



## ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

## RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## Neutral

## Top Picks

스튜디오드래곤(253450)	Buy	110,000원
파라다이스(034230)	Buy	24,000원

## 관심종목

제이콘텐트리(036420)	Buy	50,000원
GKL(114090)	Buy	26,000원
에스엠(041510)	Buy	45,000원
모두투어(080160)	Buy	21,000원
JYP Ent.(035900)	Hold	24,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원
하나투어(039130)	Hold	50,000원

# 엔터/레저

## 4Q19 Preview, 그리고 전략

- ✓ **콘텐츠:** 이벤트 가시권 진입했거나 할인율 축소 기대되어 양호한 주가 흐름 기대
- ✓ **엔터테인먼트:** 흥행에 기반한 산업. 이벤트에 대응하는 개별 플레이 유효한 시점
- ✓ **카지노:** 파라다이스 컨센서스 상향 지속. 높아지는 중국 인바운드 기대감 긍정적
- ✓ **여행:** 하나투어 기대감으로 들썩이나 자유여행 플랫폼과의 합병 등 기대감은 가시성 낮아 보임. 헤게모니 잃은 산업의 밸류에이션 리バ운딩 쉽지 않다는 점 상기할 시점
- ✓ **콘텐츠와 외인 카지노 양호한 주가 전망.** 엔터는 timely한 이벤트 플레이 유효

**콘텐츠: 이벤트 풍부한 스튜디오드래곤, 할인율 축소 기대되는 제이콘텐트리**

스튜디오드래곤은 OCN 슬롯이 닫히며 드라마 제작 편수가 예상보다 적었고, 텐트풀의 방영 시기가 예상보다 늦어져 4분기 영업이익이 기대치를 하회할 전망이다. 제이콘텐트리는 4분기 판매된 해외판권의 인식이 1분기로 이연되지 않는다면 컨센서스 수준의 영업이익이 예상된다. 양사 모두 넷플릭스와의 MOU를 통해 리 licensors 상승이 예상된다. 특히 제이콘텐트리는 이 이벤트를 통해 프로젝트 수익 발생이 가능. 할인율이 축소될 전망이다. 스튜디오드래곤은 '라이브' 리메이크의 2월 편성 결정 여부와 넷플릭스 외 다른 미국 플랫폼과의 계약이 관전 포인트로 판단된다.

**엔터테인먼트: 완벽한 개별 플레이**

SM과 JYP의 4분기 실적은 기대치를 하회할 전망이다. 두 업체 모두 YoY 앨범 판매가 줄어 들며 별도 이익이 예상치를 하회한 점이 주요인으로 지목된다. 흥행에 기반한 산업인 관계로 섹터를 아우를 수 있는 이벤트가 부재한 현 상황에는 개별 이벤트에 기반한 플레이가 유효해 보인다.

**카지노: 중국 인바운드에 베팅한다면 카지노는 사야 할 때**

카지노 업체 3사 모두 기대치에 부합하는 무난한 실적이 예상된다. 파라다이스 2020년 영업이익 컨센서스는 현재 1,100억원이지만 향후 1,500억원으로 상승할 전망이다. GKL 또한 섹터 흐름 영향이 더 크기 때문에 유사한 주가 흐름을 전망한다. 높아지는 중국 인바운드 기대감 또한 주가 흐름에 우호적으로 작용할 전망이다. 다만 강원랜드는 규제 완화까지 투자심리 개선이 쉽지 않아 보인다.

**여행: 하나투어의 제3자 유상증자가 쏘아 올린 기대감**

하나투어와 모두투어의 4분기 실적은 예상된 바와 같이 적자로 전망된다. 일본 비중이 높은 하나투어는 1,2분기까지 별도 적자가 예상된다. 다만 일본 수요 감소 일부를 동남아로 이전시키는데 성공한 모두투어는 1분기부터 흑자로 전환 가능해 보인다. 하나투어의 제 3자 유증으로 다양한 시나리오가 제기되고 있으나 구조조정을 통한 이익률 개선 외에는 가능성성이 높아 보이지 않는다. 유증 고려한 시가총액은 7,200억원에 육박. 헤게모니를 잃은 산업의 밸류에이션 리バ운딩은 쉽지 않다는 점 상기할 시점이다.

표1 카지노/레저 4Q19 Preview at a Glance

(십억원)		4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2018	2019E	2020E
스튜디오드래곤	매출액	84.6	101.7	-16.8	131.2	-35.5	116.8	-27.6	379.6	455.8	553.1
	영업이익	5.8	0.4	1,207.1	10.9	-47.2	10.1	-43.0	39.9	38.5	62.5
	세전이익	5.8	1.7	238.0	13.1	-55.6	10.1	-42.6	45.6	44.0	68.4
	당기순이익	6.5	1.7	272.0	11.5	-43.7	9.0	-28.2	35.8	34.6	53.7
	영업이익률 (%)	6.8	0.4		8.3		8.6		10.5	8.4	11.3
	당기순이익률 (%)	7.7	1.7		8.8		7.7		9.4	7.6	9.7
제이콘텐트리	매출액	157.2	133.4	17.9	143.0	9.9	147.6	6.5	511.3	557.7	644.8
	영업이익	13.0	4.2	207.3	15.3	-15.2	14.4	-10.0	34.7	55.6	68.2
	세전이익	11.9	0.3	4,326.5	12.2	-2.2	12.1	-1.5	33.6	49.0	62.7
	당기순이익	7.2	1.6	350.8	4.2	73.0	6.4	12.7	18.4	24.4	32.6
	영업이익률 (%)	8.2	3.2		10.7		9.7		6.8	10.0	10.6
	당기순이익률 (%)	4.6	1.2		2.9		4.3		3.6	4.4	5.1
에스엠	매출액	201.9	208.5	-3.2	173.5	16.4	217.2	-7.1	612.2	665.8	698.3
	영업이익	16.0	15.2	5.1	19.9	-19.8	21.4	-25.2	47.7	42.6	45.2
	세전이익	13.1	8.8	48.0	21.6	-39.6	20.9	-37.5	46.0	41.6	46.6
	당기순이익	8.6	8.0	8.2	8.3	3.7	13.2	-34.3	30.6	16.5	32.8
	영업이익률 (%)	7.9	7.3		11.5		9.8		7.8	6.4	6.5
	당기순이익률 (%)	4.3	3.8		4.8		6.1		5.0	2.5	4.7
JYP Ent.	매출액	42.4	36.3	16.6	45.6	-7.0	41.8	1.5	124.8	153.5	187.3
	영업이익	8.1	9.9	-18.1	14.8	-45.3	10.6	-23.7	28.7	36.6	43.6
	세전이익	7.5	9.6	-21.7	14.3	-47.6	11.9	-37.1	30.2	37.7	45.1
	당기순이익	5.7	8.2	-30.3	11.7	-50.9	8.9	-35.3	23.8	30.7	36.5
	영업이익률 (%)	84.6	101.7	-16.8	131.2	-35.5	116.8	-27.6	379.6	455.8	553.1
	당기순이익률 (%)	5.8	0.4	1,207.1	10.9	-47.2	10.1	-43.0	39.9	38.5	62.5
파라다이스	매출액	265.6	216.6	22.6	274.4	-3.2	263.0	1.0	787.6	975.6	1,113.1
	영업이익	17.5	-13.1	N/A	41.1	-57.3	20.9	-16.1	2.4	57.0	152.3
	세전이익	-3.6	-45.0	N/A	48.6	N/A	7.5	N/A	-42.9	26.3	104.4
	당기순이익	-3.5	-27.1	N/A	34.2	N/A	3.7	N/A	-21.0	21.2	62.9
	영업이익률 (%)	6.6	-6.1		15.0		8.0		0.3	5.8	13.7
	당기순이익률 (%)	-1.3	-12.5		12.5		1.4		-2.7	2.2	5.7
GKL	매출액	132.5	111.8	18.5	133.4	-0.6	126.5	4.7	480.3	492.4	529.3
	영업이익	24.7	7.9	211.0	30.6	-19.4	25.7	-4.0	104.9	97.6	112.1
	세전이익	25.5	9.9	157.2	32.5	-21.5	30.5	-16.3	103.8	96.9	112.1
	당기순이익	19.1	6.7	184.8	25.3	-24.3	19.4	-1.5	77.6	72.4	83.1
	영업이익률 (%)	18.6	7.1		22.9		20.3		21.8	19.8	21.2
	당기순이익률 (%)	14.4	6.0		19.0		15.4		16.2	14.7	15.7
강원랜드	매출액	382.5	351.9	8.7	405.5	-5.7	377.4	1.4	1,438.1	1,529.7	1,637.0
	영업이익	78.4	65.8	19.2	139.2	-43.7	84.6	-7.4	430.7	515.5	518.0
	세전이익	84.6	37.7	124.5	155.4	-45.6	90.3	-6.3	410.7	496.6	497.6
	당기순이익	62.1	19.1	225.9	128.6	-51.7	55.6	11.7	297.3	344.1	370.2
	영업이익률 (%)	20.5	18.7		34.3		22.4		29.9	33.7	31.6
	당기순이익률 (%)	16.2	5.4		31.7		14.7		20.7	22.5	22.6
모두투어	매출액	79.1	74.4	6.3	69.3	14.1	67.5	17.2	365.0	310.9	346.7
	영업이익	-1.9	1.0	N/A	-2.2	N/A	-1.6	N/A	16.6	4.9	19.3
	세전이익	-2.9	-0.4	N/A	0.7	N/A	-0.3	N/A	15.8	8.9	24.0
	당기순이익	-2.5	0.8	N/A	0.0	N/A	-1.1	N/A	12.6	4.9	17.0
	영업이익률 (%)	-2.4	1.3		-3.2		-2.3		4.6	1.6	5.6
	당기순이익률 (%)	-3.2	1.0		0.0		-1.6		3.4	1.6	4.9
하나투어	매출액	186.6	193.8	-3.7	183.2	1.9	180.4	3.5	828.3	786.4	852.1
	영업이익	-4.2	2.9	N/A	-2.8	N/A	-2.0	N/A	24.9	9.8	27.1
	세전이익	-11.9	-4.2	N/A	-8.4	N/A	-5.7	N/A	22.3	-9.5	18.2
	당기순이익	-10.3	-4.2	N/A	-5.8	N/A	-4.9	N/A	8.7	-9.3	11.3
	영업이익률 (%)	-2.3	1.5		-1.5		-1.1		3.0	1.2	3.2
	당기순이익률 (%)	-5.5	-2.2		-3.2		-2.7		1.1	-1.2	1.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 Meritz Entertainment/Leisure Coverage at a Glance

(식약원)	콘텐츠		엔터테인먼트		카지노			여행	
	스튜디오 드래곤	제이 콘텐트리	SM	JYP	파라다이스	GKL	강원랜드	모두투어	하나투어
종목코드	253450 KQ	036420 KS	041510 KQ	035900 KQ	034230 KQ	114090 KS	035250 KS	080160 KS	039130 KS
종가(1/8, 원)	67,300	34,550	35,650	22,050	20,000	20,000	29,150	15,850	46,450
시가총액	1,896.4	496.3	870.9	798.6	1,818.9	1,237.1	6,236.4	293.0	531.4
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Hold	Buy	Hold
적정주가(원)	110,000	50,000	45,000	24,000	24,000	26,000	30,000	21,000	50,000
상승여력(%)	34.3	22.4	24.3	3.2	20.0	30.0	2.9	19.7	-2.7
매출액	2018	379.6	511.3	612.2	124.8	787.6	480.3	1,438.1	365.0
	2019E	455.8	557.7	665.8	153.5	975.6	492.4	1,529.8	310.9
	2020E	553.1	644.8	698.3	187.3	1,113.1	529.3	1,637.0	346.7
영업이익	2018	39.9	34.7	47.7	28.7	2.4	104.9	430.7	16.6
	2019E	38.5	55.6	42.6	36.6	57.0	97.6	515.5	4.9
	2020E	62.5	68.2	45.2	43.6	152.3	112.1	518.0	19.3
당기순이익	2018	35.8	18.4	30.6	23.8	-21.0	77.6	297.3	12.6
	2019E	34.6	24.4	16.5	30.7	21.2	72.4	344.1	4.9
	2020E	53.7	32.5	32.8	36.5	62.9	83.1	370.2	17.0
EPS (원)	2018	1,278	1,448	1,361	685	-231	1,255	1,390	664
	2019E	1,232	1,691	706	866	233	1,170	1,608	259
	2020E	1,912	2,253	1,399	1,028	692	1,343	1,730	899
PER (x)	2018	72.3	30.8	38.4	44.2	-81.4	19.8	23.0	36.3
	2019E	66.5	24.2	51.2	26.8	86.0	17.1	18.1	67.8
	2020E	42.8	18.1	25.9	22.6	28.9	14.9	16.8	19.5
PBR (x)	2018	6.5	1.9	2.8	8.4	1.3	2.7	1.9	3.4
	2019E	5.3	1.6	2.0	5.4	1.4	2.2	1.7	2.4
	2020E	4.7	1.5	1.9	4.6	1.4	2.1	1.7	2.2
EV/EBITDA (x)	2018	21.1	9.8	12.9	33.8	37.7	9.1	10.4	18.3
	2019E	14.3	6.3	9.9	19.7	17.7	7.3	8.2	25.2
	2020E	11.7	5.5	9.7	15.9	10.2	6.7	7.8	10.2
ROE (%)	2018	9.3	7.4	8.0	22.5	-1.9	14.2	8.4	9.3
	2019E	8.3	7.0	3.9	22.1	1.7	13.0	9.6	3.6
	2020E	11.6	8.6	7.4	22.0	4.9	14.5	10.1	11.9
ROA (%)	2018	7.4	3.4	2.6	17.1	-1.6	10.4	7.1	3.6
	2019E	6.6	4.7	1.4	17.6	0.5	8.8	8.2	1.4
	2020E	9.3	6.0	2.6	17.4	2.3	9.2	8.6	4.6
DPS (원)	2018	-	-	-	122	100	710	900	350
	2019E	-	-	480	180	170	640	900	100
	2020E	-	-	450	250	170	700	900	250
배당수익률 (%)	2018	0.0	0.0	0.0	0.4	0.5	2.9	2.8	1.5
	2019E	0.0	0.0	1.3	0.8	0.9	3.2	3.1	0.6
	2020E	0.0	0.0	1.2	1.1	0.9	3.5	3.1	1.4

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 내국인 출국자 성장을 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

(명)	내국인 출국자	% YoY	하나투어						모두투어							
			전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지		
'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
<b>'18.12</b>	<b>2,341,957</b>	<b>3.7</b>	<b>513,800</b>	<b>-5.0</b>	<b>294,014</b>	<b>-12.2</b>	<b>12.6</b>	<b>205,609</b>	<b>8.5</b>	<b>237,648</b>	<b>-4.7</b>	<b>122,713</b>	<b>-11.3</b>	<b>5.2</b>	<b>114,935</b>	<b>3.4</b>
'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	421,282	-7.3	226,370	-15.4	10.1	176,822	7.5	222,339	3.7	117,327	-5.7	5.2	105,012	16.6
'19.06	2,344,893	7.5	451,249	-2.0	237,158	-11.2	10.1	197,875	13.5	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	404,520	-18.1	191,394	-31.3	8.4	198,498	0.7	245,692	10.1	101,982	-12.5	4.5	143,710	34.8
'19.09	1,908,662	-8.3	339,872	-19.6	160,488	-28.1	8.4	166,746	-9.3	229,824	7.6	98,665	-9.2	5.2	131,159	25.1
'19.10	2,009,817	-8.5	372,732	-19.3	176,998	-34.5	8.8	178,015	4.3	248,558	9.6	117,914	-12.1	5.9	130,644	41.0
'19.11	1,952,220	-9.2	349,717	-24.9	168,826	-39.8	8.6	166,410	-1.8	240,478	5.4	117,890	-13.0	6.0	122,588	32.2
<b>'19.12</b>			<b>366,265</b>	<b>-28.7</b>	<b>169,956</b>	<b>-42.2</b>		<b>186,417</b>	<b>-9.3</b>	<b>244,622</b>	<b>2.9</b>	<b>120,236</b>	<b>-2.0</b>		<b>124,386</b>	<b>8.2</b>
'20.01						-32.3							-2.8			
'20.02						-17.9							11.3			
'20.03						-17.8							-5.7			

주: 1) 전체 출국자수는 승무원 제외.

2) 하나투어, 모두투어의 2020년 1~3월 데이터는 전년 1월 1일 대비 각 월의 예약 증감

자료: 한국 관광공사, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표4 전년 동기 대비 12월 지역별 패키지 송출객 성장률

(% YoY)	동남아	중국	유럽	미주	일본	남태평양
하나투어	-7.8	-45.0	-26.7	0.0	-84.3	+3.7
모두투어	21.3	-14.0	-12.7	+36.3	-84.8	+54.5

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표5 출국자 수 성장을 대비 하나투어, 모두투어 패키지 성장을

(천 명)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
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	6,666.0	6,106.0
% YoY Growth	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-7.8	-8.7
하나투어 패키지 송출객수	897.8	760.1	866.2	901.7	1,054.5	825.6	768.3	844.4	925.4	713.3	580.0	515.8
% YoY Growth	21.3	19.9	14.4	26.8	17.5	8.6	-11.3	-6.4	-12.2	-13.6	-24.5	-38.9
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	356.0
% YoY Growth	17.8	10.0	3.5	15.0	7.2	13.2	-4.6	-1.8	-6.5	-2.4	-7.5	-9.3

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 여행업 Global Peer table

(식약원, 백만달러)		패키지				FIT			
		한국		일본	독일	중국	미국		
		하나투어	모두투어	H.I.S	Tui	Ctrip	Expedia	Booking Holdings	
매출액	2018	828	365	6,598	21,986	4,685	11,223	14,527	
	2019E	786	311	8,024	22,614	5,111	12,082	15,004	
	2020E	852	347	8,607	23,364	5,816	13,096	16,102	
영업이익	2018	25	17	163	899	394	714	5,341	
	2019E	10	5	181	1,117	908	1,393	5,467	
	2020E	27	19	201	1,232	1,086	1,550	5,929	
EBITDA	2018	47	21	247	1,424	543	1,715	5,767	
	2019E	32	11	278	1,720	912	2,107	5,831	
	2020E	49	26	317	1,884	1,160	2,259	6,256	
순이익	2018	11	12	99	866	168	406	3,998	
	2019E	(12)	5	108	633	834	932	4,421	
	2020E	14	18	120	801	1,046	1,046	4,704	
EPS (천원, 달러)	2018	0.75	0.66	1.73	1.48	0.31	2.71	84.26	
	2019E	(0.80)	0.26	1.85	1.17	1.35	6.09	102.39	
	2020E	0.97	0.90	2.10	1.41	1.62	6.89	114.36	
Net Debt	2018	(169)	(107)	148	(19)	272	1,246	(6,043)	
	2019E	141	(72)	17	1,827	2,227	1,689	0	
	2020E	1	(98)	173	2,118	1,894	786	1,234	
PER (배)	2018	91.3	36.3	17.9	14.1	28.0	32.0	19.1	
	2019E	(63.6)	70.3	14.5	10.9	27.5	18.1	20.2	
	2020E	53.0	19.5	12.8	9.1	23.0	16.0	18.1	
PBR (배)	2018	4.0	3.4	2.2	2.7	1.2	4.0	8.9	
	2019E	3.2	2.5	1.6	1.8	1.6	3.9	16.6	
	2020E	1.9	2.2	1.4	1.6	1.5	3.5	18.2	
EV/EBITDA (배)	2018	14.2	18.3	8.8	8.6	29.8	11.3	12.6	
	2019E	23.9	26.3	8.5	5.5	26.6	8.8	14.4	
	2020E	13.0	10.2	7.5	5.0	21.0	8.2	13.4	
ROE (%)	2018	4.3	9.3	12.6	22.2	1.3	9.4	39.9	
	2019E	(4.9)	3.6	14.3	16.5	5.8	18.5	60.7	
	2020E	4.5	11.9	28.7	18.7	6.3	21.0	93.7	
ROA (%)	2018	1.6	3.6	2.3	4.9	0.6	2.2	16.6	
	2019E	(1.5)	1.4	2.5	3.3	2.7	3.7	20.4	
	2020E	1.4	4.6	2.9	4.1	3.1	3.8	22.7	
Div. Yield (%)	2018	1.9	1.5	1.1	6.5	N/A	1.2	N/A	
	2019E	1.4	0.5	1.1	3.7	-	1.2	-	
	2020E	1.2	1.4	1.2	4.2	-	1.2	-	

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

Industry Brief  
2020. 1. 9

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

# 스튜디오드래곤 253450

## 파티는 아직 끝나지 않았다

- ✓ 4분기는 OCN 슬롯 부재와 함께 텐트풀 방영 예상보다 늦어져 눈높이 낮춰야
- ✓ 넷플릭스 MOU로 일반 작품 리谮률을 상승 계기 마련
- ✓ 방송사 리谮률 2.3%p 하락 가정 시 2020년 영업이익은 625억원 전망
- ✓ 2020 2가지 포인트: 1) 라이브 리메이크 편성여부, 2) 넷플릭스 외 플랫폼 계약
- ✓ Top down과 Bottom up 매력 갖췄고 이벤트 풍부한 시기. Top-pick으로 추천

### Buy

적정주가 (12개월)	110,000 원
현재주가 (1.8)	81,900 원
상승여력	34.3%
KOSDAQ	663.44pt
시가총액	23,011억원
발행주식수	2,810만주
유동주식비율	30.26%
외국인비중	7.79%
52주 최고/최저가	98,300원/54,000원
평균거래대금	128.0억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 5 인	69.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	20.6	-11.9
상대주가	0.0	26.2	-10.7

#### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	286.8	33.0	23.9	1,050	84.5	13,141	61.9	4.9	22.1	9.5	24.7
2018	379.6	39.9	35.8	1,278	21.7	14,305	72.3	6.5	21.1	9.3	27.7
2019E	455.8	38.5	34.6	1,232	-3.6	15,513	65.7	5.2	14.1	8.3	23.2
2020E	553.1	62.5	53.7	1,912	55.2	17,425	42.8	4.7	11.7	11.6	25.8
2021E	647.1	81.6	69.3	2,465	28.9	19,890	33.2	4.1	10.0	13.2	27.1

표7 스튜디오드래곤 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	84.6	101.7	-16.8	131.2	-35.5	116.8	-27.6
영업이익	5.8	0.4	1,207.1	10.9	-47.2	10.1	-43.0
세전이익	5.8	1.7	238.0	13.1	-55.6	10.1	-42.6
지배순이익	6.5	1.7	272.0	11.5	-43.7	9.0	-28.2

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 2H19~2020 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	아스달 연대기	6.1~7.7, 9.7~21	18부	김영현, 박상연	김원석	송중기, 장동건, 김지원	KPJ (SD)
	호텔 렐루나	7.13~9.1	16부	홍정은, 흥미란	오충환	아이유, 여진구	SD, 지티스트
	악마가 너의 이름을 부를 때	7.31~9.19	16부	노혜영, 고내리	민진기	정경호, 이엘	SD, 더문씨앤엠
	위대한 쇼	8.26~10.15	16부	설준석	신용휘, 김정욱	송승헌, 이선빈	SD, 화이브라더스
	쌉니다 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	11.20~20.1.9	16부	류용재	이종재	윤시윤, 정인선	SD, 콘텐츠K
	사랑의 불시착	12.14~20.2.2	16부	박지은	이정호	현빈, 손예진	SD, 문화창고
	블랙독	12.16~20.2.4	16부	박주연	황준혁	하준, 서현진	SD, 얼반월스
	머니게임	20.1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽쳐스
	하이바이, 마마!	20.2.8~3.29	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	방법	20.2.10~3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	메모리스트	20.3.11~4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	20.3.23~5.12	16부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	20.4.4~5.24	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	
	오 마이 베이비	20.6.1~	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	
	청춘기록	20.5.30~	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	
	사이코지만 괜찮아	20.7월~	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	비밀의 숲2	20.7월~	16부	김상호	박현석	조승우, 배두나, 최무성	
	구미호뎐	20.7월~	16부	한우리	강신효	이동욱, 조보아	
	샌드박스	20.9월~	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	
	머니게임	20.1.15~3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽쳐스
	하이바이, 마마!	20.2.8~3.29	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	Luca	1H20	16부	천성일	김홍선		
	Here	2020	16부	노희경		이병현, 한지민, 신민아	SD, 지티스트
OCN	WATCHER	7.6~8.25	16부	한상운	안길호	한석규, 서강준, 김현주	SD
	미스터 기간제	7.17~9.5	16부	장홍철	성용일	윤균상, 금새록	SD, JS픽쳐스
	타인은 지옥이다	8.31~10.6	10부	정이도	이창희	임시완, 이동욱	SD, 스튜디오N
	달리는 조사관	9.18~11.7	14부	백정철	김용수, 이창희	이요원, 최귀화	SD, 데이드림엔터
	모두의 거짓말	10.12~12.1	16부	전영신, 원유정	이윤정	이민기, 이우영, 온주완	SD
	본대로 말하라	20.2.1~3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	20.3월~		도현	강철우	최진혁, 박성웅	
	번외수사	20.3.28~5.3	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	
Netflix	써치	20.5월~	10부		임대웅		
	트레이인	20.6월~	12부	박가연	류승진	김재욱	
	제5열	20.8월~	12부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
	좋아하면 울리는	19.8.22	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 송강, 정가람	SD
	나홀로 그대	20.2.27				윤현민, 고성희	SD, JS픽쳐스
MBC	좋아하면 울리는 시즌2	3Q 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
	스위트홈	4Q 전망			이응복	송강, 이진욱, 이시연	SD, 스튜디오N
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)
	더 킹: 영원의 군주	1H20		김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	

