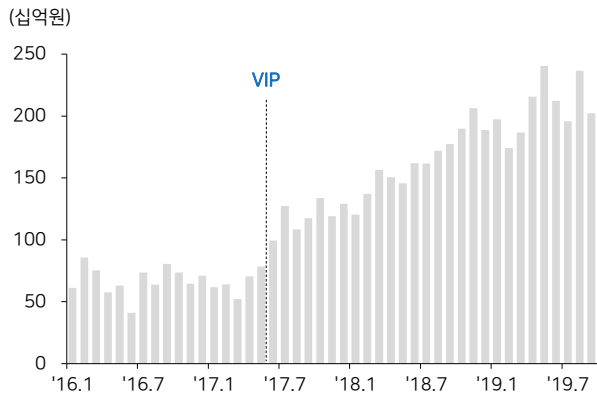
중국 지표 또한 견조한 성장을 보이고 있다. 특히 2018년 10월부터 정킷 영업이 본격화된 파라다이스의 경우 마카오를 중심으로 성장하던 정킷 사업자들이 신시장(ex. 베트남, 필리핀, 한국)을 적극적으로 개척하려는 노력과 더해져 전사 기준 중국 VIP 드롭액 성장률은 2019년 35%를 기록할 전망이다. 마카오 최대 정킷 사업자인 Suncity와의 미팅에서도 한국을 성숙해가는 마카오 대체지로 고려하고 있음을 확인할 수 있었다. 현재 P-city 기준 중국 VIP의 30%가 정킷 고객으로 알려져 있다. GKL 또한 적당한 정킷 사업자와의 계약 체결을 앞두고 있다.

표32 파라다이스 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	244.7	210.5	16.2	233.9	4.6	257.4	-4.9
영업이익	28.3	10.8	162.0	4.7	502.1	21.2	33.7
세전이익	19.8	6.8	191.2	-5.3	N/A	13.4	47.5
지배순이익	8.3	4.7	76.2	-2.1	N/A	7.8	6.3

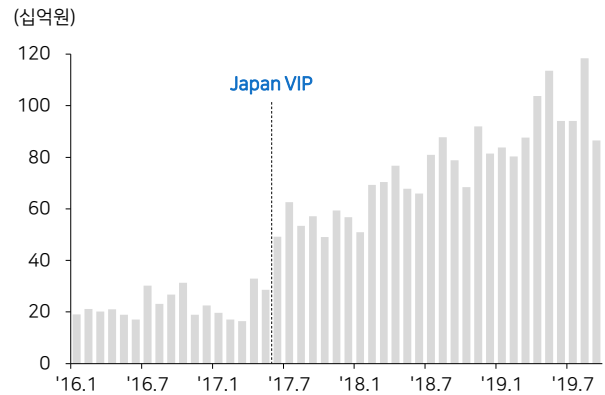
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 P-city VIP 드롭액 증가세를 살펴보면...



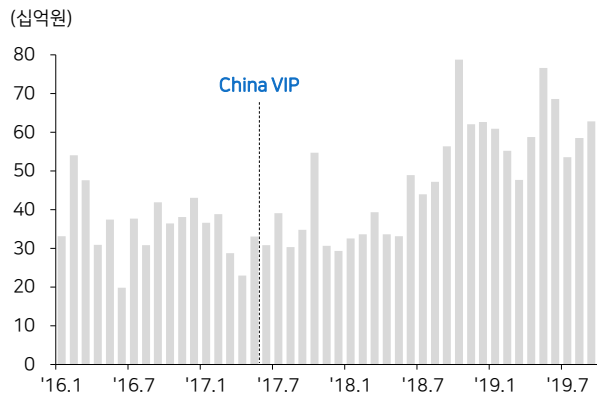
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 VIP 드롭액 증가는 일본 VIP 증가가 가장 큰 영향



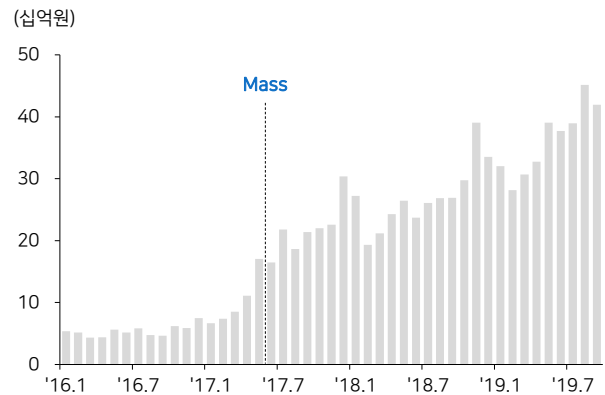
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 중국 VIP도 2H18부터 레벨업



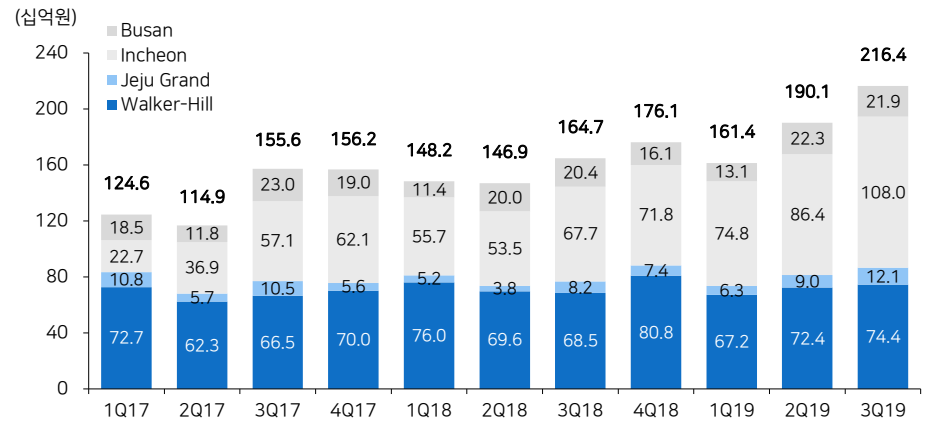
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 파라다이스시티 Mass 드롭액, 개장 이후 증가세 지속



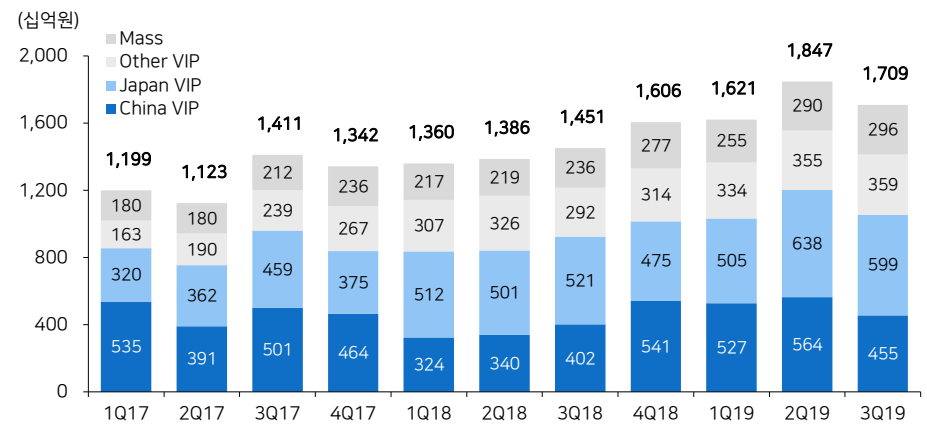
자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 파라다이스 영업장별 카지노 매출 추이



