

2021

연간전망

| 2020년 11월 18일 |

엔터테인먼트 · 레저

(Positive)



엔터/레저 지인해
Inhae.ji@hanwha.com
3772-7619

두 마리 토끼

분석종목

빅히트 | 와이엔터테인먼트
하나투어 | 스튜디오드래곤
제이콘텐트리 | 에이스토리
강원랜드



목 차

03

Summary

05

I. 엔터테인먼트 동시 회복 시 가장 큰 베타

14

II. 여행 이미 -100%를 경험, 시장재편에 주목

19

III. 콘텐츠 박스권 돌파의 원년

31

IV. 카지노 조금 지켜봐야 할 이벤트

34

V. 기업별 투자포인트

빅히트, 와이지엔터테인먼트, 하나투어, 스튜디오드래곤
제이콘텐츠리, 에이스토리, 강원랜드

Summary

❖ 2021년 키워드 '회복'

- 엔터/레저는 코로나의 가장 큰 피해업종 중 하나로 큰 폭으로 언더퍼폼
- 2021년은 업종별 기존 펀더멘털도 중요하지만 회복 기대감에 따른センチ멘털이 주가에 더욱 강하게 반영될 것으로 판단
- 단, 회복은 두 영역 ▶ ① 코로나, ② 중국(시그널: 한국 연예인의 중국 광고 촬영, 중국 업체에게 구작 IP 및 신작의 글로벌 방영권 판매)
- 코로나와 중국 회복 시 수혜 강도, 2021년 기존 업황 펀더멘털의 진행 강도, 기존 리스크의 예상 위험도 등을 검토해 선호도 선정
- ∴ 업종은 엔터 > 여행 = 콘텐츠 > 카지노 > 극장, 기업은 빅히트, 와이지엔터, 스튜디오드래곤, 에이스토리, 하나투어

업종	코로나 회복 시 수혜 강도	중국 회복 시 수혜 강도	기존 모멘텀 진행 예상 강도	기존 리스크 진행 예상 강도	점수
엔터	3 - 국내외 오프라인 콘서트 재개 가능 - 2020년 개발한 온라인 콘서트 수익모델도 병행할 시 추가 수익 기대	3 - 출연료 높은 중국 방송 출연 및 오프라인 콘서트 재개 - WayV 활동 극대화 가능	10 - 지속적인 IP 매출 성장 - 글로벌 팬덤 강화 및 대중화 영역 진입 - 중국과 일본 현지화 전략	-2 - 오프라인 활동, 특히 글로벌 콘서트 재개가 더딜 가능성	14
여행	10 - 현재 PKG 여행수요는 전년대비 -100% - 코로나 회복 시 풍부한 이연/잠재수요 기대	1 - 중국 인바운드 비종 제로 - 중국 아웃바운드 비종 약 10%, 사드와 코로나 회복 시 중국행 수요 반등	7 - 구조조정 가속화 전망 - 폐업한 여행사 782개, 11월부터 제한 되는 정부 지원금 → 대형사 중심 재편 기대	-6 - 여행전문 플랫폼간의 경쟁심화 - PKG 여행수요가 예상보다 더딜 가능성	12
콘텐츠	3 - 이미 언택트 소비로 분류, 수혜는 제한적 - 코로나로 연기된 해외 로케 촬영 재개 가능	5 - 2016년 이후 제작된 (비용저리가 끝나 수익성 높은)구작 라이브러리 판매 가능 - 향후 신작 IP 판권가격 상승에 기여	10 - 국내외 플랫폼 경쟁 극대화로 수혜 지속 - 오리지널 콘텐츠 수요 증가, 구작 IP 가치 상승, 신작 평가 상승	-6 - 필연적인 제작비 증가는 불가피 - 자산상각 이슈는 다소 완화될 전망 - 캡티브 채널 편성 축소 우려	12
카지노	10 - 대면 활동, 항공길 차단으로 카지노에게 가장 약재였던 코로나 확산 - 회복 시 가장 큰 수혜 예상	7 - 중국 VIP 및 Mass 수요 회복 기대	2 - 마카오 중심으로 영업하던 정켓 사업자의 비마카오 영업 확대	-8 - 대규모 공급 증설 지속(수급 비우호적) - 작년 대비 테이블 27%, 슬롯 40% 증설 - 단기: 경쟁심화, 장기: 정켓 수수료 경쟁	11
극장	10 - 국내 박스오피스 급감 - 사회적 거리두기 완화 및 신작 영화 개봉 시 빠른 V자 반등 가능	0 - 사드 이슈와는 무관한 산업	4 - 구조조정, 비용절감 등 수익성 개선 노력 - 시장 리바운드 시 강한 이익레버리지 기대	-6 - 코로나 장기화 시 재무구조 악화 우려 - 소비 이동(오프 → 온라인), 영화 개봉작도 넷플릭스, OTT로 슈프트 추세	8

I

엔터테인먼트



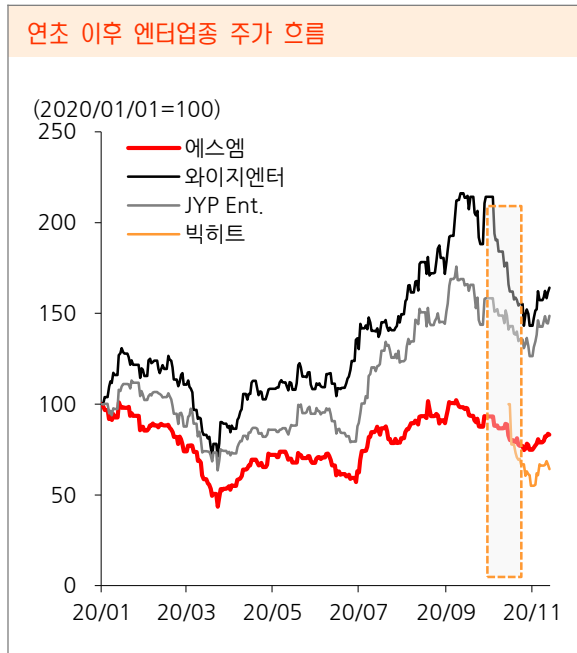
동시 회복 시 가장 큰 베타



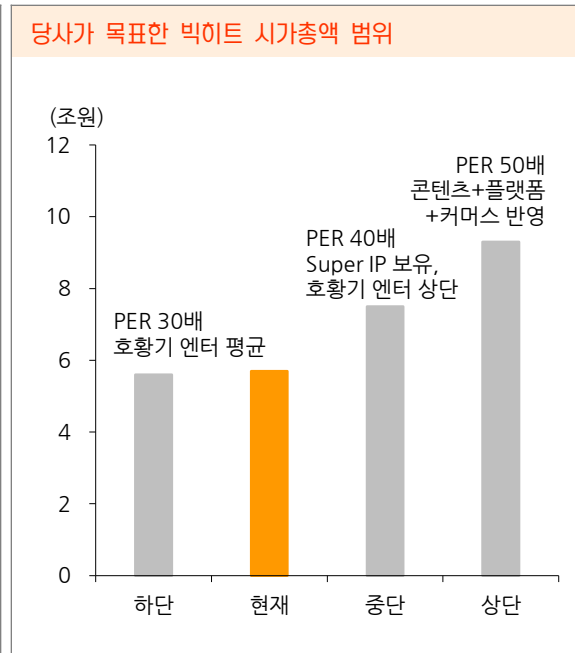
기준점이 되어버린 빅히트 저점 통과

[한화리서치센터]

- ❖ 어느새 기존 엔터업종의 주가 퍼포먼스 기준은 코스피 대장주 빅히트가 되어버린 상황
 - ✓ 코스피에 상장한 빅히트는 11/16까지 -34% 하락, 1/1 이후 꾸준히 상승하던 기존 엔터주 역시 모멘텀 소멸로 하락
- ❖ 11/16 1개월 의무보유 확약기간이 끝난 132만 주마저 풀려 수급 우려 존재하나, 펀더멘탈에 기반해 추정된 목표 시가총액 상하단은
 - ✓ 21E 순이익 1857억 * 호황기 엔터 평균 PER 30배 = 하단 5.6조 원
 - ✓ 21E 순이익 1857억 * Mega IP를 반영한 엔터 상단 PER 40배 = 중단 7.5조 원
 - ✓ 21E 순이익 1857억 * 플랫폼, 커머스까지 반영한 PER 50배 = 상단 9.3조 원 ▶ 현재는 6.1조 원으로 지극히 하단에 위치



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터

빅히트의 기관투자자 의무보유 확약기간별 배정현황

확약기간	배정수량	%
6개월	1,063,100	24.8%
3개월	765,179	17.9%
1개월	1,322,416	30.9%
15일	205,463	4.8%
미확약	926,151	21.6%
합계	4,282,309	100.0%

자료: 빅히트, 한화투자증권 리서치센터



엔터주 단기조정 마무리 기대 모멘텀 재부각 시점

[한화리서치센터]

- ❖ 엔터4사의 강도 높은 조정은 마무리될 것으로 예상, 가장 중요한 아티스트 모멘텀 재부각에 기인
 - ✓ 빅히트: 11/20 BTS 새 앨범 <BE(Deluxe Edition)>로 컴백 예정, 단가 대폭 인상 계획
BTS 컴백 후 빅히트는 12/31 BTS를 포함 전체 소속 아티스트가 출연하는 온·오프라인 콘서트 진행
 - ✓ JYP Ent.: 일본 현지 그룹인 니쥬(NiziU) 12/2 공식 데뷔, 6월 프리데뷔 후 광고 촬영, 1억 스트리밍 기록, 이미 두터운 팬덤 입증
 - ✓ 와이지엔터: 연이은 블랙핑크와 신인 남성그룹 트레저의 컴백 계획, 2021년 빅뱅 컴백도 기대 가능한 스케줄
 - ✓ 에스엠: 걸그룹 에스파(aespa) 데뷔

손글씨로 공개한 11/20 BTS 신규 앨범 트랙리스트



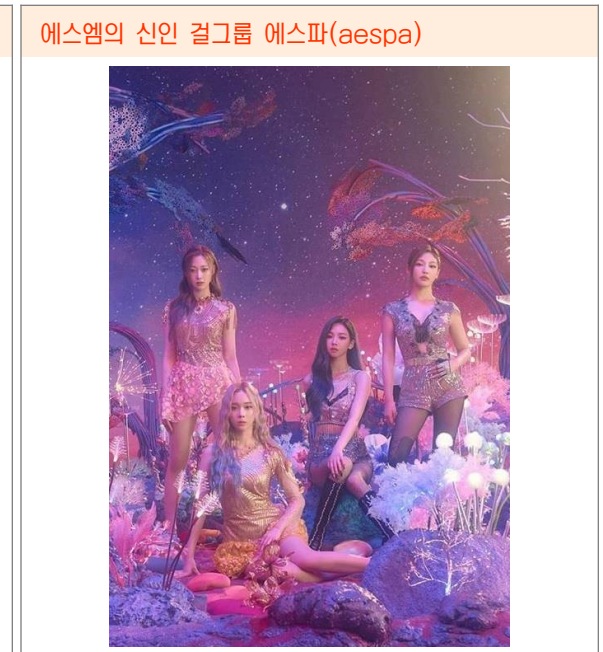
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

JYP Ent.의 일본 현지 전략 그룹 니쥬(NiziU)



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

에스엠의 신인 걸그룹 에스파(aespa)



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

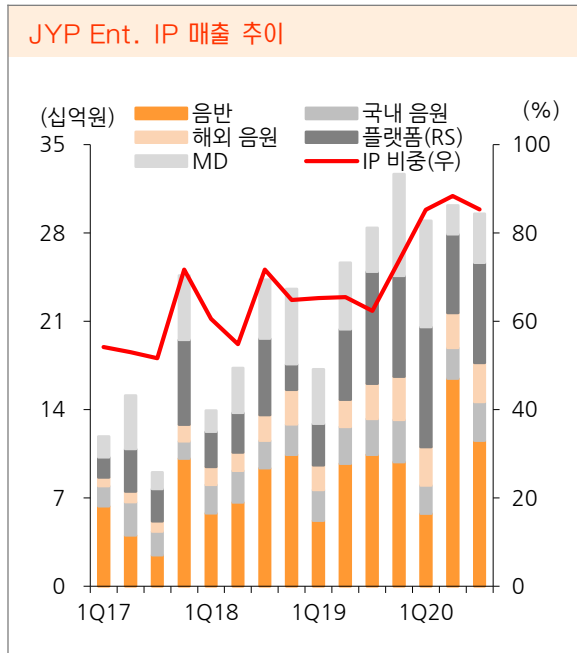


기존 투자포인트 역시 순항 중 IP 매출 성장

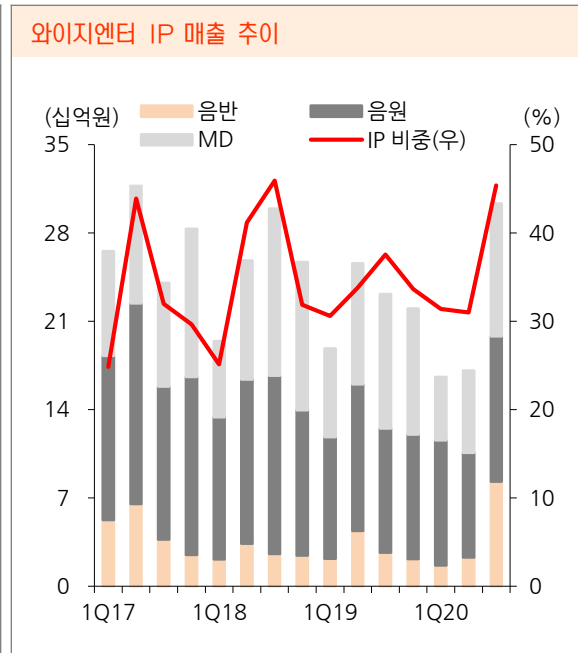
[한화리서치센터]

❖ 엔터사에 가장 중요한 핵심이자 기초자산인 IP 실적 성장은 지속될 전망

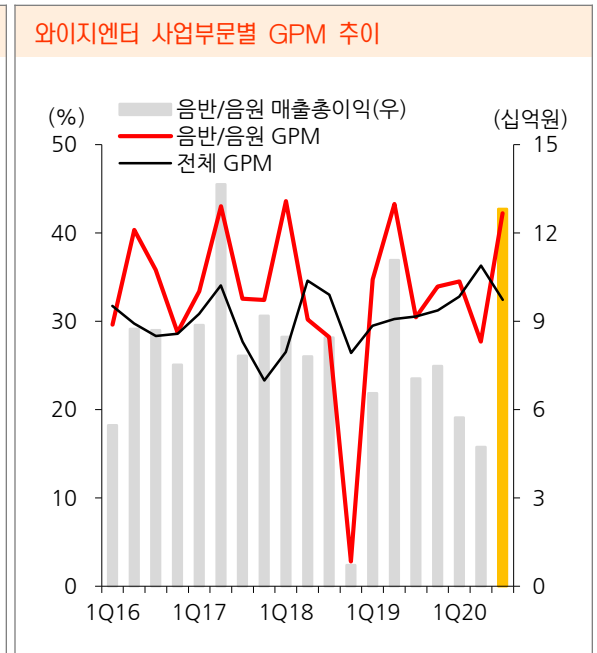
- ✓ 빅히트: 3Q20 누적 이익 전년대비 +20% 증가한 899억 원, 상세 실적 미공개이나 MD, 앨범 등 IP와 온라인 공연이 반영된 결과
- ✓ JYP Ent.: 유튜브 역대 최대 분기 매출 시현, 향후 텐센트와의 음원 유통계약과 니쥬 실적 반영 시 추가 레벨업 가능
- ✓ 와이지엔터: 빅뱅 없이도 IP 매출 300억 원으로 역대 최대치 기록, 신인그룹 성과 덕에 GPM 또한 42% 시현
- ✓ 에스엠: 주력 아티스트 부재로 절대 매출액은 전분기 대비 하락, 그와 별개로 음원 IP는 전분기였던 역대 최대 실적 유지



자료: JYP Ent. 한화투자증권 리서치센터



자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터



자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터



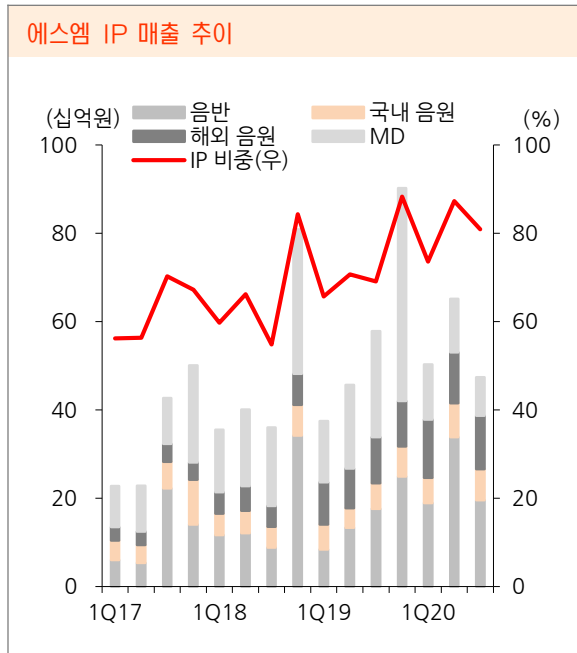
기존 투자포인트 역시 순항 중 IP 매출 성장

[한화리서치센터]

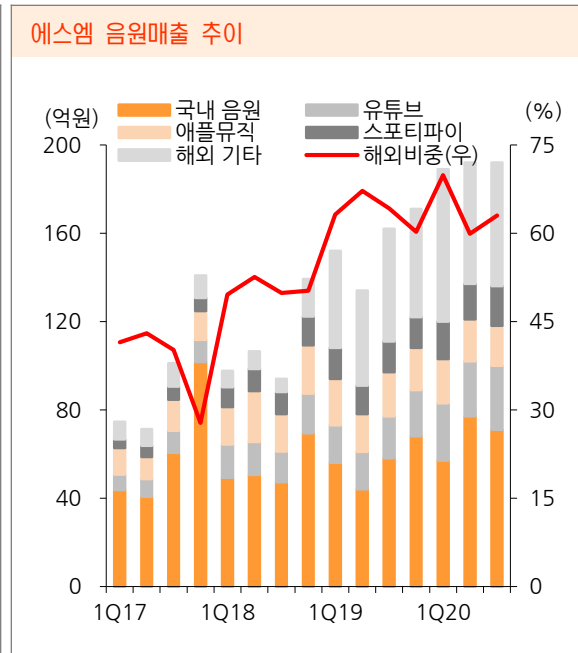
❖ 글로벌 팬덤 확대에 기인

- ✓ 2020년 국내 아티스트들의 전체 앨범판매량은 3천만 장을 넘어설 것으로 전망, 음악의 소비트렌드와 역행
- ✓ 국내 팬클럽과 팬사인회 규모가 비슷한 상황에서 전체 앨범판매량이 확대된 것은 ▶ 결국 해외팬덤 소비로 해석
- ✓ 비단 BTS 앨범뿐 아니라

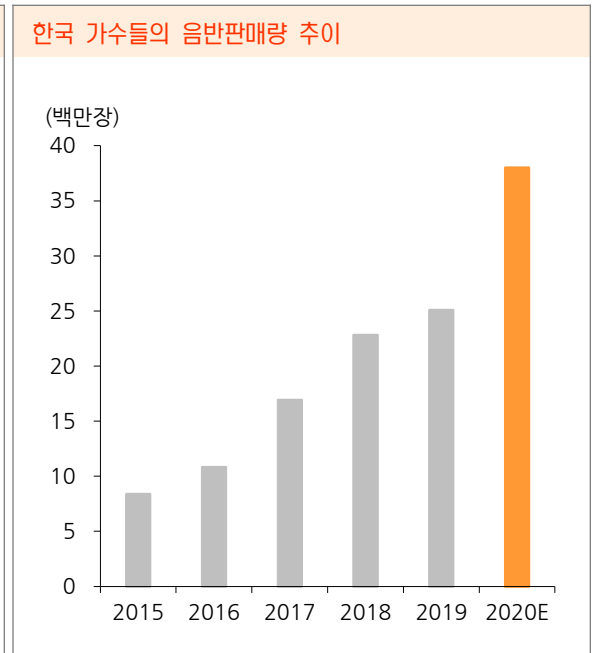
와이지의 트레저도 데뷔 3개월 만에 누적 70만 장, 에스엠의 NCT 정규앨범 143만 장 돌파, EXO 솔로 및 유닛도 밀리언셀러 등극