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

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

표9 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>79.9</b>	<b>74.3</b>	<b>123.7</b>	<b>101.7</b>	<b>111.8</b>	<b>128.2</b>	<b>131.2</b>	<b>84.6</b>	<b>379.6</b>	<b>455.8</b>	<b>553.1</b>
(% YoY)	6.1	19.7	59.6	41.5	39.9	72.5	6.1	-16.8	32.4	20.1	21.4
<b>드라마 부문</b>	<b>79.2</b>	<b>68.0</b>	<b>121.0</b>	<b>99.6</b>	<b>108.9</b>	<b>125.4</b>	<b>127.8</b>	<b>81.3</b>	<b>367.8</b>	<b>443.3</b>	<b>539.4</b>
1. 작품 방영 매출액	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	41.7	178.1	204.7	222.3
작품당 편성매출	6.0	6.2	8.9	6.7	6.8	7.3	7.6	6.0	6.7	6.9	6.8
작품 수 (편)	5.5	5.4	5.5	8.1	6.5	8.0	8.0	7.0	24.5	29.5	32.5
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	8.6	7.0	7.0	7.0	27.5	29.5	33.2
작품당 PPL	0.9	0.9	1.6	0.9	1.3	1.1	1.3	1.0	1.1	1.0	1.0
3. VOD 매출	9.4	12.3	17.2	13.0	13.6	18.1	16.1	11.6	51.9	59.4	67.4
작품당 VOD	1.7	2.3	2.7	1.6	2.1	2.1	2.5	1.7	2.1	2.0	2.1
4. 해외판권	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	35.9	21.0	110.2	141.7	180.6
작품당 해외판권	4.1	3.1	8.4	3.0	6.6	5.3	4.5	3.0	4.5	4.8	5.6
느종국	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	0.0	0.0	8.0	36.0
작품당	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	12.0
작품수 (편)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	3.0
<b>엔터테인먼트 부문</b>	<b>0.7</b>	<b>6.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>11.9</b>	<b>12.5</b>	<b>13.7</b>
<b>매출원가</b>	<b>66.2</b>	<b>63.7</b>	<b>98.9</b>	<b>95.2</b>	<b>96.8</b>	<b>112.8</b>	<b>115.9</b>	<b>73.0</b>	<b>324.0</b>	<b>398.5</b>	<b>462.6</b>
매출원가율(%)	82.9	85.7	80.0	93.7	86.6	88.0	88.3	86.3	87.4	83.6	82.3
제작비	44.6	33.3	47.7	60.5	48.8	64.5	70.8	33.0	185.6	217.2	258.7
작품당 제작비	7.2	6.2	8.7	7.4	7.5	8.1	8.1	4.7	7.6	7.9	7.9
CJ ENM 수수료	6.1	9.4	22.3	-1.0	15.0	10.4	10.4	6.1	36.9	41.9	53.8
감가상각	12.4	13.1	23.3	26.0	26.7	32.2	28.5	25.7	74.9	113.1	122.7
기타	1.1	0.8	12.8	-6.7	6.5	1.4	2.6	1.2	12.6	11.7	16.6
판관비	3.0	3.3	3.3	6.0	4.0	4.6	4.4	5.8	15.7	18.8	28.1
판관비율(%)	3.7	4.4	2.7	5.9	3.6	3.6	3.3	6.9	4.1	4.1	5.1
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	4.1	5.5	14.5	17.5	26.7
<b>Profitability</b>											
<b>EBITDA</b>	<b>23.1</b>	<b>20.5</b>	<b>44.8</b>	<b>26.4</b>	<b>37.7</b>	<b>43.0</b>	<b>39.4</b>	<b>31.4</b>	<b>114.8</b>	<b>151.6</b>	<b>185.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>21.4</b>	<b>0.4</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>5.8</b>	<b>39.9</b>	<b>38.5</b>	<b>62.5</b>
드라마 부문	10.9	7.1	22.0	0.6	11.4	10.8	10.9	6.2	40.7	39.3	62.1
엔터테인먼트부문	-0.3	0.3	-0.6	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-0.4	-0.8	-0.8	0.4
영업이익률(%)	13.3	9.9	17.3	0.4	9.8	8.4	8.3	6.8	10.5	8.4	11.3
드라마 부문(%)	13.8	10.4	18.2	0.6	10.5	8.6	8.5	7.6	11.1	8.9	11.5
엔터테인먼트부문(%)	-35.0	4.0	-21.2	-12.3	-14.6	1.4	0.4	-12.7	-7.0	-6.3	2.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 스튜디오드래곤의 연간 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>195.5</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>455.8</b>	<b>553.1</b>	<b>647.0</b>
(% YoY)	100.7	46.7	32.4	20.1	21.4	17.0
<b>드라마 부문</b>	<b>195.5</b>	<b>262.0</b>	<b>367.8</b>	<b>443.3</b>	<b>539.4</b>	<b>632.0</b>
<b>1. 작품 방영 매출액</b>	<b>87.8</b>	<b>131.2</b>	<b>178.1</b>	<b>204.7</b>	<b>222.3</b>	<b>250.1</b>
작품당 편성매출	4.6	5.6	6.7	6.9	6.8	7.0
작품 수 (편)	19.0	21.0	24.5	29.5	32.5	35.5
ENM 필요 작품 수 (편)	6.0	15.0	33.0	39.0	39.0	39.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	1.0	4.0	6.5	6.5	6.5	6.5
<b>2. PPL</b>	<b>32.3</b>	<b>19.0</b>	<b>27.5</b>	<b>29.5</b>	<b>33.2</b>	<b>36.9</b>
작품당 PPL	1.7	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>3. VOD 매출</b>	<b>31.2</b>	<b>44.6</b>	<b>51.9</b>	<b>59.4</b>	<b>67.4</b>	<b>75.9</b>
작품당 VOD	1.6	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
<b>4. 해외판권</b>	<b>44.2</b>	<b>67.2</b>	<b>110.2</b>	<b>141.7</b>	<b>180.6</b>	<b>207.1</b>
작품당 해외판권	2.3	3.2	4.5	4.8	5.6	5.8
└ 중국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>5. 글로벌</b>			0.0	8.0	36.0	62.0
작품당			0.0	8.0	12.0	20.7
작품수 (편)			0.0	1.0	3.0	3.0
<b>엔터테인먼트 부문</b>	<b>16.8</b>	<b>24.7</b>	<b>11.9</b>	<b>12.5</b>	<b>13.7</b>	<b>15.1</b>
<b>매출원가</b>	<b>168.4</b>	<b>239.7</b>	<b>324.0</b>	<b>398.5</b>	<b>462.6</b>	<b>532.7</b>
% of sales	86.1	85.4	87.4	83.6	82.3	81.5
<b>제작비</b>	<b>120.1</b>	<b>149.7</b>	<b>185.6</b>	<b>217.2</b>	<b>258.7</b>	<b>306.7</b>
작품당 제작비	6.3	6.4	7.6	7.9	7.9	8.1
CJ ENM 수수료	11.3	16.9	36.9	41.9	53.8	64.6
감가상각	22.0	41.0	74.9	113.1	122.7	133.1
기타	2.2	0.1	12.6	11.7	16.6	22.2
<b>판관비</b>	<b>5.9</b>	<b>14.1</b>	<b>15.7</b>	<b>18.8</b>	<b>28.1</b>	<b>32.7</b>
% of sales	3.0	4.9	4.1	4.1	5.1	5.1
매니지먼트 수수료	0.5	2.3	1.1	1.2	1.3	1.4
드라마 관련 판관비	5.4	11.8	14.5	17.5	26.7	31.3
<b>Profitability</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>43.2</b>	<b>74.0</b>	<b>114.8</b>	<b>151.6</b>	<b>185.2</b>	<b>214.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>21.2</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>38.5</b>	<b>62.5</b>	<b>81.6</b>
드라마 부문	21.2	32.2	40.7	39.3	62.1	79.9
엔터테인먼트부문	1.2	0.9	-0.8	-0.8	0.4	1.6
영업이익률 (%)	10.8	11.5	10.5	8.4	11.3	12.6
드라마 부문	10.8	12.3	11.1	8.9	11.5	12.6
엔터테인먼트부문	0.0	3.8	-7.0	-6.3	2.7	10.9

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

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤 (253450)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>286.8</b>	<b>379.6</b>	<b>455.8</b>	<b>553.1</b>	<b>647.1</b>
매출액증가율 (%)	85.7	32.4	20.1	21.4	17.0
매출원가	239.7	324.0	398.5	462.6	532.8
매출총이익	47.1	55.6	57.3	90.6	114.3
판매관리비	14.2	15.7	18.8	28.1	32.8
<b>영업이익</b>	<b>33.0</b>	<b>39.9</b>	<b>38.5</b>	<b>62.5</b>	<b>81.6</b>
영업이익률	11.5	10.5	8.4	11.3	12.6
금융손익	-2.5	6.1	5.8	6.2	6.9
증속/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	44.0	68.4	88.2
법인세비용	6.4	9.8	9.5	14.7	19.0
<b>당기순이익</b>	<b>23.9</b>	<b>35.8</b>	<b>34.6</b>	<b>53.7</b>	<b>69.3</b>
지배주주지분 순이익	23.9	35.8	34.6	53.7	69.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-7.2</b>	<b>-29.1</b>	<b>114.6</b>	<b>153.2</b>	<b>179.0</b>
당기순이익(손실)	23.9	35.8	34.6	53.7	69.3
유형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	41.0	75.0	113.1	122.7	133.1
운전자본의 증감	-72.9	-139.4	-27.6	-17.2	-16.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-141.0</b>	<b>140.6</b>	<b>-145.0</b>	<b>-157.6</b>	<b>-152.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	0.1	-30.7	-30.9	-11.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>188.1</b>	<b>-9.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>19.7</b>	<b>19.3</b>
차입금의 증감	-18.0	-7.9	0.0	20.0	20.0
자본의 증가	207.8	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.8	101.7	-30.5	15.2	45.7
기초현금	11.5	51.3	153.0	122.6	137.8
기말현금	51.3	153.0	122.6	137.8	183.5

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>289.9</b>	<b>247.2</b>	<b>234.8</b>	<b>273.1</b>	<b>341.0</b>
현금및현금성자산	51.3	153.0	122.6	137.8	183.4
매출채권	54.9	68.8	82.6	100.2	117.2
재고자산	1.3	0.6	0.7	0.8	1.0
<b>비유동자산</b>	<b>169.6</b>	<b>265.2</b>	<b>302.1</b>	<b>342.8</b>	<b>369.1</b>
유형자산	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
무형자산	127.5	198.5	205.1	215.1	230.5
투자자산	3.8	3.7	34.4	65.2	76.3
<b>자산총계</b>	<b>459.5</b>	<b>512.4</b>	<b>536.9</b>	<b>615.9</b>	<b>710.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>90.7</b>	<b>108.2</b>	<b>98.1</b>	<b>123.1</b>	<b>147.9</b>
매입채무	6.1	19.6	23.5	28.5	33.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	20.0	40.0
유동성장기부채	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>0.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>91.0</b>	<b>111.1</b>	<b>101.1</b>	<b>126.3</b>	<b>151.3</b>
<b>자본금</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>
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	102.2	156.0	225.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>368.4</b>	<b>401.3</b>	<b>435.9</b>	<b>489.6</b>	<b>558.8</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SPS	12,628	13,539	16,239	19,687	23,030
EPS(지배주주)	1,050	1,278	1,232	1,912	2,465
CFPS	3,068	3,930	5,402	6,587	7,635
EBITDAPS	3,271	4,108	5,409	6,597	7,644
BPS	13,141	14,305	15,513	17,425	19,890
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(Valuation(Multiple))					
PER	61.9	72.3	65.7	42.8	33.2
PCR	21.2	23.5	15.0	12.4	10.7
PSR	5.1	6.8	5.0	4.2	3.6
PBR	4.9	6.5	5.2	4.7	4.1
EBITDA	74.3	115.2	151.8	185.3	214.8
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.1	11.7	10.0
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	9.5	9.3	8.3	11.6	13.2
EBITDA 이익률	25.9	30.3	33.3	33.5	33.2
부채비율	24.7	27.7	23.2	25.8	27.1
금융비용부담률	0.6	0.0	0.0	0.1	0.1
이자보상배율(x)	19.0	343.0	779.2	223.7	110.3
매출채권회전율(x)	6.2	6.1	6.0	6.1	6.0
재고자산회전율(x)	443.0	405.4	716.2	719.7	707.7

Industry Brief  
2020. 1. 9

▲ 엔터/레저  
Analyst 이효진  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr  
RA 문경원  
02. 6454-4881  
yeongwon.moon@meritz.co.kr

# 제이콘텐트리 036420

## 제 가치를 찾아 가는 방송 부문

- ✓ 4분기 실적은 예상 수준에 부합할 전망
- ✓ 넷플릭스와 판매 계약 체결로 리콜률 상승 전망. 평균 판권 가격 크게 오를 것
- ✓ '20년 방송 부문 영업이익은 '19년 대비 103% 상승 전망
- ✓ 프로젝트 수익률 미진은 동 이벤트로 해소될 것으로 보여 할인율 축소, 적정주가 기준 4만원에서 5만원으로 상향하며 투자의견 또한 Hold에서 Buy로 상향

### Buy

적정주가 (12개월)	50,000 원
현재주가 (1.8)	40,850 원
상승여력	22.4%
KOSPI	2,175.54pt
시가총액	5,885억원
별행주식수	1,441만주
유동주식비율	65.58%
외국인비중	4.63%
52주 최고/최저가	57,900원/32,250원
평균거래대금	53.3억원
주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 1인	33.32
국민연금공단	11.00
한국투자신탁운용	5.02
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	6.1 -15.2 -20.7
상대주가	1.5 -17.8 -25.7
주가그래프	



### 4분기는 컨센서스 수준의 이익 전망

4분기 제이콘텐트리의 매출액과 영업이익은 각각 1,572억원(+17.9% YoY)과 130억원(+204% YoY)으로 컨센서스와 유사한 실적을 전망한다. 부문별로는, 메가박스 72억원, JTBC콘텐트허브 21억원, 그리고 본사 31억원으로 추정한다. 2019년 연간 부진했던 해외 판권 매출이 4분기 집중되며 매출 성장은 두드러지나 3분기까지 누적된 작품들의 감가상각이 일어날 수 있는 점을 반영했다.

### 투자의견 및 적정주가 상향

동사 또한 2020년부터 3년간 20여개 작품을 넷플릭스에 판매하는 계약을 체결했다. 이는 전체 리콜률이 크게 상승하는 계기가 될 전망인데, 당사는 이 계약을 통해 '19년 28억원에 불과했던 편당 해외 판권 가격이 '20년 38억원으로 39%(YoY) 상승할 것으로 본다. 편당 제작비 19% 상승, 방송사 리콜률 5%p 하락을 가정 시 2020년 제이콘텐트리 방송 부문(연결-메가박스) 매출액과 영업이익은 각각 3,178억원(+38.5% YoY) 및 327억원(+103% YoY)으로 전망된다.

제이콘텐트리에 대한 적정주가를 기준 4만원에서 5만원으로 상향한다. 넷플릭스 계약은 기준보다 높아진 리콜률이 예상되는데 이는 프로젝트 수익률을 상승으로 이어질 전망이다. 이를 반영하여 1) 2020년 영업이익을 28% 상향했고, 2) 할인율을 기준 30%에서 20%로 축소했다. 프로젝트 수익률이 부진한 점에 근거해 경쟁사 대비 할인율 적용해 왔는데, 동 이벤트는 수익률을 상승시키는 점을 감안해 할인율을 축소했다. 다만 1) 지분율 할인에 해당되는 JTBC 콘텐트허브의 몫으로 이익이 희석될 가능성, 2) 경쟁사 대비 미진한 글로벌 진출을 감안해 할인율 유지한다. 상승여력 확대로 투자의견을 Buy로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	420.3	33.4	6.4	533	-51.4	13,105	97.5	4.0	14.8	5.3	180.8
2018	511.3	34.8	18.5	1,448	122.7	23,391	30.8	1.9	9.8	7.4	95.1
2019E	557.7	55.6	24.4	1,691	29.3	25,082	22.8	1.5	6.0	7.0	66.0
2020E	644.8	68.2	32.5	2,253	27.6	27,335	18.1	1.5	5.5	8.6	65.8
2021E	681.5	75.8	37.3	2,587	14.0	29,922	15.8	1.4	4.8	9.0	61.7

표11 제이콘텐트리 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	157.2	133.4	17.9	143.0	9.9	147.6	6.5
영업이익	13.0	4.2	207.3	15.3	-15.2	14.4	-10.0
세전이익	11.9	0.3	4,326.5	12.2	-2.2	12.1	-1.5
지배순이익	7.2	1.6	350.8	4.2	73.0	6.4	12.7

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표12 2018~2020 JTBC 드라마 라인업

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2018	미스티	2.2-3.24	글앤그림미디어	제인	모완일	김남주, 지진희	16부	금토드라마
	으라차차 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	스튜디오엔뉴	문유석	곽정환	고아라, 엘	16부	월화드라마
	스케치	5.25-7.14	DH, 네오 엔트	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	아트엔컬쳐	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	스튜디오엔뉴, 용필름	임매아리	백종열	서현진, 이민기	16부	월화드라마
	SKY 캐슬	11.23-19.2.1	DH, HB엔터	유현미	조현탁	엄정아, 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
	으라차차 와이키키 시즌2	3.25~5.28	DH, 씨제스엔터	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	스튜디오엔뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	금토드라마
	열여덟의 순간	7.22~9.10	DH, 키이스트	윤경아	심나연	옹성우, 김향기	16부	월화드라마
	멜로가 체질	8.9~9.28	삼화네트웍스	이병헌, 김영영	이병헌, 김해영	천우희, 안재홍, 공명	16부	금토드라마
	꽃파당: 조선혼담공작소	9.16~11.5	JP E&M, 블러썸스토리	김이랑	김가람	김민재, 공승연	16부	월화드라마
	나의 나라	10.4~11.23	셀트리온 엔터테인먼트	채승대	김진원	양세종, 우도환, 김설현	20부	금토드라마
	보좌관 2	11.11~12.10	스튜디오엔뉴	이대일	곽정환	이정재, 신민아	10부	월화드라마
	초콜릿	11.29~20.1.12	JYP픽쳐스	이경희	이형민	하지원	16부	금토드라마
	검사내전	12.16~20.2.4	에스피스	이범익, 서자연	이태곤	이선균, 정려원	16부	월화드라마
2020	이태원 클라쓰	1.31~3.21	쇼박스, 지음	광진	김성윤	박서준, 김다미	16부	금토드라마
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	2월~	에이스팩토리	한가람	한지승	서강준, 박민영	16부	월화드라마
	부부의 세계	3월~		주현	모완일	박해준, 김희애	16부	금토드라마
	모범형사	4월~		최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리야	16부	
	쌍갑포차	5월~	DH, 삼화네트웍스	하운아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목드라마
	우아한 친구들	5월~		박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	16부	금토드라마
	에이틴 어게인	6월~		김도연, 안은빈 최이윤	하병훈	김하늘, 이도현(검토중)	12부	
	우리, 사랑했을까	7월~		이승진	김도형	송지효, 손호준	16부	수목드라마

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

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

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

표13 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	396.2	5,520.0	3,341.7	1,280.5	4,510.1	689.7	634.2	1,412.4	1,687.1
	2020E	410.7	5,493.3	3,337.4	1,331.2	4,575.5	709.0	743.6	1,565.4	1,814.0
영업이익	2018	45.2	265.0	388.4	94.2	492.9	1.3	N/A	192.2	70.6
	2019E	83.7	220.3	382.0	111.0	785.8	43.6	157.1	247.7	95.6
	2020E	96.4	238.4	407.7	105.9	812.6	49.9	171.8	273.3	109.8
EBITDA	2018	102.6	802.8	649.5	196.0	813.4	56.1	N/A	270.9	215.6
	2019E	151.0	767.5	780.8	256.4	1,065.7	95.4	244.8	298.5	434.2
	2020E	161.0	778.5	785.3	260.9	1,102.3	102.7	262.1	331.5	453.8
순이익	2018	22.8	110.1	213.8	59.5	284.3	0.2	N/A	226.1	(127.9)
	2019E	68.9	(93.8)	234.0	51.4	365.5	20.4	104.6	167.8	(14.0)
	2020E	78.0	(52.6)	264.4	67.8	398.5	24.5	116.2	190.5	7.1
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)	2.1	0.7	0.3	0.1	0.0	0.1	(0.7)
	2020E	1.2	(0.5)	2.3	0.8	0.3	0.1	0.0	0.1	0.3
PER (배)	2018	25.5	13.6	15.4	19.8	14.9	1,650.0	N/A	17.9	N/A
	2019E	19.2	N/A	16.1	36.8	10.7	25.7	8.4	25.7	N/A
	2020E	17.3	N/A	14.9	31.2	9.8	21.2	7.5	22.4	108.7
EV/EBITDA (배)	2018	11.1	7.8	8.9	8.6	10.2	10.0	N/A	11.2	8.6
	2019E	8.7	14.2	8.8	12.3	10.3	7.1	6.3	12.3	3.5
	2020E	8.1	14.0	8.7	12.1	10.0	6.6	5.9	11.1	3.3
ROE (%)	2018	4.4	6.3	15.1	11.1	12.7	0.1	N/A	13.9	(67.0)
	2019E	9.7	(7.5)	16.5	9.2	12.5	6.6	8.8	10.0	(9.7)
	2020E	10.1	(3.8)	15.1	10.0	10.7	7.8	8.3	10.7	2.9
ROA (%)	2018	2.6	1.1	4.8	4.2	4.9	0.0	N/A	9.4	(6.0)
	2019E	8.0	1.6	6.4	N/A	4.0	2.6	7.3	7.0	(0.6)
	2020E	8.9	1.9	5.6	N/A	4.4	3.1	6.9	7.6	0.6
상대수익률 (%)	1W	0.8	(2.0)	(0.8)	(0.5)	1.2	(2.0)	N/A	9.3	(5.2)
	1M	(7.0)	(13.9)	(3.8)	33.8	(1.6)	16.1	N/A	6.9	(14.4)
	3M	(10.5)	(35.2)	(17.4)	36.5	(2.7)	29.9	N/A	12.9	(6.8)
	6M	(4.2)	(26.0)	(15.6)	40.7	(13.6)	32.8	N/A	3.2	(14.0)
	1Y	(16.9)	(61.1)	(32.7)	7.6	(24.3)	13.5	N/A	(8.2)	(25.3)
	YTD	2.1	(1.7)	(0.1)	(0.3)	0.6	(2.0)	N/A	9.3	(5.2)
	1W	1.3	(1.5)	(0.4)	(0.1)	1.0	0.0	N/A	9.9	(7.2)
절대수익률 (%)	1M	(4.3)	(11.4)	(1.0)	35.1	3.0	18.0	N/A	12.6	(11.6)
	3M	0.1	(27.5)	(7.6)	43.9	3.2	34.3	N/A	18.8	(2.0)
	6M	4.2	(19.5)	(8.2)	46.7	(13.3)	35.7	N/A	7.9	(10.3)
	1Y	4.5	(51.1)	(15.4)	26.5	(16.4)	35.2	N/A	11.5	(20.7)
	YTD	2.3	(1.5)	0.1	0.3	1.0	0.0	N/A	9.9	(7.2)

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표14 제이콘텐트리 연간 연결실적 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>335.2</b>	<b>420.3</b>	<b>511.3</b>	<b>557.7</b>	<b>644.8</b>	<b>681.5</b>
YoY (%)	9.6	25.4	21.6	9.1	15.6	5.7
방송	82.1	161.8	231.6	275.7	389.9	428.9
JTBC 콘텐츠허브	82.1	126.9	161.7	190.8	244.7	269.3
IP 투자	-	34.8	69.9	84.9	145.2	159.6
메가박스	255.1	290.9	317.2	328.3	327.0	334.8
(연결 및 조정)	-2.0	-32.3	-37.5	-46.3	-72.1	-82.2
매출원가	152.6	199.8	273.8	301.8	415.9	507.0
매출총이익	182.5	220.6	237.5	255.9	228.8	174.5
매출총이익률(%)	54.5	52.5	46.4	45.9	35.5	25.6
판매관리비	153.6	187.2	202.7	200.3	160.6	98.7
<b>영업이익</b>	<b>28.9</b>	<b>33.3</b>	<b>34.7</b>	<b>55.6</b>	<b>68.2</b>	<b>75.8</b>
방송	8.4	11.7	12.1	17.3	34.3	39.2
JTBC 콘텐츠허브	8.4	9.9	7.1	15.2	22.3	25.8
IP 투자	-	1.8	5.0	2.1	12.0	13.4
메가박스	22.3	25.9	21.4	39.5	35.5	38.1
<b>영업이익률(%)</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>	<b>6.8</b>	<b>10.0</b>	<b>10.6</b>	<b>11.1</b>
방송	10.2	7.2	5.2	6.3	8.8	9.1
JTBC 콘텐츠허브	10.2	7.8	4.4	8.0	9.1	9.6
IP 투자	N/A	5.2	7.2	2.5	8.2	8.4
메가박스	8.7	8.9	6.7	12.0	10.9	11.4

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

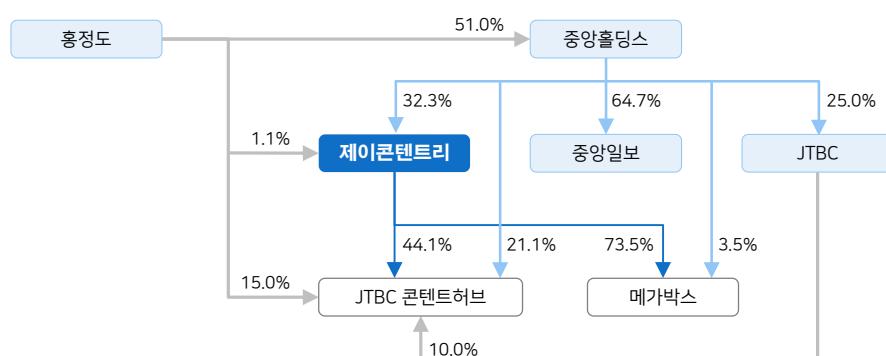
자료: 제이콘텐트리, 메리츠종금증권 리서치센터

표15 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 50,000원: 실적 추정치 상향 및 할인율 축소

(십억원)	적용 value (배)	EBITDA	가치	주당 가치 (원)	비고
방송부문 (1)	12.6	51.2	642.6	44,600	JTBC콘텐트허브 지분율을 고려한 2020년 EBITDA에 peer EBITDA 적용배수 15.7배(스튜디오드래곤 적용 밸류에이션)를 20% 할인해 적용함
JTBC콘텐트허브		32.7			44% 지분 보유
본사 드라마 투자		36.7			제이콘텐트리 본사의 사업
영화부문 (2)	5.6	54.0	222.2	15,422	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 대비 20% 할인 적용 후 지분율 73.5% 반영
순차입금 (3)		134.8	9,356	3Q19말 기준	
<b>(1) + (2) - (3)</b>	<b>729.9</b>	<b>50,666.7</b>			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 제이콘텐트리 지배구조



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표16 제이콘텐트리 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>JTBC콘텐트허브 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)</b>											
<b>매출액</b>	<b>30.1</b>	<b>50.3</b>	<b>35.5</b>	<b>45.7</b>	<b>45.3</b>	<b>43.2</b>	<b>40.6</b>	<b>61.7</b>	<b>161.7</b>	<b>190.8</b>	<b>244.7</b>
작품 방영 매출	5.5	13.5	11.8	19.1	20.9	10.5	14.0	30.6	66.4	76.0	78.3
작품당 매출액	5.5	6.7	7.0	7.5	7.0	7.5	7.0	7.9	7.4	7.6	7.8
작품수 (편)	1.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	2.0	2.0	9.0	10.0	10.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	3.5	2.5	3.0	3.0	4.0	3.0	3.0	2.0	11.0	12.0	17.0
VOD매출	11.6	14.8	13.2	14.5	16.3	18.1	22.5	17.6	13.2	15.8	18.7
드라마	2.0	2.3	3.1	5.8	6.4	2.4	3.4	3.6	13.2	15.8	18.7
편당 VOD	0.6	0.9	1.0	1.9	2.1	0.8	1.1	0.9	1.2	1.3	1.1
드라마 外	9.6	12.5	10.1	8.6	9.9	15.7	19.1	13.9	34.4	58.6	65.6
해외판권	4.5	14.1	10.5	12.1	8.1	14.6	12.2	13.6	39.3	48.6	82.1
드라마 (중국 外)	2.5	10.0	6.8	6.5	5.5	5.0	8.5	12.0	25.8	31.0	65.0
중국 向	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2	0
드라마 外	2.0	4.1	3.7	5.6	0.6	9.6	3.7	1.6	13.5	15.6	17.1
<b>영업이익</b>	<b>0.5</b>	<b>4.2</b>	<b>2.1</b>	<b>0.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>	<b>2.1</b>	<b>7.1</b>	<b>15.2</b>	<b>22.3</b>
영업이익률(%)	1.6	8.4	6.0	0.7	10.6	10.4	9.3	3.5	4.6	7.6	9.1
<b>IP투자 (드라마 및 영화투자)</b>											
<b>매출액</b>	<b>17.4</b>	<b>13.8</b>	<b>19.9</b>	<b>18.7</b>	<b>17.2</b>	<b>20.6</b>	<b>18.1</b>	<b>29.0</b>	<b>69.9</b>	<b>84.9</b>	<b>145.2</b>
% YoY	368.2	8.6	120.1	102.1	-1.4	49.3	-8.9	54.9	100.7	21.5	71.0
<b>영업이익</b>	<b>0.2</b>	<b>1.8</b>	<b>0.8</b>	<b>2.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>1.0</b>	<b>3.1</b>	<b>5.0</b>	<b>2.1</b>	<b>12.0</b>
영업이익률(%)	0.9	13.2	4.2	11.7	4.1	-13.1	5.5	10.6	7.2	2.5	8.2
<b>메가박스</b>											
<b>매출액</b>	<b>70.4</b>	<b>64.8</b>	<b>102.2</b>	<b>79.7</b>	<b>73.8</b>	<b>82.0</b>	<b>91.5</b>	<b>81.0</b>	<b>317.2</b>	<b>328.3</b>	<b>327.0</b>
상영매출	38.3	57.7	63.9	49.9	43.2	48.6	53.3	48.4	195.5	193.5	190.3
매점매출	9.9	13.3	17.5	13.2	14.2	15.5	16.2	13.5	55.1	59.3	57.3
기타매출	22.2	-6.2	9.2	8.2	7.0	9.8	9.7	9.7	30.5	36.2	36.1
% YoY	3.1	13.1	21.0	-1.3	4.8	26.5	-10.5	1.6	9.0	3.5	-0.4
상영매출	1.4	76.2	46.2	13.3	-2.3	29.5	-16.5	-3.0	23.5	-1.0	-1.6
매점매출	-8.1	43.7	41.7	7.5	18.0	24.9	-7.7	2.3	23.5	7.6	-3.5
기타매출	12.5	-140.5	-67.5	-66.4	7.2	49.4	5.3	18.0	-65.3	18.6	-0.3
<b>영업이익</b>	<b>3.1</b>	<b>1.7</b>	<b>15.0</b>	<b>1.7</b>	<b>5.5</b>	<b>15.6</b>	<b>11.1</b>	<b>7.2</b>	<b>21.4</b>	<b>39.5</b>	<b>35.5</b>
영업이익률(%)	4.4	2.6	14.7	2.1	7.5	19.0	12.2	8.9	6.7	12.0	10.9
<b>Total</b>											
<b>매출액</b>	<b>109.6</b>	<b>111.3</b>	<b>157.0</b>	<b>133.4</b>	<b>126.3</b>	<b>131.1</b>	<b>143.0</b>	<b>157.2</b>	<b>511.3</b>	<b>557.7</b>	<b>644.8</b>
JTBC콘텐트허브	30.1	50.3	35.5	45.7	45.3	43.2	40.6	61.7	161.7	190.8	244.7
IP투자	17.4	13.8	19.9	18.7	17.2	20.6	18.1	29.0	69.9	84.9	145.2
메가박스	70.4	64.8	102.2	79.7	73.8	82.0	91.5	81.0	317.2	328.3	327.0
연결조정	-8.4	-17.7	-0.6	-10.8	-10.0	-14.7	-7.1	-14.5	-37.5	-46.3	-72.1
<b>영업이익</b>	<b>4.0</b>	<b>8.2</b>	<b>18.2</b>	<b>4.3</b>	<b>11.1</b>	<b>16.3</b>	<b>15.3</b>	<b>13.0</b>	<b>34.7</b>	<b>55.6</b>	<b>68.2</b>
JTBC콘텐트허브	0.9	4.8	2.1	0.3	4.8	4.5	3.8	2.1	7.1	15.2	22.3
IP투자	0.2	1.8	0.8	2.2	0.7	-2.7	1.0	3.1	5.0	2.1	12.0
메가박스	3.1	1.7	15.0	1.7	5.5	15.6	11.1	7.2	21.4	39.5	35.5
연결조정	-0.1	-0.1	0.3	0.1	0.1	-1.1	-0.7	0.5	1.2	-1.2	-1.6