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 파라다이스 국적별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

표33 독도 분쟁 당시 내한 일본인 관광객 수 추이

(%)	내한 일본인 관광객 (천명)	YoY growth	일본인 출국자 중 한국행 비중
2000	2,472		13.9%
2001	2,377	-3.8%	14.7%
2002	2,321	-2.4%	14.0%
2003	1,803	-22.3%	13.6%
2004	2,443	35.5%	14.5%
2005	2,440	-0.1%	14.0%
2006	2,339	-4.1%	13.3%
2007	2,236	-4.4%	12.9%
2008	2,378	6.4%	14.9%
2009	3,053	28.4%	19.8%
2010	3,023	-1.0%	18.2%
2011	3,289	8.8%	19.4%
2012	3,519	7.0%	19.0%
2013	2,748	-21.9%	15.7%
2014	2,280	-17.0%	13.5%
2015	1,838	-19.4%	11.3%
2016	2,298	25.0%	13.4%
2017	2,311	0.6%	12.9%

자료: 한국관광공사, CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

표34 독도 분쟁 당시 GKL, 파라다이스 일본 VIP 방문객 추이

(명)	GKL					파라다이스
	일본 전체	일본 FGT	일본 FIT	일본 VIP	일본 FIT + VIP	일본 VIP
2010	625,298	269,532	306,219	49,547		
2011	670,923	263,039	356,435	51,449		75,535
2012	622,780	154,189	415,593	52,998	468,591	78,219
2013	550,253	78,505	421,993	49,755	471,748	77,379
2014	455,852	57,741	346,277	51,834	398,111	68,149
2015	394,011	40,873	307,427	45,711	353,138	56,841
2016	335,489	47,767	235,304	52,418		62,939
2017	274,645	32,672	194,325	47,648		64,554
2018	339,249	45,237	246,729	47,283		
2015 vs.2012	-37%	-73%	-26%	-14%	-25%	-27%

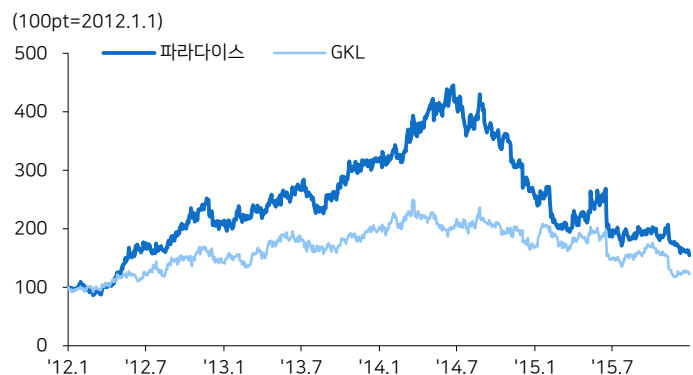
자료: GKL, 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

표35 독도 분쟁 당시 파라다이스 드롭액 추이

(십억원)	2012	2015	% change
VIP	4,662	4,597	-1.4
China	3,002	3,002	-
Japan	1,170	1,024	-12.5
Others	489	571	16.8
Mass	420	544	29.5

자료: 파라다이스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 독도 분쟁 당시 파라다이스, GKL 상대 주가 추이



주: 지수 대비 상대 주가

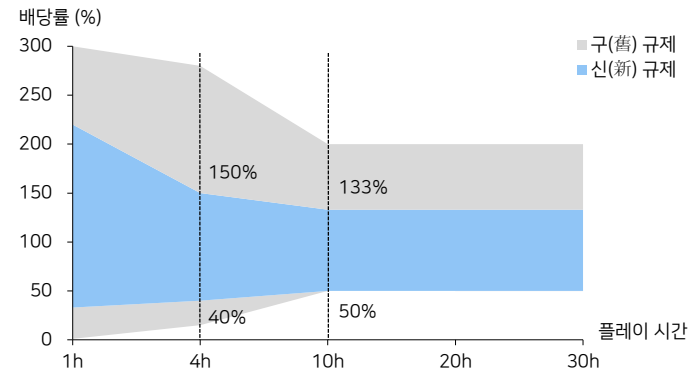
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표36 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

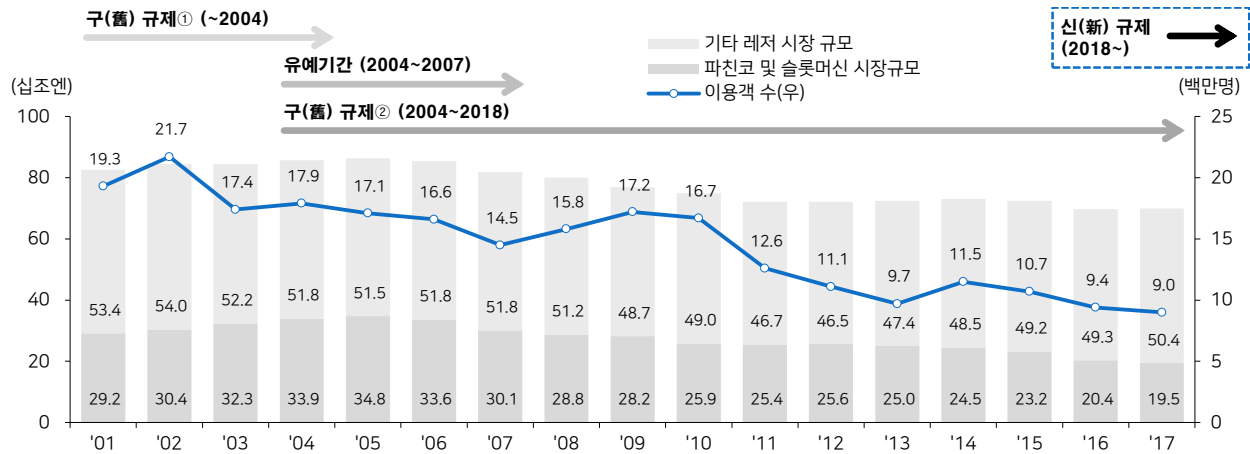
그림20 '다단계 배당률 제도'의 도입



주: 파친코 머신 기준

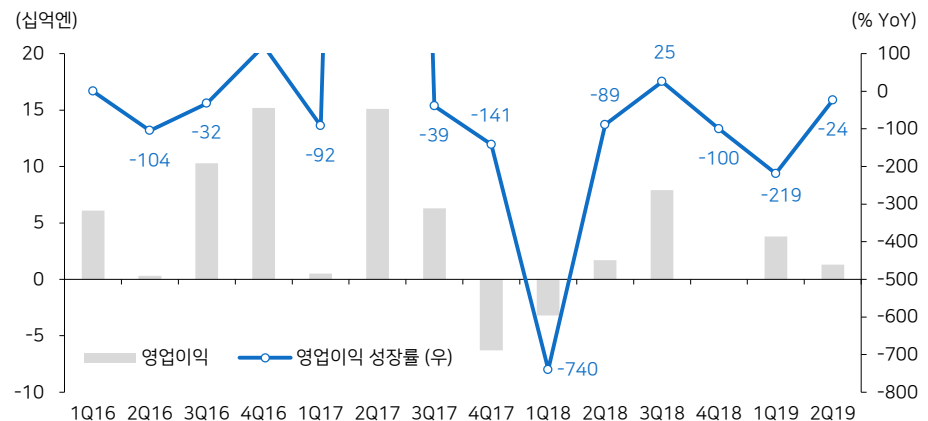
자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 일본 파친코 시장 규모 및 이용객 추이