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터



자료: 가온자트, 한화투자증권 리서치센터



기존 투자포인트 역시 순항 중 팬덤을 넘어서 대중화

[한화리서치센터]

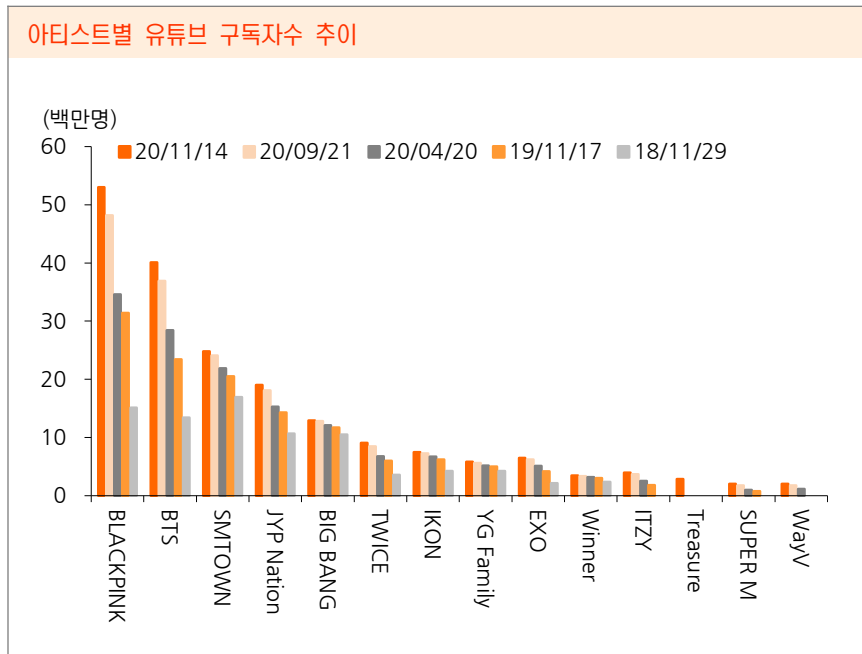
❖ 팬덤에서 대중화 영역까지 확장

- ✓ BTS의 빌보드 TOP100 석권으로 본격적인 대중화 영역 진입

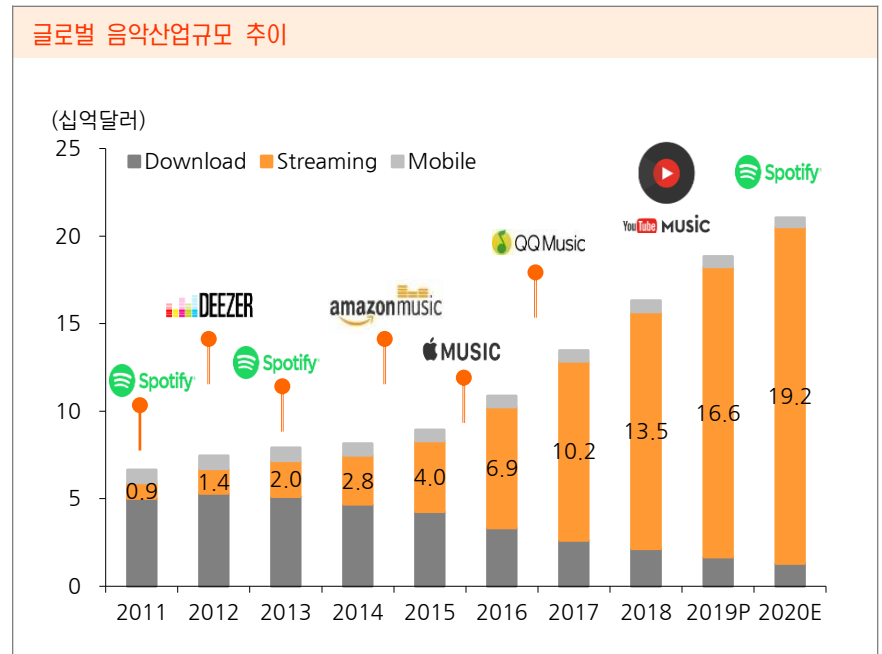
빌보드 TOP100은 라디오 점수가 반영되기 때문에 절대 대중적이지 않으면 불가능한 성과

- ✓ BTS가 쏘아올린 K-pop에 대한 관심과 아시아 ↔ 음악 메인스트림을 이어주는 글로벌 디지털 플랫폼 효과는

▶ 자연스럽게 한국 음악을 접하는 전세계 listeners의 저변 확대로 직결



자료: 유튜브, 한화투자증권 리서치센터



자료: IFPI, PwC, 한화투자증권 리서치센터



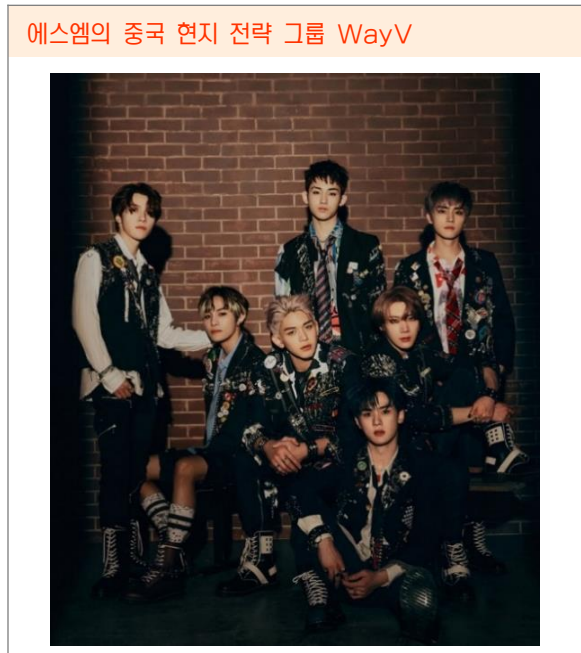
기존 투자포인트 역시 순항 중 현지 전략 강화

[한화리서치센터]

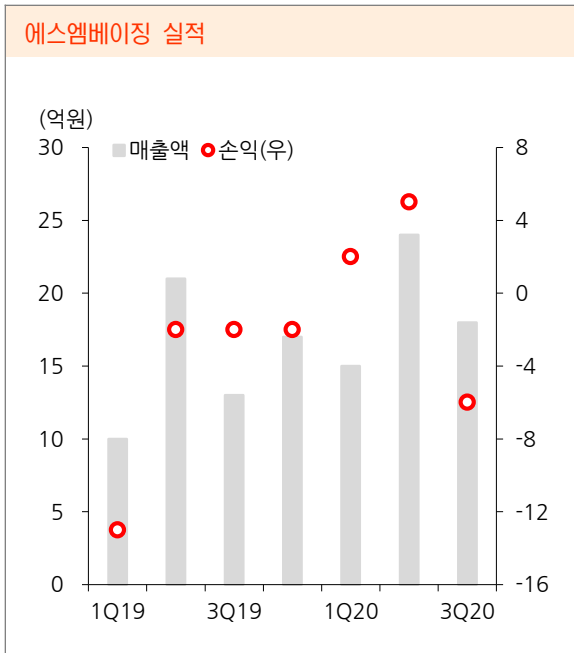
❖ 엔터테인먼트의 레벨업 포인트 중 하나인 현지 전략 역시 기대요소 풍부

- ✓ 에스엠의 WayV는 큰 규모의 공연 및 출연 활동 없이 BEP 근접한 분기 실적 기록 중
- ✓ JYP Ent.의 니쥬(NiziU)는 12/2 공식 데뷔 예정, 지난 6월 프리데뷔 이후...

① 관련 콘텐츠 스트리밍 1억 뷰 달성, ② 일본 <큐카콜라> 모델로 발탁 후 광고 촬영, ③ 로손 편의점에서 니쥬 빵 제작 등 매우 이례적인 성과 시현 중, 내년부터 본격적인 니쥬 실적 반영 예상



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

2018년 일본 현지 TOP 아티스트 TOP 수익

순위	아티스트	매출액(백만엔)
1	아무로 나미에	18,830
2	노기자카46	10,792
3	AKB48	7,921
4	아라시	7,002
11	트와이스	3,846

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



코로나가 회복된다면? 오프라인+온라인 공연 병행

[한화리서치센터]

- ❖ 코로나는 적지 않은 매출 비중을 차지했던 오프라인 콘서트를 차단
 - ✓ 2019년 기준 콘서트 비중은 빅히트 41%, 에스엠 24%, 와이지엔터 8%(2016년 19%), JYP Ent. 18%, (공연장 앞 부스 판매 MD 매출과 로열티에 반영되는 일본 공연까지 감안 시, 비중은 훨씬 더 큰 것으로 추정)
 - ✓ 3Q20 누적 기준 에스엠 6%, 와이지엔터 3%, JYP Ent. 1%에 불과
- ❖ 코로나 회복 후 오프라인 콘서트 재개 시 기존 대비 + 30% 이상 추가 수익 가능
 - ✓ 향후 큰 규모의 공연 개최 시 오프라인+온라인 콘서트를 병행하는 하이브리드 공연 활성화 기대
(예: 돔공연 개최 시 일본은 오프라인 티켓 판매, 일본 외 글로벌은 온라인 플랫폼을 통해 동시방영으로 추가 수익 창출)

회사별	2019년				2020년 3분기 누적	
	콘서트	MD	콘서트 관련 매출	매출비중	콘서트	매출비중
빅히트	191,087	50,472	241,559	41.1%	n/a	n/a
에스엠	106,462	51,075	157,537	23.9%	22,051	6%
와이지엔터	20,639	738	21,377	8.1%	1,852	3%
JYP Ent.	21,315	6,333	27,648	17.8%	1,366	1%

주: 전체 MD 매출액의 30%는 오프라인 공연장 부스에서 판매되는 것으로 추정, 3Q20 누적은 순수 콘서트만 반영
 자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

형태	오프라인	온라인(무료)	온라인(유료)	온라인(유료)
공연명	Speak Yourself : the Final	방방콘	방방콘 더 라이브	Map of the Soul ON:E
소요시간	150분x3회 = 450분	베타테스트 격으로 23시간 = 1380분	90분	150분x2회 = 300분
관객수	150,000명	4,000,000명	756,000명	993,000명
MD매출	84억 원	372억 원	154억 원	추후 공개 예정
티켓매출	132억 원	무료	144억 원	541억 원
1분당 수익	4,800만 원	2,700만 원	33,111만 원	n/a

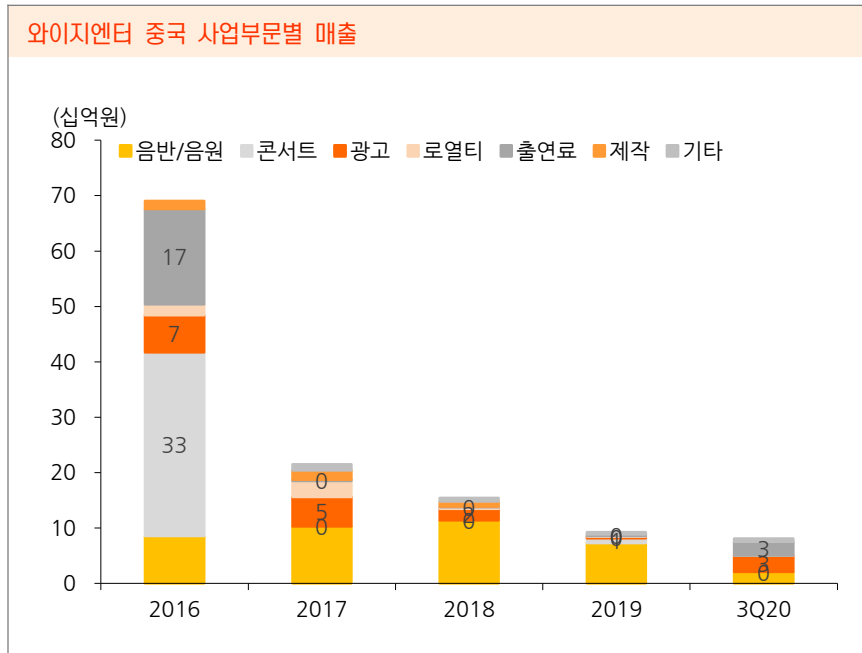
주: Map of the Soul ON:E 티켓매출 541억 원은 티켓가격 54,500원으로 추정해 계산
 자료: 빅히트, 한화투자증권 리서치센터



중국이 다시 열린다면? 출연, 광고, 콘서트 재개

[한화리서치센터]

- ❖ 엔터3사 3Q20 누적 합산 중화권 매출액은 352억 원, 꾸준히 발생하고 있는 매출처는?
 - ✓ 2016년 기준 중화권 매출비중 와이지엔터 27%, 에스엠 18%, JYP Ent. 9% → 3Q20 누적 기준 각각 9%, 10%, 3%
 - ✓ 활동 차단에도 발생한 합산 매출액 352억 원 = 중국 음원유통수익 + 중국 외 중화권 활동 + 중국 현지 아티스트 기여도
- ❖ 그만큼 여전히 중국 내 한국 콘텐츠와 연예인에 대한 관심은 매우 높다고 판단
 - ✓ 와이지엔터 기준 2016년 순수 중국 매출액이 약 700억 원임을 감안 시, 엔터주 실적 상향조정 여력 충분



자료: 와이지엔터, 한화투자증권 리서치센터

엔터사별 중화권 매출액 비교 (단위: 백만원)

연도별	중화권 매출액			중화권 매출비중		
	2016년	2019년	3Q20 누적	2016년	2019년	3Q20 누적
와이지엔터 (연결)	69,071	9,264	8,091	21%	4%	5%
와이지엔터 (별도)	61,986	5,180	8,859	27%	4%	9%
에스엠 (연결)	43,900	35,093	23,054	13%	5%	6%
에스엠 (별도)	35,900	30,400	20,100	18%	10%	10%
JYP Ent.	9,083	6,627	3,309	9%	4%	3%

주: JYP Ent.는 2016년 자료 미공개로 2017년 숫자로 반영
 자료: 한화투자증권 리서치센터

II

여행



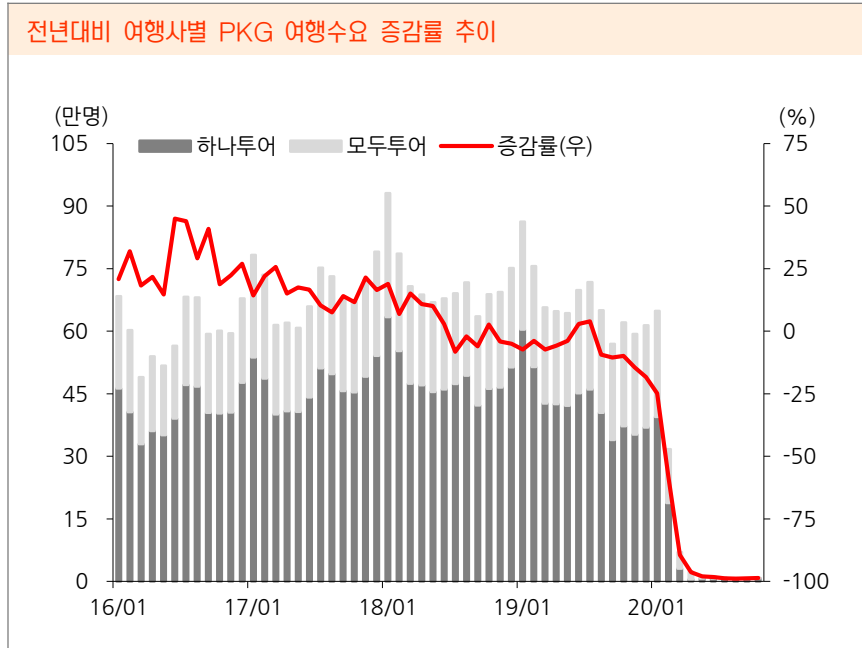
이미 -100%를 경험, 시장재편에 주목



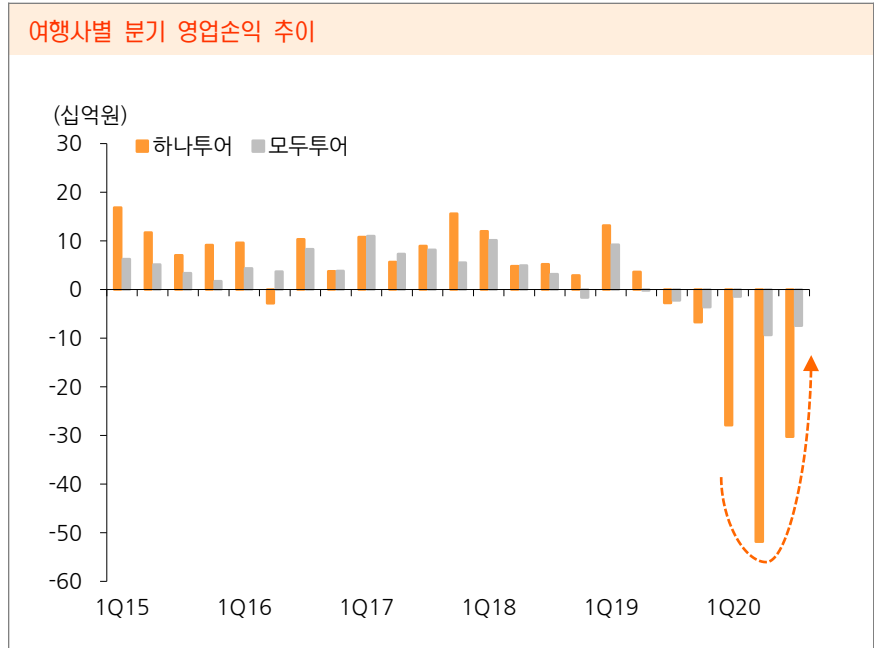
최악은 2Q20 이미 확인 수요 -100%, 합산 손실 -612억 원

[한화리서치센터]

- ❖ 시장은 이미 2Q20에 여행업종 최악을 확인, 코로나 영향에 따라 PKG 수요 전년 대비 -100%, 합산 적자 -612억 원 기록
- ❖ 하반기 -100%의 PKG 수요 역성장률이 지속되어도 영업손실은 2Q20 대비 점진적으로 축소될 전망
 - ✓ 임직원의 휴직을 유급 → 무급으로 전환한데 따른 인건비 중심의 비용절감 노력 때문
 - ✓ 향후 영업직원에게 대해서는 월급이 아닌 실적에 따른 인센티브제로 전환하는 방안도 검토 중인 것으로 파악
 - ✓ 특히 하나투어는 2Q20 면세점 관련 총당금 약 200억 원까지 반영, 더 악화되기도 쉽지 않은 상황



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권 리서치센터



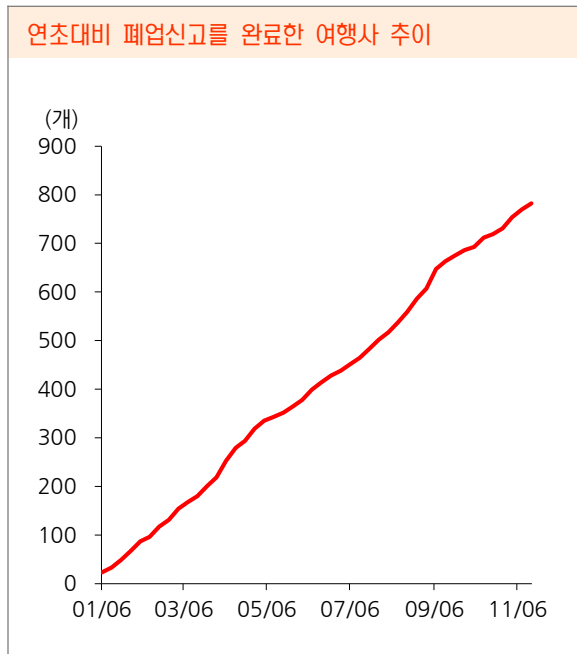
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권 리서치센터