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

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 제이콘텐트리 (036420)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>420.3</b>	<b>511.3</b>	<b>557.7</b>	<b>644.8</b>	<b>681.5</b>
매출액증가율 (%)	25.4	21.6	9.1	15.6	5.7
매출원가	199.8	273.8	301.8	415.9	507.0
매출총이익	220.6	237.5	255.9	228.8	174.5
판매관리비	187.2	202.7	200.3	160.6	98.7
<b>영업이익</b>	<b>33.4</b>	<b>34.8</b>	<b>55.6</b>	<b>68.2</b>	<b>75.8</b>
영업이익률	7.9	6.8	10.0	10.6	11.1
금융손익	-5.0	-3.5	-0.5	0.4	1.6
증속/관계기업손익	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.0	2.4	-6.0	-6.0	-6.0
세전계속사업이익	24.4	33.6	49.1	62.6	71.3
법인세비용	13.5	8.0	11.7	14.9	17.0
<b>당기순이익</b>	<b>10.9</b>	<b>25.6</b>	<b>37.4</b>	<b>47.7</b>	<b>54.3</b>
지배주주지분 순이익	6.4	18.5	24.4	32.5	37.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-3.5</b>	<b>24.8</b>	<b>83.9</b>	<b>105.7</b>	<b>116.0</b>
당기순이익(손실)	10.9	25.6	37.4	47.7	54.3
유형자산상각비	16.3	17.7	20.2	18.7	17.5
무형자산상각비	9.6	24.6	33.1	35.2	42.4
운전자본의 증감	-42.0	-53.5	-6.8	4.2	1.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-75.2</b>	<b>-47.8</b>	<b>-32.9</b>	<b>-80.7</b>	<b>-77.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-32.9	-28.8	-20.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-14.1	-0.9	-6.1	-11.4	-4.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>72.8</b>	<b>115.2</b>	<b>-114.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
차입금의 증감	-44.1	-33.9	-114.0	0.1	0.1
자본의 증가	69.7	154.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.9	92.2	-63.0	25.1	38.9
기초현금	55.3	49.4	141.6	78.6	103.7
기말현금	49.4	141.6	78.6	103.7	142.5

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>208.4</b>	<b>342.1</b>	<b>273.9</b>	<b>329.5</b>	<b>381.3</b>
현금및현금성자산	49.4	141.6	78.5	103.7	142.5
매출채권	61.6	77.1	84.1	97.2	102.8
재고자산	23.7	32.9	45.8	52.9	56.0
<b>비유동자산</b>	<b>453.6</b>	<b>479.1</b>	<b>486.8</b>	<b>509.3</b>	<b>524.7</b>
유형자산	192.8	208.5	208.3	199.6	192.1
무형자산	84.4	87.5	89.3	109.2	127.3
투자자산	81.4	82.3	88.3	99.6	104.4
<b>자산총계</b>	<b>661.9</b>	<b>821.2</b>	<b>760.7</b>	<b>838.8</b>	<b>906.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>288.7</b>	<b>271.1</b>	<b>170.9</b>	<b>196.8</b>	<b>207.7</b>
매입채무	16.2	15.1	16.5	19.1	20.1
단기차입금	60.4	62.9	4.9	4.9	4.9
유동성장기부채	80.8	56.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>137.5</b>	<b>129.2</b>	<b>131.6</b>	<b>136.1</b>	<b>138.0</b>
사채	55.4	37.1	37.1	37.1	37.1
장기차입금	38.8	43.2	43.2	43.2	43.2
<b>부채총계</b>	<b>426.2</b>	<b>400.3</b>	<b>302.5</b>	<b>332.9</b>	<b>345.8</b>
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	119.8	152.3	189.6
비지배주주지분	77.3	84.0	96.9	112.1	129.2
<b>자본총계</b>	<b>235.7</b>	<b>420.9</b>	<b>458.3</b>	<b>505.9</b>	<b>560.3</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	34,771	40,127	38,710	44,753	47,302
EPS(지배주주)	533	1,448	1,691	2,253	2,587
CFPS	5,088	7,269	7,142	8,056	8,997
EBITDAPS	4,899	6,042	7,559	8,473	9,413
BPS	13,105	23,391	25,082	27,335	29,922
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	97.5	30.8	22.8	18.1	15.8
PCR	10.2	6.1	5.4	5.1	4.5
PSR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
PBR	4.0	1.9	1.5	1.5	1.4
EBITDA	59.2	77.0	108.9	122.1	135.6
EV/EBITDA	14.8	9.8	6.0	5.5	4.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.3	7.4	7.0	8.6	9.0
EBITDA 이익률	14.1	15.1	19.5	18.9	19.9
부채비율	180.8	95.1	66.0	65.8	61.7
금융비용부담률	2.1	1.6	1.0	0.6	0.5
이자보상배율(x)	3.8	4.2	9.8	18.3	20.3
매출채권회전율(x)	9.0	7.4	6.9	7.1	6.8
재고자산회전율(x)	17.9	18.1	14.2	13.1	12.5

Industry Brief  
2020. 1. 9

▲ 엔터/레저  
Analyst 이효진  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr  
RA 문경원  
02. 6454-4881  
yeongwon.moon@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	45,000 원
현재주가 (1.8)	35,100 원
상승여력	28.2%
KOSDAQ	640.94pt
시가총액	8,230억원
발행주식수	2,345만주
유동주식비율	80.64%
외국인비중	17.25%
52주 최고/최저가	52,200원/27,050원
평균거래대금	86.4억원
주요주주(%)	
이수만 외 7 인	19.22
국민연금공단	9.29
KB자산운용	8.38
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.4 -8.8 -32.8
상대주가	-7.3 -4.9 -29.9

### 주가그래프



# 에스엠 041510

## 주주 행동주의가 아니라면 망망한 시기

- ✓ 4분기 영업이익은 160억원으로 컨센서스 하회 전망
- ✓ 엑소 리패키지 앨범이 1분기로 이연되며 별도 감익 전망되기 때문
- ✓ 2020년 핵심 이익 창출 그룹의 활동 감소, 신인 그룹 론칭을 고려했을 때 별도 영업이익 YoY 감소할 가능성 높아
- ✓ 주주 행동주의를 통한 이익 개선 기대감에 기반, Buy 투자의견 유지

### 엑소 리패키지 앨범은 1분기로 이연

에스엠의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,019억원(-3.2% YoY)과 160억원(+5.1% YoY)로 컨센서스를 하회할 전망이다. 4Q18에는 엑소의 정규/리패키지 앨범 합산 약 200만장이 판매된 바 있으나 4Q19에는 정규 앨범만이 발매되어 앨범 판매량이 YoY 23% 감소, 별도 기준 영업이익을 119억원(-28.9% YoY)로 추정하는 점이 감익의 주요인이다. 연결 자회사 합산 이익은 3분기와 유사할 것으로 전망된다.

### Next EXO가 필요한 시점

현재 동사의 보유 아티스트 중 NCT를 제외하고는 유의미한 팬덤 성장을 보이는 그룹이 부재하다. 특히 2020년 동사는 신인 걸그룹과 보이그룹 론칭을 예고한 바 있는데 신인의 경우 일반적으로 데뷔 3년차까지는 투자기에 해당한다. 반면 동방신기, 엑소 등 이익 상당수를 담당하는 그룹의 앨범 발매, 콘서트 규모는 2019년 대비 감소할 전망으로 2020년 별도 영업이익은 365억원으로 YoY 4.0% 감소할 전망이다.

SM Japan을 제외한 자회사 합산 영업이익은 2019년 -94억원으로 전년 대비 약 36억원 적자 폭을 줄였다. 자회사 적자폭 축소를 통해 2020년 연결 영업이익은 452억원(+6.2% YoY)으로 소폭 상승할 전망이다.

지난 하반기부터 높아진 주주들의 비핵심 자회사 정리 등 주주 행동주의를 통한 이익 개선 기대감이 주주총회까지 불씨가 살아날 가능성을 고려해 Buy 투자의견을 유지한다.

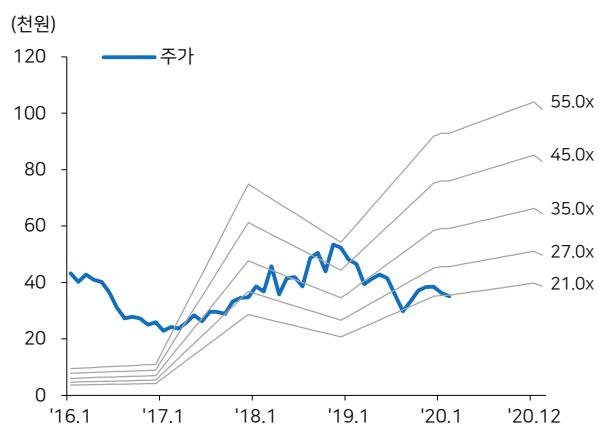
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	365.4	10.9	4.3	199	-210.4	15,824	174.5	2.2	21.5	1.3	83.1
2018	612.2	47.8	30.6	1,361	-581.2	18,424	38.4	2.8	12.9	8.0	74.0
2019E	665.8	42.6	16.5	707	-41.9	18,317	54.4	2.1	10.6	3.9	79.2
2020E	698.3	45.2	32.8	1,399	90.4	19,267	25.1	1.8	9.3	7.4	80.4
2021E	735.1	43.5	35.5	1,516	12.9	20,333	23.2	1.7	9.5	7.7	81.4

표17 에스엠 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	201.9	208.5	-3.2	173.5	16.4	217.2	-7.1
영업이익	16.0	15.2	5.1	19.9	-19.8	21.4	-25.2
세전이익	13.1	8.8	48.0	21.6	-39.6	20.9	-37.5
지배순이익	8.6	8.0	8.2	8.3	3.7	13.2	-34.3

자료: 에스엠, 메리츠종금증권 리서치센터

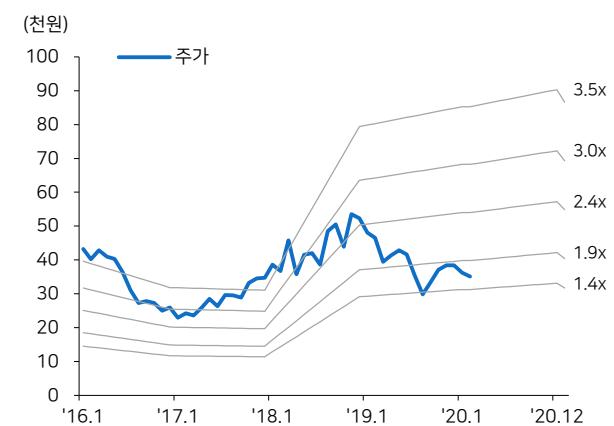
그림2 에스엠 12M Fwd PER 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 에스엠 12M Fwd PBR 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표18 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>동방신기</b> (2004 데뷔, '13,'18 재계약)	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 8/3,4,5 SME타운 도쿄 참석	10/26 일본 정규 'XV' (15.5만장) 10~12월 일본 둠 투어 9회(41.8만명)	1/11~13, 1/17~19 나고야돔 3회, 오사카돔 3회 (29.7만명 예상)
<b>슈퍼주니어</b> (2005 데뷔, '15 재계약)	4월 D&E 땡겨 미니3집(8.3만장) 4/13~14 D&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 SME타운 도쿄 참석 8/27,28 D&E 일본 홀투어 2회 (1.6만명)	10/4 정규앨범 'Time_Slip' (42.7만장) 10월 올림픽 체조경기장 (2회, 2.8만명) 10월 일본 아레나3회 (3회, 11.1만명) 11/23~12/15 동남아 3회	1/11~1/19 동남아 3회 2/7~3/26 일본 아레나 7회 (13만명 추정)
<b>샤이니</b>	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 SME타운 도쿄 참석 8~9월 태민 일본 아레나 9회 (14만명)		
<b>엑소</b> (2012 데뷔, 10년)	4월 첸 사월, 꽃 미니1집(21만장) 4/16~17 일본, 사이타마아레나(2회, 6만명) 4월 일본 고베월드홀 (27~29일, 3회, 2.7만명) 5/7 시우민 군입대 6/29~30 일본 팬미팅 3회 (4.5만명)	7/1 일본 팬미팅 2회 (3만명) 7/19~28 체조경기장 6회 (8.5만명) 7월 유닛/백현 미니앨범 7/6~8/25 Lay 솔로 중국 4회, 동남아 1회 8/11~9/29 중국, 동남아 9회 8/3,4,5 SME타운 도쿄 참석	10/11~12/22 일본 아레나 10회 (12.6만명) 11/24 싱글앨범 BIRD 11/27 정규앨범 'OBSESSION' (56.3만장) 12/29~31 올림픽체조경기장 3회 (4.5만명)	
<b>레드벨벳</b> (2014 데뷔) 2021년 만료	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 SME타운 도쿄 참석 8/20 'The ReVe Festival-Day 2' 미니 앨범	11/23,24 화정체육관 2회(0.8만명) 12월 리파키지앨범 'The ReVe Festival- Finale'	1/11~3/8 일본 아레나투어 5회 (6.9만명)
<b>NCT</b> (2016 데뷔) 2023년 만료	4월 NCT 127 일본 정규앨범 Awaken 4~5월 미주투어(4.24~5.21, 12회) 5/24 NCT 127 'We Are Superhuman' 미니앨범 6월 러시아 콘서트(26&29, 2회)	7월 러시아&영국 콘서트 8/3,4,5 SME타운 도쿄 참석 8월 동남아 투어 3회 가정 9월 일본 미니 앨범 가정 9월 일본(15회, 14만명) 추정	11/15~17 NCT Dream 장충체육관 3회 (1.3만명) 12/18,19 일본 아레나 2회 (3.2만명)	1/4~2/24 NCT127 일본 아레나투어 6회 (5.7만명 예상)
<b>슈퍼 M</b>			10/4 미니앨범 Jopping (17.2만장) 11/18 싱글앨범 Let's go Everywhere 11/11~19 미주 5회	1/30~2/6 미주, 유럽 7회

자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 에스엠 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출 추정</b>																
<b>매출</b>	<b>41.0</b>	<b>40.0</b>	<b>61.0</b>	<b>74.0</b>	<b>59.4</b>	<b>60.5</b>	<b>65.7</b>	<b>95.9</b>	<b>57.0</b>	<b>64.6</b>	<b>83.7</b>	<b>94.2</b>	<b>216.1</b>	<b>281.6</b>	<b>299.6</b>	<b>341.4</b>
음반/음원 사업	13.4	12.4	32.3	28.1	21.3	22.8	18.2	49.5	23.6	26.7	33.9	45.9	86.2	111.8	130.1	150.4
음반 매출	5.9	5.3	22.2	14.0	11.6	12.1	8.8	34.2	8.4	13.3	17.6	28.3	47.4	66.7	67.6	80.0
음원 매출	7.5	7.2	10.2	13.9	9.7	10.6	9.4	15.3	15.2	13.4	16.2	17.6	38.8	45.0	62.4	70.4
<b>매니지먼트 사업</b>	<b>27.1</b>	<b>28.0</b>	<b>28.4</b>	<b>46.4</b>	<b>38.1</b>	<b>37.8</b>	<b>47.5</b>	<b>46.4</b>	<b>33.4</b>	<b>37.8</b>	<b>49.9</b>	<b>48.4</b>	<b>129.9</b>	<b>169.8</b>	<b>169.5</b>	<b>191.1</b>
출연료 등	10.6	13.8	9.7	18.0	18.8	13.5	19.7	7.7	13.1	13.6	19.1	17.9	52.1	59.7	63.6	75.3
광고	8.2	3.8	8.3	5.5	5.2	7.0	10.0	6.0	6.5	5.3	6.8	6.8	25.9	28.2	25.4	26.7
초상 외	8.3	10.4	10.3	22.9	14.1	17.3	17.8	32.7	13.9	18.9	24.0	23.6	51.9	81.9	80.5	89.0
<b>% YoY</b>																
<b>매출</b>	<b>-16.4</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.7</b>	<b>48.4</b>	<b>46.7</b>	<b>49.6</b>	<b>8.3</b>	<b>28.8</b>	<b>-4.1</b>	<b>6.7</b>	<b>27.4</b>	<b>-1.7</b>	<b>6.9</b>	<b>30.3</b>	<b>6.4</b>	<b>14.0</b>
음반/음원 사업	40.2	-33.7	152.5	26.8	59.0	83.0	-43.7	76.4	10.6	17.3	86.3	-7.3	36.4	29.6	16.4	15.6
음반 매출	21.2	-59.2	204.1	-1.3	95.3	128.3	-60.4	144.1	-27.6	9.9	100.0	-17.3	20.4	40.6	1.3	18.4
음원 매출	62.2	24.1	61.9	96.1	30.0	47.2	-7.8	9.9	56.7	26.4	72.3	15.0	63.0	16.0	38.6	12.8
<b>매니지먼트 사업</b>	<b>-30.3</b>	<b>18.3</b>	<b>-40.3</b>	<b>61.0</b>	<b>40.7</b>	<b>34.8</b>	<b>67.5</b>	<b>0.1</b>	<b>-12.3</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>	<b>-6.4</b>	<b>30.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>12.7</b>
출연료 등	-44.7	17.9	-53.6	362.9	78.0	-2.2	103.1	-57.3	-30.5	0.7	-3.0	132.7	-6.3	14.6	6.5	18.5
광고	22.8	-41.5	0.0	-3.5	-36.8	84.2	20.5	8.5	25.0	-24.3	-32.0	0.0	-5.0	9.1	-10.0	5.0
초상 외	-36.6	92.6	-43.7	19.4	69.9	66.3	72.8	42.7	-1.8	9.2	34.8	-27.7	-7.3	57.8	-1.8	10.7
<b>원가 추정</b>																
매출원가	28.0	26.0	34.0	45.0	35.3	37.8	42.9	56.4	33.2	44.5	52.4	59.8	132.7	172.3	189.9	220.3
% to sales	68.3	65.0	55.7	60.8	59.3	62.4	65.2	58.8	58.2	68.9	62.6	63.5	61.4	61.2	63.4	64.5
% YoY	-12.5	-13.3	-10.5	28.6	26.3	44.6	27.6	25.1	-5.9	17.8	22.2	6.1	-2.2	29.8	10.2	16.0
판매관리비	11.0	14.0	16.0	12.0	14.9	14.4	15.4	22.8	15.2	18.2	15.7	22.5	57.8	67.5	71.6	84.6
% to sales	26.8	35.0	26.2	16.2	25.0	23.7	23.5	23.8	26.7	28.1	18.7	23.9	26.8	24.0	23.9	24.8
% YoY	10.0	40.0	6.7	20.0	21.0	12.2	12.1	20.4	2.3	26.6	1.6	-1.2	15.0	16.7	6.1	18.1
<b>이익 추정</b>																
매출총이익	13.0	14.0	27.0	29.0	24.2	22.8	22.9	39.5	23.8	20.1	31.3	34.4	83.4	109.4	109.7	121.1
% YoY	-18.8	16.7	17.4	93.3	91.8	58.8	-15.7	34.6	-1.6	-11.7	37.1	-12.9	23.6	31.1	0.3	10.4
매출총이익률(%)	31.7	35.0	44.3	39.2	40.7	37.6	34.8	41.2	41.8	31.1	37.4	36.5	38.6	38.8	36.6	35.5
<b>영업이익</b>	<b>-</b>	<b>2.0</b>	<b>13.0</b>	<b>10.0</b>	<b>9.3</b>	<b>8.4</b>	<b>7.4</b>	<b>16.7</b>	<b>8.6</b>	<b>1.9</b>	<b>15.7</b>	<b>11.9</b>	<b>25.6</b>	<b>41.9</b>	<b>38.1</b>	<b>36.5</b>
% YoY	N/A	100	44.4	N/A	29.4	444.6	-44.4	60.3	-7.7	-77.0	111.3	-28.9	58.8	63.5	-9.0	-4.0
영업이익률(%)	-	5.0	21.3	13.5	15.7	13.9	11.3	17.4	15.1	3.0	18.7	12.6	11.8	14.9	12.7	10.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표20 에스엠 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출 추정</b>																
연결 매출	68.1	67.7	86.7	142.9	110.6	124.4	168.7	208.5	130.8	159.6	173.5	201.9	365.4	612.2	665.8	698.3
% YoY	-24.7	-12.0	-16.8	82.3	62.5	83.8	94.6	45.9	18.2	28.3	2.8	-3.2	4.4	67.6	8.7	4.9
본사 매출	41.0	40.0	61.0	74.0	59.4	60.5	65.7	95.9	57.0	64.6	83.7	94.2	216.1	281.6	299.6	341.4
% YoY	-14.6	-4.8	-	48.0	46.7	49.6	8.3	28.8	-4.1	6.7	27.4	-1.7	6.9	30.3	6.4	14.0
자회사 합산	27.1	27.7	25.7	68.9	51.2	63.9	103.0	112.6	73.8	95.1	89.8	107.6	149.3	330.6	366.2	356.9
% YoY	-36.2	-20.6	-40.5	142.7	85.7	134.5	296.4	64.4	44.2	48.8	-12.8	-4.4	1.0	121.5	10.8	-2.6
SM C&C	14.9	11.4	10.2	52.1	37.5	52.5	44.5	62.5	35.2	42.7	39.8	64.4	88.6	197.0	182.2	187.7
% YoY	-27.1	-55.9	-64.4	153.0	151.4	361.7	338.0	20.0	-6.1	-18.5	-10.5	3.0	-7.2	122.5	-7.5	3.0
SM Japan	13.0	12.2	9.1	24.5	26.3	16.3	20.4	31.9	14.9	16.0	29.1	34.3	58.8	94.9	94.2	60.3
% YoY	-36.8	109.5	-27.9	111.8	102.3	34.2	123.2	30.2	-43.3	-2.0	42.7	7.4	16.1	61.4	-0.7	-36.0
Dream Maker	5.6	15.8	8.4	12.7	6.7	12.4	17.9	21.3	16.3	14.0	29.4	23.1	42.5	58.3	82.8	76.9
% YoY	-75.3	276.2	-51.3	81.5	19.1	-21.8	113.3	67.8	142.8	13.2	64.3	8.4	-17.0	37.0	42.0	-7.1
키아스트	21.4	33.1	25.0	26.7	17.5	27.0	38.4	20.9	23.4	33.3	21.7	11.8	106.2	103.7	90.1	101.5
% YoY	-5.2	46.5	11.6	3.9	-18.1	-18.4	53.7	-22.0	33.6	23.3	-43.5	-43.5	13.9	-2.3	-13.1	12.6
<b>이익 추정</b>																
연결 영업이익	1.2	1.4	4.6	3.7	10.4	10.0	12.1	15.2	2.8	3.9	19.9	16.0	10.9	47.7	42.6	45.2
% YoY	-86.7	N/A	-65.7	502.5	765.8	626.2	162.8	306.3	-72.9	-61.3	64.2	5.1	-47.2	336.4	-10.8	6.2
영업이익률(%)	1.8	2.0	5.3	2.6	9.4	8.0	7.2	7.3	2.1	2.4	11.5	7.9	3.0	7.8	6.4	6.5
본사 영업이익	-	2.0	13.0	10.0	9.3	8.4	7.4	16.7	8.6	1.9	15.7	11.9	25.6	41.9	38.1	36.5
% YoY	N/A	100.0	44.4	N/A	2,939.0	444.6	-44.4	60.3	-7.7	-77.0	111.3	-28.9	58.8	63.5	-9.0	-4.0
영업이익률(%)	-	5.0	21.3	13.5	15.7	13.9	11.3	17.4	15.1	3.0	18.7	12.6	11.8	14.9	12.7	10.7
자회사 영업이익	1.2	-0.6	-8.4	-6.3	1.1	1.6	4.7	-1.5	-5.8	1.9	4.3	4.1	-14.7	5.9	4.5	8.7
% YoY	-60.4	N/A	N/A	N/A	20.6	N/A	N/A	N/A	N/A	21.7	-9.6	N/A	N/A	N/A	-23.0	91.5
SM C&C	-0.6	-2.1	-7.9	-2.4	-3.0	-0.3	0.4	0.9	-2.1	0.9	2.5	2.9	-13.0	-2.1	4.1	4.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	584.3	226.1	N/A	N/A	N/A	19.5
SM Japan	2.4	1.8	1.5	-0.3	6.0	2.9	4.5	4.4	2.0	4.2	3.6	4.2	5.3	17.9	14.0	12.4
% YoY	8.6	341.3	8.0	N/A	150.2	66.8	206.1	N/A	-67.2	43.1	-20.5	-5.4	-0.1	2.4	-0.2	-0.1
Dream Maker	-0.3	1.6	-0.7	-0.6	0.3	0.9	2.5	1.1	2.0	0.5	3.3	0.5	0.0	4.8	6.2	7.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-45.5	N/A	N/A	504.8	-48.4	29.7	-58.3	-99.2	26,967	27.7	13.0
키아스트	-0.2	1.4	0.8	-0.9	0.2	-0.2	0.8	-3.2	-1.2	0.7	-0.5	0.3	1.0	-2.4	-0.7	0.6
% YoY	N/A	N/A	-45.6	N/A	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A	N/A						
SM Beijing	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.3	0.0	0.2	1.0	0.0	0.0	-0.1	4.7
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 에스엠 (041510)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>365.4</b>	<b>612.2</b>	<b>665.8</b>	<b>698.3</b>	<b>735.1</b>
매출액증가율 (%)	4.4	67.6	8.7	4.9	5.3
매출원가	249.0	409.5	451.3	532.9	576.3
매출총이익	116.4	202.7	214.5	165.4	158.8
판매관리비	105.5	155.0	171.9	120.2	115.4
<b>영업이익</b>	<b>10.9</b>	<b>47.8</b>	<b>42.6</b>	<b>45.2</b>	<b>43.5</b>
영업이익률	3.0	7.8	6.4	6.5	5.9
금융손익	-5.4	4.5	-0.5	1.2	2.9
증속/관계기업손익	20.6	-6.4	-11.6	-10.5	-9.4
기타영업외손익	-1.7	0.2	-0.4	-0.5	0.8
세전계속사업이익	24.4	46.0	30.0	35.5	37.7
법인세비용	29.1	22.6	19.9	14.9	14.0
<b>당기순이익</b>	<b>-4.7</b>	<b>23.4</b>	<b>14.1</b>	<b>27.0</b>	<b>30.5</b>
지배주주지분 순이익	4.3	30.6	16.5	32.8	35.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>77.5</b>	<b>120.0</b>	<b>44.3</b>	<b>61.3</b>	<b>60.3</b>
당기순이익(손실)	-4.7	23.4	14.1	27.0	30.5
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	-1.1	6.9	7.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-110.6</b>	<b>-127.0</b>	<b>-29.0</b>	<b>-18.8</b>	<b>-19.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-10.5	-10.4	-15.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-27.7	-24.6	-11.8	-7.2	-8.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>63.9</b>	<b>46.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>-10.9</b>	<b>-10.6</b>
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	15.0	31.6	30.6
기초현금	169.6	195.5	237.3	252.4	284.0
기말현금	195.5	237.3	252.4	284.0	314.6

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>440.8</b>	<b>537.4</b>	<b>578.8</b>	<b>626.4</b>	<b>675.2</b>
현금및현금성자산	195.5	237.3	252.5	284.2	315.0
매출채권	120.8	124.3	135.1	141.7	149.2
재고자산	8.6	11.5	12.5	13.2	13.8
<b>비유동자산</b>	<b>356.7</b>	<b>465.1</b>	<b>458.8</b>	<b>447.7</b>	<b>441.2</b>
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	163.5	170.6	178.7
<b>자산총계</b>	<b>797.5</b>	<b>1,002.5</b>	<b>1,037.6</b>	<b>1,074.1</b>	<b>1,116.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>330.4</b>	<b>394.2</b>	<b>424.5</b>	<b>443.5</b>	<b>464.4</b>
매입채무	123.9	178.7	194.3	203.8	214.5
단기차입금	10.7	7.3	7.3	7.3	7.3
유동성장기부채	36.6	36.4	36.1	36.4	36.3
<b>비유동부채</b>	<b>31.5</b>	<b>32.1</b>	<b>34.1</b>	<b>35.2</b>	<b>36.5</b>
사채	6.2	6.9	6.9	6.9	6.9
장기차입금	5.0	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>부채총계</b>	<b>361.9</b>	<b>426.4</b>	<b>458.6</b>	<b>478.7</b>	<b>501.0</b>
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	179.5	201.8	226.8
비지배주주지분	91.4	151.9	149.5	143.7	138.7
<b>자본총계</b>	<b>435.6</b>	<b>576.1</b>	<b>579.0</b>	<b>595.5</b>	<b>615.4</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SPS	16,795	27,227	28,557	29,783	31,353
EPS(지배주주)	199	1,361	707	1,399	1,516
CFPS	2,218	4,725	3,040	3,051	2,918
EBITDAPS	1,515	3,902	3,247	3,134	2,902
BPS	15,824	18,424	18,317	19,267	20,333
DPS	0	0	480	450	450
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.2	1.3	1.3
(Valuation(Multiple))					
PER	174.5	38.4	54.4	25.1	23.2
PCR	15.6	11.1	12.6	11.5	12.0
PSR	2.1	1.9	1.3	1.2	1.1
PBR	2.2	2.8	2.1	1.8	1.7
EBITDA	33.0	87.8	75.7	73.5	68.1
EV/EBITDA	21.5	12.9	10.6	9.3	9.5
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	1.3	8.0	3.9	7.4	7.7
EBITDA 이익률	9.0	14.3	11.4	10.5	9.3
부채비율	83.1	74.0	79.2	80.4	81.4
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	9.1	18.7	17.5	18.6	17.8
매출채권회전율(x)	4.4	5.0	5.1	5.0	5.1
재고자산회전율(x)	36.8	60.8	55.3	54.4	54.5

Industry Brief  
2020. 1. 9

## ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

## JYP Ent. 035900

## 스트레이키즈의 활약을 기다리며

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 하회 전망
- ✓ 앨범 발매 줄면서 앨범 판매량이 YoY 19% 감소한 것으로 추정됨
- ✓ 지난 3년간 높은 이익 성장 구가했다면 2020년 이익 성장을 완만해지는 시기
- ✓ 트와이스를 통해 걸그룹으로 이익 성장 증명. 이제는 보이그룹 안착 필요
- ✓ 보이그룹의 대중성 확보까지 개별 모멘텀 부재해 Hold 투자의견 유지

## Hold

적정주가 (12개월)	24,000 원
현재주가 (1.8)	22,650 원
상승여력	6.0%

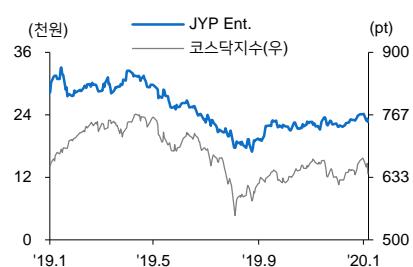
KOSDAQ	640.94pt
시가총액	8,040억원
발행주식수	3,549만주
유동주식비율	74.87%
외국인비중	12.69%
52주 최고/최저가	33,150원/16,950원
평균거래대금	89.1억원

## 주요주주(%)

박진영 외 3 인	18.37
한국투자밸류자산운용	6.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	0.2	-28.1
상대주가	0.9	4.6	-25.0

## 주가그래프



## 4분기 앨범 발매 예상보다 적어 기대치 낮춰야

JYP Ent의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 424억원(+16.6% YoY 이하 동일)과 81억원(-18.1%)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 지난 2분기 일본 콘서트의 부재(일본은 4~6개월 래킹 인식)는 예견되었으나 4Q18 발매되었던 트와이스 정규/리패키지 앨범이 4Q19에는 발매되지 않으며 앨범 판매가 19% 감소, 별도 영업이익이 70억원(-24.6%)에 그칠 것으로 추정되기 때문이다.