자료: 일본 생산성 본부, SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 세가사미 파친코 사업부, 이익 체력 감퇴 지속



자료: SegaSammy, 메리츠증권증권 리서치센터

표37 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7	'19.8	'19.9
Drop	204,434	219,630	245,315	222,291	229,267	202,300	217,338	248,351	279,431	250,083	234,739	281,782	244,139
Sales	23,191	26,091	24,070	21,636	27,701	24,643	22,433	21,121	26,710	38,519	32,733	36,035	39,204
Sales (table)	21,985	25,163	21,986	20,620	26,496	22,623	21,024	19,736	25,245	37,221	31,089	34,539	37,638
Sales (slot)	1,206	928	2,084	1,016	1,205	2,020	1,409	1,385	1,465	1,298	1,644	1,496	1,566
홀드율 (table,%)	10.8	11.5	9.0	9.3	11.6	11.2	9.7	7.9	9.0	14.9	13.2	12.3	15.4
홀드율 (total,%)	11.3	11.9	9.8	9.7	12.1	12.2	10.3	8.5	9.6	15.4	13.9	12.8	16.1
YoY Growth (%)													
Drop	47.2	41.1	73.3	39.4	55.4	29.2	22.4	42.1	62.3	34.7	25.0	41.7	19.4
Sales	30.7	44.4	17.9	-8.4	29.2	42.9	32.1	102.1	70.8	40.7	25.0	97.1	69.0
Sales (table)	26.4	48.3	12.5	-8.6	30.9	42.6	34.5	109.5	78.1	42.7	26.0	100.0	71.2
Sales (slot)	233.1	-15.7	142.6	-5.6	0.8	47.0	4.4	34.5	0.3	1.2	8.4	47.2	29.9
홀드율 (table,%p)	-1.8	0.6	-4.8	-4.9	-2.2	1.0	0.9	2.6	0.8	0.8	0.1	3.6	4.7
홀드율 (total,%p)	-1.4	0.3	-4.6	-5.1	-2.5	1.2	0.8	2.5	0.5	0.7	0.0	3.6	4.7
Drop breakdown													
VIP	177,516	189,900	206,240	188,753	197,224	174,150	186,657	215,601	240,391	212,373	195,766	236,625	202,187
China VIP	56,372	78,778	62,067	62,621	60,906	55,254	47,723	58,783	76,614	68,600	53,597	58,486	62,837
Japan VIP	78,855	68,459	92,029	81,482	83,817	80,261	87,622	103,743	113,540	94,066	94,059	118,375	86,577
Other VIP	42,289	42,663	52,145	44,649	52,501	38,634	51,312	53,075	50,236	49,707	48,110	59,763	52,772
Mass	26,918	29,730	39,075	33,538	32,043	28,150	30,681	32,750	39,041	37,710	38,973	45,157	41,952
YoY Growth (%)													
VIP	51.1	42.0	73.3	46.2	64.0	26.9	19.3	43.3	64.9	31.1	21.0	37.5	13.9
China VIP	62.0	43.9	102.3	113.7	87.1	64.4	21.3	74.9	131.2	40.3	21.8	24.0	11.5
Japan VIP	38.0	39.4	55.0	43.4	64.6	15.8	24.5	35.2	67.5	42.6	16.2	35.0	9.8
Other VIP	65.7	42.9	80.2	4.0	42.6	12.7	9.8	32.1	12.1	5.5	30.7	60.8	24.8
Mass	26.0	35.1	73.1	10.3	17.7	45.6	44.8	34.9	47.5	59.2	49.4	68.1	55.9
VIP방문객 (명)													
VIPs	7,001	7,376	8,005	7,715	7,709	7,270	7,403	8,152	8,798	7,897	7,751	8,275	7,300
China VIP	1,452	2,033	1,230	1,495	1,173	1,383	991	1,039	1,583	1,393	1,206	1,464	1,085
Japan VIP	3,064	2,676	4,144	3,490	3,604	3,219	3,208	3,910	3,945	3,409	3,497	3,939	3,424
Other VIP	2,485	2,667	2,631	2,730	2,932	2,668	3,204	3,203	3,270	3,095	3,048	2,872	2,791
YoY Growth (%)													
VIPs	62.3	57.4	65.6	53.7	54.2	50.4	44.2	26.8	36.9	36.9	21.5	14.2	4.3
China VIP	68.6	42.0	45.2	135.4	39.3	50.7	1.5	0.1	77.9	20.0	3.9	15.1	-25.3
Japan VIP	40.7	28.8	57.4	22.8	41.3	42.9	38.2	15.3	22.8	33.7	15.8	9.2	11.7
Other VIP	94.9	126.4	94.0	76.9	82.5	60.3	74.5	60.2	40.7	50.2	38.5	21.3	12.3

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표38 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	2,779.7	2,897.7	3,144.1
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	8.1	12.1	4.2	8.5
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,013.8	2,292.9	2,417.7	2,665.7
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	614.4	823.1	757.2	799.1
	일본인	527.8	630.8	653.0	761.0	787.0	884.0	985.3
	매출액	350.6	350.3	271.5	295.0	296.8	337.9	361.3
	% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.6	0.6	13.8	6.9
2. 제주그랜드	드롭액	586.3	569.3	398.2	225.5	397.5	389.6	383.3
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.4	76.3	-2.0	-1.6
	VIP	539.5	511.2	364.8	184.2	320.1	312.5	306.2
	중국인	476.3	446.3	294.4	115.6	226.3	219.3	213.0
	일본인	34.8	33.0	46.8	45.4	61.7	57.3	53.6
	매출액	49.5	55.2	32.6	24.5	38.2	39.3	38.9
	% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-24.7	55.9	2.7	-1.0
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,364.7	2,292.8	3,058.3	3,786.3	4,411.0
	% YoY	-15.4	-13.9	55.9	68.0	33.4	23.8	16.5
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,968.4	2,594.8	3,179.8	3,678.8
	중국인	634.5	450.8	409.8	572.2	808.7	1,007.8	1,108.6
	일본인	241.7	270.4	502.4	890.6	1,154.2	1,410.1	1,702.7
	매출액	95.2	95.9	197.3	248.6	372.2	449.6	526.0
	% YoY	-12.4	0.8	105.8	26.0	49.8	20.8	17.0
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	743.7	941.2	1,017.5	805.2	838.4	862.8	839.9
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-20.9	4.1	2.9	-2.7
	VIP	692.6	869.6	915.7	688.2	705.7	716.6	694.0
	중국인	449.7	545.7	526.3	305.3	312.6	326.9	319.9
	일본인	207.1	287.6	314.4	311.7	313.6	307.5	292.2
	매출액	71.4	99.4	71.0	69.0	77.6	85.1	84.9
	% YoY	-7.8	39.3	-28.6	-2.8	12.6	9.5	-0.2
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,075.9	5,804.1	7,073.8	7,936.4	8,778.2
	% YoY	-18.1	11.3	5.1	14.3	21.9	12.2	10.6
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.3	4,854.6	5,913.5	6,626.6	7,344.7
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.7	1,607.5	2,170.7	2,311.2	2,440.6
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.6	2,008.7	2,316.6	2,658.9	3,033.8
	매출액	528.4	600.9	553.9	637.0	784.9	911.8	1,011.1
	% YoY	-10.1	13.7	-7.8	15.0	23.2	16.2	10.9

