

2021. 1. 22



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **정은수**

02. 6454-4887

esjung@meritz.co.kr

Overweight(상향)

관심종목

종목	투자판단	적정주가
강원랜드(035250)	Buy	30,000원
파라다이스(034230)	Buy	20,000원
GKL(114090)	Buy	21,000원
모두투어(080160)	Buy	28,000원
하나투어(039130)	Hold	65,000원
골프존(215000)	Buy	94,000원
스튜디오드래곤(253450)	Hold	120,000원
제이콘텐트리(036420)	Hold	46,000원
와이지엔터(122870)	Buy	66,000원
JYP Ent.(035900)	Buy	45,000원
에스엠(041510)	Buy	40,000원

엔터/레저

Overweight 상향

- ✓ **레저**: after 코로나에 시점 맞춰 카지노, 여행 당분간 추가 상승 여력 열어두어야
- ✓ **콘텐츠**: 중소형 제작사 중심의 주가 상승이 Top-tier 2를 이끄는 형태. 중소형 제작사 수익률 지속적인 아웃퍼폼 예상하나 Top-tier 2도 방향성은 따라갈 것
- ✓ **엔터**: 산업 성격이 유사한 콘텐츠 사업자들의 2개월간 리레이팅으로 엔터 사업자의 가격 매력도가 높아진 시점. 섹터 가치 재평가 필요한 시점. Top-pick YG 제시
- ✓ **레저/콘텐츠/엔터 전반적으로 살 게 많아진 시기. 산업 의견 Overweight 상향**

연간전망 그 후: 중간 점검

레저 11월 코로나19 백신 임상 3상 결과가 발표된 후 여행/카지노 산업의 퍼포먼스가 뛰어났다. 여행은 11월 이후 50% 내외의 주가 상승이 이루어졌고, 카지노도 평균 20~30% 주가가 상승했다. 당사는 단기 상승에도 불구하고 1) 글로벌 peer 주가 레벨이 아직 낮은 수준으로 상승 여력이 존재, 주가 흐름 동행 가능성을 고려해 추가 상승 여력을 열어 두어야 한다고 판단한다. 하나투어, 파라다이스를 시작으로 2) 비용 슬림화의 조짐이 보여 매출 회복 시 이전 대비 높은 이익 레벨을 올릴 수 있다는 점 또한 기대감을 유지해야 할 이유다.

콘텐츠 2021 연간전망 '202N 놀잇거리를 찾아서'에서 제시한 바와 같이 Top-tier 2 대비 놀려왔던 중소형 순수 제작사들의 높아진 투자 매력도는 높은 주가 상승률로 보답하고 있다. 중국 OTT들의 바빠진 발걸음은 나비효과로 미국 OTT들을 재촉하고 있다. 특히 한국에 처음 진출하는 글로벌 OTT들은 대형사 위주로 계약을 체결하곤 했지만 최근에는 중소형 제작사와 1) 직접, 2) 장기 계약을 제시하기까지 하며 변화된 위상을 확인시켜주고 있다. 중소형 업체들의 높은 주가 상승률로 Top-tier 2와의 갭이 크게 좁혀졌다. 중소형 제작사의 수익률 아웃퍼폼 지속될 것으로 예상하나 줄어든 갭만큼 Top-tier 2 주가도 방향성은 이를 쫓을 것으로 예상한다.

엔터 콘텐츠 사업자들의 높은 주가 상승은 아이러니하게 엔터 사업자들의 가격 매력도를 높이고 있다. 순수 제작사 대장주인 에이스토리의 시가총액은 약 4천억원에 달하는데, SM과 YG는 8~9천억원에 불과하다. 엔터 산업의 글로벌 러브콜은 콘텐츠 사업자에 결코 뒤쳐지지 않는다. 뿐만 아니라, 엔터 사업자들은 실적의 안정성도 높다. 엔터 사업자의 가격 측면에서 상대 매력도가 높아졌다고 판단하는 이유다. 이 중 1) peer와의 갭 메우기, 2) 중국 이벤트에 잘 맞는 YG가 가장 아웃퍼폼할 것으로 예상된다. YG를 엔터 산업 Top-pick으로 제시한다.

전술한 내용과 같이 산업 전반적인 투자 매력도가 높아진 시점이다. 산업에 대한 투자 의견을 Neutral(중립)에서 Overweight(비중확대)로 상향한다.

