

# 엔터/레저

## 실적에 대하여 (2)

● 엔터/레저  
 Analyst **이효진**  
 02. 6454-4864  
 hyojinlee@meritz.co.kr  
 RA **문경원**  
 02. 6454-4881  
 kyeongwon.moon@meritz.co.kr

### 제이콘텐트리: 드라마 투자 이익 상승이 주가 상승의 열쇠

제이콘텐트리의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,430억원(-8.9% YoY)과 153억원(-16.3% YoY)으로 컨센서스(196억원) 및 당사 추정치(173억원)을 하회했다. 메가박스 이익이 추정을 하회한 것이 주된 요인이다. 부문별 영업이익은 메가박스 111억원, 방송 부문 56억원을 기록했다.

문제는 방송 부문 내 밸류에이션 할증 요인인 IP 투자의 적자 지속이다. 2분기와 3분기 각각 27억원 및 14억원의 적자를 기록하고 있다. 드라마 IP 보유자에 프리미엄을 부여하는 근거는 이익 레버리지를 누릴 수 있기 때문이다. 현재 동사 프로젝트는 최대 5% 수익률에 불과하다. 드라마 투자를 담당하는 본사 이익 증가가 주가 상승의 열쇠가 될 전망이다.

### GKL: 무난한 실적

GKL의 3분기 별도 매출액 및 영업이익은 각각 1,334억원(+2.3% YoY)과 306억원(-0.9% YoY)로 컨센서스(306억원) 및 당사 추정치(313억원)에 부합하는 무난한 실적을 발표했다. P-city 오픈으로 2019년 서울 시장은 부진했다. 그러나 11월 이후 기저 효과, VIP 고객 특성 상 같은 권역에서 공유된다는 점을 고려했을 때 추후 서울 카지노 시장 상황은 개선될 전망이다. 최대주주인 한국관광공사(51% 보유)의 주수익원임을 감안했을 때 기존 배당성향인 55~60%는 유지될 가능성이 높다. 당사가 전망하는 DPS는 700원으로 2019년 순이익 대비 58%(vs. 2018년 57%)에 해당한다.

### 강원랜드: 인건비 환입에 따른 추정치 상회

3분기 강원랜드의 매출액 및 영업이익, 순이익은 각각 4,055억원(+9.9% YoY)과 1,392억원(+12.3% YoY), 1,286억원(+37.9% YoY)로 컨센서스(1,365억원) 및 당사 추정치(1,298억원)를 소폭 상회했다. 2분기 충당부채로 잡은 인건비 101억원이 환입되며 추정치를 상회했다. 인원 증가에 따른 급여 증가는 약 60억원에 해당한다. 순이익은 1) 2분기 법인세로 처리한 세무조사 추정금(154억원)이 환입되며 법인세가 절감되었고, 2) 3Q18 대비 줄어든 기타 손실 효과로 순이익은 추정치(1,048억원)를 대폭 상회했다.

현재 동사는 주어진 자원을 활용해 최대한의 카지노 수익을 창출하고 있다. 2019년 동사의 카지노 매출은 1조 5,046억원으로 전망되어 추정 매출 총량인 1조 5,300억원에 근접할 전망이다. 2019년 순이익은 3,465억원으로 추정된다. 동사는 지난 5년간 평균 순이익 45~50%를 배당으로 지급한다. DPS 900원은 2015~2019년 평균 순이익의 49%에 해당, 기존 배당전망을 유지한다

**표1 제이콘텐츠리 3Q19 실적 Review**

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	143.0	157.0	-8.9	131.1	9.1	153.8	-7.0	150.5	-5.0
영업이익	15.3	18.2	-16.3	16.3	-6.4	19.6	-22.1	17.3	-11.8
세전이익	12.2	16.1	-24.2	15.3	-20.4	17.2	-29.4	17.6	-31.0
지배순이익	4.2	9.7	-57.4	7.4	-43.8	10.4	-60.0	9.7	-57.4

자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 GKL 3Q19 실적 Review**

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	133.4	130.4	2.3	117.4	13.6	131.3	1.6	133.7	-0.2
영업이익	30.6	30.9	-0.9	26.4	15.7	30.6	0.0	31.3	-2.1
세전이익	32.5	33.2	-2.2	28.4	14.7	33.1	-1.7	34.0	-4.3
지배순이익	25.3	26.4	-4.1	20.1	26.1	24.1	4.8	26.9	-6.1