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표39 파라다이스 시티 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
전체 매출액	137.7	301.6	456.0	547.7	632.5
카지노 매출	119.3	248.6	372.2	449.6	526.0
드롭액	871.0	2,293	3,058	3,753	4,328
비카지노 매출	20.6	52.7	83.8	98.1	106.5
영업이익	-2.1	-20.8	4.5	59.8	114.4
영업이익률(%)	-1.0	-6.9	1.0	10.9	18.1
감가상각비	17.8	40.8	63.8	64.5	64.5
EBITDA	15.8	20.0	68.2	124.4	178.9

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표40 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	179.5	181.1	210.5	216.6	201.7	233.9	244.7	240.3	232.0	256.1	257.9	269.0
카지노	148.3	147.5	164.7	176.3	161.7	190.2	216.8	216.4	207.2	233.4	228.7	242.6
호텔	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	20.4	24.9	20.4	19.8	19.4	25.8	22.7
기타	4.2	3.8	6.4	3.2	4.7	3.0	3.0	3.5	5.0	3.4	3.4	3.8
매출원가	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	200.9	194.3	207.2	196.3	206.3	203.2	217.7
매출총이익	20.3	19.4	30.2	8.7	11.2	33.0	50.4	33.1	35.6	49.8	54.7	51.3
판관비	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	28.3	22.0	26.8	23.5	30.2	22.7	30.3
영업이익	4.8	-0.1	10.8	-13.1	-6.3	4.7	28.3	6.3	12.1	19.6	32.0	21.0
세전이익	0.0	-4.6	6.8	-45.0	-13.4	-5.3	19.8	-6.6	3.1	11.4	23.8	13.0
순이익	3.1	-1.7	4.7	-27.1	-7.5	-2.1	8.3	-2.1	2.4	7.2	9.1	6.2
% YoY Growth												
매출액	26.0	29.4	7.3	14.2	12.4	29.2	16.2	11.0	15.0	9.5	5.4	12.0
영업이익	흑전	적지	6.4	적지	적전	흑전	162.3	흑전	흑전	317.7	12.9	233.6
순이익	-61.6	적지	11.5	적지	적전	적지	76.9	적지	흑전	흑전	9.4	흑전
Margin (%)												
GPM	11.3	10.7	14.4	4.0	5.5	14.1	20.6	13.8	15.4	19.5	21.2	19.1
OPM	2.7	0.0	5.1	-6.1	-3.1	2.0	11.6	2.6	5.2	7.7	12.4	7.8
NPM	1.7	-0.9	2.2	-12.5	-3.7	-0.9	3.4	-0.9	1.0	2.8	3.5	2.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표41 GKL 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	133.7	130.4	2.5	117.4	13.9	130.8	2.2
영업이익	31.3	30.9	1.3	26.4	18.4	29.9	4.7
세전이익	34.0	33.2	2.3	28.4	19.9	31.7	7.3
지배순이익	26.9	26.4	2.0	20.1	34.2	23.9	12.7

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표42 GKL 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	1,092.9	1,156.1
일본	395.8	338.9	339.0	251.3	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	325.2	322.8	389.0
중국	328.0	289.2	337.9	300.1	240.7	233.4	251.5	630.4	371.7	361.9	375.9	548.3
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	176.0	181.0	218.8
홀드율 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	7.6	9.6	10.8	12.3	11.6
매출액	125.3	109.7	138.7	127.6	121.9	116.1	130.4	111.8	109.2	117.4	133.7	133.7
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	94.6	84.2	82.9	89.7	96.2
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	34.2	34.9	30.4	35.2	37.6
컴프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	13.6	15.9	16.1
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	13.7	13.7	14.9	17.1	17.1
판관비	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	17.2	25.0	34.5	43.9	37.4
EBITDA	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.3	8.4	8.4	12.7	10.2
영업이익	31.5	17.6	40.7	18.4	31.4	34.7	30.9	7.9	16.6	26.1	31.3	27.2
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	9.9	11.1	28.0	34.0	28.2
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	6.7	8.5	19.7	26.9	21.2
% YoY Growth												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	61.7	30.9	26.9	12.1	-23.1
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-10.5	1.0	2.5	19.5
영업이익	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	96.8	-24.1	-56.8	-47.3	-24.7	1.2	242.5
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	-52.7	-51.3	-27.3	2.2	215.1
Margin (%)												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	15.4	22.9	29.4	32.9	28.0
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	7.1	15.2	22.3	23.4	20.3
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	6.0	7.7	16.8	20.2	15.8

자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표43 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	4,471.3	4,489.3
중국인		888.7	1,122.0	1,112.1	1,215.4	1,382.9	1,695.6
일본인		1,552.1	1,309.5	1,174.0	1,356.0	1,657.8	1,948.5
기타		761.7	691.2	614.6	691.1	764.0	845.3
홀드율 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	11.5	11.1	11.4
매출액	540.7	505.7	548.2	501.3	480.3	493.9	507.9
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	339.8	353.0	363.0
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	118.7	138.2	143.7
컴프	82.6	74.6	73.5	64.4	53.5	58.6	61.9
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	60.4	62.8	64.7
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.7	39.7	42.0
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	121.2	131.0	121.7
영업이익	147.8	118.4	151.2	108.2	104.9	101.1	102.9
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	103.8	101.3	103.8
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	77.6	76.3	77.2
(% YoY)							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	8.1	6.4	0.4
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-4.2	2.8	2.8
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	-2.3	8.2	-7.1
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	-3.0	-3.6	1.7
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	-3.6	-1.7	1.2
Margin (%)							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	25.2	26.5	24.0
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	21.8	20.5	20.3
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	16.2	15.5	15.2
Valuation (배)							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,255	1,234	1,248
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	19.8	17.6	17.4
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.7	2.4	2.3
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	9.1	7.3	7.4
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	14.2	13.6	13.3
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	2.9	3.2	3.2

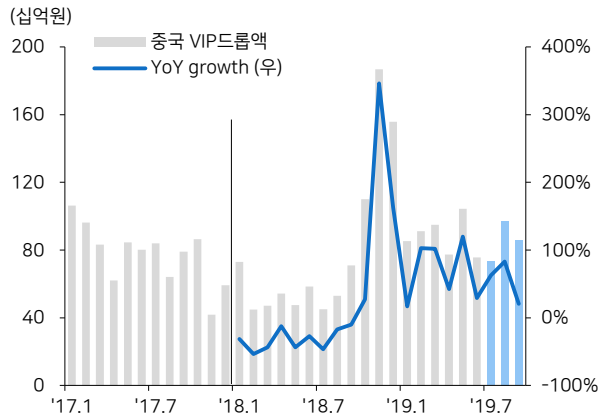
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