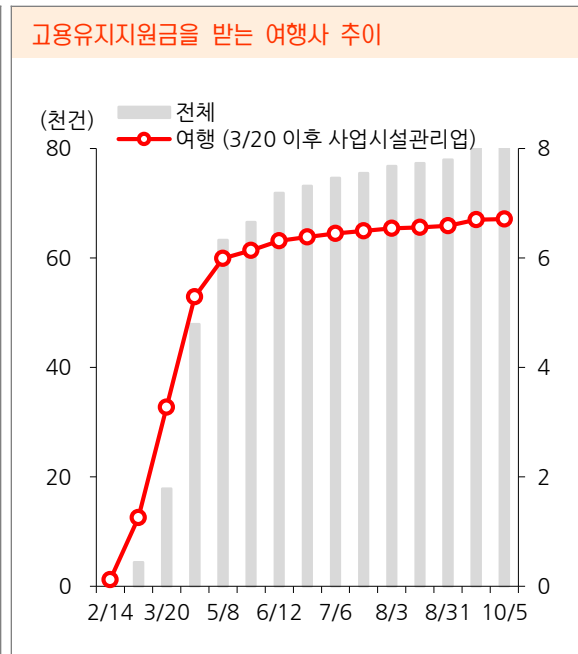
여행산업 위기 극대화 상위사업자까지 흔들

[한화리서치센터]

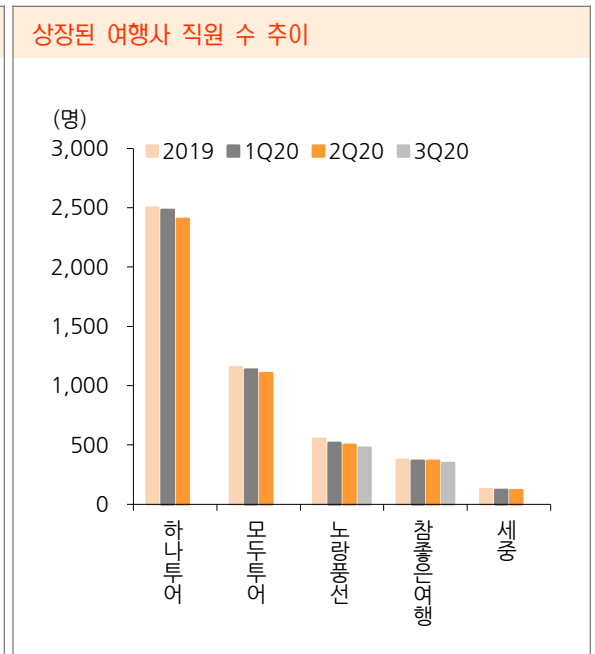
- ❖ 3년째 불황으로 여행업종의 구조조정 및 시장재편은 빠르게 진행 중
 - ✓ 연초 이후 폐업신고를 완료한 여행사는 총 782개, 정부로부터 고용유지지원금을 받고 있는 여행사는 총 6-7천여개
 - ✓ 11월부터 지원금 제한이 시작되기 때문에 더 많은 중소형 여행사의 도산은 불가피할 전망
 - ✓ 1등주인 하나투어는 지원금이 끊기는 11월 이후 4개월간 전 직원에 대해 무급 휴직 통보
- ❖ 중소형 여행사 뿐 아니라 국내 상위 사업자도 위태로운 상황
 - ✓ 국내 상위 사업자인 여행박사, 한진관광, 롯데JTB는 지속되는 경영악화로 희망퇴직, 절반에 가까운 인원감축 시작



자료: 여행업협회, 한화투자증권 리서치센터



자료: 여행업협회, 한화투자증권 리서치센터



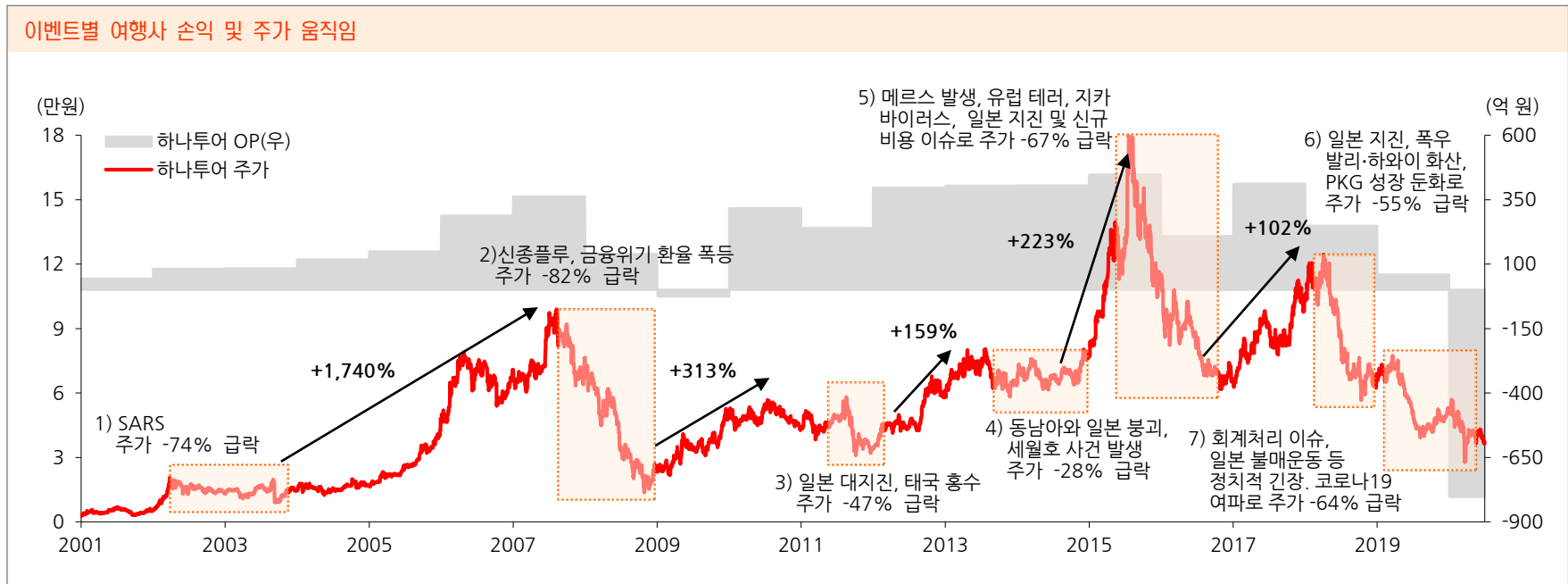
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터



코로나가 회복된다면? 오랜만에 향유할 특급회복기

[한화리서치센터]

- ❖ 실제로 PKG 상품 판매에 따른 여행사 실적 증익 및 턴어라운드는 다소 더딘 2021년 하반기를 예상하나, 코로나 백신개발에 따른 여행수요 회복 기대감으로 향후 여행주는 매달 발표되는 예약증감률에 민감하게 반응할 것으로 예상
- ❖ 코로나로 멈춰있는 억제된 이연 및 잠재수요는 충분하다고 판단하는 가운데, 여행주는 악재가 발생했을 때 곤두박질치지만, 반드시 회복될 여행수요 기대감으로 턴어라운드 때는 어느 업종보다 주가 픽업속도가 빠르다는 것이 가장 큰 특징



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터



버티는 자의 승리 평균 1년 반 거뜰

[한화리서치센터]

❖ 따라서 ① 수요 회복 시점까지 고정비를 감내하며 버틸 수 있고, ② 분기 최소 5억 원 이상의 매출이 있는 사업자에 주목

✓ 보유 현금성자산과 비용절감 노력을 통해 매출 없이도 버틸 수 있는 분기의 합산을 계산 ▶ 관광여행 4개사 평균 1년 반은 거뜰

여행사별 생존여력 비교								(단위: 십억원, 명)	
	현금성자산	현금소모분기	소계	인건비	임대료	유지관리비	이자비용	직원수	
2019년									
하나투어	221.6	4.0	55.5	46.8	3.0	3.0	2.6	2,500	
모두투어	158.6	7.0	22.6	19.2	0.6	1.9	0.9	1,158	
노랑풍선	44.8	6.2	7.2	6.8	0.1	0.2	0.1	553	
참좋은여행	68.5	11.2	6.1	5.1	0.5	0.3	0.2	374	
1Q20 기준									
하나투어	260.8	5.1	51.5	43.1	2.9	2.7	2.8	2,481	
모두투어	90.0	4.8	18.9	16.5	0.5	1.8	0.0	1,136	
노랑풍선	25.4	5.0	5.1	4.7	0.1	0.2	0.1	518	
참좋은여행	16.0	3.3	4.9	4.5	0.1	0.3	0.0	366	
2Q20 기준									
하나투어	237.5	9.1	26.2	20.9	0.0	2.5	2.8	2,406	
모두투어	82.3	9.0	9.1	7.1	0.2	0.8	1.0	1,106	
노랑풍선	6.4	2.6	2.5	2.1	0.1	0.2	0.1	500	
참좋은여행	28.4	11.3	2.5	2.2	0.0	0.3	0.0	366	
3Q20 기준									
하나투어	159.9	13.8(*7.5)	11.5	14.3	-6.6	1.4	2.5	2,354	
모두투어	77.5	11.9	6.5	4.4	0.3	0.7	1.0	1,067	
노랑풍선	8.3	4.6	1.8	1.4	0.1	0.2	0.1	478	
참좋은여행	23.1	10.8	2.1	1.7	0.1	0.3	0.0	348	

주: *하나투어 3Q20 임대료는 -66억 원, 코로나 사태로 일시 환급 받은 것으로 추정, 일회성 요인으로 파악, 평균 분기와 같이 3억 원이라면 현금소모분기는 7.5개 분기

현금성자산은 현금 및 현금성자산 + 단기금융상품 + 매각예정자산의 합

자료: 각사 분기보고서, 한화투자증권 리서치센터

III

콘텐츠



박스권 돌파의 원년



2021년 극대화될 플랫폼 경쟁심화

[한화리서치센터]

❖ 해외 플랫폼뿐 아니라 국내 OTT도 가세하는 2021년 플랫폼간의 경쟁심화는 어느 때보다 치열할 전망 ▶ 콘텐츠 수혜 확대



자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터



2021년 극대화될 플랫폼 경쟁심화

[한화리서치센터]

❖ 해외 플랫폼뿐 아니라 국내 OTT도 가세하는 2021년 플랫폼간의 경쟁심화는 어느 때보다 치열할 전망 ▶ 콘텐츠 수혜 확대

	IP 스튜디오	웹툰 플랫폼	배우 기획사	영상 제작사	동영상 플랫폼
네이버					
	<ul style="list-style-type: none"> - V라이브의 멤버십 팬클럽 서비스 플랫폼인 '팬십(Fanship)' 강화, 차세대 영상 비즈니스 확대를 위해 'SME Plus'와 '미스틱스토리'에 총 1,000억원 투자 - 자체 플랫폼에서 글로벌 팬덤을 보유한 아티스트의 콘텐츠를 유통시킴으로서 글로벌 시장에서 차별화된 경쟁력 확보가 목적 - 디지털 콘텐츠 발굴 및 제작에 경쟁력을 제고, 엔터 콘텐츠 플랫폼(V라이브, NOW 등)과 글로벌 아티스트 간의 시너지 발휘 기대 				
카카오					
	<ul style="list-style-type: none"> - 카카오M을 통해 9월 1일 새 OTT 플랫폼 '카카오TV' 출시 - 2023년까지 연간 4000억원 규모의 콘텐츠 제작 목표, 총 240개 이상의 타이틀 제작 예정 - 넷플릭스를 뛰어넘는 국내 동영상 플랫폼으로 성장할 지에 주목 				
엔씨소프트					
	<ul style="list-style-type: none"> - 자회사 '클럽' 설립으로 엔터테인먼트 분야의 사업 행보 본격화, 정보통신기술(ICT)를 결합한 프로젝트 진행할 계획 - 웹툰, 온라인 음악 서비스, 인터넷 방송 등을 주요 사업으로 준비 중 → 엔터테인먼트와 기술을 결합한 새로운 디지털 콘텐츠 비즈니스를 만드는 스튜디오 역할 				

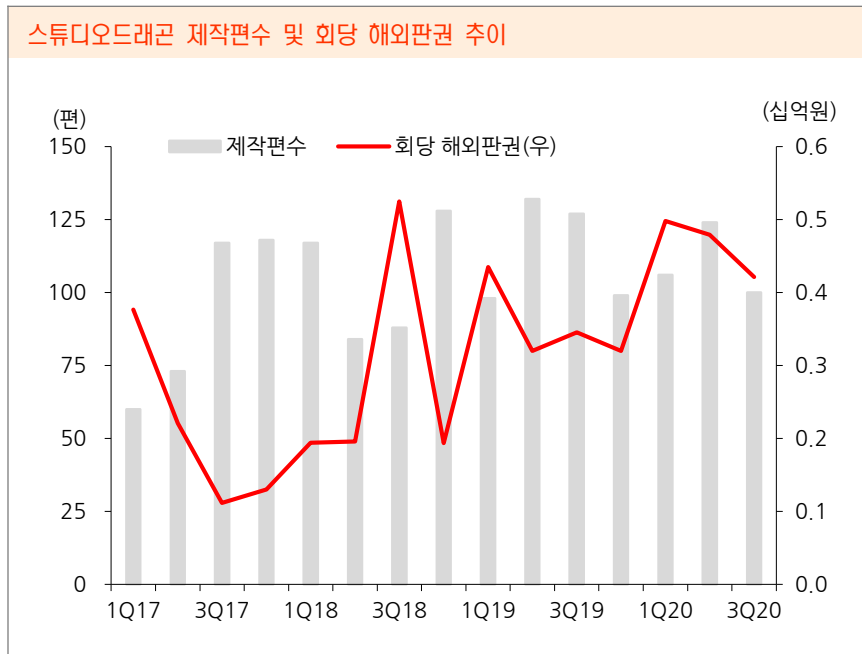
자료: 언론보도 취합, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터



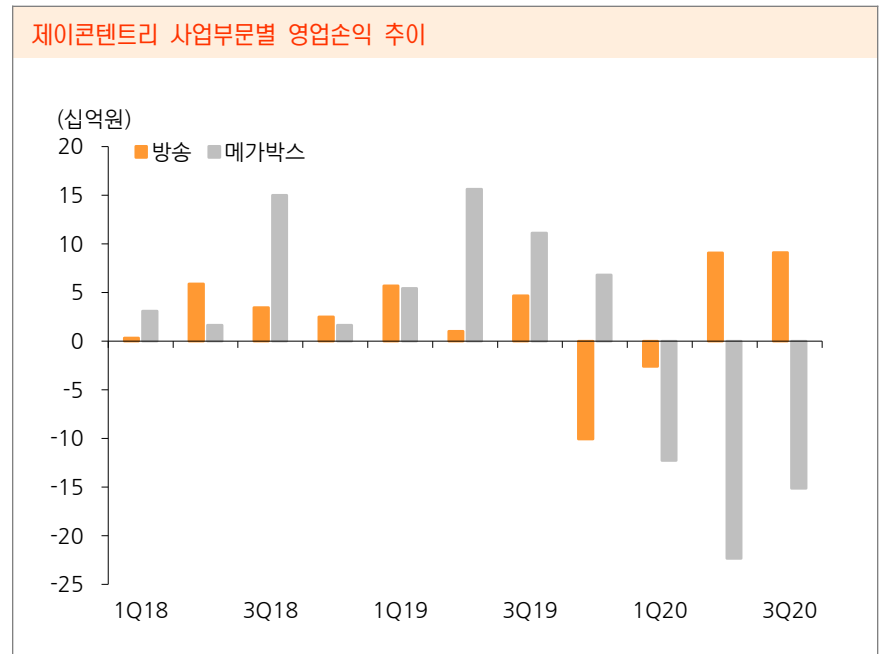
리스크는 2021년 불식 예상 극장, 편성에 대한 우려

[한화리서치센터]

- ❖ 2020년에도 크게 다르지 않았던 국내외 플랫폼간의 경쟁구간, 수혜업종인 콘텐츠 주가 퍼포먼스는 왜 약세였을까?
 - ✓ 플랫폼간의 경쟁심화로 콘텐츠 IP 가치 상승 ▶ 해외판권 상승추세는 지속됐지만 중국 판매가 제한된 상황에서 제2의 넷플릭스가 부재했고,
 코로나 질병 확산으로 ▶ 해외 로케이션이 필요한 텐트폴 드라마의 제작에 차질이 있었으며, 무엇보다...
 - ✓ 1등주인 스튜디오드래곤은 캡티브 채널 CJENM의 드라마 편성 축소(수익성 개선을 위한 투자비 통제와 자체 드라마 편성 확대 때문)
 - ✓ 2등주인 제이콘텐츠리는 코로나 직격탄을 맞은 메가박스 사업부의 손실 때문



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터



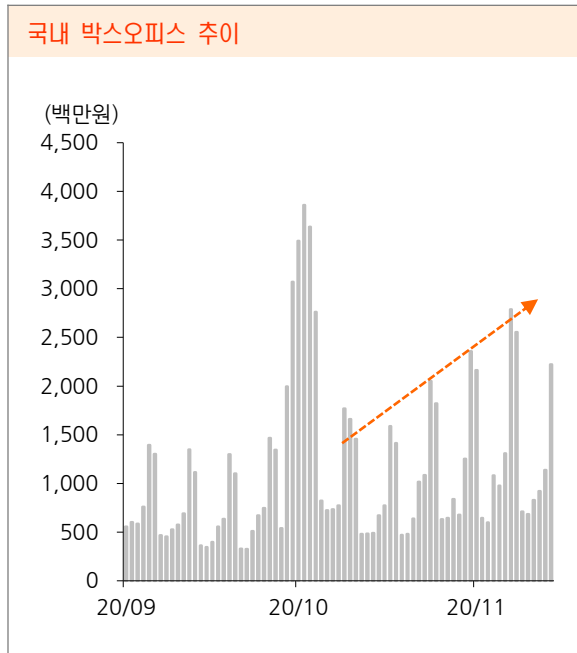
자료: 제이콘텐츠리, 한화투자증권 리서치센터



리스크는 2021년 불식 예상 비캡티브 확대로 타개

[한화리서치센터]

- ❖ 시장은 다소 시간을 두고 검증하겠으나, 이러한 우려는 2021년 온전히 제거될 것으로 판단
 - ✓ 국내 주말 평균 극장 박스오피스는 점차 회복세, 내년까지 개봉 예정 라인업이 공개되고 있기 때문
 - ✓ 스튜디오드래곤도 보수적인 관점에서는 2021년에도 CJENM 캡티브 편성은 더 줄어들 수 있으나, 당장 4Q20부터 시작되는 ① 글로벌 OTT향 오리지널 콘텐츠와 ② 2021년 넷플릭스 오리지널 2-3편 + 중국 오리지널 2-3편, ③ 일반 TV 드라마 제작에서 벗어나 TVING 오리지널 등 국내 플랫폼을 위한 숏+미드폼(예: 20분x10부작) 콘텐츠를 제작할 계획
 ∴ 제작편수: 2018년 25편 → 2019년 28편 → 2020년 28편 → 2021년 33편으로 2년간 정체 후 순증 예상