## 걸그룹은 수성이 key, 보이그룹은 대중성 확보가 key

동사는 명실상부한 걸그룹의 명가다. 원더걸스, 미쓰에이 등 대중성 높은 걸그룹을 배출해 온 바 있으나 대중성 대비 적은 코어 팬덤으로 이익은 기대치에 미치지 못했다. 그러나 2015년 트와이스를 통해 걸그룹으로도 대규모 코어 팬덤을 구축하며 편견을 깨는 데 성공. 이후 본격적인 리레이팅이 이루어졌다. 다만 걸그룹은 일반적으로 5년 차에 이익의 정점을 형성하기 때문에 이를 통한 이익 성장은 마무리되었다고 본다. ITZY가 빠른 속도로 성장하고 있는 점이 고무적이나 트와이스 이익의 상당 수가 일본에서 발생하기 때문에 ITZY의 일본 성장이 걸그룹 관련 이익 수성의 key로 판단된다.

더불어 2020년은 트와이스와 유사한 이익 기여도를 보이는 GOT7(2014년 데뷔)의 재계약이 예정되어 있다. 재계약 시 이익 배분율이 아티스트에 유리한 방향으로 간신히기 때문에 스트레이키즈의 팬덤 성장 속도가 2021년까지의 보이그룹 관련 이익 방향성을 결정할 가능성이 높다. 이익 성장과 K-pop의 위상이 높아지며 동사의 주가는 상승한 바 있다. 추후 이익 성장을 야기할 수 있는 보이그룹의 대중성 확보가 주가 리레이팅의 조건으로 판단된다.

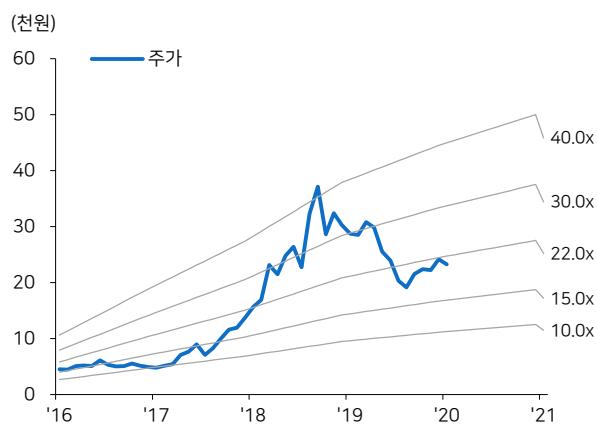
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	102.2	19.5	16.2	471	90.2	2,452	29.2	5.6	19.6	21.4	45.1
2018	124.8	28.8	23.8	685	46.4	3,587	44.2	8.4	33.8	22.5	24.5
2019E	153.5	36.6	30.7	866	24.7	4,271	27.9	5.7	20.5	22.1	25.2
2020E	187.3	43.6	36.5	1,028	18.6	5,065	22.0	4.5	15.4	22.0	25.9
2021E	218.6	49.8	41.8	1,177	14.5	5,916	19.2	3.8	12.9	21.4	25.9

표21 JYP Ent. 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	42.4	36.3	16.6	45.6	-7.0	41.8	1.5
영업이익	8.1	9.9	-18.1	14.8	-45.3	10.6	-23.7
세전이익	7.5	9.6	-21.7	14.3	-47.6	11.9	-37.1
지배순이익	5.7	8.2	-30.3	11.7	-50.9	8.9	-35.3

자료: JYP Ent., 메리츠종금증권 리서치센터

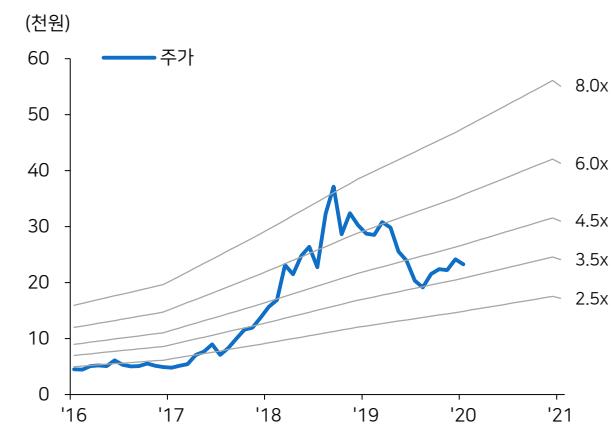
그림4 JYP Ent. 12M Fwd PER 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 JYP Ent. 12M Fwd PBR 밴드



주: 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 메리츠종금증권 리서치센터

표22 JYP엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>2PM</b> (2008 데뷔, '15,'18 재계약)				닉쿤 1/6,7 일본 소극장 2회 (4천명 추정)
<b>갓세븐</b> (2014 데뷔) 2021 만료	4월 일본 미니앨범 'Focus' 4~5월 일본 소극장 투어 (3.5만명) 5/20 Spinning 미니앨범 (30만장) 6월 서울 2회(올림픽체조, 2회, 2.8만명) 6월 북미 투어 4회	7~8월 미주 7회/동남아 투어 2회 7월 일본 미니앨범	10월 콘서트 유럽 투어 5회(11~26일), 동남아 1회 11/4 미니앨범 'Call My Name' (29.8만장)	2/15~3/28 동남아 6회
<b>DAY6</b> (2015.09 데뷔) 2022 만료	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 2회, 동남아 4회 10/22 정규앨범 'The Book of Us : Entropy' (6.5만장) 12/20~24 올림픽홀 4회 (1만명)	1/8~31 유럽 10회
<b>트와이스</b> (2015.10 데뷔) 2022 만료	4.6 4월 나고야 둠(1회, 3만명) Fancy You 미니 앨범 (35만장) 5월 서울 2회(올림픽체조, 2회, 2.8만명) 6월 동남아 2회 투어	7월 일본 싱글 앨범 2개 Happy Happy, Breakthrough 7/13~8/17 동남아, 미주 투어 6회 9/23 한국 미니 앨범 'Feel Special'(37만장)	11/20 일본 정규2집 '&TWICE' 10/23~12/1 일본 아레나 11회 (13.7만명)	2/5 정규2집 리패키지 2/11~2/23 일본 아레나 4회 (4.6만명 가정) 3/3~3/4 도쿄돔 2회 (11만명 가정) 3/7~3/8 체조경기장 2회 (2.8만명 가정)
<b>Stray Kids</b> (2018.03 데뷔)	[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 10/9 싱글 앨범 'Double Knot'	11/4 싱글 앨범 'Astronaut' 11/23,24 올림픽홀2회(0.5만명) 12/9 미니 앨범 'Cle; LEVANTER' 12/26 싱글앨범 Mixtape: Gone Days	1/29~2/16 미주 8회
<b>ITZY</b> (2019.02 데뷔)		7월 미니앨범 'IT'z ICY' (10만장)	11/2~12/21 동남아 6회	1/17~1/26 미주 5회

자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출 추정</b>																
매출	21.9	28.5	17.5	34.3	23.0	31.6	33.9	36.3	26.4	37.1	42.2	38.7	96.8	124.8	144.2	175.7
음반/음원 사업	8.6	7.5	5.1	12.5	9.3	10.4	13.3	15.6	9.2	14.6	15.6	15.0	33.6	48.6	54.5	68.1
매니지먼트 사업	12.4	20.2	11.4	19.1	12.7	19.6	18.3	18.9	15.6	23.0	27.9	23.6	63.1	69.5	90.2	107.6
출연료 등	2.1	4.7	0.6	2.6	1.1	7.1	4.0	3.9	2.1	4.7	10.0	4.8	10.0	16.1	21.6	28.6
광고	4.4	3.8	4.4	4.2	4.6	4.5	3.9	3.6	3.8	4.3	4.6	4.0	16.8	16.6	16.8	18.0
초상권 외	3.5	4.9	3.5	2.9	3.4	2.6	1.7	5.3	3.2	4.5	2.5	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	10.7	9.3	22.1	26.3	36.0	44.4
<b>% YoY</b>																
매출	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	24.4	6.4	39.2	29.0	15.6	21.8
음반/음원 사업	169.6	98	-7.5	73	8.3	39.1	162.1	24.9	-0.8	40.9	17.2	-3.9	70.9	44.6	12.0	25.0
매니지먼트 사업	83.5	47.8	-10.8	15	2.1	-3.1	60.9	-0.9	23.0	17.5	52.1	25.0	26.7	10.2	29.7	19.4
출연료 등	332.5	150.8	-79.1	-14	-48.8	52.2	582.8	47.9	97.0	-33.7	149.9	22.3	21.2	61.3	34.3	32.8
광고	16.5	-5.3	8	-0.9	4.9	17.6	-12.4	-13.4	-17.6	-4.2	19.8	11.5	4.3	-1.3	1.0	7.1
초상권 외	127.8	33.2	16.8	-17.5	-4.7	-46.0	-50.3	82.5	-4.3	69.7	47.2	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	20.6	14.5	55.7	19.2	37.0	23.3
<b>원가 추정</b>																
매출원가	14.1	16.6	11.6	19.6	13.7	16.6	18.5	20.3	14.2	21.6	22.4	25.4	61.8	69.1	83.5	100.3
% to sales	66.9	60	70.3	61.9	62.2	55.4	58.5	55.8	54.0	58.2	53.1	65.6	63.9	55.3	57.9	57.1
% YoY	86.1	44.5	-10.5	33.1	-2.8	0.0	60.1	3.6	4.1	30.0	20.7	25.1	32.4	11.8	20.9	20.1
판매관리비	3.1	4.6	4.1	5.2	7.5	5.3	5.9	5.0	5.6	6.8	7.6	6.3	17.1	23.7	26.2	34.1
% to sales	14.3	16.2	23.2	15.3	32.7	16.6	17.4	13.8	21.1	18.3	17.9	16.3	17.6	19.0	18.2	19.4
% YoY	35.9	82.8	68.9	24.3	139.4	13.5	45.2	-4.5	-26.0	28.9	28.4	26.0	48.9	38.7	10.7	30.3
<b>이익 추정</b>																
매출총이익	7.9	11.9	5.9	14.8	9.3	15.0	15.4	16.1	12.1	15.5	19.8	13.3	35.0	55.8	60.7	75.4
% YoY	129.3	85	-3	34.1	19.0	25.4	160.2	9.0	29.9	3.4	28.8	-17.3	53.1	59.5	8.9	24.2
매출총이익률(%)	35.8	41.8	33.8	43	40.6	47.4	45.3	44.2	46.0	41.8	46.9	34.4	36.1	44.7	42.1	42.9
<b>영업이익</b>	<b>3.8</b>	<b>6.4</b>	<b>0.8</b>	<b>6.8</b>	<b>0.8</b>	<b>8.1</b>	<b>7.2</b>	<b>9.3</b>	<b>4.8</b>	<b>8.7</b>	<b>12.2</b>	<b>7.0</b>	<b>17.9</b>	<b>25.4</b>	<b>32.8</b>	<b>41.3</b>
% YoY	4,119	88.1	-71.2	38.2	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	69.0	-24.6	57.4	42.1	28.9	25.9
영업이익률(%)	17.4	22.6	4.8	19.8	3.5	25.7	21.4	25.5	18.4	23.5	29.0	18.1	18.5	20.4	22.7	23.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표24 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>매출 추정</b>																
연결 매출	21.9	28.5	17.5	34.3	23.0	31.6	33.9	36.3	26.4	39.2	45.6	42.4	102.2	124.8	153.5	187.3
% YoY	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	24.1	34.5	16.6	38.8	22.1	23.0	22.0
분사 매출	21	27.7	16.5	31.6	22.0	30.0	31.7	36.3	26.4	37.1	42.2	38.7	96.8	120.0	144.2	175.7
% YoY	99.6	59	-8.1	33.5	5.0	10.6	93.9	5.9	14.5	17.4	24.4	6.4	39.2	29.0	15.6	21.8
자회사 합산	2.4	5.9	2.7	10	2.9	5.3	9.4	9.0	8.4	6.6	16.1	14.2	21.0	26.5	45.3	54.5
% YoY	86.9	32.5	-1.4	10.5	19.5	-10.1	248.0	-9.7	192.4	24.0	72.1	57.9	19.9	26.6	70.7	20.3
JYP Ent. JP	1.2	5.2	1.9	9	2.4	5.0	8.4	7.7	7.3	5.8	15.8	9.9	17.4	23.5	38.6	44.1
% YoY	0.5	68.3	-32.5	31.6	99.4	-4.5	342.9	-14.5	204.8	15.8	87.8	27.4	24.2	35.4	64.5	14.1
JYP Ent. HK	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3	0.6	1.0	1.1	0.4	0.3	0.4	1.6	2.4	2.2	1.4
% YoY	889.2	-37.9	N/A	-55.1	-10.7	-21.2	169.8	130.5	151.8	7.6	-47.4	-62.4	-2.8	50.3	-8.0	-36.7
제이와이피픽쳐스	0.7	0.3	0.6	0.5	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.5	0.0	4.0	2.1	0.7	4.5	9.0
% YoY	1,319.0	-60	N/A	-58.7	-92.7	-98.9	-40.3	-38.6	-24.6	15,060	-98.3	1,198	7.7	-66.0	545.7	100.5
<b>이익 추정</b>																
연결 영업이익	3.8	6.9	1.1	7.6	1.4	9.1	8.5	9.9	5.8	9.4	14.8	8.1	19.5	28.7	36.6	43.6
% YoY	459.4	81.5	-69.1	32.9	-64.1	30.9	664.0	29.4	322.7	3.9	74.5	-18.1	40.9	47.7	27.4	19.0
영업이익률(%)	17.4	24.3	6.3	22.2	5.9	28.7	25.0	27.1	22.0	24.1	32.4	19.0	19.0	23.0	23.9	23.3
분사 영업이익	3.8	6.4	0.8	6.8	0.8	8.1	7.2	9.3	4.8	8.7	12.2	7.0	17.9	25.4	32.8	41.3
% YoY	4,119.7	88.1	-71.2	38.2	-79.0	25.8	755.9	36.6	504.8	7.2	69.0	-24.6	57.4	42.1	28.9	25.9
자회사 합산	0	0.5	0.3	0.8	0.6	1.0	1.2	0.6	0.9	0.7	2.5	1.1	1.6	3.3	5.3	4.7
% YoY	-99.4	23.3	-59.8	1.1	14,681	99.0	366.5	-29.9	65.9	-24.4	107.0	86.5	-35.8	111.6	58.6	-9.8
세전이익	3.4	9.8	1.3	6.6	2.4	9.7	8.5	9.6	7.2	8.7	14.3	7.5	21.1	30.2	37.7	45.1
% YoY	201	158.8	-62.1	38.1	-28.6	-0.9	557.3	46.1	192.6	-10.3	69.4	-21.7	61.2	43.3	24.8	19.6
지배주주순이익	2.9	6.8	0.9	5.6	1.8	7.3	6.5	8.2	6.4	6.8	11.7	5.7	16.2	23.8	30.7	36.5
% YoY	205.1	133.2	-70.6	318.4	-37.2	7.5	592.2	48.3	249.4	-5.9	80.0	-30.3	93.0	47.4	28.8	18.8

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## JYP Ent. (035900)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>102.2</b>	<b>124.8</b>	<b>153.5</b>	<b>187.3</b>	<b>218.6</b>
매출액증가율 (%)	38.8	22.1	23.0	22.0	16.7
매출원가	63.0	68.7	87.5	108.1	124.1
매출총이익	39.3	56.2	66.0	79.1	94.4
판매관리비	19.8	27.4	30.4	38.7	49.3
<b>영업이익</b>	<b>19.5</b>	<b>28.8</b>	<b>36.6</b>	<b>43.6</b>	<b>49.8</b>
영업이익률	19.0	23.0	23.9	23.3	22.8
금융손익	-0.2	1.2	0.5	0.7	1.0
증속/관계기업손익	-0.7	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	0.5	0.1	0.2	0.4
세전계속사업이익	21.1	30.2	37.2	44.5	51.2
법인세비용	4.7	5.9	6.8	8.4	9.4
<b>당기순이익</b>	<b>16.4</b>	<b>24.3</b>	<b>30.8</b>	<b>36.6</b>	<b>41.9</b>
지배주주지분 순이익	16.2	23.8	30.7	36.5	41.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27.1</b>	<b>22.4</b>	<b>32.0</b>	<b>37.7</b>	<b>41.9</b>
당기순이익(손실)	16.4	24.3	30.8	36.6	41.9
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	0.2	0.3	-0.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-28.7</b>	<b>-13.7</b>	<b>-3.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-24.8	-12.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-1.1	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2.5</b>	<b>10.5</b>	<b>-4.0</b>	<b>-6.0</b>	<b>-8.3</b>
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	24.3	27.5	29.6
기초현금	24.8	25.4	45.0	69.2	96.7
기말현금	25.4	45.0	69.2	96.7	126.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	58.4	82.6	115.5	153.2	192.2
현금및현금성자산	25.4	45.0	69.2	96.7	126.2
매출채권	10.7	12.9	15.8	19.3	22.5
재고자산	1.7	1.5	1.8	2.2	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
<b>자산총계</b>	<b>124.4</b>	<b>159.3</b>	<b>191.4</b>	<b>228.1</b>	<b>266.2</b>
유동부채	34.8	30.8	37.9	46.3	54.0
매입채무	6.7	4.2	5.1	6.2	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
<b>부채총계</b>	<b>38.7</b>	<b>31.4</b>	<b>38.5</b>	<b>47.0</b>	<b>54.8</b>
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	73.0	101.2	131.4
비지배주주지분	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5
<b>자본총계</b>	<b>85.8</b>	<b>128.0</b>	<b>152.9</b>	<b>181.2</b>	<b>211.5</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	2,975	3,586	4,328	5,276	6,158
EPS(지배주주)	471	685	866	1,028	1,177
CFPS	731	988	1,073	1,274	1,443
EBITDAPS	649	859	1,057	1,253	1,428
BPS	2,452	3,587	4,271	5,065	5,916
DPS	0	122	180	250	350
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.7	1.1	1.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	29.2	44.2	27.9	22.0	19.2
PCR	18.8	30.6	22.5	17.8	15.7
PSR	4.6	8.4	5.6	4.3	3.7
PBR	5.6	8.4	5.7	4.5	3.8
EBITDA	22.3	29.9	37.5	44.5	50.7
EV/EBITDA	19.6	33.8	20.5	15.4	12.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.4	22.5	22.1	22.0	21.4
EBITDA 이익률	21.8	24.0	24.4	23.7	23.2
부채비율	45.1	24.5	25.2	25.9	25.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	13.1	10.6	10.7	10.7	10.5
재고자산회전율(x)	67.6	79.6	92.9	92.6	90.7

Industry Brief  
2020. 1. 9

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

# 파라다이스 034230

## 2020년 영업이익 1,500억원 전망

- ✓ 4분기 카지노 서프라이즈였으나 인센티브 추가지급 고려해 컨센서스 수준 전망
- ✓ '20년 카지노 1,100억원 및 호텔/엔터 200억 매출 증가 시 OP 1,500억 전망
- ✓ P-city 순이익 발생하는 '20년부터는 배당 기준 달라질 가능성 높아
- ✓ 이익 상향 가능성에 더불어 1) 우호적 영업 환경, 2) 편안해진 밸류에이션, 3) 배당 상향 가능성 존재. 카지노 산업 내 선호 의견 유지

### Buy

적정주가 (12개월)	24,000 원
현재주가 (1.8)	19,700 원
상승여력	21.8%
KOSDAQ	640.94pt
시가총액	17,916억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.10%
외국인비중	6.97%
52주 최고/최저가	20,300원/13,800원
평균거래대금	112.7억원
주요주주(%)	
파라다이스글로벌 외 11 인	46.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	22.7	3.4
상대주가	3.8	28.1	7.9

#### 주가그래프



### 2020년 이익에 대한 시장 시각은 아직도 보수적

파라다이스의 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2,656억원(+23% YoY 이하 동일), 175억원(흑전)을 전망한다. 이익의 핵심 요소인 카지노 매출은 3분기와 유사한 2,173억원을 기록해 기대치를 상회했으나 연말 고정비 증가(QoQ 150~200억원) 및 매출 초과 달성을 따른 P-city 인센티브 추가를 반영했다.

2019년 P-city는 카지노 매출 3,757억원(+51%)를 달성해 218억원 영업이익을 기록할 전망이다. 당사 추정대로 3,400억원을 초과한 카지노 매출에 대해 미니멈 60%의 영업이익률이 적용되었다. 2020년 P-city 카지노 매출 4,570억원(+800억원), 영업이익 891억원을 전망한다. 이는 카지노 이익 480억원, 호텔/엔터 200억원 매출 증가에 기반한다. 별도 카지노 매출은 310억원 증가해 '20년 동사의 연결 영업이익은 1,523억원(+167%)이 예상된다. 1) 전사 카지노 매출 1,100억원 증가 2) P-city 호텔/엔터 매출 200억원 증가 가정이 지켜진다면 동 영업이익은 하회할 가능성이 지극히 낮다. 카지노 매출 증가에 따른 이익률을 최소 수준으로 설정했기 때문이다.

### 1) 우호적 영업환경, 2) 밸류에이션, 3) 배당 상향 가능성

순항하던 일본 카지노 사업은 최근 정치 스캔들로 주춤하다. 업계에서도 일본 카지노 오픈 시기를 빨라야 2026년으로 보고 있다. 카니발 우려는 시기상조 판단한다. 중국의 경우 신규 정킷 고객, 항공 노선 증설에 따른 접근성 강화로 영업 전망이 밝다. P-city 또한 순이익으로 돌아서며 별도 기준이던 배당 성향이 바뀔 가능성이 높다. 1) 우호적인 영업 환경, 2) 편안해진 밸류에이션, 3) 배당 상향 가능성을 고려해 카지노 산업 내 동사에 대한 선호 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	668.0	-30.0	-19.0	-208	N/A	10,933	-107.0	2.0	96.1	-1.9	88.3
2018	787.6	2.4	-21.1	-231	N/A	13,989	-81.5	1.3	37.7	-1.9	93.8
2019E	975.6	57.0	21.2	233	N/A	13,876	84.9	1.4	17.5	1.7	116.1
2020E	1,113.1	152.3	62.9	692	371.2	14,442	28.5	1.4	10.1	4.9	109.4
2021E	1,238.0	237.6	105.3	1,158	86.5	15,636	17.0	1.3	7.0	7.7	104.8

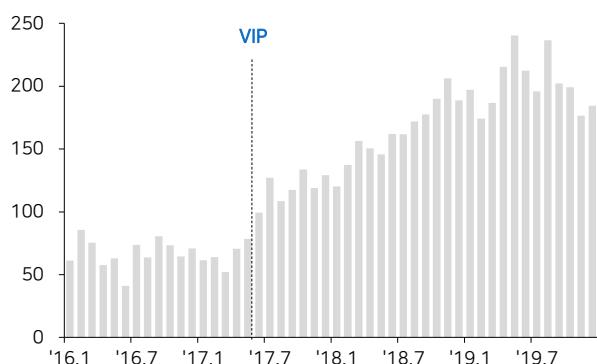
표25 파라다이스 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	265.6	216.6	22.6	274.4	-3.2	263.0	1.0
영업이익	17.5	-13.1	N/A	41.1	-57.3	20.9	-16.1
세전이익	-3.6	-45.0	N/A	48.6	N/A	7.5	N/A
지배순이익	-3.5	-27.1	N/A	34.2	N/A	3.7	N/A

자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 P-city VIP 드롭액 증가세를 살펴보면...