표44 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'18.9	'18.10	'18.11	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7	'19.8	'19.9
드롭액 (십억원)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	169.1	180.8	235.2	312.8	168.2	155.2	177.6	138.4	165.1	148.2	152.4	169.5	165.2
	VIP	139.4	155.6	194.5	244.8	134.8	129.2	150.4	110.2	134.1	116.0	121.1	134.1	133.0
	Japan	59.6	37.1	38.8	58.2	42.9	40.2	46.5	31.3	31.8	36.7	37.4	45.7	41.1
	China	53.0	72.5	120.1	112.1	53.0	56.8	63.5	49.4	64.1	46.0	48.8	52.9	55.8
	Others	26.7	46.0	35.6	74.4	39.0	32.2	40.5	29.4	38.3	33.3	34.9	35.4	36.1
	Mass	29.7	25.2	40.7	67.9	33.3	26.0	27.2	28.2	31.0	32.1	31.3	35.5	32.2
Seoul Hilton Casino	Table Drop	106.1	107.3	139.4	177.4	117.4	104.5	115.8	121.6	118.9	103.7	113.8	125.7	107.4
	VIP	49.3	59.6	75.0	80.8	62.6	54.5	60.1	60.2	62.6	46.1	55.3	66.6	51.5
	Japan	39.6	44.2	44.6	46.3	46.1	38.3	36.9	39.2	41.1	26.2	34.2	38.5	24.3
	China	2.8	3.7	16.5	14.8	5.8	5.9	14.1	12.2	15.3	12.5	11.3	20.6	13.5
	Others	6.9	11.8	13.9	19.8	10.7	10.2	9.0	8.8	6.2	7.4	9.9	7.5	13.7
	Mass	56.8	47.7	64.3	96.5	54.8	50.1	55.7	61.4	56.3	57.6	58.5	59.1	55.9
Busan Lotte Casino	Table Drop	46.6	62.3	101.6	71.2	68.0	65.7	55.6	55.7	65.6	62.7	51.0	64.6	52.8
	VIP	35.0	51.9	89.9	58.9	56.7	54.1	44.4	42.8	51.7	47.2	36.7	48.3	37.6
	Japan	16.3	15.2	36.2	22.9	24.7	21.5	20.4	22.8	22.9	22.9	20.5	22.0	18.6
	China	15.1	34.0	50.3	29.0	26.6	28.5	17.4	15.7	25.1	17.1	13.1	23.5	16.3
	Others	3.7	2.7	3.3	6.9	5.3	4.1	6.6	4.3	3.7	7.2	3.1	2.7	2.7
	Mass	11.6	10.5	11.7	12.4	11.3	11.6	11.2	12.9	13.9	15.5	14.3	16.3	15.2
Total	Table Drop	321.8	350.5	476.1	561.4	353.6	325.4	349.0	315.6	349.6	314.6	317.2	359.8	325.4
	VIP	223.7	267.2	359.4	384.5	254.1	237.7	254.9	213.2	248.4	209.3	213.1	248.9	222.1
	Japan	115.5	96.5	119.6	127.5	113.7	100.0	103.9	93.3	95.7	85.8	92.1	106.3	84.0
	China	70.9	110.2	186.9	155.9	85.3	91.3	95.0	77.4	104.4	75.6	73.2	97.0	85.6
	Others	37.3	60.5	52.9	101.1	55.1	46.5	56.1	42.5	48.2	47.9	47.8	45.6	52.5
	Mass	98.1	83.3	116.7	176.9	99.5	87.7	94.0	102.5	101.2	105.3	104.1	110.9	103.3
국적별 Breakdown	Slot Machine Drop	32.0	41.7	34.3	39.6	33.1	31.7	39.7	32.8	40.6	36.5	34.5	38.7	40.2
	Total drop	353.8	392.1	510.4	601.0	386.6	357.2	388.7	348.5	390.2	351.1	351.6	398.5	365.6
	VIP+Mass	321.8	350.5	476.1	561.4	353.6	325.4	349.0	315.6	349.6	314.6	317.2	359.8	325.4
	Japan	115.5	104.4	127.9	136.6	123.0	108.7	114.1	102.5	106.3	96.9	101.2	115.9	92.3
	China	70.9	133.4	237.9	259.1	124.7	122.3	124.7	114.9	136.3	108.4	104.1	129.9	115.6
	Others	37.3	70.0	66.2	120.1	65.4	55.3	67.5	53.2	60.3	59.2	59.3	59.3	65.0
성장률 (% YoY)	No Name	47.9	42.6	44.1	45.6	40.4	39.1	42.7	45.1	46.7	50.0	52.5	54.7	52.5
	Table Drop	7.3	22.2	105.9	145.5	22.5	53.3	58.8	26.9	57.0	26.6	43.1	8.9	-2.3
	VIP	5.8	31.9	122.4	155.2	28.5	67.2	75.6	34.6	72.2	25.4	46.8	3.5	-4.6
	Japan	42.7	21.5	19.1	90.4	74.6	44.8	57.3	13.8	9.8	26.6	12.8	-14.8	-31.0
	China	-20.1	26.6	282.3	184.6	7.1	105.4	136.6	59.2	110.1	27.2	99.2	43.8	5.2
	Others	13.2	52.5	51.7	187.1	26.2	47.2	38.3	26.3	107.3	21.7	40.7	-9.4	34.9
Seoul Gangnam Casino	Mass	15.5	-16.0	52.1	116.0	3.1	8.5	3.8	3.8	13.6	31.3	30.3	35.4	8.5
	Table Drop	11.1	14.1	57.7	77.1	23.8	45.9	29.1	19.1	29.9	26.8	16.2	17.9	1.3
	VIP	-2.6	45.0	80.3	73.6	43.0	88.2	35.4	11.5	54.1	34.9	15.6	23.0	4.6
	Japan	6.4	51.2	62.4	49.8	52.0	106.6	17.1	-2.9	36.2	12.4	-2.3	-4.6	-38.8
	China	-5.6	5.9	369.6	109.5	-14.7	43.7	256.3	190.2	280.3	273.2	162.9	274.9	392.0
	Others	-33.9	39.7	31.2	130.2	61.1	62.9	1.9	-6.4	-3.6	-1.1	14.5	-9.5	99.1
Seoul Hilton Casino	Mass	26.5	-9.9	37.6	80.1	7.4	17.3	23.0	27.6	10.6	21.0	16.8	12.6	-1.6
	Table Drop	-3.2	-0.4	145.4	53.7	23.3	38.4	-0.5	12.6	32.7	16.9	4.3	44.2	13.2
	VIP	-8.0	0.5	203.5	75.9	33.8	48.9	1.4	12.7	39.1	15.1	-1.2	50.0	7.2
	Japan	-34.4	-33.0	93.3	26.8	7.6	3.7	-4.5	53.1	5.4	24.1	32.3	23.9	14.3
	China	55.8	31.8	624.1	125.8	58.4	116.8	6.6	-17.6	92.8	-9.7	-19.4	119.7	8.0
	Others	2.2	-14.5	-15.0	173.7	107.0	65.0	7.9	6.9	52.1	98.8	-42.8	-27.2	-26.7
Busan Lotte Casino	Mass	15.0	-4.8	-0.8	-3.9	-11.4	4.3	-7.3	12.4	13.6	22.8	21.9	29.5	31.1
	Table Drop	6.8	15.1	95.2	105.0	23.1	47.7	35.6	21.1	42.0	24.6	25.2	17.1	1.1
	VIP	1.5	26.8	126.5	118.6	33.0	66.8	46.7	22.6	59.6	24.8	27.3	15.3	-0.7
	Japan	11.3	17.0	51.8	60.2	46.0	49.2	25.9	12.7	18.5	21.3	10.1	-4.9	-27.3
	China	-10.3	27.3	346.4	162.9	16.9	103.1	101.7	42.3	119.8	29.3	62.5	83.1	20.8
	Others	-0.9	44.9	39.1	173.0	37.2	51.9	26.8	15.8	76.3	24.5	23.3	-10.7	40.6
Total	Mass	21.5	-11.3	36.9	80.6	3.4	12.7	12.6	18.1	11.9	24.2	21.3	21.4	5.3
	Slot Machine Drop	-4.2	13.8	9.0	2.9	-3.6	-2.3	17.6	-11.9	24.6	22.5	20.4	21.4	25.4
	Total drop	5.7	14.9	85.3	92.4	20.3	41.3	33.5	17.0	40.0	24.4	24.7	17.5	3.3