표1 엔터/레저 4Q20 Preview at a Glance

(십억원)		4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2019	2020E	2021E
하나투어	매출액	11.5	163.5	-93.0	10.1	13.6	11.8	-2.3	763.2	141.6	122.0
	영업이익	-31.6	-8.1	적지	-30.2	적지	-30.9	-2.4	5.9	-141.2	-61.7
	세전이익	-35.4	-8.1	적지	-35.3	적지	-42.4	16.5	-5.7	-205.4	-81.4
	당기순이익	-24.3	-8.9	적지	-27.7	적지	-29.2	16.7	-8.0	-129.7	-60.3
	영업이익률 (%)	-275.7	-5.0		-299.0		-262.8		0.8	-99.7	-50.6
모두투어	매출액	3.6	65.4	-94.5	2.9	24.1	4.1	-11.1	297.2	53.9	60.5
	영업이익	-7.1	-3.6	적지	-7.5	적지	-7.3	2.3	3.2	-25.4	-17.6
	세전이익	0.3	-5.5	흑전	-8.6	흑전	-8.4	N/A	6.3	-26.0	-19.4
	당기순이익	-1.6	-5.6	적지	-7.6	적지	-6.8	76.3	1.8	-26.6	-13.7
	영업이익률 (%)	-197.2	-5.5		-258.6		-179.5		1.1	-47.1	-29.1
강원랜드	매출액	108.2	372.8	-71.0	76.6	41.3	149.9	-27.8	1,520.1	455.4	1,205.4
	영업이익	-55.7	64.1	적전	-64.9	적지	-61.0	8.6	501.2	-411.1	284.6
	세전이익	-51.5	76.9	적전	-55.2	적지	-57.9	11.1	488.9	-399.4	304.9
	당기순이익	-35.3	52.6	적전	-40.9	적지	-38.8	9.1	334.7	-277.8	216.2
	영업이익률 (%)	-51.5	17.2		-84.7		-40.7		33.0	-90.3	23.6
GKL	매출액	16.5	130.8	-87.4	34.8	-52.6	30.7	-46.3	490.8	186.0	276.0
	영업이익	-50.6	22.8	적전	-31.0	적지	-37.9	-33.5	96.8	-86.8	-52.1
	세전이익	-48.8	23.3	적전	-29.2	적지	-34.8	N/A	95.7	-87.0	-52.3
	당기순이익	-35.9	18.3	적전	-22.8	적지	-27.3	N/A	72.4	-67.5	-39.1
	영업이익률 (%)	-307.1	17.4		-89.1		-123.5		19.7	-46.6	-18.9
파라다이스	매출액	110.4	269.5	-59.0	90.6	21.9	93.0	18.7	979.4	460.3	634.3
	영업이익	-25.0	12.4	적전	-31.1	적지	-29.4	14.9	51.9	-95.8	36.6
	세전이익	-35.6	-14.4	적지	-31.9	적지	-47.6	25.2	15.5	-124.5	15.3
	당기순이익	-24.5	-9.5	적지	-16.3	적지	-26.3	6.6	15.1	-75.2	16.9
	영업이익률 (%)	-22.7	4.6		-34.3		-31.6		5.3	-20.8	5.8
골프존	매출액	74.0	60.1	23.1	79.6	-7.0	67.7	9.3	247.0	298.6	338.7
	영업이익	8.2	-0.2	흑전	15.6	-47.4	10.2	-19.6	32.3	53.2	63.3
	세전이익	11.5	-0.7	흑전	14.7	-21.8	N/A	N/A	29.9	53.5	63.3
	당기순이익	6.4	-5.5	흑전	11.8	-45.8	N/A	N/A	16.2	39.0	45.6
	영업이익률 (%)	11.1	-0.3		19.6		15.1		13.1	17.8	18.7
스튜디오드래곤	매출액	121.4	97.4	24.6	106.3	14.2	122.8	-1.1	468.7	509.4	539.4
	영업이익	10.2	-4.0	흑전	16.0	-36.3	11.3	-9.7	28.7	54.7	55.0
	세전이익	15.7	-5.1	흑전	15.2	3.3	9.9	58.6	33.1	61.5	61.4
	당기순이익	14.9	-1.6	흑전	10.6	40.6	8.4	77.4	26.4	49.2	49.1
	영업이익률 (%)	8.4	-4.1		15.1		9.2		6.1	10.7	10.2
제이콘텐츠리	매출액	102.0	153.8	-33.7	93.1	9.6	109.6	-6.9	554.2	410.2	472.0
	영업이익	-6.6	-7.2	적지	-7.8	적지	-5.3	-24.5	35.4	-44.3	3.5
	세전이익	-8.6	-19.3	적지	-12.0	적지	-11.4	24.6	20.8	-72.0	-21.6
	당기순이익	-7.5	-9.3	적지	-7.7	적지	-4.6	-63.0	1.1	-34.7	-18.0
	영업이익률 (%)	-6.5	-4.7		-8.4		-4.8		6.4	-10.8	0.7
JYP Ent.	매출액	39.4	44.3	-11.1	34.6	13.9	40.2	-2.0	155.4	142.1	175.9
	영업이익	12.3	13.5	-8.9	11.1	10.8	12.2	0.8	43.5	47.1	60.5
	세전이익	12.8	12.8	0.0	9.9	29.3	11.8	8.5	43.0	49.1	63.4
	당기순이익	8.3	6.3	31.7	7.7	7.8	8.6	-3.5	31.3	32.0	41.8
	영업이익률 (%)	31.2	30.5		32.1		30.3		28.0	33.1	34.4
와이지 엔터테인먼트	매출액	73.5	58.0	26.7	66.9	9.9	77.4	-5.0	264.5	248.4	375.2
	영업이익	5.8	6.9	-15.9	1.7	241.2	7.0	-16.8	0.9	6.4	28.8
	세전이익	-9.9	0.6	적전	3.5	적전	7.9	-225.0	-2.0	16.2	34.8
	당기순이익	2.8	-19.0	흑전	1.0	180.0	4.3	-35.3	-21.5	6.8	21.1
	영업이익률 (%)	7.9	11.9		2.5		9.0		0.3	2.6	7.7
에스엠	매출액	161.6	193.9	-16.7	115.0	40.5	163.1	-0.9	657.8	557.3	645.6
	영업이익	6.5	13.8	-52.9	-9.7	흑전	8.6	-24.4	40.4	11.6	43.4
	세전이익	1.6	-17.6	흑전	-13.3	흑전	11.3	-85.8	11.0	-3.0	31.8
	당기순이익	-6.0	-16.9	적지	-21.6	적지	7.8	-176.9	-9.1	-25.7	13.4
	영업이익률 (%)	4.0	7.1		-8.4		5.3		6.1	2.1	6.7