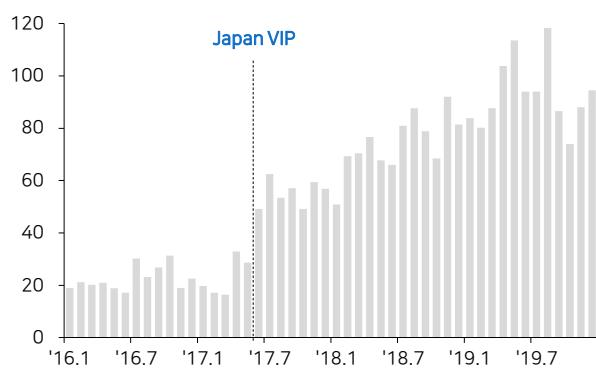
(십억원)



자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 VIP 드롭액 증가는 일본 VIP 증가가 가장 큰 영향

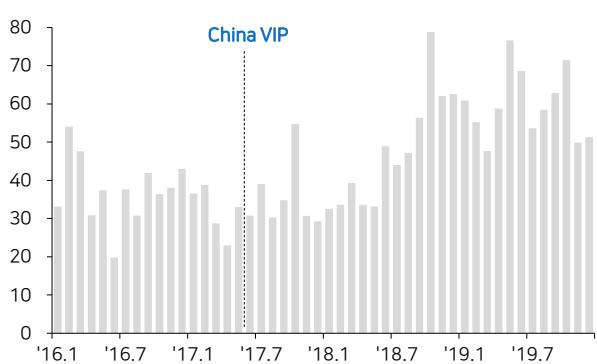
(십억원)



자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 중국 VIP도 2H18부터 레벨업

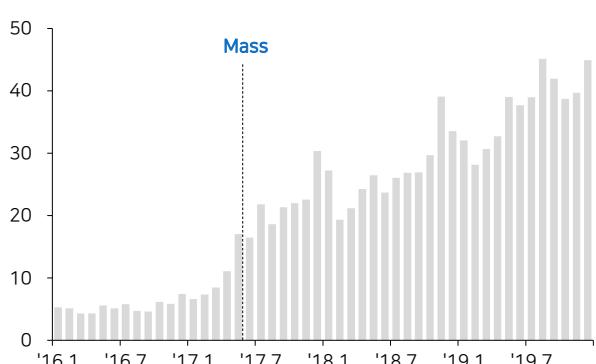
(십억원)



자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 파라다이스시티 Mass 드롭액, 개장 이후 증가세 지속

(십억원)



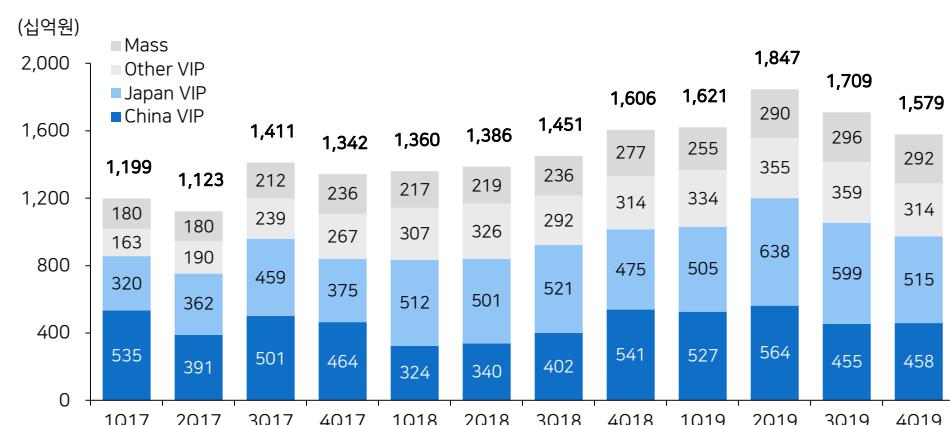
자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 파라다이스 영업장별 카지노 매출 추이



자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 파라다이스 국적별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

표26 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, 메리츠종금증권 리서치센터

표27 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, 메리츠종금증권 리서치센터

표28 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, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 독도 분쟁 당시 파라다이스, GKL 상대 주가 추이

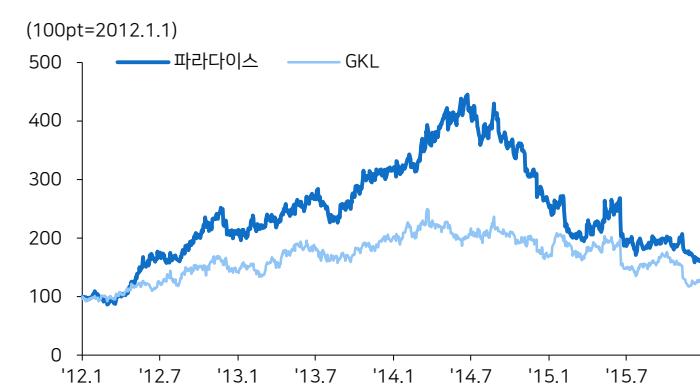
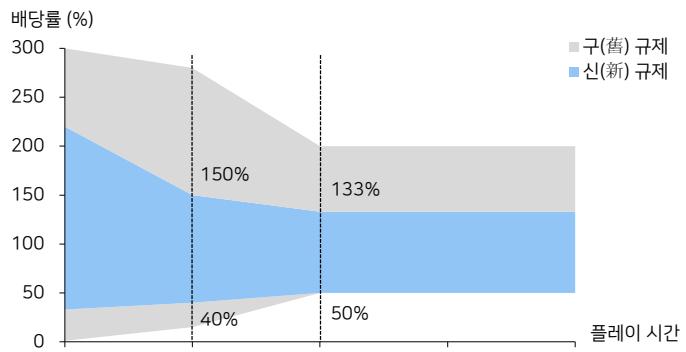


표29 신규제로 최대 상금 상한선 기준 대비1/3로 줄어

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, 메리츠종금증권 리서치센터

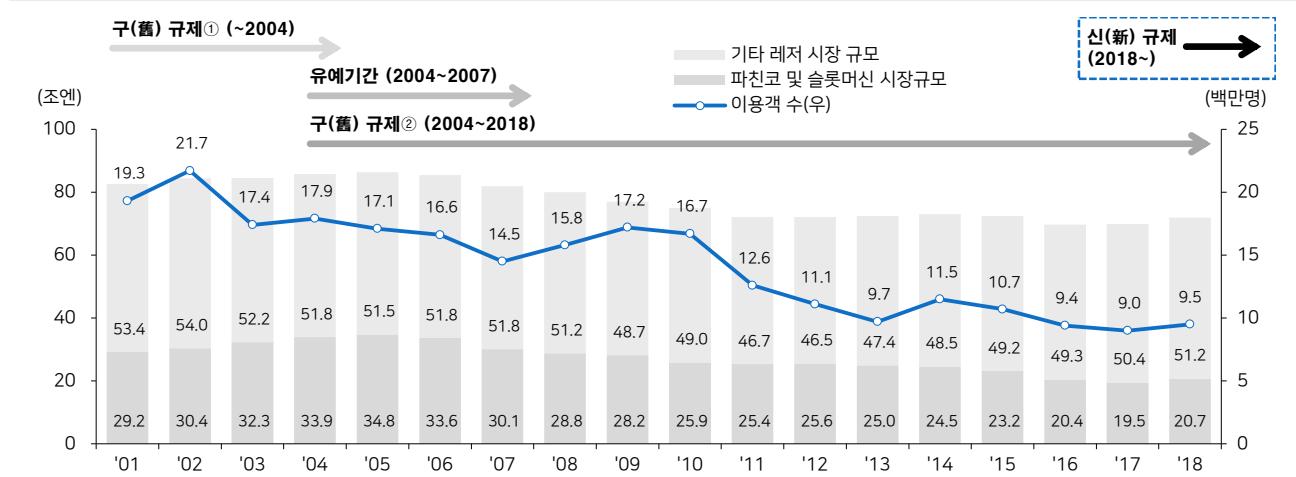
그림13 '다단계 배당률 제도'의 도입



주: 파친코 머신 기준

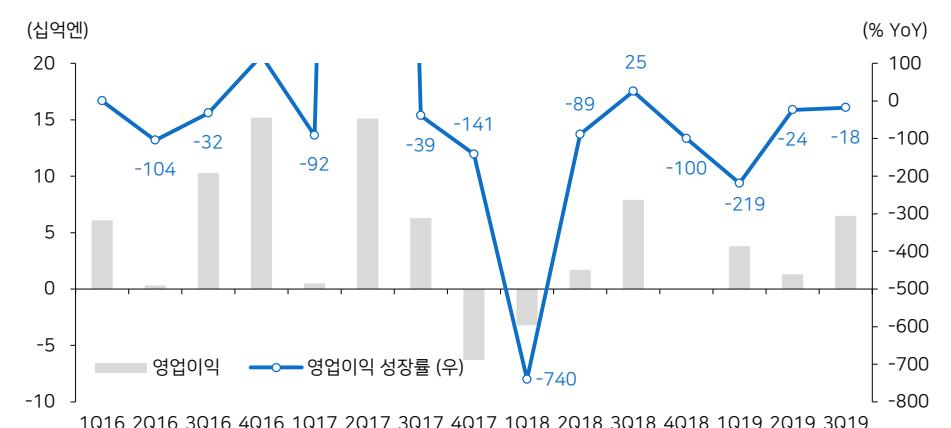
자료: SegaSammy, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 일본 파친코 시장 규모 및 이용객 추이



자료: 일본 생산성 본부, SegaSammy, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 세가사미 파친코 사업부, 이익 체력 감퇴 지속



자료: SegaSammy, 메리츠종금증권 리서치센터

표30 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7	'19.8	'19.9	'19.10	'19.11	'19.12
<b>Drop</b>	222,291	229,267	202,300	217,338	248,351	279,431	250,083	234,739	281,782	244,139	237,969	216,222	229,308
Sales	21,636	27,701	24,643	22,433	21,121	26,710	38,519	32,733	36,035	39,108	36,817	31,017	37,610
Sales (table)	20,620	26,496	22,623	21,024	19,736	25,245	37,221	31,089	34,539	37,542	35,741	29,234	37,610
Sales (slot)	1,016	1,205	2,020	1,409	1,385	1,465	1,298	1,644	1,496	1,566	1,076	1,670	1,417
홀드율 (table,%)	9.3	11.6	11.2	9.7	7.9	9.0	14.9	13.2	12.3	15.4	15.0	13.5	16.4
홀드율 (total,%)	9.7	12.1	12.2	10.3	8.5	9.6	15.4	13.9	12.8	16.0	15.5	14.3	17.0
<b>YoY Growth (%)</b>													
Drop	39.4	55.4	29.2	22.4	42.1	62.3	34.7	25.0	41.7	19.4	8.3	-11.9	3.2
Sales	-8.4	29.2	42.9	32.1	102.1	70.8	40.7	25.0	97.1	68.6	41.1	28.9	73.8
Sales (table)	-8.6	30.9	42.6	34.5	109.5	78.1	42.7	26.0	100.0	70.8	42.0	33.0	82.4
Sales (slot)	-5.6	0.8	47.0	4.4	34.5	0.3	1.2	8.4	47.2	29.9	15.9	-19.9	39.5
홀드율 (table,%)	-4.9	-2.2	1.0	0.9	2.6	0.8	0.8	0.1	3.6	4.6	3.6	4.6	7.1
홀드율 (total,%)	-5.1	-2.5	1.2	0.8	2.5	0.5	0.7	0.0	3.6	4.7	3.6	4.5	7.3
<b>Drop breakdown</b>													
VIP	188,753	197,224	174,150	186,657	215,601	240,391	212,373	195,766	236,625	202,187	199,232	176,508	184,385
China VIP	62,621	60,906	55,254	47,723	58,783	76,614	68,600	53,597	58,486	62,837	71,429	49,823	51,297
Japan VIP	81,482	83,817	80,261	87,622	103,743	113,540	94,066	94,059	118,375	86,577	73,999	87,972	94,486
Other VIP	44,649	52,501	38,634	51,312	53,075	50,236	49,707	48,110	59,763	52,772	53,804	38,712	38,601
Mass	33,538	32,043	28,150	30,681	32,750	39,041	37,710	38,973	45,157	41,952	38,738	39,714	44,924
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIP	46.2	64.0	26.9	19.3	43.3	64.9	31.1	21.0	37.5	13.9	4.9	-14.4	-2.3
China VIP	113.7	87.1	64.4	21.3	74.9	131.2	40.3	21.8	24.0	11.5	-9.3	-19.7	-18.1
Japan VIP	43.4	64.6	15.8	24.5	35.2	67.5	42.6	16.2	35.0	9.8	8.1	-4.4	16.0
Other VIP	4.0	42.6	12.7	9.8	32.1	12.1	5.5	30.7	60.8	24.8	26.1	-25.8	-13.5
Mass	10.3	17.7	45.6	44.8	34.9	47.5	59.2	49.4	68.1	55.9	30.3	1.6	33.9
<b>VIP방문객 (명)</b>													
VIPs	7,715	7,709	7,270	7,403	8,152	8,798	7,897	7,751	8,275	7,300	7,893	7,147	7,779
China VIP	1,495	1,173	1,383	991	1,039	1,583	1,393	1,206	1,464	1,085	1,929	1,267	1,228
Japan VIP	3,490	3,604	3,219	3,208	3,910	3,945	3,409	3,497	3,939	3,424	3,016	3,162	3,516
Other VIP	2,730	2,932	2,668	3,204	3,203	3,270	3,095	3,048	2,872	2,791	2,948	2,718	3,035
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIPs	53.7	54.2	50.4	44.2	26.8	36.9	36.9	21.5	14.2	4.3	7.0	-10.7	0.8
China VIP	135.4	39.3	50.7	1.5	0.1	77.9	20.0	3.9	15.1	-25.3	-5.1	3.0	-17.9
Japan VIP	22.8	41.3	42.9	38.2	15.3	22.8	33.7	15.8	9.2	11.7	12.7	-23.7	0.7
Other VIP	76.9	82.5	60.3	74.5	60.2	40.7	50.2	38.5	21.3	12.3	10.5	3.3	11.2

자료: 파라다이스, 메리츠종금증권 리서치센터

표31 파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,335.3	2,445.9	2,295.5	2,480.6	2,669.8	2,652.8	2,733.6
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	8.1	7.6	-0.6	3.0
	VIP	1,953.2	2,042.3	1,825.9	2,013.8	2,192.6	2,187.9	2,271.1
	중국인	1,013.7	898.0	660.1	614.4	762.6	659.2	686.7
	일본인	527.8	630.8	653.0	761.0	769.9	838.6	861.7
	매출액	350.6	350.3	271.5	295.0	290.8	313.3	321.0
	% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.6	-1.4	7.7	2.4
2. 제주그랜드	드롭액	586.3	569.3	398.2	225.5	389.8	373.2	367.5
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.4	72.9	-4.3	-1.5
	VIP	539.5	511.2	364.8	184.2	307.5	287.5	281.5
	중국인	476.3	446.3	294.4	115.6	209.2	190.4	184.3
	일본인	34.8	33.0	46.8	45.4	64.8	59.4	55.5
	매출액	49.5	55.2	32.6	24.5	40.4	42.5	42.3
	% YoY	-21.1	11.6	-41.0	-24.7	64.6	5.2	-0.4
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,016.7	875.2	1,364.7	2,292.8	2,870.9	3,729.6	4,641.9
	% YoY	-15.4	-13.9	55.9	68.0	25.2	29.9	24.5
	VIP	962.6	810.5	1,160.9	1,968.4	2,421.1	3,049.6	3,810.8
	중국인	634.5	450.8	409.8	572.2	715.3	984.2	1,325.1
	일본인	241.7	270.4	502.4	890.6	1,118.5	1,347.1	1,555.9
	매출액	95.2	95.9	197.3	248.6	375.8	457.0	563.5
	% YoY	-12.4	0.8	105.8	26.0	51.2	21.6	23.3
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	743.7	941.2	1,017.5	805.2	831.7	856.5	834.2
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-20.9	3.3	3.0	-2.6
	VIP	692.6	869.6	915.7	688.2	699.0	710.2	688.3
	중국인	449.7	545.7	526.3	305.3	319.0	333.8	326.7
	일본인	207.1	287.6	314.4	311.7	296.7	290.2	275.7
	매출액	71.4	99.4	71.0	69.0	78.2	84.6	84.7
	% YoY	-7.8	39.3	-28.6	-2.8	13.5	8.1	0.1
<연결법인 실적>	드롭액	4,339.1	4,831.6	5,075.9	5,804.1	6,762.1	7,612.1	8,577.2
	% YoY	-18.1	11.3	5.1	14.3	16.5	12.6	12.7
	VIP	3,829.7	4,233.6	4,267.3	4,854.6	5,620.3	6,235.2	7,051.6
	중국인	2,374.8	2,340.8	1,890.7	1,607.5	2,006.2	2,167.6	2,522.8
	일본인	910.3	1,221.8	1,516.6	2,008.7	2,249.9	2,535.3	2,748.8
	매출액	528.4	600.9	553.9	637.0	785.2	897.4	1,011.4
	% YoY	-10.1	13.7	-7.8	15.0	23.3	14.3	12.7

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표32 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>전체 매출액</b>	<b>137.7</b>	<b>301.6</b>	<b>461.6</b>	<b>563.8</b>	<b>677.5</b>
카지노 매출	119.3	248.6	375.8	457.0	563.5
드롭액	871.0	2,292.8	2,870.9	3,729.6	4,641.9
비카지노 매출	20.6	53.0	86.1	106.8	114.1
영업이익	-2.1	-20.8	21.8	89.1	164.4
영업이익률(%)	-1.0	-6.9	4.7	15.8	24.3
감가상각비	17.8	40.8	63.8	64.5	64.5
<b>EBITDA</b>	<b>15.8</b>	<b>20.0</b>	<b>85.5</b>	<b>153.6</b>	<b>228.9</b>

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

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표33 파라다이스 시티 분기 실적 전망

(십억원)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
<b>드롭액</b>	<b>415.0</b>	<b>456.8</b>	<b>481.7</b>	<b>532.7</b>	<b>591.2</b>	<b>687.2</b>	<b>648.9</b>	<b>777.9</b>	<b>760.7</b>	<b>683.5</b>
VIP드롭액	353.2	381.8	413.9	458.3	511.3	584.9	558.0	668.4	634.6	560.1
Mass드롭액	61.8	75.0	67.7	74.4	79.9	102.3	90.9	109.5	126.1	123.4
전체 매출액	66.6	71.1	65.2	64.3	84.4	87.7	90.7	105.8	135.3	129.9
<b>카지노 매출</b>	<b>55.5</b>	<b>62.1</b>	<b>55.7</b>	<b>53.5</b>	<b>67.7</b>	<b>71.8</b>	<b>74.8</b>	<b>86.4</b>	<b>107.9</b>	<b>106.7</b>
드롭액	415.0	456.8	481.7	532.7	591.2	687.2	648.9	777.9	760.7	683.5
비카지노매출	11.1	9.5	9.6	10.9	16.7	15.9	15.9	19.5	27.6	23.1
<b>영업이익</b>	<b>0.5</b>	<b>-2.6</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.3</b>	<b>3.1</b>	<b>-22.5</b>	<b>-7.1</b>	<b>-5.0</b>	<b>24.5</b>	<b>9.4</b>
영업이익률(%)	0.8	-3.6	1.4	-3.6	3.6	-25.6	-7.8	-4.7	18.1	7.2
감가상각비	8.3	9.5	8.7	8.8	9.1	14.2	15.4	16.1	16.1	16.1
EBITDA	8.8	6.9	9.6	6.4	12.2	-8.3	8.2	11.2	40.6	25.5
EBITDA이익률(%)	13.2	9.8	14.7	10.0	14.5	-9.4	9.1	10.5	30.0	19.6

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

표34 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
<b>매출액</b>	<b>142.4</b>	<b>139.9</b>	<b>196.1</b>	<b>189.6</b>	<b>179.5</b>	<b>181.1</b>	<b>210.5</b>	<b>216.6</b>	<b>201.7</b>	<b>233.9</b>	<b>274.4</b>	<b>265.6</b>
카지노	0.1	0.1	0.1	0.1	148.3	147.5	164.7	176.3	161.7	190.2	216.0	217.3
호텔	13.3	21.1	34.6	29.7	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	20.4	25.1	21.7
기타	4.5	3.9	17.0	13.2	13.8	14.7	6.4	3.2	20.7	22.5	33.3	26.6
매출원가	124.5	132.4	163.6	177.6	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	200.9	211.3	220.2
매출총이익	18.0	7.5	32.5	12.1	20.3	19.4	30.2	8.7	11.2	33.0	63.1	45.5
판관비	25.7	34.8	22.3	17.4	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	28.3	22.1	27.9
<b>영업이익</b>	<b>-7.7</b>	<b>-27.3</b>	<b>10.2</b>	<b>-5.4</b>	<b>4.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>10.8</b>	<b>-13.1</b>	<b>-6.3</b>	<b>4.7</b>	<b>41.1</b>	<b>17.5</b>
세전이익	7.9	-27.7	2.9	-16.6	0.0	-4.6	6.8	-45.0	-13.4	-5.3	48.6	-3.5
순이익	8.1	-19.5	4.2	-11.8	3.1	-1.7	4.7	-27.1	-7.5	-2.1	34.2	-3.4
<b>% YoY Growth</b>												
매출액	-9.3	-26.0	11.9	9.2	26.0	29.4	7.3	14.2	12.4	29.2	30.4	22.6
영업이익	적전	적전	-7.1	적전	흑전	적지	6.4	적지	적전	흑전	280.0	흑전
순이익	-44.7	적전	-56.1	적전	-61.6	적지	11.5	적지	적전	적지	626.3	적지
<b>Margin (%)</b>												
GPM	12.6	5.4	16.6	6.4	11.3	10.7	14.4	4.0	5.5	14.1	23.0	17.1
OPM	-5.4	-19.5	5.2	-2.8	2.7	0.0	5.1	-6.1	-3.1	2.0	15.0	6.6
NPM	5.7	-13.9	2.2	-6.2	1.7	-0.9	2.2	-12.5	-3.7	-0.9	12.5	-1.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 파라다이스 (034230)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>668.0</b>	<b>787.6</b>	<b>975.6</b>	<b>1,113.1</b>	<b>1,238.0</b>
매출액증가율 (%)	-3.9	17.9	23.9	14.1	11.2
매출원가	597.7	709.0	822.8	863.4	899.5
매출총이익	70.3	78.6	152.8	249.8	338.5
판매관리비	100.3	76.2	95.7	97.4	100.8
<b>영업이익</b>	<b>-30.0</b>	<b>2.4</b>	<b>57.0</b>	<b>152.3</b>	<b>237.6</b>
영업이익률	-4.5	0.3	5.8	13.7	19.2
금융손익	-19.0	-29.1	-46.8	-44.3	-39.8
증속/관계기업손익	0.0	-1.1	20.7	0.0	0.0
기타영업외손익	15.4	-15.1	-4.6	-3.6	-4.3
세전계속사업이익	-33.5	-42.9	26.3	104.4	193.6
법인세비용	6.3	1.3	9.0	22.7	41.1
<b>당기순이익</b>	<b>-39.9</b>	<b>-44.2</b>	<b>17.3</b>	<b>81.6</b>	<b>152.3</b>
지배주주지분 순이익	-19.0	-21.1	21.2	62.9	105.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4.0</b>	<b>106.4</b>	<b>249.0</b>	<b>258.6</b>	<b>327.8</b>
당기순이익(손실)	-39.9	-44.2	17.3	81.6	152.3
유형자산상각비	51.5	62.5	98.6	106.5	105.0
무형자산상각비	8.7	9.6	10.5	10.2	9.8
운전자본의 증감	-27.1	27.8	102.8	59.1	59.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-207.5</b>	<b>-223.7</b>	<b>-84.1</b>	<b>-50.1</b>	<b>-50.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-357.3	-271.0	-81.4	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	10.2	8.8	19.0	-2.2	-2.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>193.6</b>	<b>151.3</b>	<b>-15.2</b>	<b>-114.5</b>	<b>-14.5</b>
차입금의 증감	163.8	133.3	219.7	-100.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.3	35.1	150.6	94.1	263.2
기초현금	182.3	172.0	207.1	357.7	451.8
기말현금	172.0	207.1	357.7	451.8	714.9

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	344.7	327.6	524.7	632.9	910.3
현금및현금성자산	172.0	207.1	357.7	451.8	714.9
매출채권	12.7	22.2	27.2	30.1	33.0
재고자산	5.4	6.7	8.2	9.0	9.9
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,940.2	2,865.7	2,793.2
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,207.2	2,140.7	2,075.7
무형자산	289.6	276.2	267.5	257.4	247.6
투자자산	33.3	23.4	25.1	27.4	29.6
<b>자산총계</b>	<b>2,435.3</b>	<b>3,150.8</b>	<b>3,464.9</b>	<b>3,498.6</b>	<b>3,703.5</b>
유동부채	252.6	421.8	608.0	648.2	688.9
매입채무	2.6	3.5	4.3	4.8	5.2
단기차입금	43.8	87.8	81.2	81.2	81.2
유동성장기부채	8.2	20.9	142.7	142.7	142.7
비유동부채	889.4	1,102.9	1,253.6	1,179.9	1,206.4
사채	99.8	99.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	721.8	797.5	814.5	714.5	714.5
<b>부채총계</b>	<b>1,142.0</b>	<b>1,524.7</b>	<b>1,861.6</b>	<b>1,828.1</b>	<b>1,895.3</b>
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	304.7	304.7	304.7
이익잉여금	680.1	643.2	641.3	692.8	801.3
비지배주주지분	299.1	353.9	341.4	357.0	386.3
<b>자본총계</b>	<b>1,293.3</b>	<b>1,626.1</b>	<b>1,603.3</b>	<b>1,670.4</b>	<b>1,808.2</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,346	8,661	10,728	12,240	13,613
EPS(지배주주)	-208	-231	233	692	1,158
CFPS	696	1,142	2,012	2,932	3,841
EBITDAPS	332	819	1,827	2,958	3,874
BPS	10,933	13,989	13,876	14,442	15,636
DPS	100	100	170	170	200
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.9	0.9	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-107.0	-81.5	84.9	28.5	17.0
PCR	32.0	16.5	9.8	6.7	5.1
PSR	3.0	2.2	1.8	1.6	1.4
PBR	2.0	1.3	1.4	1.4	1.3
EBITDA	30.2	74.5	166.1	269.0	352.4
EV/EBITDA	96.1	37.7	17.5	10.1	7.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-1.9	1.7	4.9	7.7
EBITDA 이익률	4.5	9.5	17.0	24.2	28.5
부채비율	88.3	93.8	116.1	109.4	104.8
금융비용부담률	3.8	4.2	5.2	4.5	3.9
이자보상배율(X)	-1.2	0.1	1.1	3.0	5.0
매출채권회전율(X)	42.2	45.1	39.5	38.8	39.3
재고자산회전율(X)	171.8	131.0	131.8	129.7	131.1

Industry Brief  
2020. 1. 9

**GKL 114090**

## 영업환경은 바닥 통과, 더 나은 2020년

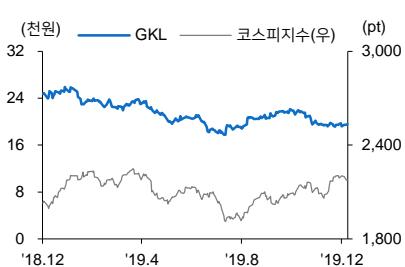
### ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr  
RA 문경원  
02. 6454-4881  
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 충족
- ✓ 2020년 영업이익은 15% 증가한 1,100억대를 전망
- ✓ 중국 노선 확대로 인해 자리 여건 상 mass 증가 필요한 동사의 수혜 기대
- ✓ 서울 카지노 성장 재개와 배당 매력을 고려했을 때 매력적인 선택지

## Buy

적정주가 (12개월)	26,000 원
현재주가 (1.8)	19,700 원
상승여력	32.0%
KOSPI	2,151.31pt
시가총액	12,186억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	7.52%
52주 최고/최저가	25,950원/17,800원
평균거래대금	26.0억원
주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	13.41
신영자산운용	8.27
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.0 -3.0 -17.9
상대주가	-2.2 -6.9 -22.7
주가그래프	



### 무난한 4분기

GKL의 4분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 1,325억원(+18.5% YoY)과 247억원(+211% YoY)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 전년 동기의 공격적인 프로모션에 따른 high base 영향으로 4Q19 드롭액은 YoY 20% 감소했으나 이는 정상 수준으로의 회귀다. 4분기 예상 수준의 이익을 기록한 덕분에 GKL의 기말 배당은 510원에 대한 전망을 유지한다.

2019년은 P-city로의 고객 집중이 서울 카지노 산업의 부진을 야기한 바 있다. 그러나 VIP 고객이 같은 권역에서 공유된다는 점을 고려했을 때 2020년 서울 카지노 시장 성장은 완만히 회복될 전망이다.

### 더 나은 2020년

2019년 상반기를 바닥으로 카지노 매출은 완만한 성장세에 있다. 다만 P-city 가 2019년 시장 성장을 빨아들이며 서울 카지노 시장 성장이 부진했는데 서울 비중이 절대적인 GKL 타격이 특히 컸다.

지리 조건 상 동사는 mass 고객 성장 시 효과가 상대적으로 우수하다. 중국의 지속적인 신규 공항 오픈으로 인한 노선 증설, 이로 인한 중국인 인바운드 효과가 기대된다. 이에 근거한 GKL의 2020년 별도 매출액과 영업이익은 각각 5,293억원(+7.5% YoY)과 1,121억원(+14.8% YoY)를 전망한다.