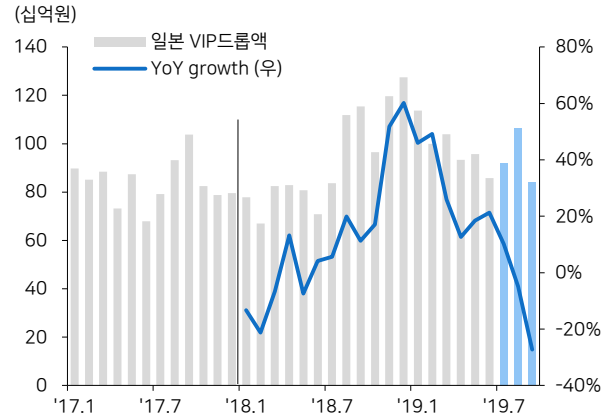
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 GKL 중국 VIP 드롭액, 2H18 이후 꾸준한 증가



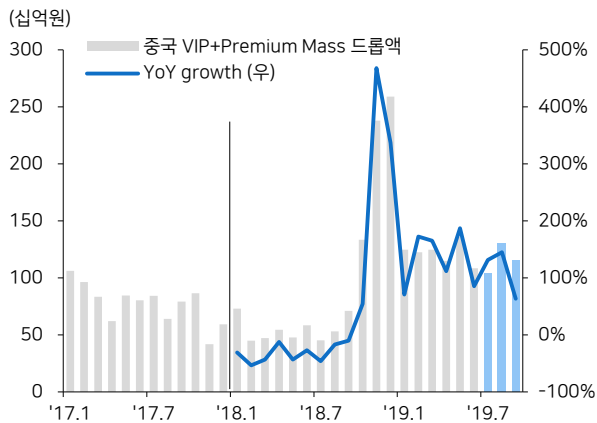
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 일본 VIP 드롭액도 작년 하반기부터 성장세로 전환



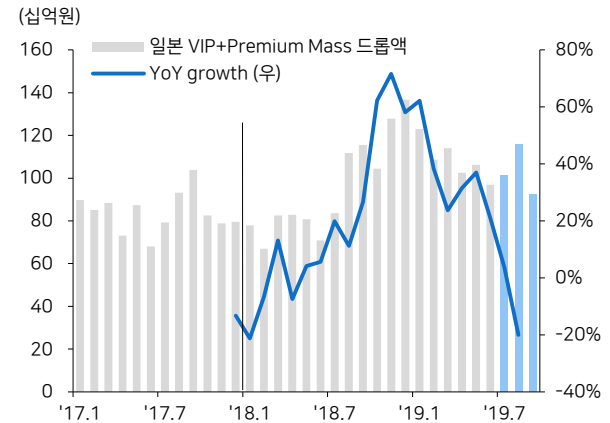
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



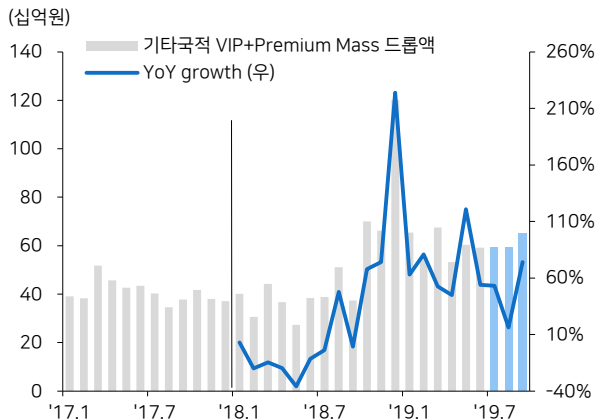
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



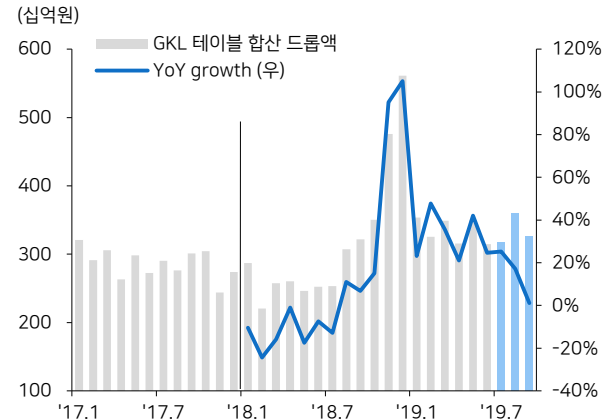
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 GKL 테이블 합산 드롭액, 18년 8월 이후 성장 지속