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

레저 (여행/카지노/국내 레저)

여행: 한번 더 기회는 남았다

3분기와 유사한 하나투어
4분기 실적 예상

하나투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 115억원(-93.0% YoY)과 -316억원(적지 YoY)로 3분기와 유사한 수준이 예상된다. 지난 12월 공시된 동사의 2020년 연간 실적 전망 수정 공시에 따르면 2020년 매출액과 영업이익은 1,414억원과 -1,416억원으로 당사의 4분기 추정과 유사한 수준에 해당한다.

2020년 본격화된 자회사 정리,
2021년에도 ing

다수의 자회사로 인해 적자 규모가 컸던 동사는 2020년 기존 자회사의 1/3에 대한 폐업을 완료했다. 남아 있는 자회사 또한 폐업을 진행중에 있다. 특히 해외 자회사의 경우 5개를 제외하고 모두 청산 예정에 있다. 더불어 여행업과 무관한 자회사에 대해서는 단호한 정리를 예고했다.

모두투어도 3분기와 유사한
4분기 예상

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 36억원(-94.5% YoY)과 -71억원(적지 YoY)으로 3분기와 유사한 실적을 예상한다. 동사 또한 12월 수정된 2020년 연간 실적 전망을 공시했는데 매출액과 영업이익을 각각 532억원 및 -257억원으로 발표했다. 이는 당사 추정치와 유사한 수준에 해당한다.

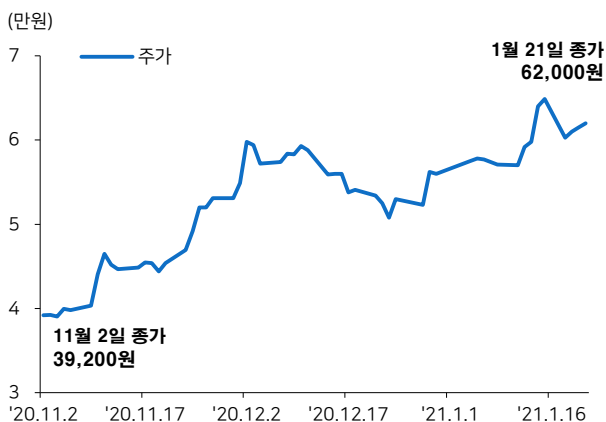
3분기와 유사한 4분기 업황,
그러나 주가는 달랐다

코로나 직격탄으로 가장 어려운 시간을 보내고 있는 여행 사업자들의 4분기 실적은 3분기와 비교했을 때 특이사항도 없었고, 업황의 변화도 없었다. 그렇지만 주가는 그렇지 않았다.