2020년 순이익은 2017년 수준으로 회귀하는 데 성공할 것으로 전망된다. 서울 카지노 성장 재개와 배당 매력을 요구하는 투자자에게 매력적인 선택지로 판단된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	501.3	108.2	80.5	1,302	-29.6	8,602	22.5	3.4	10.2	15.3	37.6
2018	480.3	104.9	77.6	1,255	-3.6	9,086	19.8	2.7	9.1	14.2	36.3
2019E	492.4	97.7	72.4	1,170	-6.7	8,968	16.6	2.2	7.1	13.0	58.2
2020E	529.3	112.1	83.1	1,343	14.8	9,611	14.7	2.0	6.6	14.5	55.5
2021E	530.6	113.3	85.4	1,381	2.8	10,192	14.3	1.9	6.9	13.9	55.2

표35 GKL 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	132.5	111.8	18.5	133.4	-0.6	126.5	4.7
영업이익	24.7	7.9	211.0	30.6	-19.4	25.7	-4.0
세전이익	25.5	9.9	157.2	32.5	-21.5	30.5	-16.3
지배순이익	19.1	6.7	184.8	25.3	-24.3	19.4	-1.5

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표36 GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
<b>드롭액</b>	<b>1,030.0</b>	<b>949.3</b>	<b>977.2</b>	<b>929.7</b>	<b>865.5</b>	<b>858.8</b>	<b>974.8</b>	<b>1,503.6</b>	<b>1,132.5</b>	<b>1,089.8</b>	<b>1,115.7</b>	<b>1,208.2</b>
일본	395.8	338.9	339.0	251.3	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	325.2	322.8	305.7
중국	328.0	289.2	337.9	300.1	240.7	233.4	251.5	630.4	371.7	361.9	375.9	359.6
기타	306.2	321.2	300.3	378.3	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	176.0	181.0	172.7
홀드율 (%)	11.8	11.4	14.2	13.3	14.1	13.6	13.3	7.6	9.6	10.8	12.0	11.0
<b>매출액</b>	<b>125.3</b>	<b>109.7</b>	<b>138.7</b>	<b>127.6</b>	<b>121.9</b>	<b>116.1</b>	<b>130.4</b>	<b>111.8</b>	<b>109.2</b>	<b>117.4</b>	<b>133.4</b>	<b>132.5</b>
매출원가	86.1	84.6	89.5	94.7	82.7	74.8	87.7	94.6	84.2	82.9	90.6	97.6
인건비	28.6	30.9	29.3	35.2	30.6	23.0	30.8	34.2	34.9	30.4	35.8	37.8
콤프	17.2	15.0	16.5	15.7	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	13.6	13.3	15.6
세금	15.2	13.7	17.7	15.1	15.4	14.7	16.6	13.7	13.7	14.9	17.1	16.9
판관비	39.2	25.2	49.2	32.9	39.3	41.4	42.7	17.2	25.0	34.5	42.7	34.9
EBITDA	7.7	7.5	8.5	14.5	7.9	6.7	11.8	10.3	8.4	8.4	12.4	10.2
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>17.6</b>	<b>40.7</b>	<b>18.4</b>	<b>31.4</b>	<b>34.7</b>	<b>30.9</b>	<b>7.9</b>	<b>16.6</b>	<b>26.1</b>	<b>30.3</b>	<b>24.7</b>
세전이익	23.1	20.3	44.0	19.8	23.1	37.6	33.2	9.9	11.1	28.0	32.2	25.5
순이익	17.5	15.4	33.4	14.2	17.4	27.2	26.4	6.7	8.5	19.7	25.0	19.1
<b>% YoY Growth</b>												
드롭액	6.7	-5.6	-4.4	-14.6	-16.0	-9.5	-0.3	61.7	30.9	26.9	14.5	-19.6
매출액	-8.3	-14.9	3.5	-14.1	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-10.5	1.0	2.3	18.5
영업이익	-25.3	-43.8	17.9	-57.5	-0.3	96.8	-24.1	-56.8	-47.3	-24.7	-1.9	211.0
순이익	-34.7	-39.8	20.3	-58.4	-1.0	76.2	-21.0	-52.7	-51.3	-27.3	-5.0	184.8
<b>Margin (%)</b>												
GPM	31.3	22.9	35.5	25.8	32.2	35.6	32.8	15.4	22.9	29.4	32.0	26.4
OPM	25.1	16.1	29.3	14.4	25.7	29.9	23.7	7.1	15.2	22.3	22.7	18.6
NPM	14.0	14.1	24.1	11.1	14.2	23.4	20.2	6.0	7.7	16.8	18.8	14.4

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표37 GKL의 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>드롭액</b>	<b>4,450.4</b>	<b>4,168.7</b>	<b>4,081.5</b>	<b>3,886.2</b>	<b>4,202.6</b>	<b>4,546.2</b>	<b>4,750.2</b>
중국인		888.7	1,122.0	1,112.1	1,215.4	1,299.5	1,883.0
일본인		1,552.1	1,309.5	1,174.0	1,356.0	1,469.1	2,029.8
기타		761.7	691.2	614.6	691.1	717.9	837.4
홀드율 (%)	12.0	11.9	13.3	12.6	11.5	10.8	11.2
<b>매출액</b>	<b>540.7</b>	<b>505.7</b>	<b>548.2</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>492.4</b>	<b>529.3</b>
매출원가	358.6	350.7	364.9	354.9	339.8	355.3	374.9
인건비	107.2	115.9	117.0	124.0	118.7	138.9	144.3
콤프	82.6	74.6	73.5	64.4	53.5	55.6	60.7
세금	68.5	62.6	69.2	61.8	60.4	62.6	67.5
판관비	34.3	36.6	32.1	38.2	36.7	39.5	42.2
EBITDA	159.1	131.1	164.0	124.1	121.2	132.3	134.7
<b>영업이익</b>	<b>147.8</b>	<b>118.4</b>	<b>151.2</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>97.6</b>	<b>112.1</b>
세전이익	153.2	121.0	150.2	107.3	103.8	96.9	112.1
순이익	116.5	91.7	114.3	80.5	77.6	72.4	83.1
<b>(% YoY)</b>							
드롭액	13.7	-6.3	-2.1	-4.8	8.1	8.2	4.5
매출액	-3.7	-6.5	8.4	-8.6	-4.2	2.5	7.5
EBITDA	-21.2	-17.6	25.1	-24.4	-2.3	9.2	1.9
영업이익	-22.7	-19.9	27.7	-28.5	-3.0	-6.9	14.8
순이익	-15.3	-21.3	24.6	-29.6	-3.6	-6.7	14.8
<b>Margin (%)</b>							
EBITDA Margin	29.4	25.9	29.9	24.8	25.2	26.9	25.5
OPM	27.3	23.4	27.6	21.6	21.8	19.8	21.2
NPM	21.5	18.1	20.9	16.1	16.2	14.7	15.7
<b>Valuation (배)</b>							
EPS (원)	1,884	1,483	1,849	1,302	1,255	1,170	1,343
PER	17.1	16.3	11.1	22.5	19.8	16.6	14.9
PBR	4.6	3.3	2.4	3.4	2.7	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.3	7.8	4.4	10.2	9.1	7.1	6.7
ROE (%)	28.2	20.7	23.5	15.3	14.2	13.0	14.5
Dividend Yield (%)	3.1	3.4	4.9	2.5	2.9	3.3	3.5

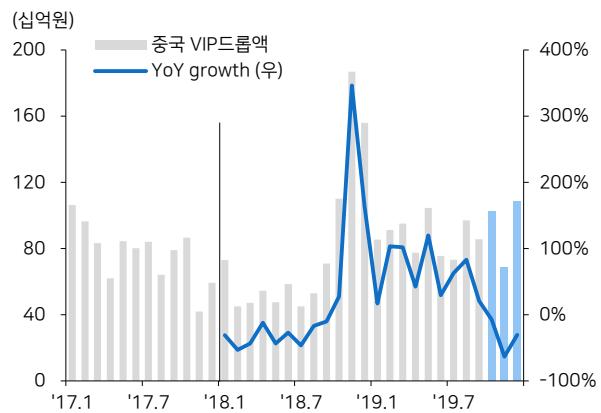
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

표38 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'18.12	'19.1	'19.2	'19.3	'19.4	'19.5	'19.6	'19.7	'19.8	'19.9	'19.10	'19.11	'19.12
<b>드롭액 (십억원)</b>														
<b>Seoul Casino</b>	Table Drop	312.8	168.2	155.2	177.6	138.4	165.1	148.2	152.4	169.5	165.2	211.6	174.6	178.0
	VIP	244.8	134.8	129.2	150.4	110.2	134.1	116.0	121.1	134.1	133.0	175.6	147.2	144.0
	Japan	58.2	42.9	40.2	46.5	31.3	31.8	36.7	37.4	45.7	41.1	58.8	52.5	44.0
	China	112.1	53.0	56.8	63.5	49.4	64.1	46.0	48.8	52.9	55.8	67.2	42.8	66.1
	Others	74.4	39.0	32.2	40.5	29.4	38.3	33.3	34.9	35.4	36.1	49.6	51.8	33.8
	Mass	67.9	33.3	26.0	27.2	28.2	31.0	32.1	31.3	35.5	32.2	36.1	27.5	34.0
<b>Seoul Hilton Casino</b>	Table Drop	177.4	117.4	104.5	115.8	121.6	118.9	103.7	113.8	125.7	107.4	104.2	110.8	125.2
	VIP	80.8	62.6	54.5	60.1	60.2	62.6	46.1	55.3	66.6	51.5	47.0	52.7	61.0
	Japan	46.3	46.1	38.3	36.9	39.2	41.1	26.2	34.2	38.5	24.3	27.4	32.0	32.1
	China	14.8	5.8	5.9	14.1	12.2	15.3	12.5	11.3	20.6	13.5	11.6	12.7	20.0
	Others	19.8	10.7	10.2	9.0	8.8	6.2	7.4	9.9	7.5	13.7	8.0	8.0	8.9
	Mass	96.5	54.8	50.1	55.7	61.4	56.3	57.6	58.5	59.1	55.9	57.3	58.1	64.2
<b>Busan Lotte Casino</b>	Table Drop	71.2	68.0	65.7	55.6	55.7	65.6	62.7	51.0	64.6	52.8	56.5	51.8	67.3
	VIP	58.9	56.7	54.1	44.4	42.8	51.7	47.2	36.7	48.3	37.6	42.4	39.1	52.8
	Japan	22.9	24.7	21.5	20.4	22.8	22.9	22.9	20.5	22.0	18.6	15.0	19.1	27.3
	China	29.0	26.6	28.5	17.4	15.7	25.1	17.1	13.1	23.5	16.3	23.5	13.1	22.1
	Others	6.9	5.3	4.1	6.6	4.3	3.7	7.2	3.1	2.7	2.7	3.9	6.9	3.4
	Mass	12.4	11.3	11.6	11.2	12.9	13.9	15.5	14.3	16.3	15.2	14.1	12.7	14.5
<b>Total</b>	Table Drop	561.4	353.6	325.4	349.0	315.6	349.6	314.6	317.2	359.8	325.4	372.4	337.3	370.5
	VIP	384.5	254.1	237.7	254.9	213.2	248.4	209.3	213.1	248.9	222.1	264.9	239.0	257.8
	Japan	127.5	113.7	100.0	103.9	93.3	95.7	85.8	92.1	106.3	84.0	101.3	103.6	103.4
	China	155.9	85.3	91.3	95.0	77.4	104.4	75.6	73.2	97.0	85.6	102.2	68.7	108.2
	Others	101.1	55.1	46.5	56.1	42.5	48.2	47.9	47.8	45.6	52.5	61.4	66.7	46.1
	Mass	176.9	99.5	87.7	94.0	102.5	101.2	105.3	104.1	110.9	103.3	107.5	98.3	112.8
	Slot Machine	39.6	33.1	31.7	39.7	32.8	40.6	36.5	34.5	38.7	40.2	42.7	40.6	44.7
<b>국적별 Breakdown</b>	Total drop	601.0	386.6	357.2	388.7	348.5	390.2	351.1	351.6	398.5	365.6	415.2	377.8	415.2
	VIP+Mass	561.4	353.6	325.4	349.0	315.6	349.6	314.6	317.2	359.8	325.4	372.4	337.3	370.5
	Japan	136.6	123.0	108.7	114.1	102.5	106.3	96.9	101.2	115.9	92.3	108.2	111.7	112.7
	China	259.1	124.7	122.3	124.7	114.9	136.3	108.4	104.1	129.9	115.6	138.5	98.7	147.5
	Others	120.1	65.4	55.3	67.5	53.2	60.3	59.2	59.3	59.3	65.0	75.0	79.1	58.4
	No Name	45.6	40.4	39.1	42.7	45.1	46.7	50.0	52.5	54.7	52.5	50.7	47.7	51.9
<b>성장률 (% YoY)</b>														
<b>Seoul Casino</b>	Table Drop	145.5	22.5	53.3	58.8	26.9	57.0	26.6	43.1	8.9	-2.3	17.1	-25.7	-43.1
	VIP	155.2	28.5	67.2	75.6	34.6	72.2	25.4	46.8	3.5	-4.6	12.8	-24.3	-41.2
	Japan	90.4	74.6	44.8	57.3	13.8	9.8	26.6	12.8	-14.8	-31.0	58.5	35.5	-24.4
	China	184.6	7.1	105.4	136.6	59.2	110.1	27.2	99.2	43.8	5.2	-7.3	-64.3	-41.0
	Others	187.1	26.2	47.2	38.3	26.3	107.3	21.7	40.7	-9.4	34.9	7.7	45.5	-54.5
	Mass	116.0	3.1	8.5	3.8	3.8	13.6	31.3	30.3	35.4	8.5	43.3	-32.5	-49.9
<b>Seoul Hilton Casino</b>	Table Drop	77.1	23.8	45.9	29.1	19.1	29.9	26.8	16.2	17.9	1.3	-2.9	-20.5	-29.4
	VIP	73.6	43.0	88.2	35.4	11.5	54.1	34.9	15.6	23.0	4.6	-21.3	-29.7	-24.5
	Japan	49.8	52.0	106.6	17.1	-2.9	36.2	12.4	-2.3	-4.6	-38.8	-37.9	-28.3	-30.6
	China	109.5	-14.7	43.7	256.3	190.2	280.3	273.2	162.9	274.9	392.0	212.1	-23.0	35.2
	Others	130.2	61.1	62.9	1.9	-6.4	-3.6	-1.1	14.5	-9.5	99.1	-32.4	-42.3	-54.9
	Mass	80.1	7.4	17.3	23.0	27.6	10.6	21.0	16.8	12.6	-1.6	20.2	-9.7	-33.5
<b>Busan Lotte Casino</b>	Table Drop	53.7	23.3	38.4	-0.5	12.6	32.7	16.9	4.3	44.2	13.2	-9.3	-49.0	-5.6
	VIP	75.9	33.8	48.9	1.4	12.7	39.1	15.1	-1.2	50.0	7.2	-18.3	-56.6	-10.3
	Japan	26.8	7.6	3.7	-4.5	53.1	5.4	24.1	32.3	23.9	14.3	-1.4	-47.4	18.9
	China	125.8	58.4	116.8	6.6	-17.6	92.8	-9.7	-19.4	119.7	8.0	-30.9	-73.9	-23.6
	Others	173.7	107.0	65.0	7.9	6.9	52.1	98.8	-42.8	-27.2	-26.7	46.8	105.7	-51.5
	Mass	-3.9	-11.4	4.3	-7.3	12.4	13.6	22.8	21.9	29.5	31.1	35.1	9.2	17.0
<b>Total</b>	Table Drop	105.0	23.1	47.7	35.6	21.1	42.0	24.6	25.2	17.1	1.1	6.3	-29.2	-34.0
	VIP	118.6	33.0	66.8	46.7	22.6	59.6	24.8	27.3	15.3	-0.7	-0.8	-33.5	-33.0
	Japan	60.2	46.0	49.2	25.9	12.7	18.5	21.3	10.1	-4.9	-27.3	4.9	-13.4	-18.9
	China	162.9	16.9	103.1	101.7	42.3	119.8	29.3	62.5	83.1	20.8	-7.2	-63.3	-30.6
	Others	173.0	37.2	51.9	26.8	15.8	76.3	24.5	23.3	-10.7	40.6	1.6	26.2	-54.4
	Mass	80.6	3.4	12.7	12.6	18.1	11.9	24.2	21.3	21.4	5.3	29.0	-15.7	-36.2
	Slot Machine Drop	2.9	-3.6	-2.3	17.6	-11.9	24.6	22.5	20.4	21.4	25.4	2.6	18.1	12.8
	Total drop	92.4	20.3	41.3	33.5	17.0	40.0	24.4	24.7	17.5	3.3	5.9	-26.0	-30.9

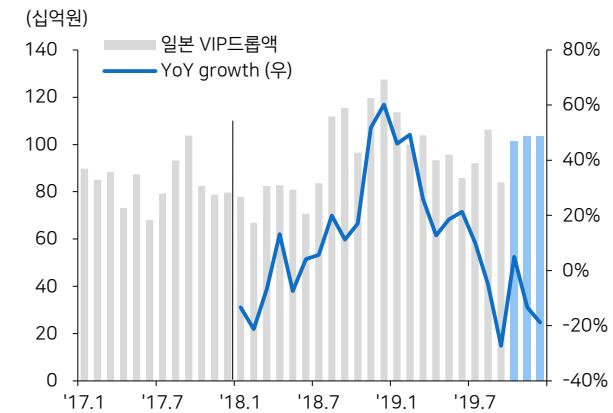
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림16 GKL 중국 VIP 드롭액, 2H18 이후 꾸준한 증가



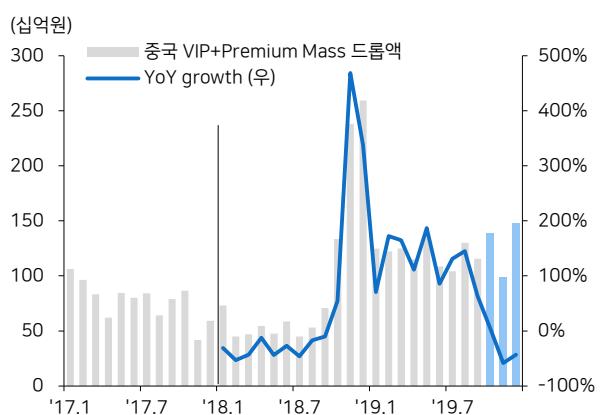
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 일본 VIP 드롭액도 작년 하반기부터 성장세로 전환



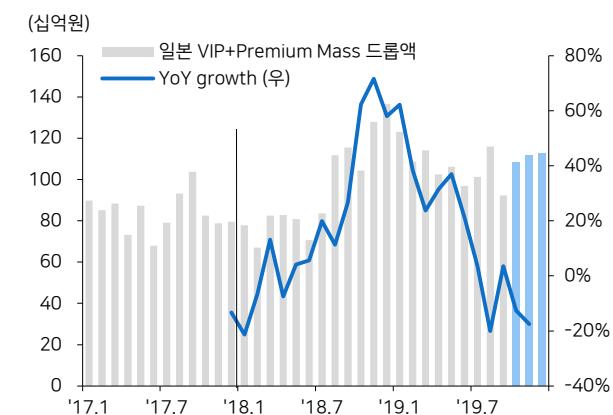
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 중국 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



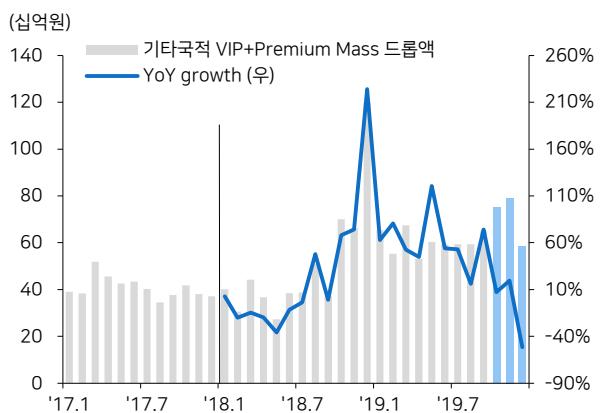
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 일본 VIP+Premium Mass 드롭액 추이



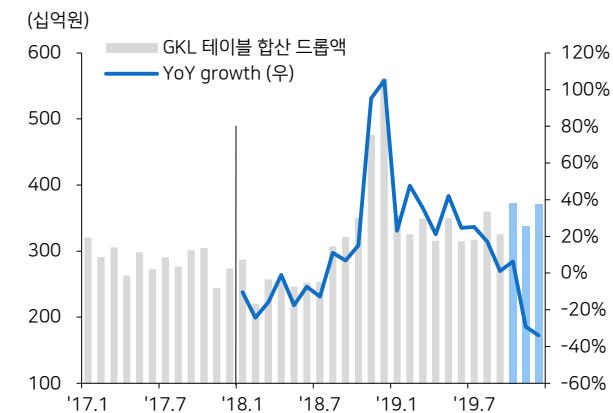
자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 기타국적 VIP와 Premium Mass도 성장 보태



자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 GKL 테이블 합산 드롭액 추이



자료: GKL, 메리츠종금증권 리서치센터

## GKL (114090)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>501.3</b>	<b>480.3</b>	<b>492.4</b>	<b>529.3</b>	<b>530.6</b>
매출액증가율 (%)	-8.6	-4.2	2.5	7.5	0.3
매출원가	354.9	338.7	356.4	374.9	375.0
매출총이익	146.4	141.7	136.0	154.4	155.6
판매관리비	38.2	36.8	38.4	42.2	42.3
<b>영업이익</b>	<b>108.2</b>	<b>104.9</b>	<b>97.7</b>	<b>112.1</b>	<b>113.3</b>
영업이익률	21.6	21.8	19.8	21.2	21.4
금융손익	8.2	10.6	9.1	8.9	11.9
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.0	-11.7	-8.1	-7.3	-9.8
세전계속사업이익	107.3	103.8	98.6	113.7	115.4
법인세비용	26.8	26.2	24.5	29.0	28.6
<b>당기순이익</b>	<b>80.5</b>	<b>77.6</b>	<b>72.4</b>	<b>83.1</b>	<b>85.4</b>
지배주주지분 순이익	80.5	77.6	72.4	83.1	85.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>78.5</b>	<b>93.0</b>	<b>114.2</b>	<b>108.0</b>	<b>62.8</b>
당기순이익(손실)	80.5	77.6	72.4	83.1	85.4
유형자산상각비	15.5	15.9	34.2	22.2	12.5
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-23.1	-2.1	-4.9	2.3	-35.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-82.6</b>	<b>-42.5</b>	<b>-22.8</b>	<b>-5.1</b>	<b>1.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-9.5	-7.7	-4.1	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-151.6	-114.3	-0.9	4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-61.5</b>	<b>-45.3</b>	<b>-84.0</b>	<b>-39.6</b>	<b>6.7</b>
차입금의 증감	0.4	-0.2	81.6	0.0	50.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-65.9	5.3	7.6	63.4	70.7
기초현금	191.3	125.4	130.8	138.3	201.7
기말현금	125.4	130.8	138.3	201.7	272.4

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	566.2	455.1	370.6	434.7	501.8
현금및현금성자산	125.4	130.8	138.3	201.7	272.4
매출채권	8.9	8.4	9.9	10.2	8.9
재고자산	2.3	2.5	2.9	3.0	2.6
비유동자산	165.7	310.7	507.3	489.5	476.3
유형자산	93.0	85.5	71.2	53.0	44.6
무형자산	9.5	9.6	9.0	8.6	8.3
투자자산	26.9	178.6	292.9	293.8	289.4
<b>자산총계</b>	<b>731.9</b>	<b>765.9</b>	<b>877.8</b>	<b>924.2</b>	<b>978.2</b>
유동부채	169.6	168.8	199.9	205.3	228.9
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	123.2	124.4	118.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>199.9</b>	<b>203.8</b>	<b>323.1</b>	<b>329.7</b>	<b>347.7</b>
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	502.5	542.3	578.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>532.1</b>	<b>562.0</b>	<b>554.7</b>	<b>594.5</b>	<b>630.4</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,104	7,766	7,961	8,557	8,578
EPS(지배주주)	1,302	1,255	1,170	1,343	1,381
CFPS	1,988	1,927	2,110	2,017	1,858
EBITDAPS	2,006	1,959	2,138	2,178	2,039
BPS	8,602	9,086	8,968	9,611	10,192
DPS	730	710	640	700	800
배당수익률(%)	2.5	2.9	3.3	3.6	4.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.5	19.8	16.6	14.7	14.3
PCR	14.7	12.9	9.2	9.8	10.6
PSR	3.6	3.2	2.4	2.3	2.3
PBR	3.4	2.7	2.2	2.0	1.9
EBITDA	124.1	121.2	132.3	134.7	126.2
EV/EBITDA	10.2	9.1	7.1	6.6	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.3	14.2	13.0	14.5	13.9
EBITDA 이익률	24.8	25.2	26.9	25.5	23.8
부채비율	37.6	36.3	58.2	55.5	55.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.7	0.8	1.2
이자보상배율(X)	9,842.4	11,353.5	28.2	25.5	18.1
매출채권회전율(X)	54.0	55.7	53.9	52.7	55.8
재고자산회전율(X)	233.0	202.2	183.5	179.4	189.7

Industry Brief  
2020. 1. 9

# 강원랜드 035250

## 3만원 중심으로 박스권 트레이딩 유효

### ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr  
RA 문경원  
02. 6454-4881  
yeongwon.moon@meritz.co.kr

- ✓ 4분기는 무난한 실적 전망
- ✓ 동사 경영진 및 임직원은 주어진 자원 활용을 통해 최대한의 카지노 수익 창출 중. 추가적 카지노 수익을 위해서는 규제 완화가 필수적
- ✓ 규제로 인해 탑라인 성장 제한적. DPS 900원은 당사 적정주가 3만원 기준 배당수익률 3%를 의미함. 배당수익률 관점에서의 박스권 트레이딩 전략 유효

### Hold

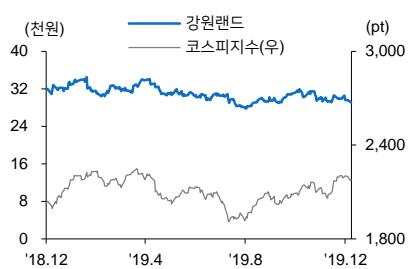
적정주가 (12개월)	30,000 원
현재주가 (1.8)	28,500 원
상승여력	5.3%

KOSPI	2,151.31pt
시가총액	60,973억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	29.90%
52주 최고/최저가	34,550원/27,850원
평균거래대금	90.0억원

#### 주요주주(%)

한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
국민연금공단	5.14
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.9 -7.0 -11.5
상대주가	-6.0 -10.8 -16.7

#### 주가그래프



### 4분기 영업이익은 기대치 부합할 것

4분기 강원랜드 연결 매출액과 영업이익, 순이익은 각각 3,825억원(+8.7% YoY)과 784억원(+19.2% YoY), 620억원(+227% YoY)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 특별한 일회성 비용, 이익은 감지되지 않는다.

영업시간 변경, 유연적 테이블 운용 등 동사는 주어진 자원을 활용해 최대한의 카지노 수익을 창출하고 있다. 2019년 동사의 카지노 매출은 1조 4,813억원(+5.8% YoY)으로 마무리, 추정 매출 총량인 1조 5,300억원에 근접한 것으로 추정된다. 2019년 순이익은 3,441억원으로 추정된다.

동사의 경우 규제로 인해 탑라인 성장에 제한이 있기 때문에 배당, 혹은 방어적 성격의 주식으로 활용된다. 당사가 추정하는 강원랜드의 2019년 DPS는 900원으로 2018년과 같은 수준을 예상한다. 이는 동사의 배당이 지난 5년간 평균 순이익의 45~50%로 결정되는 점을 감안, 2015~2019년 평균 순이익의 46%를 가정한 수치다. 대주주인 한국광해관리공단의 주수입원인 관계로 추가적인 배당 감소에 대한 가능성은 낮아 보인다.

### 적정주가 3만원이 내포하는 바

강원랜드의 2020년 매출액 및 영업이익은 각각 1조 6,370억원(+7.0% YoY)과 5,180억원(+0.5% YoY)으로 전망한다. 이는 1월 머신 140대 신규 교체 등의 효과로 카지노 매출이 1조 5,919억원으로 YoY 7.6% 증가를 전망하는데 근거한다. 현재 동사는 2020년 PER 기준 17배에 거래되고 있어 과거 8년 내 평균 18.8 배 대비 10% 낮은 수준에 해당한다. 적정주가 3만원이 내포하는 바는 배당수익률 3%다. 배당수익률을 근거로 박스권 트레이딩 전략을 지속 추천한다.