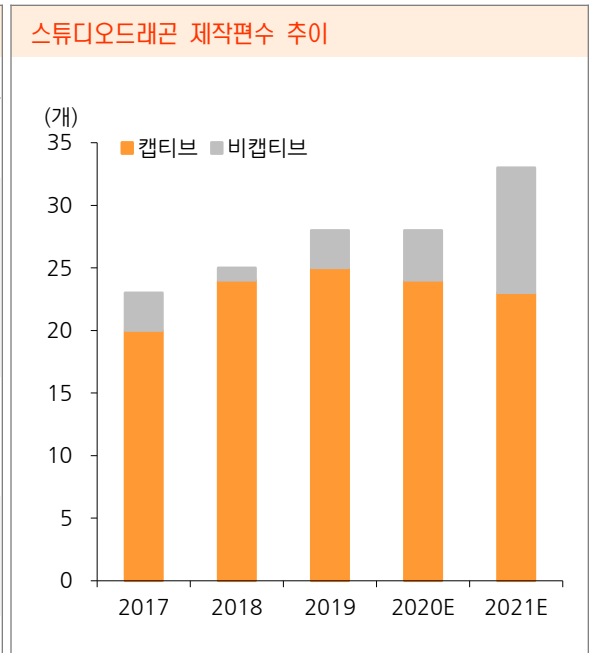


자료: KOFIC, 한화투자증권 리서치센터

국내 개봉예정 주요 기대작

시기	작품명	배급사	장르
11월	도굴	CJ ENM	범죄, 액션
	내가 죽던날	워너	드라마
12월	서복	CJ ENM	SF, 액션
	영웅	CJ ENM	뮤지컬
	인생을 아름다워	롯데	뮤지컬
	원더우먼 1984	워너	액션
	싱크홀	쇼박스	재난, 코미디
1월	크루즈 패밀리 2	UPI	애니메이션
	피터 래빗 2	소니	드라마
	카운트	CJ ENM	드라마
2월	신데렐라	소니	뮤지컬
	킹스맨	디즈니	액션, 모험
	자백	롯데	스릴러
3월	Tom & Jerry	워너	가족, 코미디

자료: CJ CGV, 한화투자증권 리서치센터



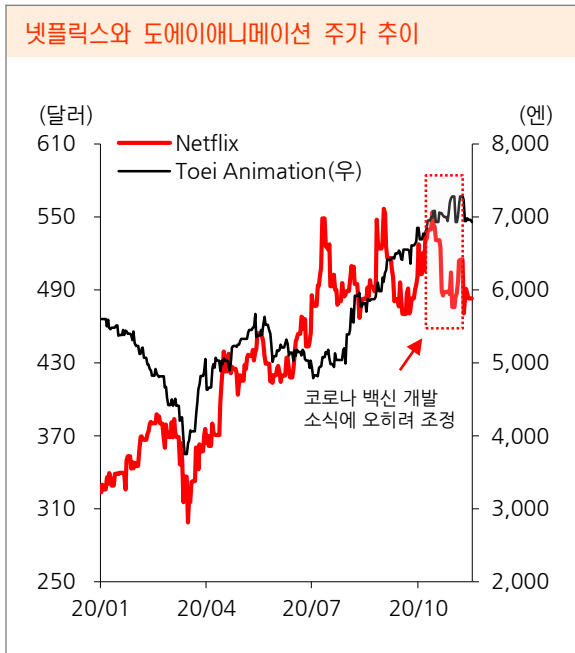
주: 2020년 비캡티브: <나 홀로 그대>, <더 킹>, <한 번 다녀왔습니다>
 자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터



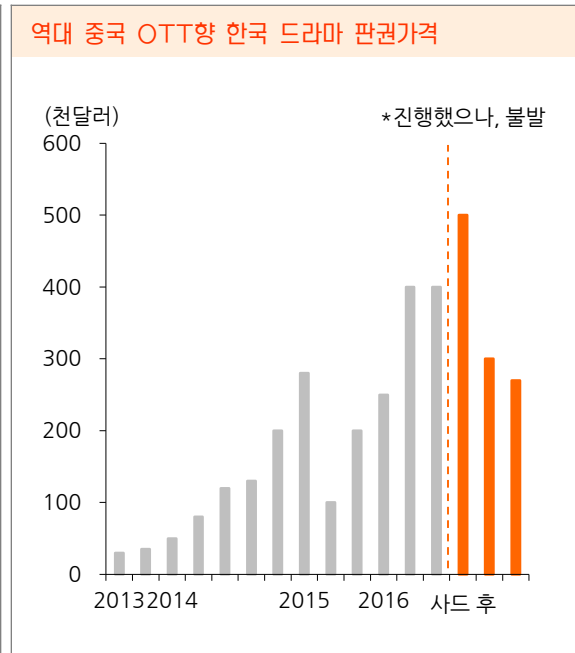
코로나가 회복된다면? 수혜는 제한적

[한화리서치센터]

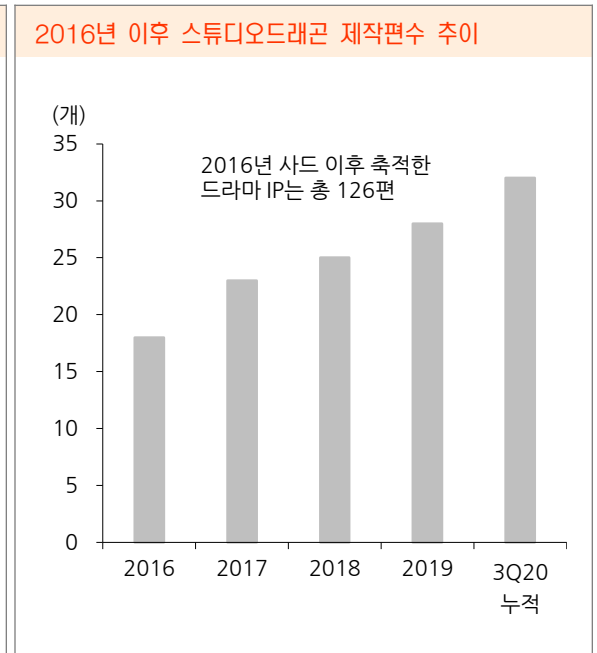
- ❖ 아쉽게도 콘텐츠는 2021년 코로나 회복 모멘텀에서는 사실상 열위
 - ✓ 이미 언택트 소비로 분류돼 수혜는 제한적이기 때문이나, 일부 연기 혹은 중단된 해외 로케이션 촬영은 재개 가능할 전망
- ❖ 중국 회복은 콘텐츠에 매우 큰 수혜, 해외판권 X 2배 모멘텀
 - ✓ 최근 한달 간 중국 내 한국 콘텐츠 개방에 대한 트리거 감지
 - : 스튜디오드래곤의 구작 IP 2건이 중국 3대 OTT 중 하나에 판매, 에이스토리의 텐트폴 <지리산>의 글로벌 방영권을 아이치이가 구매
 - ✓ 일회성 이슈로 그치지 않을 것, 2개만 판매됐을 뿐 2016년 이후 축적한 IP 130여개(전체 180여개) 구작에 대해서도 논의 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: 언론보도, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터



자료: 스튜디오드래곤, 한화투자증권 리서치센터



중국이 다시 열린다면? 해외판권 X 2배

[한화리서치센터]

❖ 그렇다면 과연 왜 사갈까?

사드 전과 후 중국에 판매된 한국 드라마 정리					
시기	제목	제작사	중국 OTT	회당 가격(천달러)	비고
2012년 2월	제도정비: 쿼터제, 비준제 등 방송국 대상 외국 콘텐츠 관리 규정 정비				
2013	상속자들	화앤담픽처스	아이치이	30	1,000억 원대 광고수입
	별에서 온 그대	HB엔터테인먼트	아이치이, 텐센트	35	
2014	쓰리데이즈	골든썸픽처스	유쿠	50	
	닥터 이방인	아우라미디어	유쿠	70-80	
	운명처럼 널 사랑해	넘버쓰리픽처스	텐센트	120	
	괜찮아, 사랑이야	CJ ENM, GT ent.	유쿠	130	
	내겐 너무 사랑스러운 그녀	에이스토리	유쿠	200	
2014년 9월	한외령: 두가지 조례를 통해 OTT 포함하여 온라인으로 유통되는 외국 콘텐츠 심사 강화				
2015	피노키오	IHQ	아이치이	280	
	하이드 지킬 나	KPJ	유쿠	100	
	프로듀사	초록뎀미디어	소우	200	
2016	태양의 후예	New	아이치이	250+RS	유료가입자 50% 증가
	함부로 애투하게	삼화네트웍스, IHQ	유쿠	400	
	달의 연인-보보경심 려	바람이 분다	유쿠	400	
	W-두 개의 세계	초록뎀미디어	텐센트	n/a	
2016년 7월	한한령: 한국의 사드배치로 한국 제작 콘텐츠, 한국 연예인의 출연 콘텐츠의 송출을 비공식적으로 금지				
2016년 말~2017년	푸른 바다의 전설	스튜디오드래곤	아이치이	500	최종 단계에서 방영 불발
	화랑-더 비기닝	오보이프로젝트	n/a	300	LETV 방영 중단
	사임당, 빛의 일기	그룹에이트	n/a	270	심사 지연, 위성방송 방영 불발

자료: 언론보도, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터



미국 vs. 중국 in 동남아 플랫폼간의 가장 큰 격전지

[한화리서치센터]

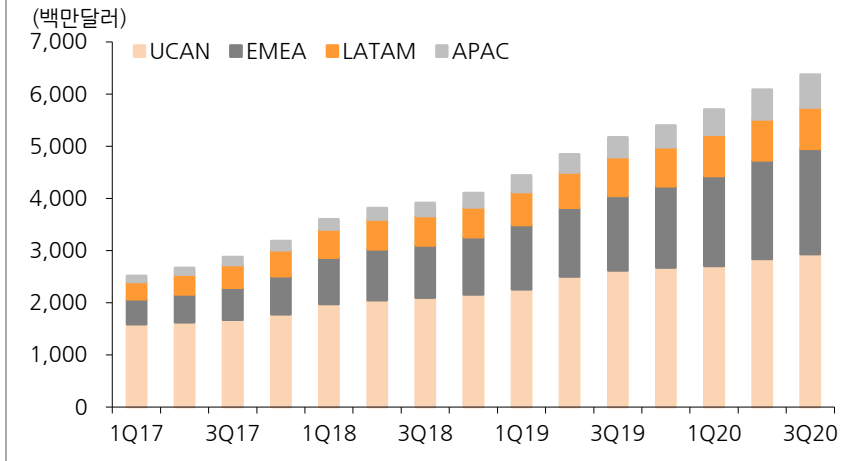
❖ 중국 대형 OTT인 B·A·T가 적극적인 동남아 진출을 강행하고 있기 때문

✓ 즉, 한국 콘텐츠 방영이 중국에서는 불허 대상이나 동남아에 방영하는 것에는 문제가 없는 상황

 넷플릭스	 아이치이	 텐센트	 디즈니플러스	 후크
- 동남아에 적극적으로 투자 중	- 2019년 4월 동남아 10개국 진출 선언 2019년 12월 가장 먼저 싱가포르 사무소 설립	- 2018년 태국에 WeTV 브랜드로 첫 OTT 서비스 출범	- 연내 동남아 진출 계획	- 싱텔(싱가포르 통신사), 소니픽처스, 워너미디어의 JV로 설립
- APAC 시장의 매출, 가입자 증감률이 가장 크기 때문	- 2019년부터 현지 업체와의 콘텐츠 제휴, 2020년 아이치이 현지 앱을 통해 콘텐츠 제공하는 사업을 본격화	- 현지와 보다 M&A 전략 추구, 동남아판 넷플릭스인 아이플릭스 인수, 인수 후 6-12개월간 브랜드명 유지, 주요 직원들의 고용 승계 이어질 전망		- 2015년부터 싱가포르, 필리핀, 태국, 인도, 인도네시아 서비스하다 2020년 3월 서비스 완료
- 타지역대비 훨씬 저렴한 모바일 전용 요금제 출시	- 오리지널 콘텐츠 제작, 현지화 전략(인력 수급)에 집중	- 지난 9월 싱가포르에 신규 사무소 설립		- 7월 한국 기업 쿠팡이 인수
- 미주, 유럽 등 다른 대륙은 넷플릭스가 휩쓸었지만 동남아 국가에서 넷플릭스 가입자 100만 명이 넘는 지역은 전무한 상황	- 2025년까지 해외구독자수 5천만 명 확보 목표	- 지속적인 추가 M&A를 통해 동남아 영역 확대 도모		
- 가장 많은 곳은 필리핀으로 약 80만, 태국은 60만 명으로 라인TV에 이어 2위	- 이미 한국에도 아이치이 진입, 다양한 중화권 콘텐츠 삽입 추천 드라마에 한국 드라마 등장			
	- 2021년 기대작품 <지리산>의 글로벌 방영권을 고가에 구매, 한국 콘텐츠에 많은 관심 피력			

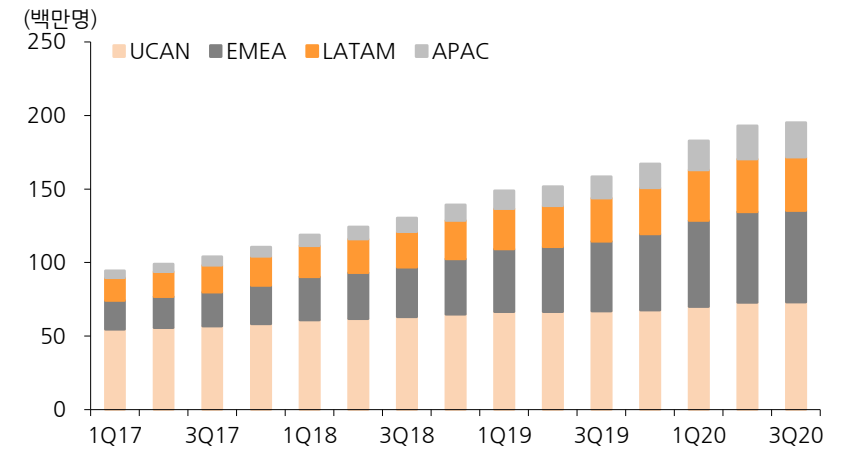
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

넷플릭스 지역별 매출액 추이



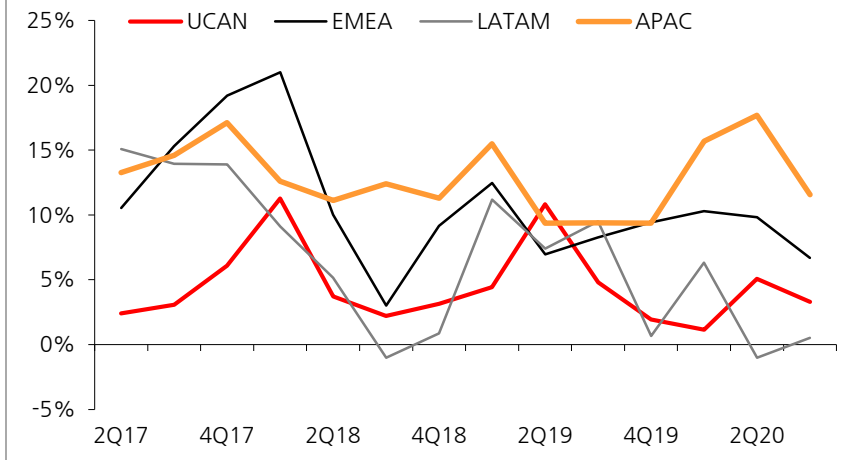
자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

넷플릭스 지역별 가입자 추이



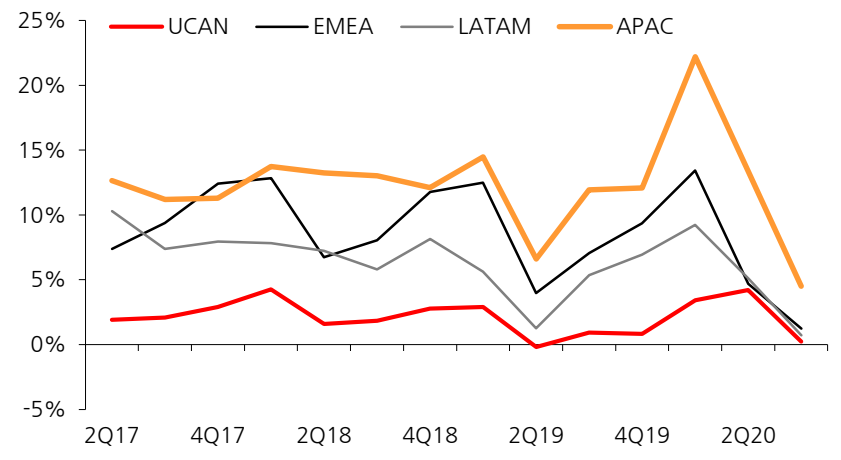
자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

넷플릭스 전분기대비 지역별 매출증감률 추이



자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터

넷플릭스 전분기대비 지역별 가입자증감률 추이



자료: 넷플릭스, 한화투자증권 리서치센터



미국 vs. 중국 in 동남아 콘텐츠 IP 가치 상승

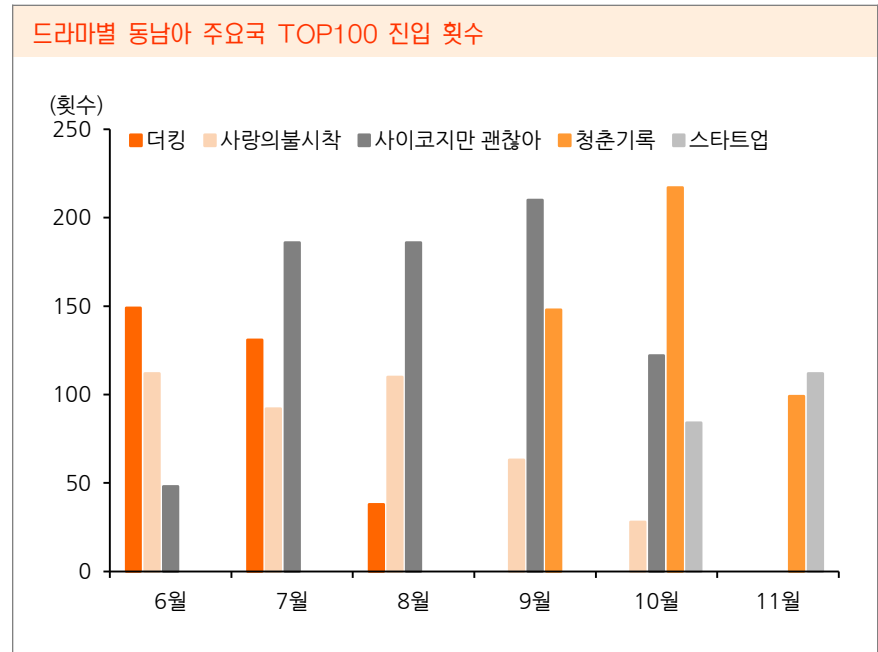
[한화리서치센터]

❖ 특히 아직 동남아는 ‘중립지대’ 영역

- ✓ 넷플릭스 지역별 가입자 중 아시아 지역이 가장 고성장하고 있어 넷플릭스가 가장 적극적으로 투자하고 있는 지역이나, 아직 동남아 국가 중 넷플릭스 가입자가 100만 명 이상인 곳은 전무할 만큼 아직 세력을 펼치지 못했고,
 - ✓ 중국 대기업은 2019년부터 동남아 진출을 시작해 미디어 산업 내 미국 vs. 중국 자본이 처음으로 동남아에서 맞부딪혔기 때문
 - ✓ 동남아 플랫폼간의 경쟁심화 ▶ 콘텐츠 수요 증가 ▶ 동남아에서 인기 많은 한류 콘텐츠 수급 경쟁(넷플릭스 동남아 TOP10 장악)
- ∴ 한국 드라마의 IP 가치 상승 ▶ 해외판권가격 인상과 리콥비율 개선 지속, 스튜디오드래곤 3Q20 기준 구작 60% 신작 20% 인상

11월 15일 NETFLIX TV Shows: World Ranking				
순위	TV Shows	국적	연도	장르
1	The Queen's Gambit	USA	2020	Drama
2	Dash & Lily	USA	2020	Comedy
3	Star Trek: Discovery	USA	2017	SF
4	Emily in Paris	USA	2020	Drama
5	The Liberator	USA	2020	Drama
6	100 Dias Para Enamorarnos	USA	2020	Comedy
7	Start-Up	South Korea	2020	Comedy
8	Deadly Class	USA	2019	Superhero
9	Yo soy Betty la fea	Colombia	1999	Drama
10	Trial 4	USA	2020	Documentary