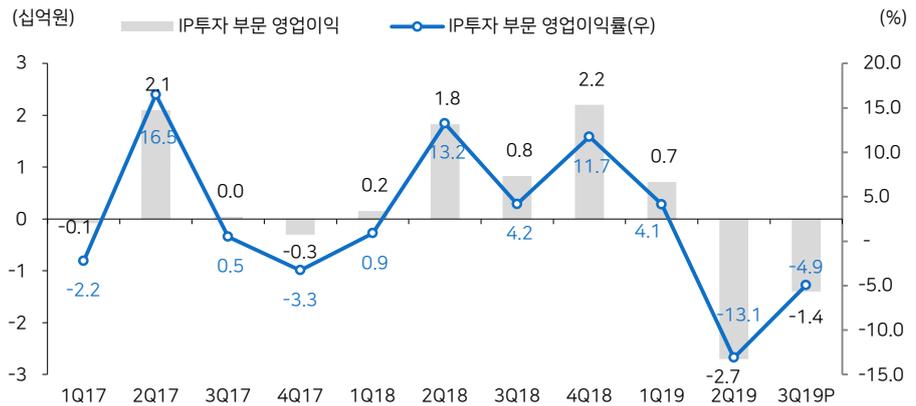
자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 강원랜드 3Q19 실적 Review**

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	405.5	369.1	9.9	364.3	11.3	398.0	1.9	394.8	2.7
영업이익	139.2	123.9	12.3	172.8	-19.4	136.5	2.0	129.9	7.1
세전이익	155.4	124.2	25.2	116.8	33.1	149.4	4.1	139.5	11.4
지배순이익	128.6	93.3	37.9	50.9	152.5	113.9	13.0	104.8	22.7

자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림1 제이콘텐츠리 IP투자 부문 영업이익 추이**



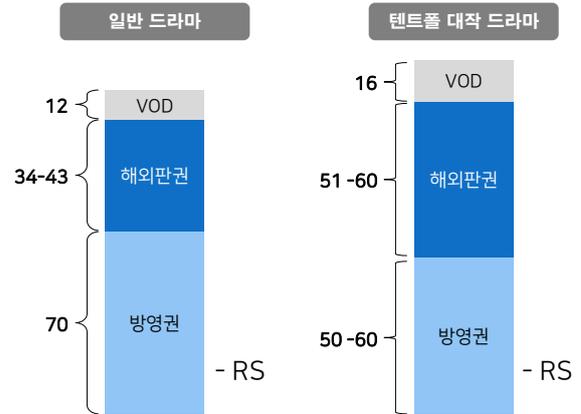
자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 제이콘텐트리 드라마 수익 구조 추정



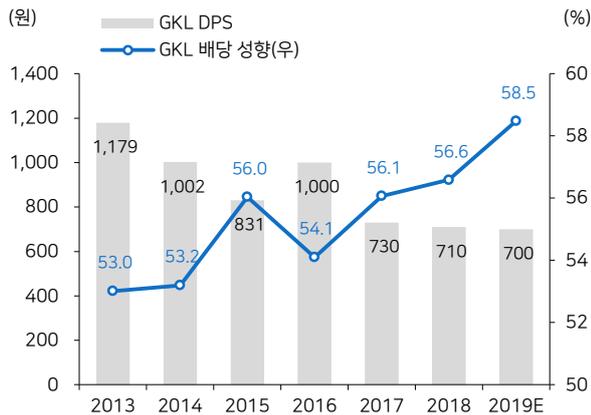
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 스튜디오드래곤 드라마 수익 구조 추정



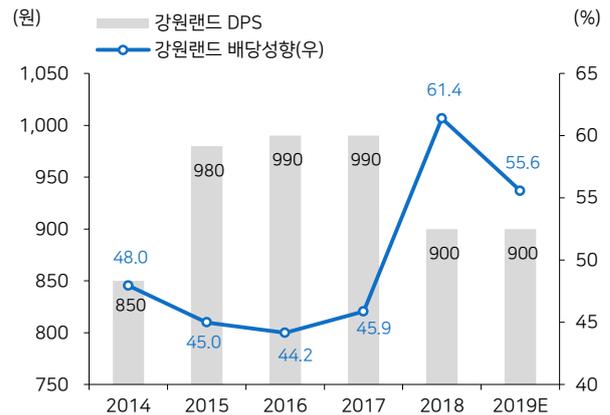
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 GKL 연간 배당 추이



자료: GKL, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 강원랜드 연간 배당 추이



자료: 강원랜드, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

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

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