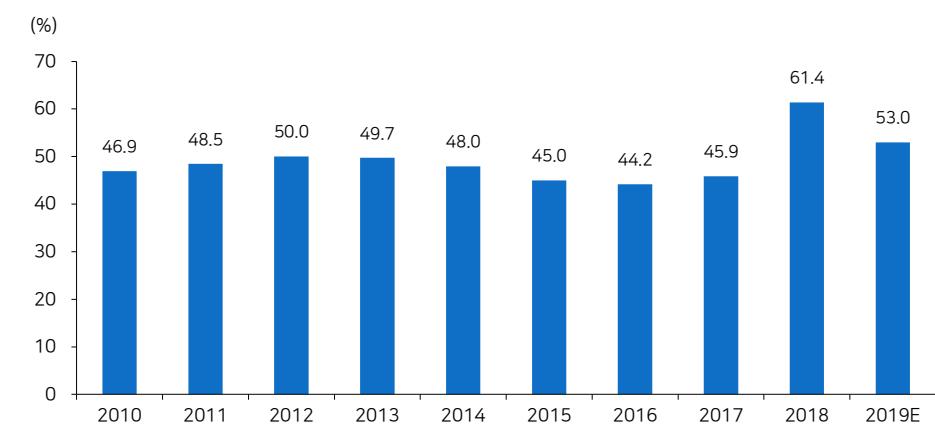
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,547.8	530.9	437.6	2,046	-3.7	16,365	17.0	2.1	8.8	13.0	19.5
2018	1,438.1	430.7	297.3	1,390	-32.1	16,765	23.0	1.9	10.4	8.4	18.0
2019E	1,529.8	515.5	344.1	1,609	15.8	16,693	18.4	1.8	8.4	9.6	16.7
2020E	1,637.0	518.0	370.2	1,731	7.5	17,570	16.5	1.6	7.6	10.1	17.1
2021E	1,698.5	535.0	382.8	1,789	3.4	18,506	15.9	1.5	7.0	9.9	16.9

표39 강원랜드 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	382.5	351.9	8.7	405.5	-5.7	377.4	1.4
영업이익	78.4	65.8	19.2	139.2	-43.7	84.6	-7.4
세전이익	84.6	37.7	124.5	155.4	-45.6	90.3	-6.3
지배순이익	62.1	19.1	225.9	128.6	-51.7	55.6	11.7

자료: 강원랜드, 메리츠종금증권 리서치센터

그림22 강원랜드 배당성향 추이 및 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표40 강원랜드의 과거 평균 PER은 18배 수준

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
EPS (원)	1,968	1,782	1,431	1,391	1,680	2,064	2,125	2,045	1,390	1,608
PER (End)	14.2	15.3	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	17.0	23.0	18.4
PER (High)	16.0	17.9	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	19.3	24.6	21.5
PER (Low)	7.7	13.0	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	15.7	18.2	17.2
PER (Avg)	10.4	15.3	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	17.4	20.9	19.3

주: 지배주주 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표41 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
<b>드롭액</b>	<b>1,740.7</b>	<b>1,644.0</b>	<b>1,654.1</b>	<b>1,599.8</b>	<b>1,550.9</b>	<b>1,475.0</b>	<b>1,590.6</b>	<b>1,518.0</b>	<b>1,567.8</b>	<b>1,589.8</b>	<b>1,720.6</b>	<b>1,601.5</b>
Mass	726.7	683.8	695.2	696.5	672.9	619.6	631.7	635.0	670.2	662.8	702.9	663.7
슬롯머신	592.5	590.3	618.6	599.3	585.5	570.6	572.8	555.7	552.4	576.8	629.3	610.6
VIP테이블	421.6	370.0	340.4	304.1	292.5	284.7	386.1	327.3	345.2	350.2	388.4	327.3
<b>홀드율 (%)</b>	<b>22.7</b>	<b>22.8</b>	<b>22.8</b>	<b>23.6</b>	<b>23.6</b>	<b>23.6</b>	<b>22.1</b>	<b>22.6</b>	<b>23.1</b>	<b>22.8</b>	<b>22.7</b>	<b>22.9</b>
Mass	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.8	23.8	24.2	23.7	24.8	23.8	24.2	23.7	24.8	24.2	24.2	24.2
VIP테이블	16.6	17.9	16.7	21.4	18.6	19.1	14.9	17.2	17.7	17.6	16.9	17.2
<b>매출액</b>	<b>409.1</b>	<b>372.9</b>	<b>380.8</b>	<b>385.0</b>	<b>378.4</b>	<b>338.7</b>	<b>369.1</b>	<b>351.9</b>	<b>377.4</b>	<b>364.3</b>	<b>405.5</b>	<b>382.5</b>
Mass	177.5	167.3	170.0	170.3	164.5	151.6	154.5	155.3	163.9	162.1	171.9	162.3
슬롯머신	146.9	140.5	149.8	142.0	145.2	135.8	138.7	131.7	137.0	139.4	152.6	147.5
VIP테이블	70.0	66.4	56.9	65.2	54.3	54.4	57.7	56.4	61.2	61.6	65.5	56.4
비카지노	14.7	30.8	38.2	40.6	45.6	27.7	52.4	40.6	49.1	35.9	53.5	51.6
매출원가	173.4	172.3	168.6	216.5	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	135.5	187.6	236.6
인건비	29.9	31.0	30.0	56.7	31.0	30.8	29.0	57.8	32.3	4.2	30.1	61.8
콤프	39.2	31.6	33.6	32.9	31.1	30.4	33.4	31.4	2.3	2.6	2.6	2.1
세금	55.5	56.9	57.3	57.4	50.9	51.9	53.3	52.2	50.5	55.2	59.3	55.7
판관비	73.3	65.1	74.5	73.0	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	55.9	78.7	67.6
<b>영업이익</b>	<b>162.4</b>	<b>135.5</b>	<b>137.6</b>	<b>95.4</b>	<b>126.0</b>	<b>115.0</b>	<b>123.9</b>	<b>65.8</b>	<b>125.1</b>	<b>172.8</b>	<b>139.2</b>	<b>78.4</b>
세전이익	168.0	143.0	160.9	94.2	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	116.8	155.4	84.6
순이익	129.8	110.4	119.0	78.4	90.4	94.6	93.3	19.1	102.4	50.9	128.6	62.1
<b>(% YoY)</b>												
드롭액	-2.0	-6.7	-9.2	-4.9	-10.9	-10.3	-3.8	-5.1	1.1	7.8	8.2	5.5
Mass	-6.7	-9.2	-11.0	-8.8	-7.4	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	4.5
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	1.1	9.9	9.9
VIP테이블	10.6	-1.9	-13.1	-1.6	-30.6	-23.0	13.4	7.6	18.0	23.0	0.6	0.0
매출액	-6.3	-9.5	-13.1	-6.1	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-0.3	7.5	9.9	8.7
Mass	-5.9	-9.5	-11.0	-8.8	-7.3	-9.4	-9.1	-8.8	-0.4	7.0	11.3	4.5
슬롯머신	-3.8	-6.5	-4.8	-1.7	-1.2	-3.3	-7.4	-7.3	-5.6	2.7	10.0	12.0
VIP테이블	0.3	-2.9	-20.3	2.7	-22.5	-18.1	1.3	-13.5	12.7	13.2	13.5	0.0
<b>영업이익</b>	<b>-8.7</b>	<b>-15.5</b>	<b>-14.9</b>	<b>-19.7</b>	<b>-22.4</b>	<b>-15.1</b>	<b>-10.0</b>	<b>-31.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>50.2</b>	<b>12.3</b>	<b>19.2</b>
순이익	-9.1	-10.7	-4.3	23.0	-30.3	-14.4	-21.6	-75.7	13.3	-46.1	37.9	225.9
<b>Margin (%)</b>												
OPM	39.7	36.3	36.1	24.8	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	47.4	34.3	20.5
NPM	31.7	29.6	31.3	20.4	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	14.0	31.7	16.2
<b>Indicator</b>												
인당드롭액 (백만원)	2.19	2.27	2.03	2.05	2.12	2.22	2.05	2.23	2.10	2.38	2.19	2.14
% YoY	0.8	-5.9	-3.3	-8.1	-3.0	-1.9	0.7	8.8	-1.0	6.9	7.2	-4.1
일평균방문객 (명)	8,830	7,973	8,851	8,482	8,113	7,290	8,452	7,399	8,284	7,348	8,531	8,139
% YoY	-1.7	-0.8	-6.1	3.5	-8.1	-8.6	-4.5	-12.8	2.1	0.8	0.9	10.0

주: 2017년 실적부터 IFRS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠증권리서치센터

표42 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>드롭액</b>	<b>7,042.4</b>	<b>6,638.7</b>	<b>6,134.5</b>	<b>6,479.8</b>	<b>6,943.9</b>	<b>7,183.2</b>
Mass테이블	3,076.6	2,802.1	2,559.3	2,699.5	2,960.4	3,185.6
슬롯머신	2,506.6	2,400.7	2,284.5	2,369.1	2,480.6	2,473.8
VIP테이블	1,459.2	1,436.0	1,290.6	1,411.1	1,502.9	1,523.9
<b>홀드율 (%)</b>	<b>23.1</b>	<b>22.9</b>	<b>22.8</b>	<b>22.9</b>	<b>23.0</b>	<b>22.9</b>
Mass테이블	24.4	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.1	24.3	24.2	24.2
VIP테이블	18.7	18.0	17.3	17.3	17.9	17.5
<b>매출액</b>	<b>1,696.5</b>	<b>1,547.8</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,529.7</b>	<b>1,637.0</b>	<b>1,698.5</b>
Mass테이블	751.4	685.2	625.9	660.2	724.0	779.1
슬롯머신	604.8	579.3	551.4	576.5	601.2	599.4
VIP테이블	273.1	258.6	222.8	244.7	268.4	266.7
비카지노	67.2	124.3	166.4	190.0	196.6	211.5
매출원가	785.2	730.8	729.6	740.4	822.7	858.9
인건비	150.2	147.7	148.6	128.4	151.3	156.9
콤프	155.7	137.3	10.9	9.6	10.2	10.4
세금	243.0	227.1	208.4	220.7	238.3	246.2
판관비	292.7	286.0	277.8	273.9	296.3	304.6
<b>영업이익</b>	<b>618.6</b>	<b>530.9</b>	<b>430.7</b>	<b>515.5</b>	<b>518.0</b>	<b>535.0</b>
세전이익	596.9	566.2	410.7	496.6	497.6	514.5
순이익	454.6	437.6	297.3	344.1	370.2	382.8
<b>(% YoY)</b>						
드롭액	4.5	-5.7	-7.6	5.6	7.2	3.4
Mass테이블	4.7	-8.9	-8.7	5.5	9.7	7.6
슬롯머신	6.2	-4.2	-4.8	3.7	4.7	-0.3
VIP테이블	1.3	-1.6	-10.1	9.3	6.5	1.4
매출액	3.8	-8.8	-7.1	6.4	7.0	3.8
Mass테이블	3.9	-8.8	-8.6	5.5	9.7	7.6
슬롯머신	6.3	-4.2	-4.8	4.5	4.3	-0.3
VIP테이블	2.0	-5.3	-13.8	9.8	9.7	-0.6
영업이익	3.9	-14.2	-18.9	19.7	0.5	3.3
순이익	2.9	-3.7	-32.1	15.8	7.5	3.4
<b>Margin (%)</b>						
OPM	36.5	34.3	29.9	33.7	31.6	31.5
NPM	26.8	28.3	20.7	22.5	22.6	22.5
<b>Valuation (배)</b>						
EPS (원)	2,125	2,045	1,390	1,608	1,730	1,789
PER	16.8	17.0	23.0	18.4	16.8	16.3
PBR	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.5	8.8	10.4	8.4	7.8	7.3
ROE (%)	14.5	13.0	8.4	9.6	10.1	9.9
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.1

주: 2017년 실적부터 IFRS15 기준. 이전 실적은 구 회계 기준.

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 강원랜드 (035250)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,547.8	1,438.1	1,529.8	1,637.0	1,698.5
매출액증가율 (%)	-8.8	-7.1	6.4	7.0	3.8
매출원가	730.8	729.6	740.3	822.7	858.9
매출총이익	816.9	708.5	789.4	814.3	839.6
판매관리비	286.0	277.8	274.0	296.3	304.6
영업이익	530.9	430.7	515.5	518.0	535.0
영업이익률	34.3	30.0	33.7	31.6	31.5
금융손익	52.7	39.4	71.5	38.0	42.7
증속/관계기업손익	-0.1	-0.1	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.3	-59.3	-93.1	-93.1	93.1
세전계속사업이익	566.2	410.7	494.2	463.0	670.8
법인세비용	128.7	113.5	160.8	156.8	229.1
당기순이익	437.5	297.2	344.1	369.9	382.6
지배주주지분 순이익	437.6	297.3	344.1	370.2	382.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	463.1	363.9	220.6	482.1	476.7
당기순이익(손실)	437.5	297.2	344.1	369.9	382.6
유형자산상각비	74.2	66.0	69.3	70.1	70.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.3	0.6	0.5
운전자본의 증감	-71.0	-39.2	-155.0	41.6	23.6
투자활동 현금흐름	-250.2	-202.1	1.3	-193.4	-131.5
유형자산의증가(CAPEX)	-85.5	-103.3	-61.2	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	144.9	-456.7	-290.4	-46.3	-26.3
재무활동 현금흐름	-200.3	-202.4	-186.5	-182.5	-182.5
차입금의 증감	0.5	-1.4	2.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.6	-56.7	35.5	106.3	162.8
기초현금	93.0	105.6	48.9	84.3	190.6
기말현금	105.6	48.9	84.3	190.6	353.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,164.3	1,759.0	1,477.4	1,685.6	1,906.4
현금및현금성자산	105.6	48.9	84.3	190.6	353.3
매출채권	4.7	9.8	10.7	11.5	12.0
재고자산	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
비유동자산	2,021.4	2,472.2	2,690.4	2,716.0	2,721.8
유형자산	1,298.0	1,314.0	1,302.9	1,282.8	1,262.8
무형자산	1.3	0.9	2.8	2.3	1.8
투자자산	525.4	982.1	1,272.5	1,318.8	1,345.1
자산총계	4,185.7	4,231.2	4,167.8	4,401.7	4,628.2
유동부채	681.3	636.0	584.7	630.4	656.4
매입채무	3.4	3.6	3.9	4.2	4.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	8.4	11.8	12.5	12.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	684.4	644.5	596.5	642.9	669.3
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,438.9	3,524.5	3,509.1	3,696.8	3,896.9
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.3
자본총계	3,501.2	3,586.8	3,571.3	3,758.7	3,958.9

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,235	6,722	7,151	7,652	7,939
EPS(지배주주)	2,046	1,390	1,609	1,731	1,789
CFPS	2,968	2,302	2,139	2,615	2,989
EBITDAPS	2,829	2,322	2,735	2,752	2,830
BPS	16,365	16,765	16,693	17,570	18,506
DPS	990	900	900	900	900
배당수익률(%)	2.8	2.8	3.0	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	17.0	23.0	18.4	16.5	15.9
PCR	11.7	13.9	13.8	10.9	9.5
PSR	4.8	4.8	4.1	3.7	3.6
PBR	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EBITDA	605.1	496.8	585.0	588.7	605.5
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.4	7.6	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.4	9.6	10.1	9.9
EBITDA 이익률	39.1	34.5	38.2	36.0	35.6
부채비율	19.5	18.0	16.7	17.1	16.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	2,241.8	1,834.7	1,436.2		
매출채권회전율(X)	347.8	199.1	149.7	148.0	145.0
재고자산회전율(X)	1,186.4	1,174.7	1,276.0	1,261.4	1,235.8

Industry Brief  
2020. 1. 9

## ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

모두투어 080160

## 4 분기를 끝으로 적자 탈피할 것

- ✓ 4분기 영업이익은 -19억원으로 컨센서스 충족
- ✓ 일본 수요 감소 일부를 타지역으로 흡수하는 데 성공, 1분기부터 적자 탈피할 것
- ✓ 2020년 패키지 송출객 성장률 4% 추정에 근거, 본사 이익 188억원 전망
- ✓ 2019년 연결 영업이익 193억원 추정, 모두투어 전망치 227억원에 근접
- ✓ 여행업 부진하나 동사 이익 방어력 산업 내 가장 높은 편. 여행업 내 선호 유지

## Buy

적정주가 (12개월)	21,000 원
현재주가 (1.8)	16,950 원
상승여력	23.9%

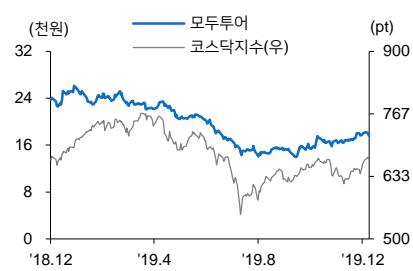
KOSDAQ	640.94pt
시가총액	3,204억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	77.66%
외국인비중	22.43%
52주 최고/최저가	26,150원/13,950원
평균거래대금	23.5억원

## 주요주주(%)

우증웅 외 20 인	15.18
JP Morgan Investment Management	10.14
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-5.8	-26.1
상대주가	-1.4	-1.8	-23.0

## 주가그래프



## 적자 탈피는 1분기부터

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 791억원(+6.3% YoY(이하 동일))과 -19억원(적전)을 기록할 전망이다. 일본 보이콧 영향이 부진한 패키지 수요에 가중을 더하며 별도 영업이익이 -16억원을 기록할 것으로 추정하는 것이 주된 요인이다. 자회사 합산 이익은 자유투어 15억 적자를 포함, 3억원 적자를 전망한다. 12월 패키지 송출객과 함께 발표된 동사의 예약률 데이터는 경쟁사 대비 양호한 수준을 기록하고 있다. 일본 보이콧 영향은 지속되고 있으나 동남아 등 타지역으로 수요 일부가 흡수되는 데 성공한 것으로 보인다. ASP 희생은 불가피해 보이나 1분기 적자 기조를 탈피하는데 성공할 전망이다.

## 2020년 모두투어 가이던스는 보수적 추정에 근거한 달성 가능한 수준

지난달 동사가 발표한 2020년 전망치는 매출액 3,625억원 및 영업이익 227억 원으로, 별도 이익 200억원과 자회사 합산 27억 흑자를 가정한 수치다. 당사가 전망하는 2020년 모두투어 매출액 및 영업이익은 각각 3,467억원(+12%) 및 193억원(+293%)이다. 이는 별도 이익 188억원(+177%), 자유투어 -9억(+12억)를 포함한 자회사 합산 이익 5억원 가정에 기반한 수치다. 자회사 실적은 2020년 해외 신규 법인 2개 증가에 따른 이익 증대가 기대된다.

모두투어에 대한 적정주가를 기준 18,500원에서 21,000원으로 상향한다. 지배 지분 EPS에 20배를 적용해 적정주가를 산정해 왔으나 1) 하나투어와 같은 가치합산 방식으로 변경하였으며 2) 해외 자회사 실적 증가를 반영했다. 비우호적인 산업 환경 하에서는 동사와 같이 보수적 전략을 취하는 사업자의 이익 방어력이 높다. 1) 상대적으로 편안한 밸류에이션, 2) 풍부한 현금에 기반한 배당 확대 여력 가능성에 기반해 여행업 내 선호 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	372.1	33.9	24.9	1,316	56.8	7,208	23.2	4.2	13.7	20.8	113.2
2018	365.0	16.6	12.6	664	-51.1	7,056	36.3	3.4	18.3	9.3	107.6
2019E	310.9	4.9	4.9	259	-60.0	7,221	70.3	2.5	26.3	3.6	123.3
2020E	346.7	19.3	17.0	899	262.7	7,886	18.9	2.1	9.8	11.9	123.6
2021E	352.2	20.5	17.9	946	5.9	8,598	17.9	2.0	8.8	11.5	117.2

표43 모두투어 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	79.1	74.4	6.3	69.3	14.1	67.5	17.2
영업이익	-1.9	1.0	N/A	-2.2	N/A	-1.6	N/A
세전이익	-2.9	-0.4	N/A	0.7	N/A	-0.3	N/A
지배순이익	-2.5	0.8	N/A	0.0	N/A	-1.1	N/A

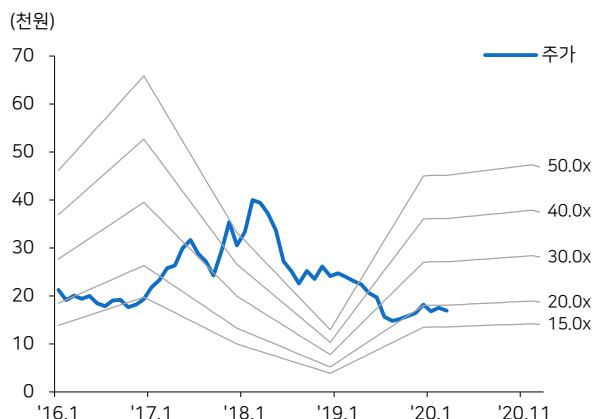
자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

표44 모두투어 적정주가 산출

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	비고
모두투어본사	262.9	13,911	2020년 PER 20배(과거 벌류에이션 평균값) (1)
해외사업가치	70.2	3,713	2020년 PER 20배 (2)
net cash	63.9	3,382	3Q19말 기준 (3)
	<b>397.0</b>	<b>21,007</b>	<b>(1)+(2)+(3)</b>

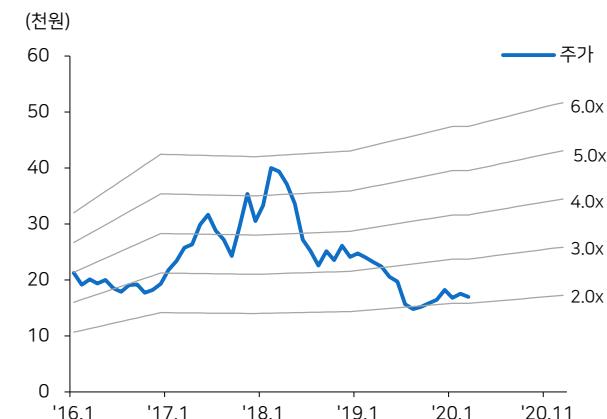
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림23 모두투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 모두투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

표45 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>총 수탁금</b>	<b>509.0</b>	<b>447.0</b>	<b>508.9</b>	<b>502.1</b>	<b>551.3</b>	<b>456.1</b>	<b>491.9</b>	<b>475.3</b>	<b>515.3</b>	<b>440.2</b>	<b>462.8</b>	<b>466.3</b>	<b>1,975</b>	<b>1,884</b>	<b>1,893</b>
% YoY	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	-3.3	-5.3	-6.5	-3.5	-5.9	-1.9	0.4	-4.6	0.5
% 매출전환율	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.3	11.7	11.6	12.5	11.4	10.0	11.5	12.4	11.3	12.4
<b>매출총이익</b>	<b>64.3</b>	<b>57.3</b>	<b>62.5</b>	<b>65.2</b>	<b>70.9</b>	<b>60.6</b>	<b>57.7</b>	<b>54.9</b>	<b>64.3</b>	<b>50.0</b>	<b>46.1</b>	<b>53.4</b>	<b>244.1</b>	<b>213.8</b>	<b>233.9</b>
% YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-17.5	-20.1	-2.7	-2.1	-12.4	9.4
<b>영업비용</b>	<b>52.6</b>	<b>49.4</b>	<b>53.6</b>	<b>60.8</b>	<b>60.5</b>	<b>54.7</b>	<b>54.0</b>	<b>52.0</b>	<b>55.0</b>	<b>49.2</b>	<b>47.4</b>	<b>55.1</b>	<b>221.2</b>	<b>206.7</b>	<b>215.1</b>
% YoY	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	10.6	0.7	-14.5	-9.1	-10.0	-12.4	5.9	2.2	-6.6	4.1
% 매출액 대비	81.7	86.3	85.9	93.2	85.4	90.2	93.7	94.6	85.6	98.4	102.8	103.0	90.6	96.7	92.0
인건비	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	17.0	15.8	14.8	16.2	17.4	15.7	15.4	64.3	64.6	66.0
% 매출액 대비	24.8	26.4	25.3	26.0	23.6	28.0	27.5	26.9	25.2	34.7	34.0	28.7	26.4	30.2	28.2
커미션수수료	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	24.4	24.9	22.0	25.3	21.1	21.9	21.1	100.6	89.3	92.4
% 매출액 대비	42.1	42.1	43.4	43.6	41.3	40.3	43.2	40.1	39.3	42.2	47.5	39.4	41.2	41.8	39.5
광고비	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	5.7	5.6	5.7	5.2	5.8	4.7	5.9	24.0	21.6	23.8
% 매출액 대비	5.7	7.0	7.1	12.1	9.9	9.4	9.7	10.3	8.1	11.6	10.1	11.0	9.8	10.1	10.2
<b>영업이익</b>	<b>11.7</b>	<b>7.9</b>	<b>8.8</b>	<b>4.5</b>	<b>10.5</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>2.5</b>	<b>9.3</b>	<b>0.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.6</b>	<b>21.2</b>	<b>6.8</b>	<b>18.8</b>
% YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-12.2	-91.1	N/A	N/A	-37.2	-68.1	177.4
영업이익률(%)	18.3	13.7	14.1	6.8	14.9	7.6	6.3	4.5	14.4	0.8	-2.8	-3.0	8.7	3.2	8.0

Key assumptions (천명)

출국자수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	6,997	6,453	6,791	6,688	26,928	26,868	27,617
% YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	14.4	13.0	3.3	3.9	8.4	-0.2	2.8
패키지 송출객	420	333	352	399	450	377	336	392	450	377	336	392	1,555	1,455	1,509
% YoY	17.8	10.0	3.5	15.0	7.2	13.2	-4.6	-1.8	7.2	13.2	-4.6	-1.8	3.4	-6.4	3.7
항공권송객	289	298	343	298	314	274	318	300	314	274	318	300	1,206	1,434	1,450
% YoY	30.3	37.6	25.9	23.3	8.5	-8.0	-7.5	0.6	8.5	-8.0	-7.5	0.6	-1.9	18.9	1.1
<b>패키지M/S(%)</b>	<b>6.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.9</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>5.5</b>
%p YoY	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	0.0

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

표46 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>74.0</b>	<b>67.3</b>	<b>72.7</b>	<b>158.1</b>	<b>109.8</b>	<b>83.4</b>	<b>97.3</b>	<b>74.4</b>	<b>92.3</b>	<b>70.2</b>	<b>69.3</b>	<b>79.1</b>	<b>365.0</b>	<b>310.9</b>	<b>346.7</b>
% YoY	24.3	23.9	13.2	167.7	48.4	24.0	33.9	-52.9	-15.9	-15.9	-28.8	6.3	-1.9	-14.8	11.5
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.1	71.7	82.3	64.4	78.0	57.4	56.0	62.9	312.5	254.2	271.6
% YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-17.5	-20.1	-2.7	-2.1	-12.4	9.4
종속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	12.5	13.8	13.1	13.1	18.8	55.3	58.8	77.4
% YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.2	2.9	-9.5	3.8	-12.3	50.7	27.2	6.4	31.6
<b>영업이익</b>	<b>11.0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.1</b>	<b>7.5</b>	<b>9.5</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>	<b>9.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.9</b>	<b>16.6</b>	<b>4.9</b>	<b>19.3</b>
% YoY	154.8	99.9	-2.3	95.7	-13.9	-45.6	-69.2	-86.7	0.2	N/A	N/A	N/A	-51.1	-70.5	292.9
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	4.7	8.6	4.8	2.6	1.3	9.9	-0.2	-3.2	-2.4	4.6	1.6	5.6
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	5.4	10.5	4.6	3.6	2.5	9.3	0.4	-1.3	-1.6	21.2	6.8	18.8
% YoY	85.9	65.4	-2.1	-0.6	-10.3	-41.3	-59.0	-54.0	-12.2	-91.1	N/A	N/A	-37.2	-68.1	177.4
종속회사	-0.7	-0.4	-0.7	0.9	-2.1	-1.4	-1.3	-3.1	-1.0	-1.4	-1.3	-2.2	-7.9	-5.9	-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
자유투어	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-0.5	-0.8	-0.1	-2.2	0.3	-0.3	-0.7	-1.5	-3.6	-2.1	-0.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

주: 2017, 2018년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

## 모두투어 (080160)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>372.1</b>	<b>365.0</b>	<b>310.9</b>	<b>346.7</b>	<b>352.2</b>
매출액증가율 (%)	56.9	-1.9	-14.8	11.5	1.6
매출원가	94.5	87.0	57.6	59.4	60.1
매출총이익	277.6	278.0	253.2	287.3	292.1
판매관리비	243.7	261.4	248.3	268.1	271.5
<b>영업이익</b>	<b>33.9</b>	<b>16.6</b>	<b>4.9</b>	<b>19.3</b>	<b>20.5</b>
영업이익률	9.1	4.6	1.6	5.6	5.8
금융손익	0.8	1.0	-0.7	-0.6	-0.3
증속/관계기업손익	3.0	0.1	1.1	1.1	1.2
기타영업외손익	-2.9	-2.0	3.7	4.2	4.1
세전계속사업이익	34.7	15.8	9.0	24.0	25.5
법인세비용	8.9	5.6	4.1	6.4	6.8
<b>당기순이익</b>	<b>24.9</b>	<b>12.2</b>	<b>4.9</b>	<b>17.7</b>	<b>18.7</b>
지배주주지분 순이익	24.9	12.6	4.9	17.0	17.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>38.2</b>	<b>34.4</b>	<b>18.6</b>	<b>32.4</b>	<b>25.4</b>
당기순이익(손실)	24.9	12.2	4.9	17.7	18.7
유형자산상각비	2.5	3.5	6.4	6.3	6.2
무형자산상각비	0.6	0.5	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.4	18.2	8.4	9.6	1.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-53.8</b>	<b>-18.2</b>	<b>-46.7</b>	<b>-5.1</b>	<b>-5.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-3.6	-2.9	-50.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-5.0	2.1	-1.4	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>11.3</b>	<b>-12.8</b>	<b>23.0</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.2</b>
차입금의 증감	40.1	2.0	29.3	2.5	3.3
자본의 증가	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.2	4.0	-5.2	28.0	18.7
기초현금	58.3	53.1	57.2	52.0	80.0
기말현금	53.1	57.2	52.0	80.0	98.7

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>221.1</b>	<b>200.6</b>	<b>191.4</b>	<b>221.5</b>	<b>242.2</b>
현금및현금성자산	53.1	57.2	52.0	80.0	98.7
매출채권	44.7	25.0	23.8	23.9	24.1
재고자산	25.0	10.9	9.3	10.4	10.5
<b>비유동자산</b>	<b>129.5</b>	<b>134.0</b>	<b>175.4</b>	<b>175.4</b>	<b>174.4</b>
유형자산	100.2	100.6	144.2	143.0	141.8
무형자산	2.6	1.1	0.9	0.8	0.7
투자자산	16.5	21.5	19.4	20.8	21.0
<b>자산총계</b>	<b>350.6</b>	<b>334.6</b>	<b>366.9</b>	<b>396.9</b>	<b>416.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>152.7</b>	<b>146.6</b>	<b>131.9</b>	<b>148.6</b>	<b>154.0</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>33.4</b>	<b>26.8</b>	<b>70.7</b>	<b>70.7</b>	<b>70.7</b>
사채	0.0	16.8	16.8	16.8	16.8
장기차입금	30.2	7.1	51.1	51.1	51.1
<b>부채총계</b>	<b>186.2</b>	<b>173.4</b>	<b>202.6</b>	<b>219.4</b>	<b>224.8</b>
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	123.4	136.0	149.5
비지배주주지분	28.2	27.8	27.8	28.5	29.3
<b>자본총계</b>	<b>164.5</b>	<b>161.2</b>	<b>164.3</b>	<b>177.5</b>	<b>191.8</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SPS	19,686	19,311	16,447	18,345	18,633
EPS(지배주주)	1,316	664	259	899	946
CFPS	1,906	1,270	791	1,572	1,631
EBITDAPS	1,956	1,090	603	1,356	1,418
BPS	7,208	7,056	7,221	7,886	8,598
DPS	450	350	100	250	250
배당수익률(%)	1.5	1.5	0.5	1.5	1.5
(Valuation(Multiple))					
PER	23.2	36.3	70.3	18.9	17.9
PCR	16.0	19.0	23.0	10.8	10.4
PSR	1.5	1.2	1.1	0.9	0.9
PBR	4.2	3.4	2.5	2.1	2.0
EBITDA	37.0	20.6	11.4	25.6	26.8
EV/EBITDA	13.7	18.3	26.3	9.8	8.8
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	20.8	9.3	3.6	11.9	11.5
EBITDA 이익률	9.9	5.6	3.7	7.4	7.6
부채비율	113.2	107.6	123.3	123.6	117.2
금융비용부담률	0.1	0.4	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(X)	82.0	11.9	1.5	6.0	6.2
매출채권회전율(X)	9.8	10.5	12.7	14.5	14.7
재고자산회전율(X)	29.7	20.4	30.8	35.3	33.7

Industry Brief  
2020. 1. 9

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

# 하나투어 039130

## 이벤트에 대한 해석

- ✓ 4분기 영업이익은 -42억원으로 보수적 전망
- ✓ 일본 보이콧 예상보다 길어져 2020년 출국자 3% 증가에 그칠 것
- ✓ 바닥 지난 업황, 그보다 더 반등한 주가 고려 시 추가 상승 가능성 높지 않아
- ✓ '무플보다는 악플'이라지만 헤게모니를 빼앗긴 비즈니스의 밸류에이션 반등하기 어렵다는 점 상기해야 할 시점

### Hold

적정주가 (12개월)	50,000 원
현재주가 (1.8)	50,200 원
상승여력	-0.4%
KOSPI	2,151.31pt
시가총액	5,831억원
발행주식수	1,162만주
유동주식비율	81.73%
외국인비중	10.41%
52주 최고/최저가	77,400원/39,200원
평균거래대금	48.3억원
주요주주(%)	
박상환 외 5인	13.54
키움프라이빗에쿼티 외 1인	10.37
국민연금공단	6.94
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	3.6 9.4 -25.8
상대주가	0.3 4.9 -30.2
주가그래프	



### 예상보다 깊어진 '일본 보이콧' 골

하나투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,866억원(-3.7% YoY 이하 동일)과 -42억원(적전)을 기록할 전망이다. 사업 부문별로는 본사(별도) -39억 원(적전), 국내 자회사 7억원(흑전) 및 해외 자회사 -11억원(적전)을 전망한다. 재팬은 이익 상당수가 본사로부터 송출된 일본 패키지 고객을 통해 창출된다. 일본 보이콧 영향으로 4분기 하나투어의 일본 패키지 송출객은 25만명 줄어든 5.2만명을 기록해 3분기(10만명 송출, JP -7억원) 대비 적자 확대를 예상한다.