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터



자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

11월 15일 NETFLIX TV Shows: Hong-Kong Ranking				
순위	TV Shows	국적	연도	장르
1	The Queen's Gambit	USA	2020	Drama
2	Start-Up	South Korea	2020	Comedy
3	Emily in Paris	USA	2020	Drama
4	The Liberator	USA	2020	Drama
5	Dash & Lily	USA	2020	Comedy
6	Private Lives	South Korea	2020	Crime
7	Deadly Class	USA	2019	Superhero
8	Record of Youth	South Korea	2020	Drama
9	Do Do Sol Sol La La Sol	South Korea	2020	Comedy
10	Star Trek: Discovery	USA	2017	SF

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

11월 15일 NETFLIX TV Shows: Thailand Ranking				
순위	TV Shows	국적	연도	장르
1	Start-Up	South Korea	2020	Comedy
2	The Queen's Gambit	USA	2020	Drama
3	Private Lives	South Korea	2020	Crime
4	Dash & Lily	USA	2020	Comedy
5	Bad Genius The Series	Thailand	2020	Crime
6	My Husband in Law	Thailand	2020	Drama
7	Do Do Sol Sol La La Sol	South Korea	2020	Comedy
8	Star Trek: Discovery	USA	2017	SF
9	Doctor John	South Korea	2019	Drama
10	Emily in Paris	USA	2020	Drama

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

11월 15일 NETFLIX TV Shows: Vietnam Ranking				
순위	TV Shows	국적	연도	장르
1	Start-Up	South Korea	2020	Comedy
2	The Queen's Gambit	USA	2020	Drama
3	Private Lives	South Korea	2020	Crime
4	Deadly Class	USA	2019	Superhero
5	Emily in Paris	USA	2020	Drama
6	Dash & Lily	USA	2020	Comedy
7	The Liberator	USA	2020	Drama
8	Record of Youth	South Korea	2020	Drama
9	VIP	South Korea	2019	Drama
10	The Good Detective	South Korea	2020	Crime

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

11월 15일 NETFLIX TV Shows: Malaysia Ranking				
순위	TV Shows	국적	연도	장르
1	Start-Up	South Korea	2020	Comedy
2	The Queen's Gambit	USA	2020	Drama
3	Do Do Sol Sol La La Sol	South Korea	2020	Comedy
4	Deadly Class	USA	2019	Superhero
5	Private Lives	South Korea	2020	Crime
6	Dash & Lily	USA	2020	Comedy
7	Cocomelon	USA	2020	Anime
8	My Husband in Law	Thailand	2020	Drama
9	Emily in Paris	USA	2020	Drama
10	Demon Slayer: Kimetsu no Yaiba	Japan	2019	Anime

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터



다양한 콘텐츠 수요 증가 중소형사 발굴 중요

[한화리서치센터]

- ❖ 플랫폼 증가, 콘텐츠 포맷(TV편성 → 숏, 미드폼(20분x10부작) 등) 다양화, 오리지널 니즈 확대로 전반적인 콘텐츠 수요 증가 기대
- ✓ 대장주 외 비즈니스모델이 진화되는 중소형 제작사 발굴도 중요한 시점 ▶ 에이스토리 주목

콘텐츠 제작사 수익 모델 비교			
	(1) 한국 방송사의 외주제작사	(2) 글로벌 OTT의 외주제작사	(3) IP + 캡티브 채널 보유 제작사
기업	팬엔터테인먼트(068050), 삼화네트웍스(046390), NEW(160550), 초록뱀(047820), 쇼박스(086980) 등	스튜디오드래곤(253450), 에이스토리(241840) , 키이스트(054780)	스튜디오드래곤(253450), 제이콘텐츠트리(036420), IHQ(003560), 키이스트, 에이스토리(채널 無, IP 有)
수익모델	<p>70-80% 20-30% 20-30%</p> <p>부가수익에 대한 RS는 지극히 미미, IP의 대부분은 방송사 귀속</p>	<p>← 최소 15% 안전 GPM 보장</p> <p>제작원가 100%는 전액 회수 가능</p> <p>영상물에 대한 IP는 전부 넷플릭스에 귀속</p>	<p>50-70% 10-20% 40%+</p>
수익모델	<ul style="list-style-type: none"> - 원가의 70-80%는 본방영을 담당하는 방송사로부터 '방영권료' 항목으로 인식 - 대부분의 IP는 방송사에 귀속됨에 따라, 20% 차액은 드라마 제작사가 직접 협찬, PPL 등 부가수익을 통해 창출 - 한 드라마 작품당 적자~7% gpm의 막한 수익률 	<ul style="list-style-type: none"> - 원가 전부와 10~20%의 GPM을 안정적으로 글로벌 OTT 플랫폼이 부담 - 협찬&판매 매출이 아닌 오리지널 콘텐츠 편성에서 안정적인 수익 창출 - IP 기반의 부가수익 창출 시, RS 구조 가능 	<ul style="list-style-type: none"> - 제작비 전액을 제작사가 직접 투자한 후, 회수하는 구조 - 평균적으로 50-70%는 본방영 담당 방송사로부터 '방영권료' 인식, 10-20%는 협찬+PPL, 나머지 수익은 VOD, OST, '판권 판매' 로 회수 - 일반 드라마 5-10%, 텐트폴 20-30% gpm 겨냥
매출처	방송국, Non-Captive 채널	글로벌 OTT 플랫폼	캡티브 채널, 글로벌 OTT, Non-Captive 모두 커버, 판권 비딩을 통해 수익성 극대화
IP 소유권	IP 미보유(대부분은 방송사에 귀속)	IP 미보유(대부분은 글로벌 OTT에 귀속)	IP 보유
장점		<ul style="list-style-type: none"> - 제작원가 부담이 없어 안정적 수익 창출 - 글로벌 인지도 상승, 제작역량 가치 상승 	<ul style="list-style-type: none"> - 구작+신작 IP 활용을 통한 부가수익 레버리지 - 안정적인 캡티브 채널 확보로 편성 부담 없음
단점	- IP 축적 불가능, 비용 증가 우려로 제한적인 수익성	- 영상물에 대한 IP 축적 불가능	- 구조적인 제작비용 증가에 따른 수익성 저하

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV 카지노



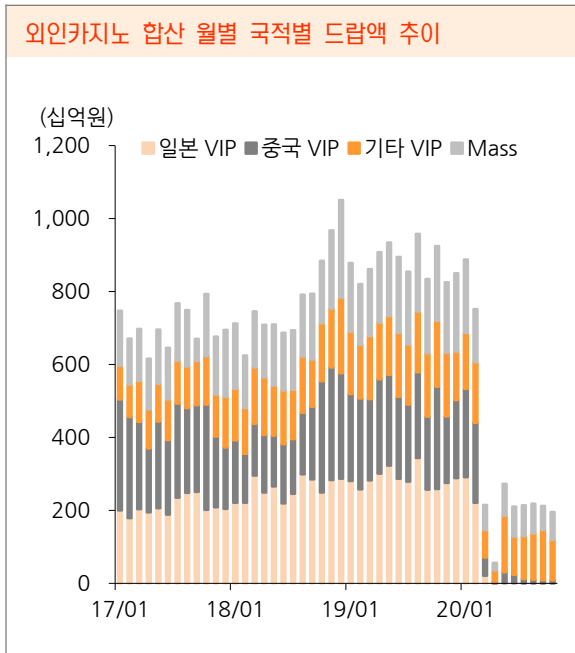
조금 지켜봐야 할 이벤트



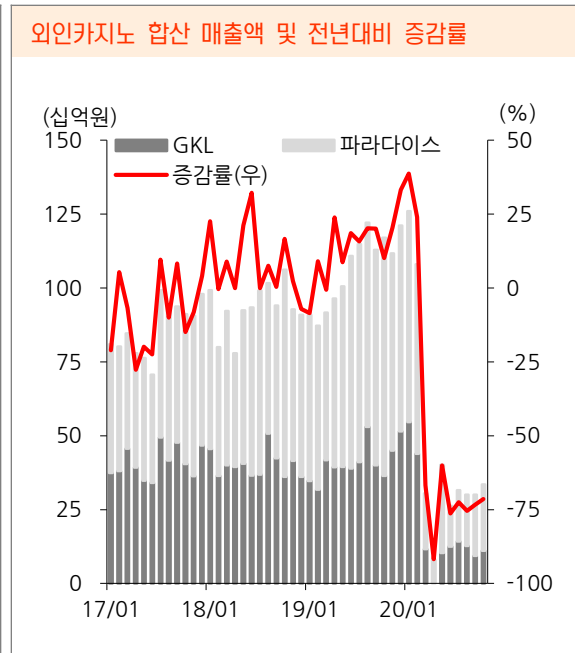
코로나가 회복된다면? 반드시 돌아올 외국인 카지노 고객

[한화리서치센터]

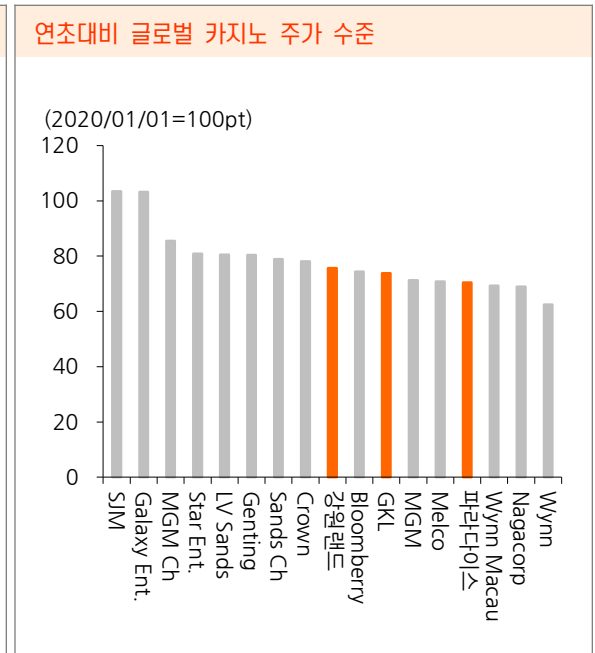
- ❖ 카지노업종은 코로나 질병으로 전세계 항공길이 차단되며 가장 크게 직격탄을 맞은 대표 업종 중 하나
 - ✓ 비단 한국 뿐 아니라 글로벌 카지노 주가는 코로나 이후 평균 -22% 급락
 - ✓ 마카오 대표 종목인 SJM, Galaxy Ent.만 유일하게 연초 주가를 상회, 기타 마카오 종목과 비마카오 사업자는 국내 외인카지노와 유사한 하락세 시현
 - ✓ 코로나 발병 이후 국내 외인카지노의 월별 드랍액은 전년대비 평균 -75% 하락
- ❖ 따라서 치료제 개발로 코로나가 서서히 사라진다면 즉각 반응할 섹터 역시 카지노로 판단 가능한 상황, 그러나...



자료: 파라다이스, GKL, 한화투자증권 리서치센터



자료: 파라다이스, GKL, 한화투자증권 리서치센터



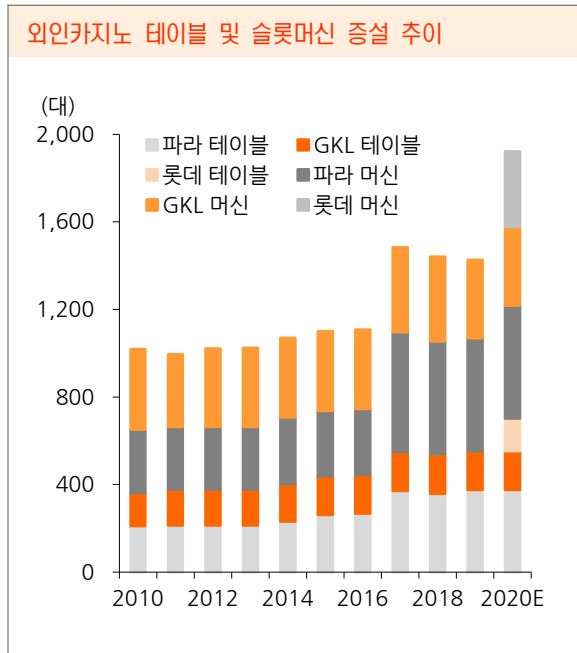
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



조금 더 지켜봐야 할 이벤트 대규모 공급 증설

[한화리서치센터]

- ❖ 항공길 차단으로 카지노 방문이 어려웠던 외국인 고객은 충분히 돌아오겠지만, 그들의 선택지 또한 많아졌다는 점이 문제
 - ✓ 테이블과 슬롯머신의 캐파는 2019년 대비 올해 말 각각 +27%, +40% 늘어날 예정
 - ✓ 롯데관광개발의 제주드림타워가 대규모 인력충원 후 연내 개장을 앞두고 있기 때문
- ❖ 제주도와 수도권은 VIP 고객층, 항공 환경, 카지노 외 기타시설 접근성이 상이해 실제 파급력은 적을 수도 있겠으나...
 - ✓ 단기적으로는 기존 사업자와 신규 사업자와의 경쟁심화 ▶ 예상보다 높은 비용 증가
 - ✓ 장기적으로는 정켓 사업자를 모시고자 사업자간의 수수료경쟁으로 번질 가능성을 배제할 수 없기 때문



자료: 카지노협회, 각사, 한화투자증권 리서치센터

롯데관광개발의 제주드림타워 인력충원 현황

시기	내용
2020-08-14	제주도로부터 카지노 이전 적합 판정
2020-09-21	롯데관광개발 본사 제주 이전 (정관 변경 승인)
2020-10-19	신규 직원 약 200여명 출근
2020-10-26	800명 추가 출근 예정 → 10월 총 1000명
2020-10~	제주드림타워 준공 예정
2020-11~	700명 추가 출근 예정
연내 오픈 예정	제주드림타워 오픈 계획

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

V

기업별 투자포인트



1. 빅히트
2. 와이지엔터테인먼트
3. 하나투어
4. 스튜디오드래곤
5. 제이콘텐츠리
6. 에이스토리
7. 강원랜드



빅히트 (352820) 수급이 지배한 주가, 펀더멘털을 봐야할 때

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 260,000원

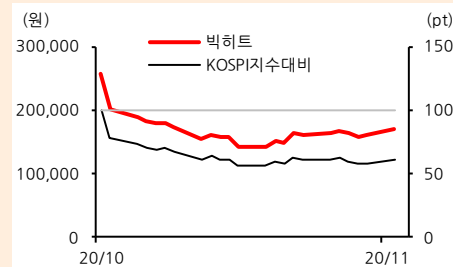
Stock Data

현재 주가(11/16)	171,500원
상승여력	▲ 51.6%
시가총액	61,095억원
발행주식수	35,624천주
52주 최고가/최저가	258,000/142,000원
90일 일평균 거래대금	2,619.13억원
외국인 지분율	3.4%

주주 구성

방시혁 (외 11인)	56.0%
스타인베스트먼트 (외 2인)	9.2%
빅히트엔터테인먼트우리사주 (외 1인)	4.0%

Stock Price



상장 후 -34% 하락

- 빅히트는 코스피 상장 후 -34% 하락, 수급이 지배한 주가 퍼포먼스로 해석
- 지난 11/16 기관투자자의 1개월 의무보유 물량 133만 주 거래 재개, 수급 이슈는 일단락된 것으로 판단

펀더멘털이 이끄는 주가 퍼포먼스 예상

- 현 시점부터는 펀더멘털이 주가를 견인할 것으로 기대, 빅히트의 시가총액 상하단은 2021E 순이익 1857억 원 * 엔터 호황기 평균 PER 30배 = 5.6조 원
- 2021E 순이익 1857억 원 * Mega IP 보유로 엔터 호황기 중단 PER 40배 = 7.5조 원,
- 2021E 순이익 1857억 원 * 플랫폼, 커머스 기업가치 반영한 상단 PER 50배 = 9.3조 원 ▶ 현재는 중하단
- 3Q20 누적 이익 899억 원으로 전년대비 +20% 증가, 당사 기존 연간 추정치 1,040억 원은 거뜰히 넘어설 듯
- 11/20 BTS 컴백, 위버스 활용, 연말 온+오프라인 콘서트 개최로 엔터주에 가장 본질적인 호재인 아티스트 모멘텀 유효
- 이익 상향조정 가능성 농후, 수급에 따른 변동성을 적극적인 매수기회로 활용 추천

재무정보	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	92	301	587	612	1,198
영업이익	33	80	99	104	227
EBITDA	33	84	108	118	233
지배주주순이익	25	-70	74	78	185
EPS	-	-	-	2,190	5,109
순차입금	-45	-78	-148	-182	-275
PER	-	-	-	78.3	33.6
PBR	0.0	0.0	0.0	24.2	14.1
EV/EBITDA	-1.3	-0.9	-1.4	50.3	25.0
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
ROE	87.6	-110.3	56.5	36.6	53.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



빅히트 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	92	301	587	612	1,198
매출총이익	42	111	202	276	487
영업이익	33	80	99	104	227
EBITDA	33	84	108	118	233
순이자손익	0	-1	-1	4	10
외화관련손익	0	1	3	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	-1
세전계속사업손익	32	-48	98	104	240
당기순이익	25	-70	72	78	185
지배주주순이익	25	-70	74	78	185
증가율(%)					
매출액	162.4	226.2	94.9	4.2	95.7
영업이익	213.5	145.6	23.5	5.4	118.1
EBITDA	203.2	152.1	28.8	9.1	98.0
순이익	172.7	적전	흑전	7.7	133.3
이익률(%)					
매출총이익률	45.2	37.0	34.3	45.1	40.7
영업이익률	35.2	26.5	16.8	17.0	19.0
EBITDA이익률	36.0	27.8	18.4	19.3	19.5
세전이익률	34.2	-16.1	16.8	17.0	20.0
순이익률	26.6	-23.4	12.3	12.7	15.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	52	172	295	306	481
현금성자산	45	100	163	197	289
매출채권	7	51	96	77	150
재고자산	0	6	13	10	19
비유동자산	9	34	68	61	94
투자자산	7	19	34	36	70
유형자산	1	9	8	1	0
무형자산	0	6	26	25	24
자산총계	61	206	363	367	575
유동부채	19	105	175	107	132
매입채무	1	19	33	27	53
유동성이자부채	0	17	11	11	11
비유동부채	2	13	15	9	9
비유동이자부채	0	5	3	3	3
부채총계	21	118	189	116	142
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	16	200	213	213	213
이익잉여금	24	-116	-42	36	218
자본조정	0	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	41	87	174	252	434



빅히트 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	39	75	92	40	101
당기순이익	25	-48	98	78	182
자산상각비	1	4	9	14	7
운전자본증감	11	3	5	16	-57
매출채권 감소(증가)	-5	-40	-44	19	-73
재고자산 감소(증가)	0	-6	-8	3	-9
매입채무 증가(감소)	0	13	11	-6	26
투자현금흐름	-17	-45	12	-6	-8
유형자산처분(취득)	-1	-7	-5	-5	-5
무형자산 감소(증가)	0	-7	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-3	1	0	0
재무현금흐름	0	-1	-1	0	0
차입금의 증가(감소)	0	15	6	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	28	85	117	24	158
(-)운전자본증가(감소)	-12	-5	-15	45	57
(-)설비투자	1	7	5	5	5
(+)자산매각	0	-7	-2	0	0
Free Cash Flow	39	77	125	-27	95
(-)기타투자	16	31	-8	-61	3
잉여현금	22	46	133	34	92
NOPLAT	25	58	73	78	172
(+) Dep	1	4	9	14	7
(-)운전자본투자	-12	-5	-15	45	57
(-)Capex	1	7	5	5	5
OpFCF	37	61	92	42	117

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-	-	-	2,190	5,109
BPS	24,258	56,448	104,316	7,081	12,190
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	-	674	4,422
ROA(%)	61.2	-52.8	26.0	21.4	38.6
ROE(%)	87.6	-110.3	56.5	36.6	53.0
ROIC(%)	-	-	509.6	174.6	155.8
Multiples(x,%)					
PER	-	-	-	78.3	33.6
PBR	0.0	0.0	0.0	24.2	14.1
PSR	-	-	-	10.0	5.1
PCR	-	-	-	254.5	38.8
EV/EBITDA	-1.3	-0.9	-1.4	50.3	25.0
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	51.0	135.5	109.2	46.1	32.7
Net debt/Equity	-110.9	-89.7	-85.6	-72.5	-63.4
Net debt/EBITDA	-135.0	-93.3	-137.4	-154.7	-117.7
유동비율	274.8	162.8	168.8	286.9	363.2
이자보상배율(배)	n/a	50.1	78.3	21.2	113.5
자산구조(%)					
투하자본	-12.7	4.6	10.3	22.3	30.0
현금+투자자산	112.7	95.4	89.7	77.7	70.0
자본구조(%)					
차입금	0.0	19.9	7.7	5.4	3.2
자기자본	100.0	80.1	92.3	94.6	96.8