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	668.0	787.6	920.5	1,015.0	1,117.3
매출액증가율 (%)	-3.9	17.9	16.9	10.3	10.1
매출원가	597.7	709.0	792.9	823.6	869.5
매출총이익	70.3	78.6	127.7	191.4	247.8
판매관리비	100.3	76.2	94.6	106.6	107.3
영업이익	-30.0	2.4	33.1	84.8	140.5
영업이익률	-4.5	0.3	3.6	8.4	12.6
금융손익	-19.0	-29.1	-46.0	-43.8	-49.7
종속/관계기업손익	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	-15.1	7.4	10.2	13.7
세전계속사업이익	-33.5	-42.9	-5.5	51.3	104.5
법인세비용	6.3	1.3	4.9	7.1	11.0
당기순이익	-39.9	-44.2	-10.4	44.2	93.5
지배주주지분 순이익	-19.0	-21.1	-3.3	24.9	50.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.0	106.4	180.0	224.5	265.6
당기순이익(손실)	-39.9	-44.2	-10.4	44.2	93.5
유형자산상각비	51.5	62.5	99.8	108.0	106.4
무형자산상각비	8.7	9.6	10.4	10.1	9.7
운전자본의 증감	-27.1	27.8	64.5	61.0	54.7
투자활동 현금흐름	-207.5	-223.7	-108.0	-50.4	-49.4
유형자산의증가(CAPEX)	-357.3	-271.0	-79.0	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	10.2	8.8	0.3	-2.3	-2.1
재무활동 현금흐름	193.6	151.3	-7.9	-108.5	-8.5
차입금의 증감	163.8	133.3	221.9	-100.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.3	35.1	65.0	65.6	207.6
기초현금	182.3	172.0	207.1	272.1	337.7
기말현금	172.0	207.1	272.1	337.7	545.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	344.7	327.6	426.1	506.3	727.0
현금및현금성자산	172.0	207.1	272.1	337.7	545.3
매출채권	12.7	22.2	24.6	27.6	30.2
재고자산	5.4	6.7	7.4	8.3	9.1
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,957.8	2,882.0	2,808.0
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,207.6	2,139.6	2,073.2
무형자산	289.6	276.2	267.0	256.9	247.2
투자자산	33.3	23.4	23.2	25.4	27.5
자산총계	2,435.3	3,150.8	3,383.9	3,388.4	3,535.0
유동부채	252.6	421.8	577.3	618.9	656.2
매입채무	2.6	3.5	3.9	4.4	4.8
단기차입금	43.8	87.8	80.4	80.4	80.4
유동성장기부채	8.2	20.9	149.5	149.5	149.5
비유동부채	889.4	1,102.9	1,226.0	1,153.1	1,177.5
사채	99.8	99.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	721.8	797.5	814.2	714.2	714.2
부채총계	1,142.0	1,524.7	1,803.3	1,772.0	1,833.7
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	306.4	306.4	306.4
이익잉여금	680.1	643.2	616.1	619.8	637.1
비지배주주지분	299.1	353.9	342.3	374.3	442.0
자본총계	1,293.3	1,626.1	1,580.7	1,616.4	1,701.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,346	8,661	10,122	11,161	12,286
EPS(지배주주)	-208	-231	-36	274	555
CFPS	696	1,142	1,763	2,357	2,986
EBITDAPS	332	819	1,575	2,231	2,821
BPS	10,933	13,989	13,617	13,657	13,847
DPS	100	100	100	100	200
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	-107.0	-81.5	-516.5	68.7	33.8
PCR	32.0	16.5	10.7	8.0	6.3
PSR	3.0	2.2	1.9	1.7	1.5
PBR	2.0	1.3	1.4	1.4	1.4
EBITDA	30.2	74.5	143.3	202.9	256.6
EV/EBITDA	96.1	37.7	20.4	13.7	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-1.9	-0.3	2.0	4.0
EBITDA 이익률	4.5	9.5	15.6	20.0	23.0
부채비율	88.3	93.8	114.1	109.6	107.8
금융비용부담률	3.8	4.2	5.3	4.6	4.9
이자보상배율(x)	-1.2	0.1	0.7	1.8	2.6
매출채권회전율(x)	42.2	45.1	39.3	38.9	38.7
재고자산회전율(x)	171.8	131.0	131.3	129.8	129.1

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	501.3	480.3	493.9	507.9	520.3
매출액증가율 (%)	-8.6	-4.2	2.8	2.8	2.5
매출원가	354.9	338.7	353.8	363.0	366.1
매출총이익	146.4	141.7	140.0	144.9	154.3
판매관리비	38.2	36.8	38.9	42.0	42.3
영업이익	108.2	104.9	101.1	102.9	111.9
영업이익률	21.6	21.8	20.5	20.3	21.5
금융손익	8.2	10.6	9.0	8.9	11.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.0	-11.7	-8.1	-7.3	-9.5
세전계속사업이익	107.3	103.8	102.0	104.4	113.5
법인세비용	26.8	26.2	25.0	26.6	28.0
당기순이익	80.5	77.6	76.3	77.2	85.6
지배주주지분 순이익	80.5	77.6	76.3	77.2	85.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	78.5	93.0	124.2	99.1	84.5
당기순이익(손실)	80.5	77.6	76.3	77.2	85.6
유형자산상각비	15.5	15.9	29.6	18.5	11.7
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-23.1	-2.1	14.6	3.1	-13.1
투자활동 현금흐름	-82.6	-42.5	2.5	-4.5	-2.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.5	-7.7	-2.8	-4.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	1.2	-151.6	-4.6	-0.5	1.0
재무활동 현금흐름	-61.5	-45.3	-76.0	-43.3	6.7
차입금의 증감	0.4	-0.2	83.6	0.0	50.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.9	5.3	50.9	51.3	88.4
기초현금	191.3	125.4	130.8	181.7	233.0
기말현금	125.4	130.8	181.7	233.0	321.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	566.2	455.1	499.6	551.3	638.9
현금및현금성자산	125.4	130.8	181.7	233.0	321.4
매출채권	8.9	8.4	10.0	10.1	9.8
재고자산	2.3	2.5	2.9	3.0	2.9
비유동자산	165.7	310.7	390.5	376.1	367.1
유형자산	93.0	85.5	69.1	54.6	46.9
무형자산	9.5	9.6	9.0	8.7	8.3
투자자산	26.9	178.6	183.2	183.6	182.6
자산총계	731.9	765.9	890.1	927.4	1,006.0
유동부채	169.6	168.8	201.7	204.5	248.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0
유동성장기부채	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
비유동부채	30.3	35.0	125.5	126.1	124.8
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	327.1	330.5	373.0
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	510.8	544.7	580.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	532.1	562.0	563.0	596.9	633.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,104	7,766	7,984	8,211	8,412
EPS(지배주주)	1,302	1,255	1,234	1,248	1,384
CFPS	1,988	1,927	2,061	1,822	1,852
EBITDAPS	2,006	1,959	2,119	1,967	2,004
BPS	8,602	9,086	9,102	9,650	10,234
DPS	730	710	700	700	800
배당수익률(%)	2.5	2.9	3.2	3.2	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	22.5	19.8	17.6	17.4	15.7
PCR	14.7	12.9	10.6	11.9	11.7
PSR	3.6	3.2	2.7	2.6	2.6
PBR	3.4	2.7	2.4	2.3	2.1
EBITDA	124.1	121.2	131.1	121.7	124.0
EV/EBITDA	10.2	9.1	7.3	7.4	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	14.2	13.6	13.3	13.9
EBITDA 이익률	24.8	25.2	26.5	24.0	23.8
부채비율	37.6	36.3	58.1	55.4	58.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.8	0.9	1.3
이자보상배율(x)	9,842.4	11,353.5	26.2	23.4	16.7
매출채권회전율(x)	54.0	55.7	53.8	50.5	52.2
재고자산회전율(x)	233.0	202.2	183.2	171.8	177.5

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

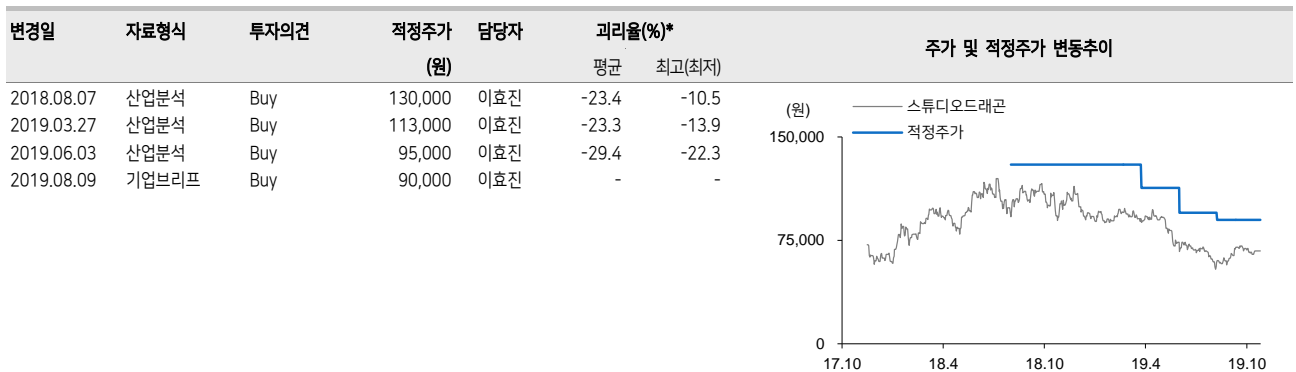
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