### 2020년 가이던스, 그리고 새로운 대주주 IMM PE

지난달 동사가 발표한 2020년 전망치는 매출액 8,577억원 및 영업이익 340억 원으로, 이는 별도 이익 300억원, 국내 자회사 18억원(면세점 10억원), 해외 자회사 22억(일본 73억원 포함)을 전망하는데 기반한다. 당사 전망치는 각각 8,521억원 및 271억원으로 별도 148억원, 일본 47억원, 면세점 24억원, 투어팁스 -25억원(신규)이다. 예상보다 깊어지는 일본 보이콧 영향으로 '20년 출국자는 3% 증가에 그칠 전망이다. 1,2분기 기정사실화된 일본 적자, 3분기 올림픽을 고려했을 때 2020년 일본 회복 기대감은 다소 낮춰야 할 것으로 전망된다.

지난달 동사는 제3자 유증을 통해 IMM PE를 신규 대주주로 맞이했다. 여행 산업이 light asset 비즈니스인 관계로 신규 자금의 투자처는 아직 물음표로 남아있다. 1) PE 인수에 따른 이익률 제고(ex. 코웨이), 2) 호텔 등 해외 사업 확대, 3) 자유여행 플랫폼 합병/인수 등이 앞으로의 전개 가능성으로 언급되고 있다. 1)을 제외하곤 이익률 제고시키기 어렵거나 그 가능성이 낮아 보인다. 유상증자를 고려한 동사의 시가총액은 7,200억원이다. 헤게모니를 잃어가는 비즈니스에 부여되는 밸류에이션은 반등하기 어렵다는 점을 상기할 시점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	804.3	41.1	13.2	1,135	71.8	17,984	90.7	5.7	16.3	6.6	155.6
2018	828.3	24.9	8.8	753	-18.1	17,206	91.3	4.0	14.2	4.3	198.5
2019E	786.4	9.8	-9.3	-804	N/A	15,735	-63.6	3.2	23.9	-4.9	336.8
2020E	852.1	27.1	11.3	969	N/A	27,612	51.8	1.8	12.7	4.5	196.7
2021E	926.8	33.0	15.8	1,131	15.5	23,373	44.4	2.1	11.0	4.9	200.9

표47 하나투어 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	186.6	193.8	-3.7	183.2	1.9	180.4	3.5
영업이익	-4.2	2.9	N/A	-2.8	N/A	-2.0	N/A
세전이익	-11.9	-4.2	N/A	-8.4	N/A	-5.7	N/A
지배순이익	-10.3	-4.2	N/A	-5.8	N/A	-4.9	N/A

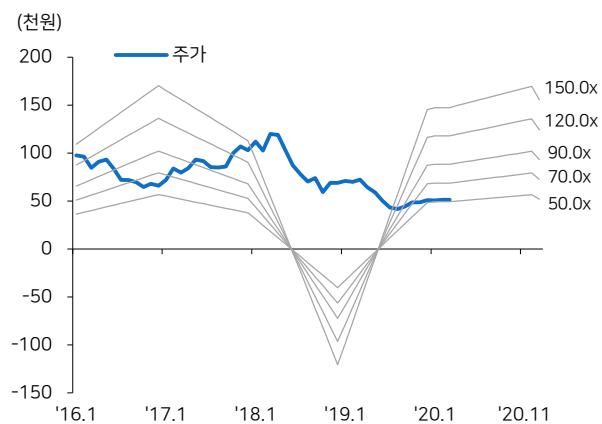
자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표48 하나투어 적정주가 산정

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	373	32,095	2020년 PER 20배. 모두투어와 동일 (1)
해외사업가치	132	11,399	(2)+(3)
JP 가치	52	4,464	2020년 PER 22배 및 지분율 51% 적용 (2)
ex. JP 가치	81	6,935	2020년 PER 20배. 2017~2020 CAGR -0.9% OP 성장 전망. 지분율 고려X (3)
에스엠면세점	0		가치산정제외
net cash	148	12,774	3Q19말 기준 (4)
<b>Total</b>	<b>573</b>	<b>49,333</b>	<b>(1)+(2)+(3)+(4)</b>

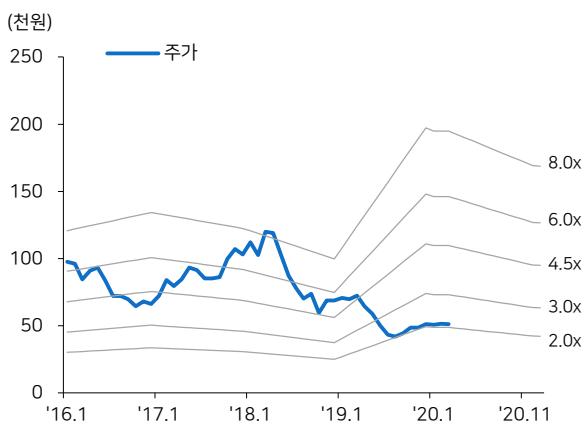
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 하나투어 12M Fwd 기준 PER Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림26 하나투어 12M Fwd 기준 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표49 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>총 수탁금</b>	<b>887.0</b>	<b>824.1</b>	<b>904.5</b>	<b>938.8</b>	<b>980.3</b>	<b>857.3</b>	<b>923.8</b>	<b>873.3</b>	<b>969.9</b>	<b>820.6</b>	<b>842.2</b>	<b>707.2</b>	<b>3,634.7</b>	<b>3,339.9</b>	<b>3,288.5</b>
% YoY	11.7	19.7	5.9	26.8	10.5	4.0	2.1	-7.0	-1.1	-4.3	-8.8	-19.0	2.3	-8.1	-1.5
% 매출전환율	12.8	12.7	11.8	12.8	16.2	14.7	14.9	13.7	15.4	14.0	12.8	13.2	14.9	13.9	13.9
<b>매출액</b>	<b>113.1</b>	<b>104.6</b>	<b>106.7</b>	<b>120.3</b>	<b>158.6</b>	<b>125.9</b>	<b>137.6</b>	<b>120.0</b>	<b>149.7</b>	<b>114.6</b>	<b>107.4</b>	<b>93.2</b>	<b>542.1</b>	<b>464.9</b>	<b>457.6</b>
% YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-9.0	-21.9	-22.3	21.9	-14.2	-1.6
<b>영업비용</b>	<b>97.2</b>	<b>96.0</b>	<b>97.3</b>	<b>107.4</b>	<b>144.7</b>	<b>122.1</b>	<b>130.3</b>	<b>118.3</b>	<b>136.8</b>	<b>115.4</b>	<b>109.9</b>	<b>97.1</b>	<b>515.4</b>	<b>459.2</b>	<b>442.8</b>
% YoY	5.0	11.6	6.5	25.5	48.9	27.2	34.0	10.2	-5.5	-5.4	-15.6	-18.0	29.6	-10.9	-3.6
% 매출액 대비	85.9	91.8	91.2	89.3	91.3	97.0	94.7	98.6	91.4	100.8	102.3	104.1	95.1	98.8	96.8
<b>영업이익</b>	<b>15.9</b>	<b>8.6</b>	<b>9.4</b>	<b>12.9</b>	<b>13.9</b>	<b>3.8</b>	<b>7.2</b>	<b>1.7</b>	<b>12.9</b>	<b>-0.9</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>26.6</b>	<b>5.7</b>	<b>14.8</b>
% YoY	40.7	2,238	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	N/A	N/A	N/A	-43.1	-78.8	160.9
영업이익률(%)	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	3.0	5.3	1.4	8.6	-0.8	-2.3	-4.1	4.9	1.2	3.2
<b>Key assumptions (천명)</b>															
출국자수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,687	6,666	6,106	26,928	26,868	27,617
% YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	3.6	-1.8	-8.7	8.4	-0.2	2.8
패키지송객	939	830	925	963	1,100	889	817	896	964	765	620	558	3,702	2,907	2,757
% YoY	21.3	19.2	14.9	25.8	17.1	7.2	-11.7	-7.0	-12.4	-14.0	-24.1	-37.7	1.2	-21.5	-5.2
항공권송객	485	427	540	524	561	496	573	546	581	533	585	531	2,176	2,230	2,237
% YoY	14.5	5.1	0.4	0.8	15.7	16.1	6.0	4.2	3.6	7.5	2.1	-2.7	10.1	2.5	0.3
<b>패키지M/S(%)</b>	<b>15.4</b>	<b>14.5</b>	<b>14.1</b>	<b>15.0</b>	<b>15.7</b>	<b>13.8</b>	<b>12.0</b>	<b>13.4</b>	<b>13.0</b>	<b>11.4</b>	<b>9.3</b>	<b>9.1</b>	<b>13.7</b>	<b>10.8</b>	<b>10.0</b>
%p YoY	0.4	-0.3	-0.2	0.5	0.4	-0.7	-2.0	-1.6	-2.7	-2.3	-2.7	-4.3	-1.0	-2.9	-0.8

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표50 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>171.3</b>	<b>185.8</b>	<b>166.9</b>	<b>181.4</b>	<b>229.3</b>	<b>196.7</b>	<b>208.4</b>	<b>193.8</b>	<b>222.9</b>	<b>193.7</b>	<b>183.2</b>	<b>186.6</b>	<b>828.3</b>	<b>786.4</b>	<b>852.1</b>
% YoY	15.0	33.0	4.3	23.5	33.9	21.0	3.4	-7.0	-2.8	-1.6	-12.1	-3.7	3.0	-5.1	8.4
하나투어본사	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	107.4	93.2	542.1	464.9	457.6
% YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	29.0	-0.2	-5.6	-9.0	-21.9	-22.3	21.9	-14.2	-1.6
종속회사	66.4	69.4	69.5	71.7	78.7	82.2	75.3	82.0	79.8	88.0	83.5	94.8	318.3	346.1	408.7
% YoY	25.9	11.8	6.7	12.9	18.6	18.4	8.4	14.5	1.4	7.1	10.8	15.6	14.9	8.7	18.1
<b>영업이익</b>	<b>10.3</b>	<b>5.7</b>	<b>9.9</b>	<b>15.8</b>	<b>12.0</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>	<b>2.9</b>	<b>13.2</b>	<b>3.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>24.9</b>	<b>9.8</b>	<b>27.1</b>
% YoY	7.2	N/A	-4.9	317.7	16.6	-1.2	-47.5	-82.1	9.6	-24.1	N/A	N/A	-39.5	-60.5	175.9
OPM(%)	6.0	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	2.5	1.5	5.9	1.9	-1.5	-2.3	3.0	1.2	3.2
하나투어본사	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	7.2	1.7	12.9	-0.9	-2.5	-3.9	26.6	5.7	14.8
% YoY	40.7	22,386	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-22.7	-87.0	-7.2	N/A	N/A	N/A	-43.1	-78.8	160.9
종속회사	-5.6	-2.9	0.5	2.9	-1.9	1.0	-2.1	1.2	0.3	4.5	-0.3	-0.4	-1.8	4.2	12.4
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	3.3	0.4	N/A	N/A	2.0
국내자회사	-10.7	-8.9	-4.7	-2.9	-7.0	-3.2	-2.5	-1.1	-2.5	0.8	1.2	0.7	-13.8	0.2	4.0
% YoY	N/A	1,559													
SM면세점	-8.2	-9.5	-5.3	-4.5	-4.9	-4.0	-2.6	-2.4	-1.0	-0.5	-0.4	-0.6	-13.8	-2.5	2.4
% YoY	N/A														
해외자회사	5.1	5.1	5.2	5.5	5.1	4.2	-2.6	2.2	2.7	3.7	-1.0	-1.1	8.8	4.3	8.4
% YoY	7.7	14.0	8.3	29.9	1.3	-18.3	N/A	-60.7	-47.1	-11.9	N/A	N/A	-57.6	-51.6	95.8
일본자회사	4.3	4.5	4.7	4.5	4.5	3.1	0.0	1.5	3.1	2.9	-0.7	-1.8	9.1	3.4	6.6
% YoY	19.6	37.0	44.6	56.3	4.0	-30.1	-99.6	-67.4	-31.1	-8.8	N/A	N/A	-49.4	-62.5	93.4

주: 2018년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

## 하나투어 (039130)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>804.3</b>	<b>828.3</b>	<b>786.4</b>	<b>852.1</b>	<b>926.8</b>
매출액증가율 (%)	35.1	3.0	-5.1	8.4	8.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	804.3	828.3	786.4	852.1	926.8
판매관리비	763.2	803.4	776.1	825.0	893.9
<b>영업이익</b>	<b>41.1</b>	<b>24.9</b>	<b>9.8</b>	<b>27.1</b>	<b>33.0</b>
영업이익률	5.1	3.0	1.3	3.2	3.6
금융손익	1.5	2.3	-4.2	-7.2	-5.5
증속/관계기업손익	-1.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.8	-4.4	-11.9	-2.4	-2.4
세전계속사업이익	38.3	22.3	-9.5	18.2	25.2
법인세비용	25.4	11.8	2.6	4.4	6.1
<b>당기순이익</b>	<b>12.9</b>	<b>10.6</b>	<b>-12.2</b>	<b>13.8</b>	<b>19.2</b>
지배주주지분 순이익	13.2	8.8	-9.3	11.3	15.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>66.2</b>	<b>20.2</b>	<b>9.0</b>	<b>47.8</b>	<b>51.6</b>
당기순이익(손실)	12.9	10.6	-12.2	13.8	19.2
유형자산상각비	16.1	18.3	18.3	18.4	17.4
무형자산상각비	4.4	4.2	4.2	3.7	3.3
운전자본의 증감	2.0	-14.2	-1.9	11.5	10.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-21.8</b>	<b>-131.0</b>	<b>-299.2</b>	<b>-45.3</b>	<b>-17.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-21.4	-12.9	-270.0	-30.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	-4.2	-7.5	-4.6	-5.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>32.9</b>	<b>36.9</b>	<b>269.2</b>	<b>67.2</b>	<b>-7.7</b>
차입금의 증감	5.4	97.1	282.5	-59.7	0.3
자본의 증가	22.5	-3.2	0.0	134.7	0.0
현금의 증가(감소)	72.3	-70.7	-21.0	69.8	26.0
기초현금	156.1	228.4	157.7	136.7	206.4
기말현금	228.4	157.7	136.7	206.4	232.4

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	454.8	497.7	459.8	556.1	612.2
현금및현금성자산	228.4	157.7	136.7	206.4	232.4
매출채권	98.1	97.0	92.1	99.8	108.6
재고자산	57.5	53.1	50.4	54.6	59.4
비유동자산	173.4	218.4	501.0	513.6	498.0
유형자산	82.6	109.5	361.3	372.9	355.5
무형자산	13.9	22.1	37.9	34.3	31.0
투자자산	50.7	54.4	62.0	66.5	71.7
<b>자산총계</b>	<b>628.2</b>	<b>716.1</b>	<b>960.8</b>	<b>1,069.6</b>	<b>1,110.2</b>
유동부채	362.3	413.6	454.0	421.1	452.0
매입채무	102.9	99.7	94.7	102.6	111.6
단기차입금	10.5	69.6	129.6	69.6	69.6
유동성장기부채	5.9	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.2	62.7	286.8	288.0	289.4
사채	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
장기차입금	5.2	10.4	10.4	10.4	10.4
<b>부채총계</b>	<b>382.4</b>	<b>476.2</b>	<b>740.8</b>	<b>709.1</b>	<b>741.3</b>
자본금	5.8	5.8	5.8	7.0	7.0
자본잉여금	114.5	111.3	111.3	244.9	244.9
기타포괄이익누계액	-4.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	126.9	118.3	101.2	104.4	109.4
비지배주주지분	36.8	40.0	37.2	39.7	43.1
<b>자본총계</b>	<b>245.7</b>	<b>239.9</b>	<b>220.0</b>	<b>360.5</b>	<b>368.9</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	69,243	71,303	67,696	73,356	66,492
EPS(지배주주)	1,135	753	-804	969	1,131
CFPS	6,781	5,428	1,526	4,129	3,766
EBITDAPS	5,306	4,071	2,776	4,229	3,854
BPS	17,984	17,206	15,735	27,612	23,373
DPS	1,500	1,300	700	600	800
배당수익률(%)	1.5	1.9	1.4	1.2	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	90.7	91.3	-63.6	51.8	44.4
PCR	15.2	12.7	33.5	12.2	13.3
PSR	1.5	1.0	0.8	0.7	0.8
PBR	5.7	4.0	3.2	1.8	2.1
EBITDA	61.6	47.3	32.3	49.1	53.7
EV/EBITDA	16.3	14.2	23.9	12.7	11.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.6	4.3	-4.9	4.5	4.9
EBITDA 이익률	7.7	5.7	4.1	5.8	5.8
부채비율	155.6	198.5	336.8	196.7	200.9
금융비용부담률	0.1	0.2	1.0	1.3	1.1
이자보상배율(X)	56.5	19.8	1.2	2.4	3.2
매출채권회전율(X)	9.0	8.5	8.3	8.9	8.9
재고자산회전율(X)	19.7	15.0	15.2	16.2	16.3

**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 간접 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

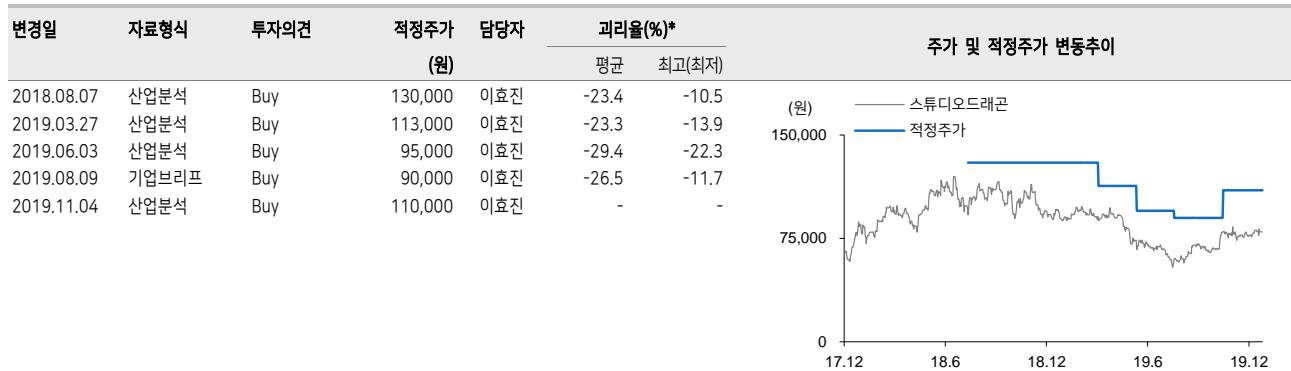
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

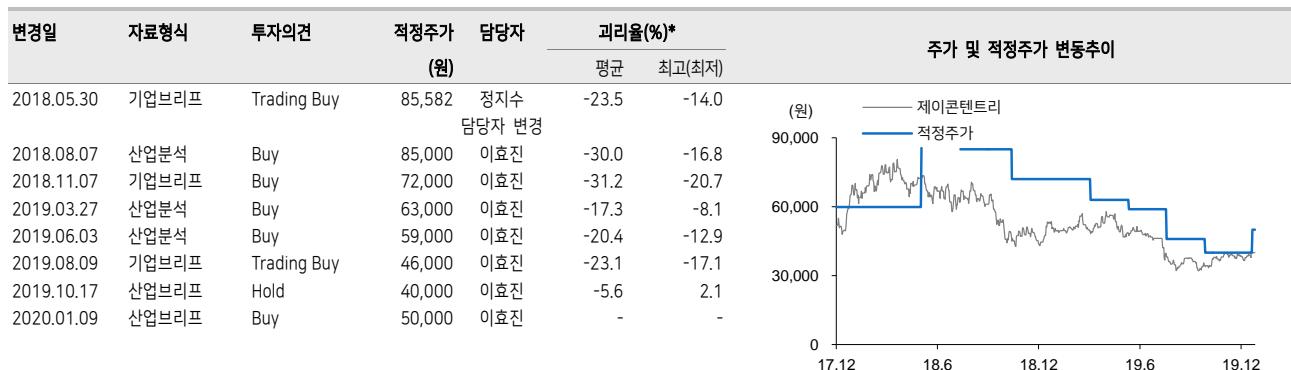
2019년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용**

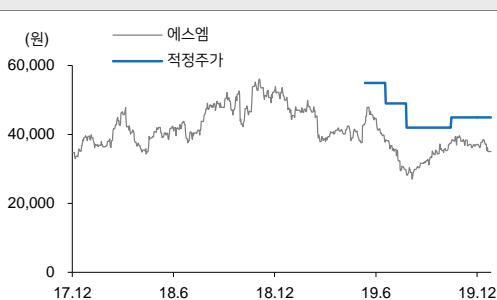
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## 에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

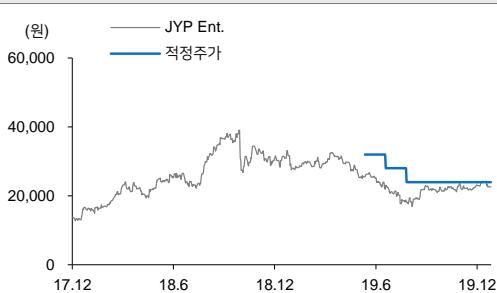
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	55,000	이효진	-21.5	-12.8	
2019.07.10	산업브리프	Buy	49,000	이효진	-30.4	-21.5	
2019.08.16	산업브리프	Buy	42,000	이효진	-21.9	-11.0	
2019.11.04	산업분석	Buy	45,000	이효진	-	-	



## JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

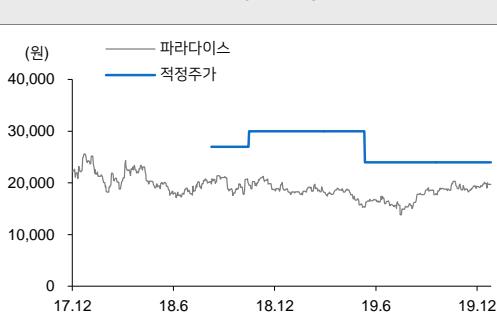
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	32,000	이효진	-22.7	-16.4	
2019.07.10	산업브리프	Buy	28,000	이효진	-27.7	-17.7	
2019.08.16	산업브리프	Buy	24,000	이효진	-14.1	-4.4	
2019.10.17	산업브리프	Hold	24,000	이효진	-	-	



## 파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

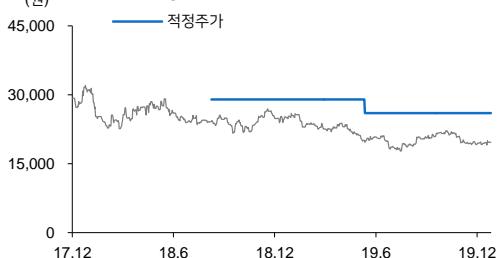
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	27,000	이효진	-27.1	-20.7	
2018.11.09	기업브리프	Buy	30,000	이효진	-38.0	-29.0	
2019.06.03	산업분석	Buy	24,000	이효진	-	-	



## GKL (114090) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

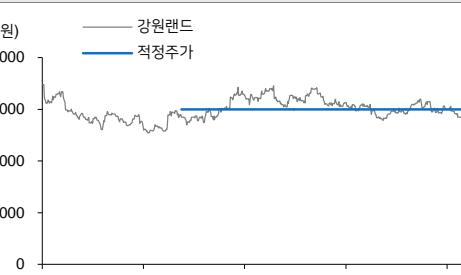
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.03	산업분석	Buy	29,000	이효진	-18.4	-6.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	26,000	이효진	-	-	



## 강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

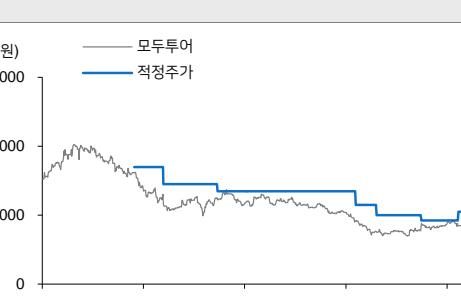
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.09.03	산업분석	Trading Buy	30,000	이효진	-5.1	0.5		
2018.11.12	산업분석	Hold	30,000	이효진	4.0	15.2	40,000	— 강원랜드 — 적정주가
2019.11.12	1년 경과				-	-		
2019.11.12	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-		



## 모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.06.11	산업분석	Trading Buy	34,000	이효진	-20.3	-4.6		
2018.08.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.5	-12.2	60,000	— 모두투어 — 적정주가
2018.11.06	기업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-11.8	1.7		
2019.06.03	산업분석	Buy	27,000	이효진	-24.9	-21.3		
2019.07.10	산업브리프	Buy	23,000	이효진	-28.6	-19.6		
2019.08.16	산업브리프	Buy	20,000	이효진	-24.3	-18.8		
2019.11.04	산업분석	Buy	18,500	이효진	-8.2	-1.6		
2020.01.09	산업브리프	Buy	21,000	이효진	-	-		



## 하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	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	170,000	— 하나투어 — 적정주가
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	-	-		