와이지엔터 (122870) IP 최대 매출 기록

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 62,000원

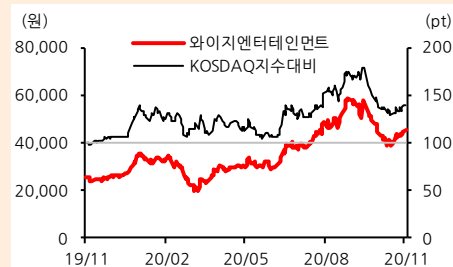
Stock Data

현재 주가(11/16)	45,300원
상승여력	▲ 36.9%
시가총액	8,340억원
발행주식수	18,411천주
52주 최고가/최저가	58,700/19,450원
90일 일평균 거래대금	278.82억원
외국인 지분율	13.0%

주주 구성

양현석 (외 8인)	31.1%
네이버 (외 1인)	9.0%
자사주 (외 1인)	0.8%

Stock Price



IP 최대 실적 기록

- 3Q20 영업이익은 32억 원, 대표 그룹 빅뱅 없이도 IP 매출이 300억 원으로 역대 최대치였던 점이 핵심
신인그룹 성과 덕에 GPM 또한 42%로 높은 수익성 증명
- 4Q20 영업이익은 분기 초 전세계 컴백한 블랙핑크 효과로 세 자릿수 가까운 숫자 기대

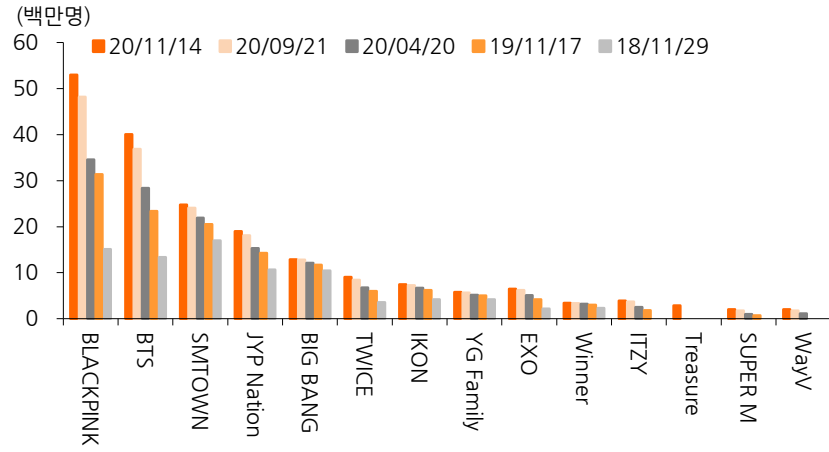
2021년 더 좋아지는 세 가지 이유

- 2019년 버닝썬 사태로 휘청 → 2020년 아티스트 성공을 중심으로 한 본업 정상화, 기타 적자사업 축소
- 2021년 실적 성장은 더욱 본격화될 것으로 판단
- ① 연이은 블랙핑크의 글로벌 컴백, ② 데뷔한 지 3개월 만에 누적 앨범판매량 70만 장을 넘게 판매한 트레저의 일본 활동 증가, ③ 현재 곡 작업을 시작했다고 밝힌 빅뱅 멤버의 컴백도 기대해볼 수 있기 때문
- 2021년 회복 주제로 제시한 ① 코로나와 ② 중국(2016년 중국 매출만 700억 원)의 베타 또한 가장 클 것으로 기대

재무정보	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	350	269	264	241	308
영업이익	25	20	2	10	40
EBITDA	35	28	20	31	64
지배주주순이익	18	18	-22	9	28
EPS	1,007	979	-1,184	503	1,559
순차입금	-142	-60	-69	-72	-70
PER	28.6	48.5	-23.1	90.1	29.1
PBR	1.6	2.6	1.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.8	29.0	21.5	25.0	11.9
배당수익률(%)	0.5	0.3	-	-	-
ROE	5.7	5.1	-6.2	2.7	7.9

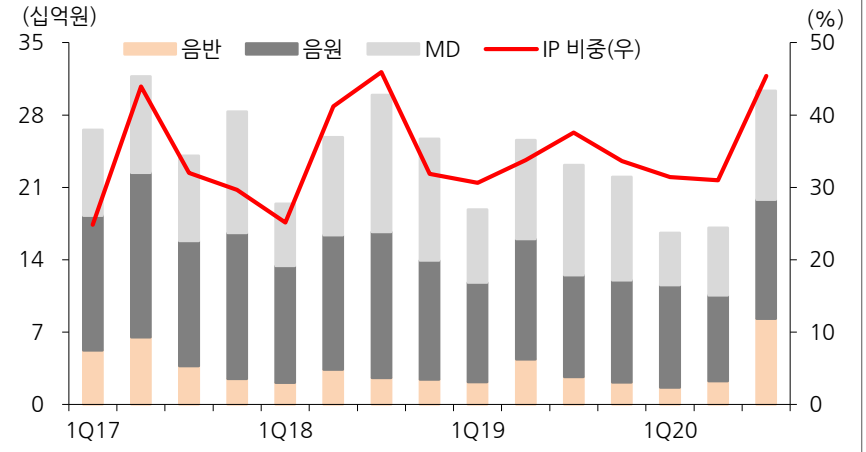
자료: 한화투자증권 리서치센터

아티스트별 유튜브 구독자수 추이



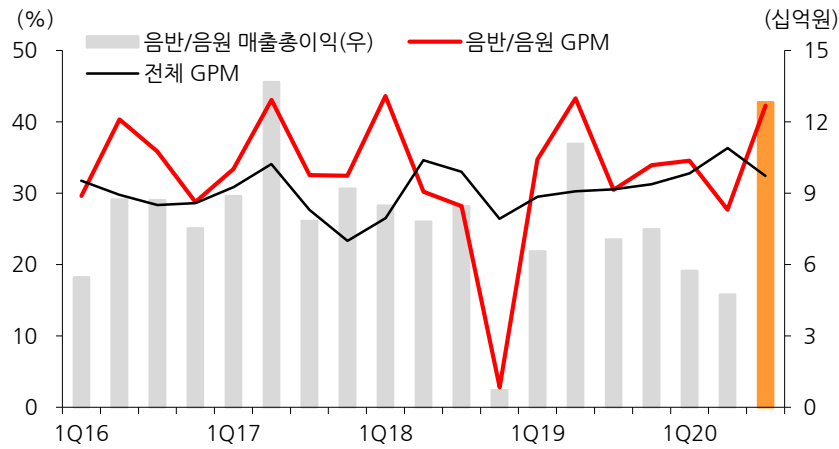
자료: 유튜브, 한화투자증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 IP 매출 추이



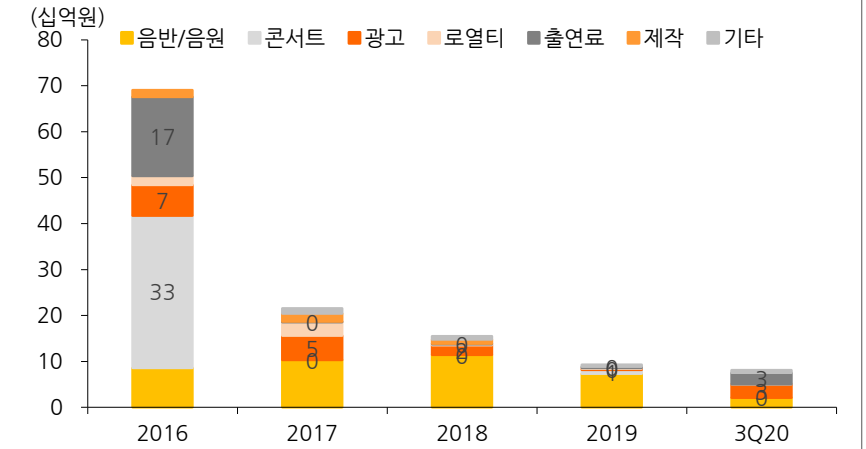
자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 사업부문별 GPM 추이



자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 중국 사업부문별 매출



자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터



와이지엔터 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	350	269	264	241	308
매출총이익	101	90	80	85	117
영업이익	25	20	2	10	40
EBITDA	35	28	20	31	64
순이자손익	7	5	2	6	7
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	2	-1	1	0	0
세전계속사업손익	30	37	-2	21	47
당기순이익	12	16	-25	7	35
지배주주순이익	18	18	-22	9	28
증가율(%)					
매출액	8.7	-23.1	-1.7	-9.0	27.8
영업이익	-21.1	-21.8	-89.7	391.9	296.7
EBITDA	-9.8	-21.5	-28.2	53.4	110.8
순이익	-15.5	33.9	적전	흑전	411.0
이익률(%)					
매출총이익률	28.8	33.5	30.4	35.2	38.2
영업이익률	7.2	7.3	0.8	4.1	12.8
EBITDA이익률	10.1	10.3	7.5	12.7	20.9
세전이익률	8.6	13.9	-0.8	8.6	15.2
순이익률	3.4	5.9	-9.3	2.9	11.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	307	233	160	182	190
현금성자산	219	144	99	102	100
매출채권	40	30	19	31	37
재고자산	18	23	16	24	28
비유동자산	276	362	356	335	363
투자자산	127	196	154	116	121
유형자산	87	105	149	170	195
무형자산	63	61	52	50	47
자산총계	584	594	516	517	553
유동부채	73	63	77	83	90
매입채무	47	32	33	36	42
유동성이자부채	2	3	13	13	13
비유동부채	78	82	18	18	18
비유동이자부채	75	80	17	17	17
부채총계	151	145	95	101	109
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	209	209	210	210	210
이익잉여금	124	140	115	124	153
자본조정	0	1	2	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	432	449	422	416	444





와이지엔터 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	22	22	60	8	50
당기순이익	12	25	-14	11	35
자산상각비	10	8	18	21	25
운전자본증감	-7	-2	43	-15	-3
매출채권 감소(증가)	-12	14	6	-13	-5
재고자산 감소(증가)	-4	-9	4	-10	-4
매입채무 증가(감소)	2	-2	3	7	6
투자현금흐름	-54	-66	12	-1	-55
유형자산처분(취득)	-30	-23	-40	-37	-47
무형자산 감소(증가)	-5	-2	1	0	0
투자자산 감소(증가)	32	-11	71	31	-2
재무현금흐름	71	1	-83	-14	0
차입금의 증가(감소)	8	5	-76	-2	0
자본의 증가(감소)	46	-3	-3	0	0
배당금의 지급	-4	-3	-3	0	0
총현금흐름	43	34	28	25	53
(-)운전자본증가(감소)	9	13	-31	12	3
(-)설비투자	30	23	41	38	47
(+)자산매각	-5	-2	1	0	0
Free Cash Flow	-2	-4	19	-24	3
(-)기타투자	48	19	8	-2	5
잉여현금	-50	-23	12	-22	-2
NOPLAT	10	13	1	5	30
(+) Dep	10	8	18	21	25
(-)운전자본투자	9	13	-31	12	3
(-)Capex	30	23	41	38	47
OpFCF	-19	-15	10	-24	5

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,007	979	-1,184	503	1,559
BPS	17,539	18,407	17,221	18,932	20,491
DPS	150	150	-	-	-
CFPS	2,429	1,858	1,513	1,394	2,928
ROA(%)	3.3	3.0	-3.9	1.8	5.3
ROE(%)	5.7	5.1	-6.2	2.7	7.9
ROIC(%)	6.4	4.8	0.4	1.6	8.9
Multiples(x,%)					
PER	28.6	48.5	-23.1	90.1	29.1
PBR	1.6	2.6	1.6	2.4	2.2
PSR	1.5	3.2	1.9	3.4	2.7
PCR	11.9	25.6	18.1	32.5	15.5
EV/EBITDA	10.8	29.0	21.5	25.0	11.9
배당수익률	0.5	0.3	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	35.1	32.2	22.5	24.4	24.5
Net debt/Equity	-32.9	-13.4	-16.3	-17.2	-15.7
Net debt/EBITDA	-402.1	-216.7	-345.0	-234.8	-108.6
유동비율	419.4	371.2	209.3	219.0	210.4
이자보상배율(배)	14.6	10.3	1.0	2.0	3.0
자산구조(%)					
투하자본	35.7	51.7	56.5	59.5	61.2
현금+투자자산	64.3	48.3	43.5	40.5	38.8
자본구조(%)					
차입금	15.1	15.7	6.6	6.8	6.4
자기자본	84.9	84.3	93.4	93.2	93.6





하나투어 (039130) 강력한 구조조정 단행

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 51,000원

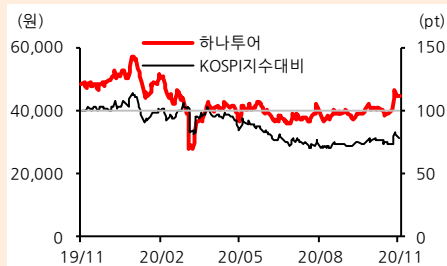
Stock Data

현재 주가(11/16)	44,850원
상승여력	▲ 13.7%
시가총액	6,252억원
발행주식수	13,939천주
52주 최고가/최저가	56,900/27,800원
90일 일평균 거래대금	76.28억원
외국인 지분율	5.4%

주주 구성

하모니아1호유한회사 (외 15인)	28.3%
키움프라이빗에쿼티 (외 2인)	8.7%
자사주 (외 1인)	3.9%

Stock Price



전 분야에서 최악은 2Q20에 통과했음을 증명

- 2Q20 전년대비 PKG 증감률 -100%, 손실 -518억 원으로 최저치 기록
- 하반기부터는 -100% 역성장이 지속되더라도 적자는 점차 축소될 전망
- 임직원의 휴직을 유급 → 무급으로 전환시키며 적극적인 고정비 통제를 진행 중이기 때문
- 2Q20 손실 -518억 원 → 3Q20 손실 -302억 원 → 4Q20 적자폭 축소 기대

폐업이 아닌 가장 강력한 구조조정을 선택

- 연초대비 누적 782개 여행사 폐업, 6-7천 여개가 정부의 고용유지지원금 없이는 버티기 힘든 상황, 3년째 불황 지속
- 실제로 TOP 10 여행사 중 3개가 희망퇴직을 선언, 향후 폐업 가능성을 시사
- 하나투어도 지원금이 제한되는 11월부터는 전체 직원의 무급휴직을 통보, 폐업이 아닌 강력한 구조조정 단행을 선택
- 매출 없이도 보유 현금으로 버틸 수 있고, 거래정치 리스크를 차단하기 위해 최소 분기 5억 원 매출이 있는 회사에 주목
- 동사는 우리나라 가장 큰 대형사로 시장 리바운드 시, 이익 레버리지와 시장점유율 개선이 동반될 것으로 기대

재무정보	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	804	828	763	141	303
영업이익	41	25	6	-132	15
EBITDA	62	47	80	-78	47
지배주주순이익	13	9	-8	-126	9
EPS	1,135	753	-691	-9,044	627
순차입금	-228	-170	291	341	315
PER	90.8	91.3	-73.9	-5.0	71.5
PBR	5.7	4.0	3.3	3.5	3.6
EV/EBITDA	15.7	13.3	11.0	-12.5	20.0
배당수익률(%)	1.5	1.9	2.0	2.2	2.2
ROE	6.6	4.3	-4.2	-70.0	4.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



하나투어 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	804	828	763	141	303
매출총이익	804	828	763	141	303
영업이익	41	25	6	-132	15
EBITDA	62	47	80	-78	47
순이자손익	1	2	-7	-8	-5
외화관련손익	1	-2	-6	-4	0
지분법손익	-2	0	-3	-4	0
세전계속사업손익	38	22	-6	-148	10
당기순이익	13	11	-12	-107	7
지배주주순이익	13	9	-8	-126	9
증가율(%)					
매출액	35.1	3.0	-7.9	-81.5	114.2
영업이익	96.4	-39.5	-76.1	적전	흑전
EBITDA	60.4	-23.3	69.3	적전	흑전
순이익	71.8	-18.1	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	5.1	3.0	0.8	-93.3	4.9
EBITDA이익률	7.7	5.7	10.5	-54.9	15.6
세전이익률	4.8	2.7	-0.7	-104.5	3.2
순이익률	1.6	1.3	-1.6	-75.4	2.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	455	498	408	261	295
현금성자산	254	292	221	168	193
매출채권	101	100	92	46	47
재고자산	57	53	34	18	30
비유동자산	173	218	599	574	597
투자자산	77	87	87	408	425
유형자산	83	110	470	106	89
무형자산	14	22	41	60	83
자산총계	628	716	1,008	835	892
유동부채	362	414	408	271	333
매입채무	110	116	76	22	80
유동성이자부채	17	75	141	146	146
비유동부채	20	63	382	372	373
비유동이자부채	8	48	370	362	362
부채총계	382	476	790	643	705
자본금	6	6	6	7	7
자본잉여금	115	111	111	239	239
이익잉여금	127	118	97	-34	-39
자본조정	-38	-35	-33	-33	-33
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	246	240	218	192	187



하나투어 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	66	20	29	-140	95
당기순이익	13	11	-12	-156	7
자산상각비	21	22	74	54	32
운전자본증감	2	-14	-59	-74	53
매출채권 감소(증가)	-18	-3	7	52	-1
재고자산 감소(증가)	-1	5	17	14	-12
매입채무 증가(감소)	2	-4	-33	-53	58
투자현금흐름	-22	-131	-113	-66	-61
유형자산처분(취득)	-21	-12	-96	-5	-8
무형자산 감소(증가)	-4	-7	-29	-26	-31
투자자산 감소(증가)	-2	-108	23	-31	-6
재무현금흐름	33	37	29	119	-14
차입금의 증가(감소)	7	57	46	-4	0
자본의 증가(감소)	-17	-18	-15	116	-14
배당금의 지급	-17	-18	-15	-13	-14
총현금흐름	79	63	104	-57	41
(-)운전자본증가(감소)	-25	11	55	47	-53
(-)설비투자	21	13	114	6	8
(+)자산매각	-3	-6	-10	-26	-31
Free Cash Flow	79	33	-75	-136	56
(-)기타투자	18	7	15	30	17
잉여현금	61	26	-91	-166	40
NOPLAT	14	12	4	-96	11
(+) Dep	21	22	74	54	32
(-)운전자본투자	-25	11	55	47	-53
(-)Capex	21	13	114	6	8
OpFCF	38	10	-91	-94	89

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,135	753	-691	-9,044	627
BPS	17,984	17,206	15,562	12,860	12,487
DPS	1,500	1,300	1,000	1,000	1,000
CFPS	6,781	5,428	8,978	-4,056	2,970
ROA(%)	2.3	1.3	-0.9	-13.7	1.0
ROE(%)	6.6	4.3	-4.2	-70.0	4.9
ROIC(%)	-	-	1.5	-18.6	2.2
Multiples(x,%)					
PER	90.8	91.3	-73.9	-5.0	71.5
PBR	5.7	4.0	3.3	3.5	3.6
PSR	1.5	1.0	0.8	4.4	2.1
PCR	15.2	12.7	5.7	-11.1	15.1
EV/EBITDA	15.7	13.3	11.0	-12.5	20.0
배당수익률	1.5	1.9	2.0	2.2	2.2
안정성(%)					
부채비율	155.6	198.5	362.4	334.9	377.6
Net debt/Equity	-92.9	-70.7	133.4	177.5	168.6
Net debt/EBITDA	-370.4	-358.6	362.9	-439.5	668.7
유동비율	125.5	120.3	100.2	96.4	88.8
이자보상배율(배)	56.5	19.8	0.6	-	1.8
자산구조(%)					
투하자본	-0.3	13.5	61.9	47.8	44.5
현금+투자자산	100.3	86.5	38.1	52.2	55.5
자본구조(%)					
차입금	9.4	33.8	70.1	72.6	73.1
자기자본	90.6	66.2	29.9	27.4	26.9



스튜디오드래곤 (253450) 리스크 해소로 박스권 탈출의 원년

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 105,000원

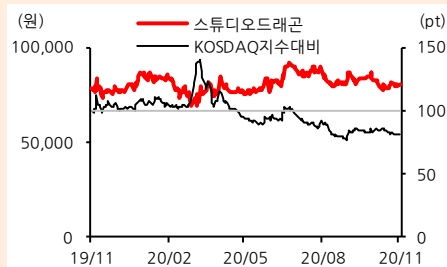
Stock Data

현재 주가(11/16)	80,900원
상승여력	▲ 29.8%
시가총액	22,755억원
발행주식수	28,127천주
52주 최고가/최저가	92,500/69,100원
90일 일평균 거래대금	176.38억원
외국인 지분율	9.4%

주주 구성

CJENM (외 6인)	61.3%
김영규 (외 1인)	0.0%
김영규 (외 1인)	0.0%

Stock Price



시장 우려 ① 3Q20 반영된 중국 실적이 지속 가능한가?