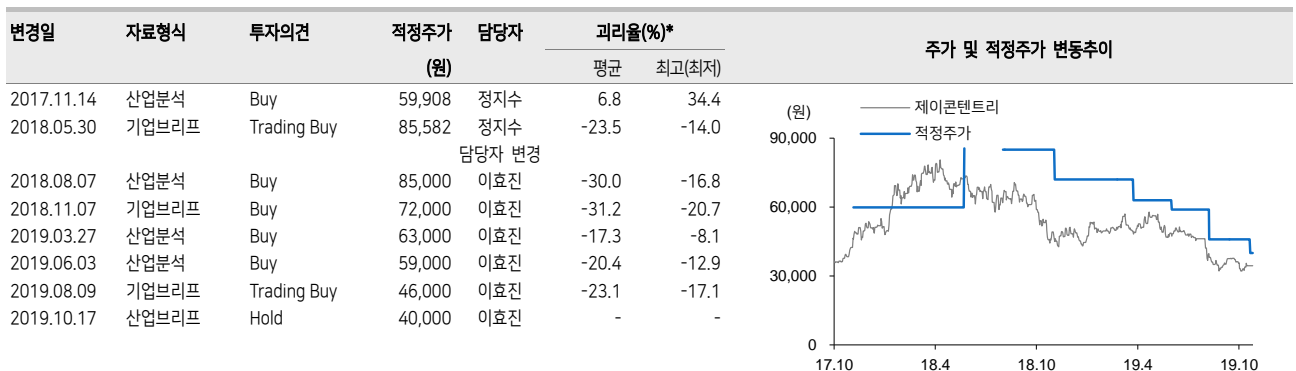
스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



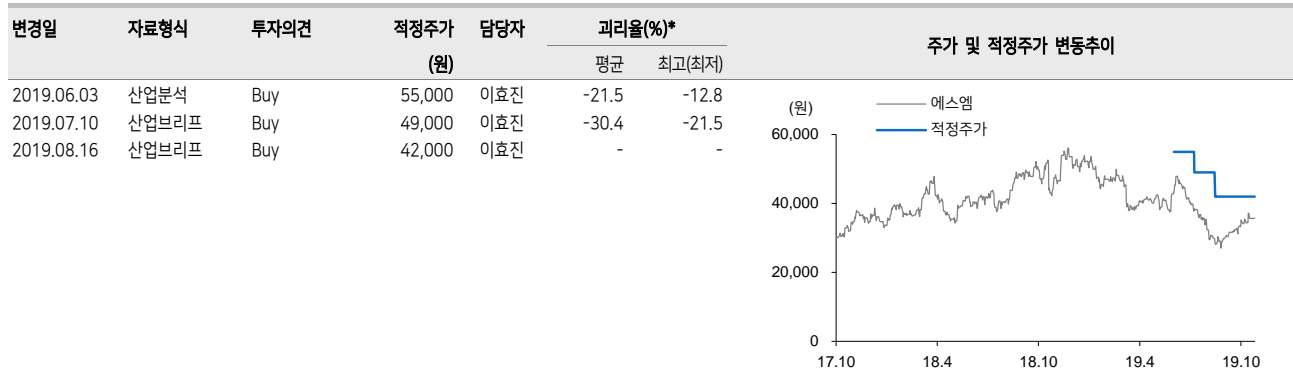
제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



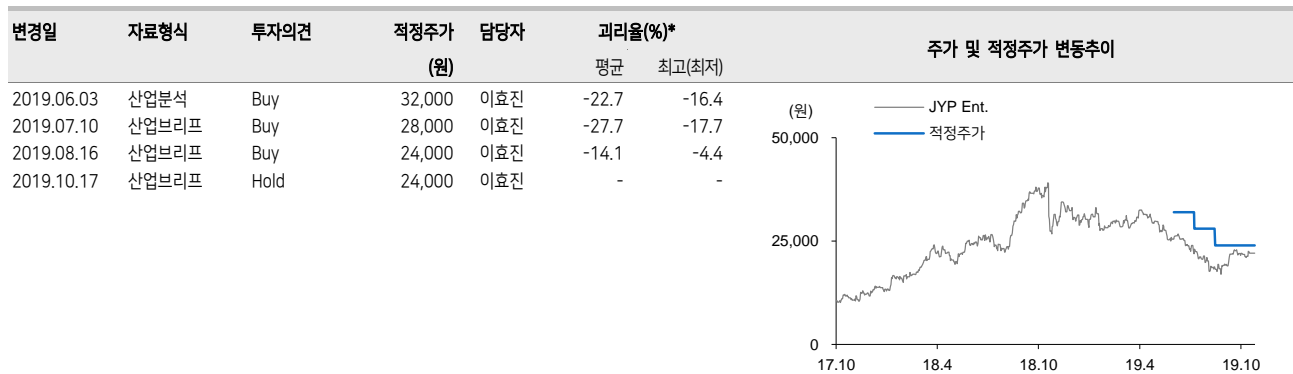
에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



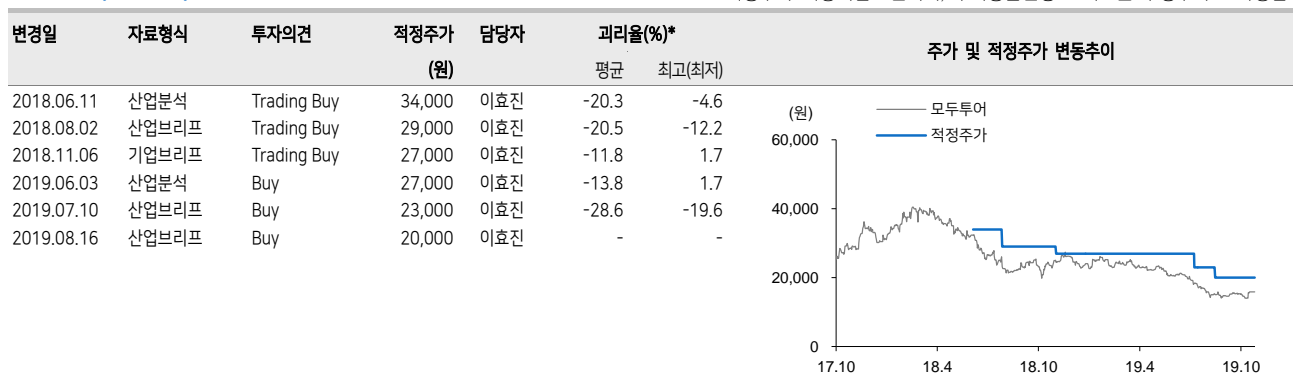
JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	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	-32.8	-23.5	
2018.11.12	산업분석	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	-25.5	-19.5	
2019.08.16	산업브리프	Trading Buy	50,000	이효진	-13.4	-7.1	
2019.10.17	산업브리프	Hold	50,000	이효진	-	-	

파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	27,000	이효진	-27.1	-20.7	
2018.11.09	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-38.0	-29.0	
2019.06.03	산업분석	Buy	24,000	이효진	-	-	

GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	29,000	이효진	-18.4	-6.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	26,000	이효진	-	-	