- 3Q20 영업이익 161억 원으로 호실적 기록, 비용처리가 끝난 구작 IP 2개가 중국에 판매(약 75억 원 추정)된 영향
- 일회성 이슈는 아닐 것으로 판단, 2개만 판매 확정된 것 뿐, 사드 이후 제작된 130여개 구작 IP에 대해 논의 중이기 때문
- 오히려 중국의 콘텐츠 다양성과 동남아 확장 시각까지 고려하면 구작 IP 가치는 더욱 상승할 것으로 판단

시장 우려 ② 캡티브 편성 축소를 방어할 수 있는가?

- 2021년에도 보수적으로 캡티브 편성 축소 가능성은 열어두어야 하나, 4Q20부터 시작되는 ① 넷플릭스 오리지널 콘텐츠, ② 2021년 넷플릭스 오리지널 2-3편 + 중국 오리지널 2-3편, ③ 일반 TV 드라마 제작에서 벗어나 TVING 오리지널 등 국내 플랫폼을 위한 숏+미드폼 등 다양한 콘텐츠를 제작할 계획, 제작편수는 올해 대비 5편 수준한 33편 예상
- 그 외 산업 수혜를 가장 크게 받는 1등 콘텐츠 제작사로 영업이익은 2019년 286억 원 → 2020년 534억 원 → 2021E 700억 원으로 레벨업 판단, 리스크 해소로 박스권 탈출이 예상돼 긍정적 시각 유지

재무정보	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	287	380	469	500	647
영업이익	33	40	29	53	70
EBITDA	74	115	146	173	216
지배주주순이익	24	36	26	39	57
EPS	851	1,278	942	1,375	2,025
순차입금	-183	-157	-106	-149	-253
PER	76.4	72.3	85.9	58.8	39.9
PBR	4.9	6.5	5.3	4.9	4.3
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.9	12.3	9.4
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
ROE	9.5	9.3	6.4	8.6	11.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



스튜디오드래곤 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	287	380	469	500	647
매출총이익	47	56	48	75	95
영업이익	33	40	29	53	70
EBITDA	74	115	146	173	216
순이자손익	-1	3	3	0	5
외화관련손익	-1	3	3	3	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	46	33	53	75
당기순이익	24	36	26	39	57
지배주주순이익	24	36	26	39	57
증가율(%)					
매출액	85.7	32.4	23.5	6.8	29.4
영업이익	98.3	21.0	-28.1	86.1	31.0
EBITDA	91.4	55.1	26.4	18.7	25.1
순이익	192.9	50.3	-26.3	46.2	47.2
이익률(%)					
매출총이익률	16.4	14.6	10.2	14.9	14.7
영업이익률	11.5	10.5	6.1	10.7	10.8
EBITDA이익률	25.9	30.3	31.1	34.5	33.4
세전이익률	10.6	12.0	7.1	10.5	11.6
순이익률	8.3	9.4	5.6	7.7	8.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	290	247	244	289	429
현금성자산	193	159	115	160	265
매출채권	55	69	84	76	110
재고자산	1	1	0	0	0
비유동자산	170	265	337	341	281
투자자산	41	69	103	143	149
유형자산	1	1	1	2	0
무형자산	128	199	233	196	132
자산총계	459	512	582	630	711
유동부채	91	108	145	155	179
매입채무	32	55	64	44	63
유동성이자부채	10	0	2	4	4
비유동부채	0	3	8	8	8
비유동이자부채	0	2	8	7	7
부채총계	91	111	153	163	187
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	320	322	322	322
이익잉여금	32	68	94	132	189
자본조정	3	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	368	401	428	467	524



스튜디오드래곤 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-7	-29	-12	106	191
당기순이익	30	36	26	39	57
자산상각비	41	75	117	119	146
운전자본증감	-73	-139	-143	-16	-12
매출채권 감소(증가)	-15	-28	-22	15	-34
재고자산 감소(증가)	-2	0	1	0	0
매입채무 증가(감소)	-3	14	-1	-25	19
투자현금흐름	-141	141	-81	-36	-88
유형자산처분(취득)	0	0	0	-4	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-20	-80
투자자산 감소(증가)	0	-5	-19	21	-1
재무현금흐름	188	-10	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-18	-10	0	-1	0
자본의 증가(감소)	208	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	76	120	150	165	203
(-)운전자본증가(감소)	23	-37	6	-8	12
(-)설비투자	0	0	1	4	1
(+)자산매각	0	0	0	-20	-80
Free Cash Flow	53	156	143	150	110
(-)기타투자	191	31	198	58	6
잉여현금	-138	126	-55	92	104
NOPLAT	26	31	23	39	53
(+) Dep	41	75	117	119	146
(-)운전자본투자	23	-37	6	-8	12
(-)Capex	0	0	1	4	1
OpFCF	44	143	133	163	186

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	851	1,278	942	1,375	2,025
BPS	13,141	14,305	15,242	16,618	18,643
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,714	4,280	5,346	5,881	7,228
ROA(%)	6.8	7.4	4.8	6.4	8.5
ROE(%)	9.5	9.3	6.4	8.6	11.5
ROIC(%)	15.4	14.5	8.2	12.8	19.3
Multiples(x,%)					
PER	76.4	72.3	85.9	58.8	39.9
PBR	4.9	6.5	5.3	4.9	4.3
PSR	6.4	6.8	4.8	4.5	3.5
PCR	23.9	21.6	15.1	13.8	11.2
EV/EBITDA	22.1	21.1	14.9	12.3	9.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	24.7	27.7	35.8	34.9	35.7
Net debt/Equity	-49.5	-39.1	-24.6	-31.9	-48.3
Net debt/EBITDA	-245.7	-136.3	-72.5	-86.2	-117.2
유동비율	319.6	228.4	168.4	186.2	239.8
이자보상배율(배)	19.0	343.0	58.1	30.3	10.5
자산구조(%)					
투하자본	44.1	52.0	59.1	49.6	37.7
현금+투자자산	55.9	48.0	40.9	50.4	62.3
자본구조(%)					
차입금	2.7	0.5	2.3	2.4	2.1
자기자본	97.3	99.5	97.7	97.6	97.9



제이콘텐츠리 (036420) 믹스가 처음으로 반가운 상황

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 41,000원

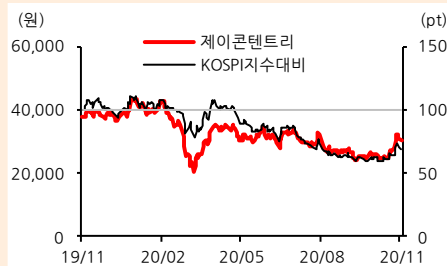
Stock Data

현재 주가(11/16)	30,650원
상승여력	▲ 33.8%
시가총액	5,022억원
발행주식수	1,639천주
52주 최고가/최저가	43,550/20,350원
90일 일평균 거래대금	47.97억원
외국인 지분율	5.9%

주주 구성

중앙홀딩스 (외 3인)	41.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.0%
자사주 (외 1인)	1.0%

Stock Price



호조인 것은 지속

- 2Q20에 이어 3Q20에도 방송 영업이익 90억 원 돌파
- 5월부터 시작된 수목 드라마 편성 확대, 전체 수목 드라마 넷플릭스 동시방영 판매
- 4Q20~1Q21 내에 선보일 첫 넷플릭스 오리지널 콘텐츠 감안 시, 호조인 방송부문은 더욱 좋아질 것으로 예상
- 우호적인 콘텐츠 산업 흐름을 반영해 향후 해외판권가격 상승, 국내외 콘텐츠 수요 증가에 대한 수혜는 지속될 전망

부진한 것은 회복

- 2020년 매우 부진했던 메가박스 극장사업은 점진적인 회복세로 내년 턴어라운드 기대
- 주말 박스오피스는 점차 우상향 추세, 해외 기업의 백신 개발 보도로 그간 미뤄졌던 할리우드 영화의 신작 개봉 스케줄도 정상화될 것으로 예상
- 2020년 메가박스 손실, 콘텐츠 pure play가 불가능하다는 점에서 열외였지만, 처음으로 사업부문 믹스가 반가운 상황
- 2021년 매출액과 영업이익은 각각 5,390억, 410억 원으로 흑자전환 기대, 방송부문 합병 추진 계획은 덤

재무정보	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	420	511	554	360	539
영업이익	33	35	35	-41	41
EBITDA	59	77	124	55	146
지배주주순이익	6	18	1	-48	15
EPS	537	1,409	78	-2,901	893
순차입금	167	17	459	651	693
PER	96.8	31.7	494.4	-10.6	34.3
PBR	3.9	1.9	1.7	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.3	8.6	8.2	20.9	8.2
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
ROE	5.3	7.4	0.3	-16.0	5.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



제이콘텐츠리 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	420	511	554	360	539
매출총이익	221	237	240	146	238
영업이익	33	35	35	-41	41
EBITDA	59	77	124	55	146
순이자손익	-5	-3	-8	-16	-16
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	3
세전계속사업손익	24	34	21	-71	28
당기순이익	11	26	11	-56	21
지배주주순이익	6	18	1	-48	15
증가율(%)					
매출액	25.4	21.6	8.4	-35.0	49.8
영업이익	15.2	4.2	1.9	적전	흑전
EBITDA	37.9	30.0	60.8	-55.4	164.2
순이익	-51.4	134.8	-58.4	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	52.5	46.4	43.3	40.7	44.2
영업이익률	7.9	6.8	6.4	-11.5	7.6
EBITDA이익률	14.1	15.1	22.3	15.3	27.0
세전이익률	5.8	6.6	3.8	-19.7	5.1
순이익률	2.6	5.0	1.9	-15.5	3.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	208	342	237	337	369
현금성자산	82	198	95	174	132
매출채권	85	91	101	75	115
재고자산	24	33	26	60	92
비유동자산	454	479	925	1,002	1,028
투자자산	174	182	525	592	616
유형자산	193	209	258	263	272
무형자산	84	87	134	147	140
자산총계	662	821	1,162	1,339	1,397
유동부채	289	271	339	438	480
매입채무	66	65	85	75	116
유동성이자부채	142	119	171	319	319
비유동부채	138	129	402	528	529
비유동이자부채	107	96	382	506	506
부채총계	426	400	741	966	1,009
자본금	57	72	72	82	82
자본잉여금	19	158	154	150	150
이익잉여금	75	95	83	36	50
자본조정	8	11	9	9	9
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	236	421	421	373	388



제이콘텐트리 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-4	25	40	-13	88
당기순이익	11	26	11	-56	21
자산상각비	26	42	88	97	105
운전자본증감	-42	-54	-59	-34	-32
매출채권 감소(증가)	-31	-18	13	-10	-40
재고자산 감소(증가)	-1	-9	-6	-21	-32
매입채무 증가(감소)	6	-1	3	6	41
투자현금흐름	-75	-48	-101	-132	-133
유형자산처분(취득)	-33	-28	-66	-48	-68
무형자산 감소(증가)	-1	1	-1	-29	-39
투자자산 감소(증가)	-28	-21	32	-39	-3
재무현금흐름	73	115	-16	196	0
차입금의 증가(감소)	-50	-38	-42	219	0
자본의 증가(감소)	0	153	-1	0	0
배당금의 지급	0	-1	-1	0	0
총현금흐름	62	93	126	25	120
(-)운전자본증가(감소)	2	12	-18	70	32
(-)설비투자	33	29	70	48	68
(+)자산매각	-1	2	3	-29	-39
Free Cash Flow	26	53	77	-122	-19
(-)기타투자	54	41	144	-21	23
잉여현금	-28	12	-67	-101	-42
NOPLAT	15	26	18	-30	31
(+) Dep	26	42	88	97	105
(-)운전자본투자	2	12	-18	70	32
(-)Capex	33	29	70	48	68
OpFCF	6	28	55	-51	36

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	537	1,409	78	-2,901	893
BPS	13,206	23,391	22,129	16,867	17,760
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	5,127	7,074	8,735	1,534	7,307
ROA(%)	1.1	2.5	0.1	-3.8	1.1
ROE(%)	5.3	7.4	0.3	-16.0	5.2
ROIC(%)	4.1	6.5	2.8	-3.2	3.0
Multiples(x,%)					
PER	96.8	31.7	494.4	-10.6	34.3
PBR	3.9	1.9	1.7	1.8	1.7
PSR	1.5	1.1	1.0	1.4	0.9
PCR	10.1	6.3	4.4	20.0	4.2
EV/EBITDA	13.3	8.6	8.2	20.9	8.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	180.8	95.1	176.2	258.6	260.0
Net debt/Equity	70.8	4.1	109.1	174.3	178.6
Net debt/EBITDA	281.8	22.6	370.6	1,180.7	475.6
유동비율	72.2	126.2	69.8	76.9	76.8
이자보상배율(배)	3.8	4.2	2.5	n/a	1.8
자산구조(%)					
투하자본	60.1	53.3	58.1	56.9	58.8
현금+투자자산	39.9	46.7	41.9	43.1	41.2
자본구조(%)					
차입금	51.4	33.8	56.8	68.8	68.0
자기자본	48.6	66.2	43.2	31.2	32.0



에이스토리 (241840) 비즈니스모델 진화의 시작점

[한화리서치센터]

Not Rated

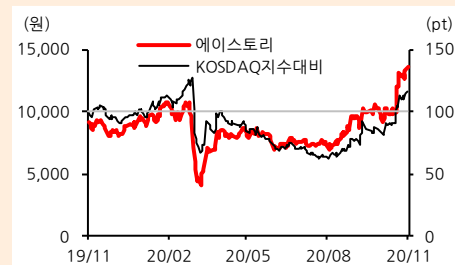
Stock Data

현재 주가(11/16)	13,550원
상승여력	-
시가총액	1,263억원
발행주식수	9,318천주
52주 최고가/최저가	13,550/4,120원
90일 일평균 거래대금	35.89억원
외국인 지분율	11.2%

주주 구성

이에스프로덕션 (외 2인)	26.3%
CJENM (외 1인)	10.7%
TencentMobilityLimited (외 1인)	6.4%

Stock Price



첫 IP 드라마 방영

- 2021년 상반기 동사의 첫 IP 드라마 <지리산(작가: 김은희, PD: 이응복, 주연배우: 전지현, 주지훈)> 방영
- 총 제작비 300-350억 원 추정, 방영권 208억 원, 글로벌 동시방영권은 넷플릭스가 아닌 아이치이에게 판매, 계약상대방은 정확히 IQIYI International Singapore, 아이치이가 겨냥하고 있는 동남아를 위한 구매로 추정
- 중국 대형사의 동남아 진출로 한국 드라마의 글로벌 방영권을 구매해가는 제2의 넷플릭스 현실화, 판가 상승 증명
- 정확한 해외판권금액은 미공개이나 200억 원 후반대 추정
- IP 확보 전략은 2022년 <The King of Silk Road>, <모닝글로리>를 통해 지속될 것, 연간 최소 1개 이상

② BM의 개척자 → ③ BM 진화에 성공

- 우리나라 증시에는 꽤나 많은 드라마 제작사가 거래 중, 비즈니스모델이 의미 있게 진화되는 업체에 대한 관심 필요
- 기존 동사는 IP를 확보하지 못하는 ‘외주제작’ 영역 → 훨씬 더 높은 수익성을 보전해주는 ‘글로벌 OTT의 외주제작’, 즉 ② BM을 개척한 사업자, 이제는 본격적으로 가장 진화된 모델인 ③으로 업그레이드되는 구간

재무정보	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	19	27	20	46	28
영업이익	1	1	-3	1	-1
EBITDA	1	1	-3	5	0
지배주주순이익	1	1	-2	2	-1
EPS	-	-	-	-	-127
순차입금	0	-1	-3	-4	-23
PER	-	-	-	-	-70.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2
EV/EBITDA	0.0	-1.3	1.2	-0.9	215.6
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
ROE	24.7	10.2	-26.4	19.9	-4.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



에이스토리 콘텐츠 제작 계획

[한화리서치센터]

❖ 향후 에이스토리는 우호적 관계인 대형 플랫폼(넷플릭스, 주주 중 하나인 텐센트)들과 IP 확보 중심으로 콘텐츠 제작을 전개해나갈 전망



자료: 에이스토리, 한화투자증권 리서치센터



에이스토리 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	19	27	20	46	28
매출총이익	3	3	-1	3	3
영업이익	1	1	-3	1	-1
EBITDA	1	1	-3	5	0
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	1	-3	1	-1
당기순이익	1	1	-2	2	-1
지배주주순이익	1	1	-2	2	-1
증가율(%)					
매출액	95.3	43.8	-26.3	130.8	-39.2
영업이익	-47.0	-34.1	적전	흑전	적전
EBITDA	-46.8	-33.7	적전	흑전	-94.0
순이익	-38.1	-42.1	적전	흑전	적전
이익률(%)					
매출총이익률	14.8	10.8	-5.5	7.2	9.0
영업이익률	7.2	3.3	-13.5	2.6	-3.8
EBITDA이익률	7.3	3.4	-13.4	10.0	1.0
세전이익률	7.8	3.4	-15.2	3.0	-3.4
순이익률	6.4	2.6	-12.2	5.0	-4.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	8	5	8	11	32
현금성자산	3	2	4	5	23
매출채권	0	2	2	5	5
재고자산	3	0	1	0	3
비유동자산	4	5	6	8	9
투자자산	4	5	6	7	8
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	1	0
자산총계	12	10	14	19	40
유동부채	4	1	4	5	1
매입채무	0	0	0	1	0
유동성이자부채	1	0	1	0	0
비유동부채	2	1	0	1	0
비유동이자부채	2	1	0	1	0
부채총계	6	2	4	7	2
자본금	0	3	4	4	5
자본잉여금	3	1	6	6	32
이익잉여금	2	3	1	3	2
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	6	8	11	13	39





에이스토리 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	0	0	-3	1	-8
당기순이익	1	1	-2	2	-1
자산상각비	0	0	0	3	1
운전자본증감	-1	-2	0	-10	-9
매출채권 감소(증가)	2	-2	0	-3	0
재고자산 감소(증가)	-3	3	-1	1	-3
매입채무 증가(감소)	0	0	0	1	-1
투자현금흐름	0	0	0	0	-21
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	-21
재무현금흐름	-1	0	5	0	25
차입금의 증가(감소)	-2	0	0	0	-1
자본의 증가(감소)	1	0	5	0	28
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	2	1	-2	11	1
(-)운전자본증가(감소)	2	0	0	-1	7
(-)설비투자	0	0	0	0	0
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	0	1	-2	11	-6
(-)기타투자	-1	1	1	11	2
잉여현금	1	-1	-3	1	-8
NOPLAT	1	1	-2	1	-1
(+) Dep	0	0	0	3	1
(-)운전자본투자	2	0	0	-1	7
(-)Capex	0	0	0	0	0
OpFCF	-1	1	-2	5	-6

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-	-	-	-	-127
BPS	184,874	1,174	1,425	1,730	4,143
DPS	-	-	-	-	-
CFPS	-	-	-	-	104
ROA(%)	10.5	6.5	-20.4	13.7	-4.0
ROE(%)	24.7	10.2	-26.4	19.9	-4.6
ROIC(%)	21.6	11.0	-27.9	10.9	-6.5
Multiples(x,%)					
PER	-	-	-	-	-70.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2
PSR	-	-	-	-	2.9
PCR	-	-	-	-	86.0
EV/EBITDA	0.0	-1.3	1.2	-0.9	215.6
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	105.1	21.7	36.1	52.2	4.3
Net debt/Equity	0.1	-14.8	-29.5	-33.9	-59.1
Net debt/EBITDA	0.4	-128.4	115.1	-93.5	-8,164.8
유동비율	177.8	519.1	225.3	210.4	2,462.8
이자보상배율(배)	9.4	7.5	-	22.5	-
자산구조(%)					
투하자본	47.0	49.3	42.4	40.8	33.3
현금+투자자산	53.0	50.7	57.6	59.2	66.7
자본구조(%)					
차입금	31.2	11.3	8.8	7.6	0.7
자기자본	68.8	88.7	91.2	92.4	99.3



강원랜드 (035250) 불확실성보다 확실한 회복세

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 31,000원

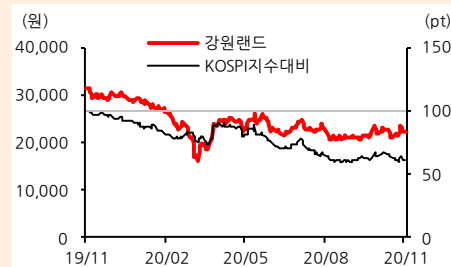
Stock Data

현재 주가(11/16)	22,450원
상승여력	▲ 38.1%
시가총액	48,030억원
발행주식수	213,941천주
52주 최고가/최저가	31,500/16,250원
90일 일평균 거래대금	147.16억원
외국인 지분율	23.6%

주주 구성

한국광해관리공단 (외 1인)	36.3%
강원도개발공사 (외 1인)	5.3%
자사주 (외 1인)	5.2%

Stock Price



예상대비 선방

- 3Q20 영업적자 -649억 원 시현, 컨센서스 -498억 원은 하회했으나, 당사 추정치 -869억 원 대비 선방
- 개장 휴일수 증가로 매출액이 전분기 대비, 당사 추정치를 상회해 비용커버여력이 상반기 대비 완만해진 덕
- 지난 10/12부터 대면 게임 일부 오픈 시작, 4Q20는 3개월 전체 영업 중으로 전분기대비 실적 개선 기대

불확실성보다는 안정성

- 외인카지노 관련 불확실한 이벤트가 예정돼있는 만큼 확인에 대한 시간이 필요하다면, 상대적으로 안정적인 강원랜드 추천
- ① 2025년까지 독점권을 보유한 만큼 경쟁상대가 없고, ② 순현금이 많아 올해 역대 첫 적자도 크게 부담스럽지 않을 뿐더러 ③ 실적은 점차 휴장 → 비대면 슬롯머신 개장 → 일부 대면 테이블 게임 오픈 → 점진적인 테이블 가동률 상승과 기저효과로 내년 높은 성장이 가능할 전망
- 2021년 매출액과 영업이익은 각각 12,121억, 3,453억 원으로 전년대비 +145%, 흑자전환 기대

재무정보	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,548	1,438	1,520	496	1,212
영업이익	531	431	501	-414	345
EBITDA	605	497	573	-339	417
지배주주순이익	438	297	335	-277	283
EPS	2,045	1,390	1,564	-1,296	1,321
순차입금	-2,105	-1,700	-1,759	-1,299	-1,585
PER	17.0	23.0	18.9	-17.3	17.0
PBR	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.0	-10.3	7.7
배당수익률(%)	2.8	2.8	3.0	2.2	3.3
ROE	13.0	8.4	9.2	-8.0	8.5

주: 2020년 DPS는 공기업+사행산업인만큼 500원으로 추정, 그러나 이례적으로 배당 자체가 없을 가능성도 높은 상황
 자료: 한화투자증권 리서치센터



강원랜드 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,548	1,438	1,520	496	1,212
매출총이익	817	708	783	-61	576
영업이익	531	431	501	-414	345
EBITDA	605	497	573	-339	417
순이자손익	37	44	42	43	53
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	566	411	489	-397	373
당기순이익	438	297	335	-277	283
지배주주순이익	438	297	335	-277	283
증가율(%)					
매출액	-8.8	-7.1	5.7	-67.4	144.5
영업이익	-14.2	-18.9	16.4	적전	흑전
EBITDA	-12.8	-17.9	15.4	적전	흑전
순이익	-3.7	-32.1	12.6	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	52.8	49.3	51.5	-12.4	47.5
영업이익률	34.3	30.0	33.0	-83.5	28.5
EBITDA이익률	39.1	34.5	37.7	-68.5	34.4
세전이익률	36.6	28.6	32.2	-80.1	30.8
순이익률	28.3	20.7	22.0	-55.9	23.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,164	1,759	1,878	1,415	1,728
현금성자산	2,106	1,700	1,827	1,363	1,649
매출채권	6	14	8	13	25
재고자산	1	1	4	14	28
비유동자산	2,021	2,472	2,560	2,534	2,551
투자자산	722	1,157	1,185	1,195	1,243
유형자산	1,298	1,314	1,371	1,336	1,304
무형자산	1	1	4	4	3
자산총계	4,186	4,231	4,438	3,949	4,279
유동부채	681	636	651	597	749
매입채무	34	54	48	139	273
유동성이자부채	0	0	2	2	2
비유동부채	3	8	69	100	102
비유동이자부채	1	0	66	62	62
부채총계	684	644	720	697	851
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,439	3,525	3,656	3,190	3,365
자본조정	-174	-174	-174	-174	-174
자기주식	-174	-174	-174	-174	-174
자본총계	3,501	3,587	3,718	3,252	3,428





강원랜드 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	463	364	408	-329	481
당기순이익	438	297	335	-277	283
자산상각비	74	66	72	75	72
운전자본증감	-71	-39	-40	8	126
매출채권 감소(증가)	-1	-8	6	-4	-12
재고자산 감소(증가)	0	0	-2	-11	-14
매입채무 증가(감소)	-9	13	-5	81	134
투자현금흐름	-250	-202	-211	573	-139
유형자산처분(취득)	-85	-103	-80	-32	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	235	1,628	1,521	987	-50
재무현금흐름	-200	-202	-185	-185	-107
차입금의 증가(감소)	0	-1	-2	-2	0
자본의 증가(감소)	-201	-201	-183	0	-107
배당금의 지급	-201	-201	-183	0	-107
총현금흐름	635	493	502	-280	356
(-)운전자본증가(감소)	54	46	-21	56	-126
(-)설비투자	85	103	80	32	40
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	496	343	442	-369	441
(-)기타투자	417	1,719	1,713	319	48
잉여현금	79	-1,376	-1,270	-688	393
NOPLAT	410	312	343	-300	262
(+) Dep	74	66	72	75	72
(-)운전자본투자	54	46	-21	56	-126
(-)Capex	85	103	80	32	40
OpFCF	345	228	357	-314	419

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	2,045	1,390	1,564	-1,296	1,321
BPS	16,365	16,765	17,377	15,201	16,022
DPS	990	900	900	500	730
CFPS	2,968	2,302	2,345	-1,311	1,662
ROA(%)	10.7	7.1	7.7	-6.6	6.9
ROE(%)	13.0	8.4	9.2	-8.0	8.5
ROIC(%)	29.6	19.6	18.4	-15.8	14.2
Multiples(x,%)					
PER	17.0	23.0	18.9	-17.3	17.0
PBR	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
PSR	4.8	4.8	4.2	9.7	4.0
PCR	11.7	13.9	12.6	-17.1	13.5
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.0	-10.3	7.7
배당수익률	2.8	2.8	3.0	2.2	3.3
안정성(%)					
부채비율	19.5	18.0	19.4	21.4	24.8
Net debt/Equity	-60.1	-47.4	-47.3	-40.0	-46.3
Net debt/EBITDA	-347.8	-342.2	-306.8	382.8	-380.0
유동비율	317.7	276.6	288.4	237.1	230.6
이자보상배율(배)	2,241.8	1,834.7	255.6	n/a	69.1
자산구조(%)					
투하자본	32.2	39.1	38.7	42.6	38.2
현금+투자자산	67.8	60.9	61.3	57.4	61.8
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	1.8	1.9	1.8
자기자본	100.0	100.0	98.2	98.1	98.2

Compliance Notices

Compliance Notice

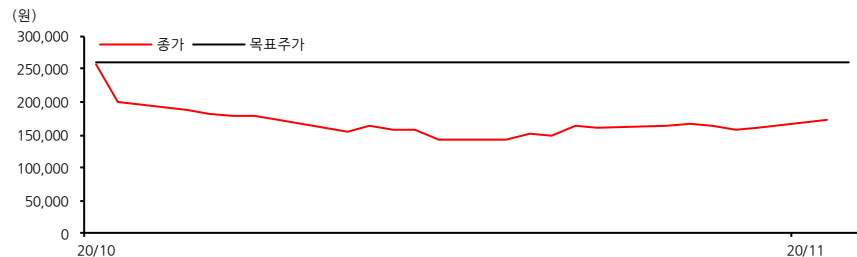
(공표일: 2020년 11월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해) 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

*과리율 산정: 수정주가 적용

빅히트 (352820)



투자이전 변동내역

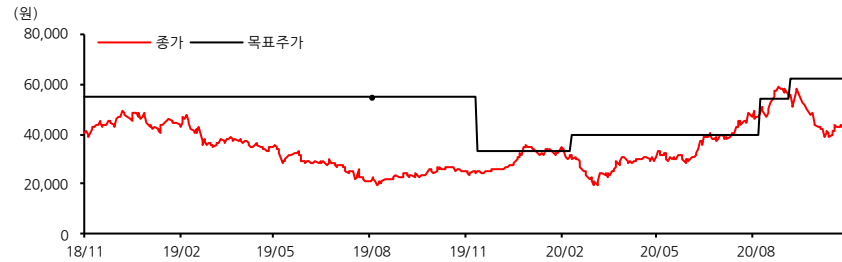
일 시	2020.09.11	2020.10.15	2020.11.17		
투자이전 목표가격	담당자변경 지인해	Buy 260,000	Buy 260,000		

목표주가 변동 내역별 과리율 (빅히트)

일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.10.15	Buy	260,000		

Compliance Notices

와이지엔터테인먼트 (122870)



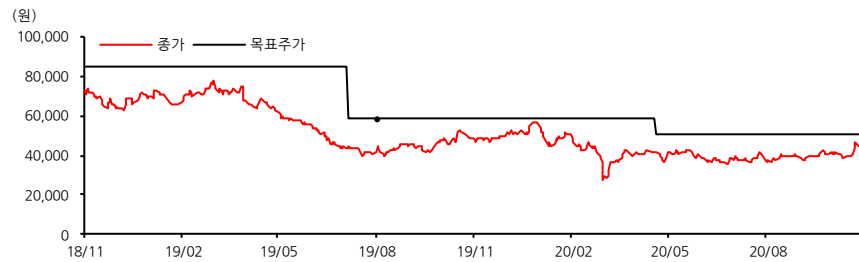
투자의견 변동내역

일 시	2018.11.30	2019.01.31	2019.03.25	2019.04.05	2019.05.03	2019.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000
일 시	2019.11.29	2020.01.06	2020.02.27	2020.03.16	2020.05.28	2020.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	33,000	33,000	40,000	40,000	40,000	40,000
일 시	2020.08.25	2020.09.11	2020.09.17	2020.09.23	2020.11.17	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	54,000	54,000	54,000	62,000	62,000	

목표주가 변동 내역별 괴리율 (와이지엔터테인먼트)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.29	Buy	33,000	-8.56	8.48
2020.02.27	Buy	40,000	-18.40	23.25
2020.08.25	Buy	54,000	0.05	8.70
2020.09.23	Buy	62,000		

하나투어 (039130)



투자의견 변동내역

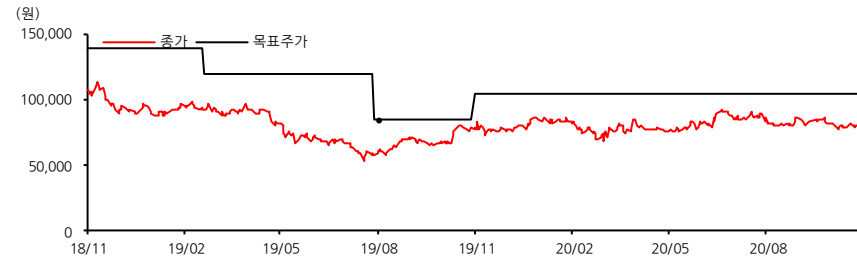
일 시	2019.08.02	2019.08.23	2019.09.03	2019.09.24	2019.10.02	2019.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	59,000	59,000	59,000	59,000	59,000	59,000
일 시	2019.11.04	2019.11.25	2019.12.04	2019.12.19	2020.01.03	2020.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	59,000	59,000	59,000	59,000	59,000	59,000
일 시	2020.02.04	2020.03.03	2020.03.27	2020.04.02	2020.05.07	2020.05.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	59,000	59,000	59,000	59,000	51,000	51,000
일 시	2020.07.02	2020.10.20	2020.11.17			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	51,000	51,000	51,000			

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (하나투어)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.07.24	Buy	59,000	-23.35	-3.56
2020.05.07	Buy	51,000		

스튜디오드래곤 (253450)



투자의견 변동내역

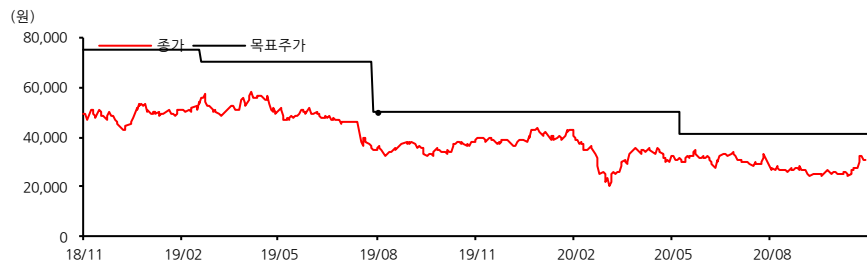
일 시	2019.08.16	2019.09.20	2019.09.24	2019.11.08	2019.11.18	2020.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	105,000	105,000
일 시	2020.02.14	2020.02.20	2020.03.20	2020.04.06	2020.05.28	2020.06.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.06.17	2020.06.25	2020.07.07	2020.08.07	2020.09.23	2020.10.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2020.10.29	2020.11.06	2020.11.17			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	105,000	105,000	105,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (스튜디오드래곤)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.08	Buy	120,000	-35.10	-18.92
2019.08.16	Buy	85,000	-19.31	-5.76
2019.11.18	Buy	105,000		

Compliance Notices

제이콘텐트리 (036420)



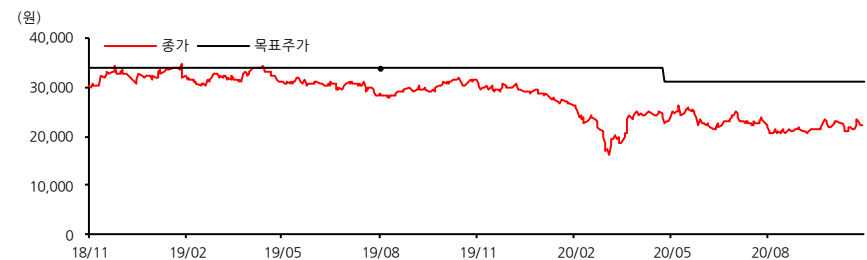
투자의견 변동내역

일 시	2018.11.30	2019.02.01	2019.03.08	2019.05.03	2019.05.10	2019.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,220	75,220	70,000	70,000	70,000	50,000
일 시	2020.02.20	2020.05.28	2020.08.25	2020.09.23	2020.10.30	2020.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	41,000	41,000	41,000	41,000	41,000
일 시	2020.11.17					
투자의견	Buy					
목표가격	41,000					

목표주가 변동 내역별 괴리율 (제이콘텐트리)

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.30	Buy	75,220	-34.13	-28.48
2019.03.08	Buy	70,000	-29.45	-17.29
2019.08.16	Buy	50,000	-28.74	-12.90
2020.05.28	Buy	41,000		

강원랜드 (035250)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2019.02.15	2019.04.23	2019.08.14	2020.01.31	2020.02.12
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2020.05.13	2020.05.20	2020.07.29	2020.10.20	2020.10.27	2020.11.17
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 과리율 (강원랜드)

일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.08.14	Hold	34,000	-19.85	-6.03
2020.05.13	Hold	31,000		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

정유/석유화학

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com
-----	-----------	-----	-----------	----------------------

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
김민정	수석연구위원	크레딧	3772-7547	minjeong.kim1052@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김진명	연구위원	자산배분/경제	3772-7655	jm_kim@hanwha.com
김수연	책임연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
박은석	연구위원	차익거래 전략	3772-7690	es.park@hanwha.com
임현정	연구위원	자산배분/경제 RA	3772-7694	hyeonjeong.lim@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진, CFA	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
이순학	수석연구위원	반도체/통신	3772-7472	soonhak@hanwha.com
한상희, CFA	수석연구위원	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
김동하	수석연구위원	자동차/스몰캡	3772-7674	kim.dh@hanwha.com
남성현	수석연구위원	유통/식자재	3772-7651	gone267@hanwha.com
신재훈	연구위원	제약/바이오	3772-7687	jaehoon.shin@hanwha.com
손효주	연구위원	화장품/음식료/섬유 의복	3772-7610	hyoju.son@hanwha.com
김소혜	연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구위원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
지인해	연구위원	엔터/레저	3772-7619	Inhae.ji@hanwha.com
김준환	연구위원	전기전자	3772-7473	joonh.kim@hanwha.com
최준영	책임연구위원	통신장비/스몰캡	3772-7698	jchoi@hanwha.com
김유혁	책임연구위원	철강/운송	3772-7638	yuhuk.kim@hanwha.com
최보원	책임연구위원	해외주식	3772-7647	bo.choi@hanwha.com
이재연	연구위원	제약/바이오/건설/건자재 RA	3772-7678	jaeyeon.lee@hanwha.com
박준호	연구위원	자동차/통신장비/스몰캡 RA	3772-7693	junho.park@hanwha.com
이용욱	연구위원	반도체/통신/전기전자 RA	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
박수영	연구위원	방산/조선/기계/인터넷/게임/미디어/철강/운송 RA	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
조은아	연구위원	화장품/음식료/섬유 의복/해외주식/엔터/레저 RA	3772-7641	euna.cho@hanwha.com
윤용식	연구위원	정유/석유화학/유통/식자재 RA	3772-7691	yongs0928@hanwha.com



본·지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	목 동 지 점	02) 2654-2300
강 남 지 점	02) 6975-2000	반 포 지 점	02) 6918-2400
강 서 지 점	02) 2606-4712	송 파 지 점	02) 449-3677
갤 러 리 아 지 점	02) 3445-8700	신 촌 지 점	02) 6944-7700
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	올 림 픽 지 점	02) 404-4161
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400	중 앙 지 점	02) 743-7311
노 원 지 점	02) 931-2711		

인천/경기

과 천 지 점	02) 507-7070	안 성 지 점	031) 677-0233
부 천 지 점	032) 322-0909	일 산 지 점	031) 929-1313
분 당 지 점	031) 707-7114	평 촌 지 점	031) 381-6004
송 도 IFEZ 지 점	032) 851-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
신 갈 지 점	031) 285-7233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증명으로 사용될 수 없습니다.

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	순 천 지 점	061) 724-6400
군 산 지 점	063) 730-8400	전 주 지 점	063) 710-1000

대구/경북

문 경 지 점	054) 550-3500	영 주 지 점	054) 633-8811
범 어 지 점	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
성 서 지 점	053) 588-3211	포 향 지 점	054) 231-4111

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	삼 산 지 점	052) 265-0505
동 울 산 지 점	052) 233-9229	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282, 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234