백신 발표 이후 가팔랐던
주가 상승세

11월 코로나19 백신의 임상 3상 결과가 발표된 후 12월 초까지 하나투어와 모두투어의 주가는 각각 47%, 52% 상승했다. 임상 결과 발표 후 각국의 백신 계약이 알려지며 after 코로나로 투자자들이 시계열을 맞춘 데 따른 결과로 해석된다. 이렇듯 높은 주가 상승으로 인해 12월 일부 되돌림이 있었으나 1월 이후 주가 상승이 재개되기 시작했다. 당사는 당분간 이러한 흐름이 지속될 것으로 예상한다.

그림1 11월 이후 하나투어 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 11월 이후 모두투어 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

추가 주가 상승을 예상하는 이유

① 글로벌 peer의 주가 레벨

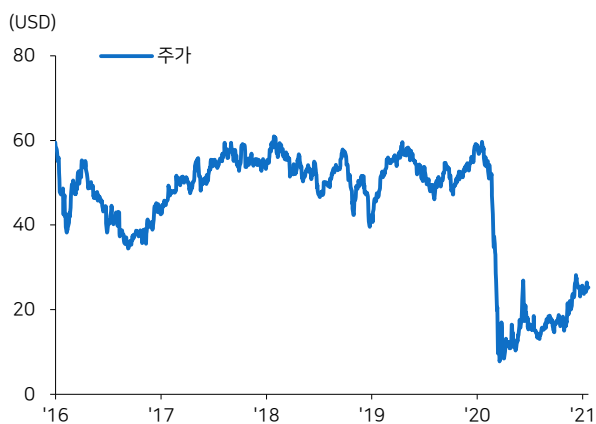
단기 상승에도 불구하고 추가적인 상승 여력을 열어두는 주된 이유는 글로벌 여행 사업자들의 주가 레벨 때문이다. 글로벌 유수의 여행(특히 패키지) 사업자들의 주가는 11월 이후 상승에도 불구하고 아직 낮은 수준에 해당한다. 예를 들어, Norwegian cruise line holdings는 코로나 이전 50불 내외로 주가가 형성되곤 했다. 그러나 코로나 이후 수직 하락, 15불 전후로 주가가 형성되다가 11월 백신 발표 이후 상승한 가격이 25불에 해당한다. 11월 이후 70%에 달하는 상승을 기록했으나 여전히 코로나 이전 주가의 절반에 불과한 것이다. 일본 패키지 사업자인 H.I.S를 비롯 글로벌 여행 사업자들의 상황도 이와 크게 다르지 않다.

여행 산업 재개는 글로벌 여행 업체들의 주가 상승 압력을 높일 것

당사는 글로벌 여행 업체들의 경우 사업이 재개되는 신호탄 만으로도 주가는 제자리를 찾아가려는 움직임이 거세질 것으로 예상한다. 이러한 상황이 연출될 경우 국내 사업자들의 움직임 또한 이들과 동조화될 가능성이 높다. 추가 주가 상승 여력을 열어두어야 하는 가장 큰 이유다.

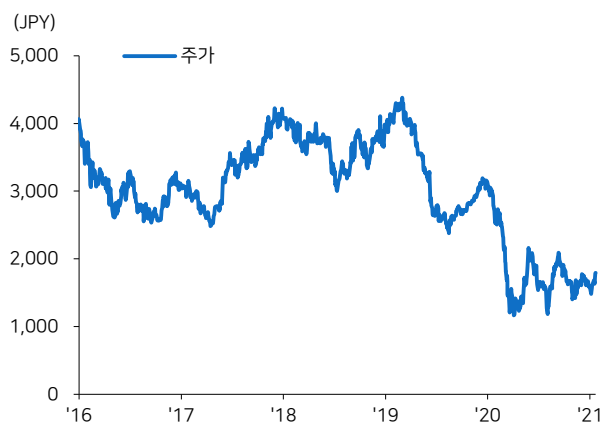
앞서 언급한 높은 상승률로 인해 많은 투자자들이 여행업체의 주가에 대해 불편한 마음을 감추기 못한다. 필자의 사건으로는 한국에 상장된 여행사들의 경우, 공매도의 부재로 주가가 글로벌 사업자 대비 높은 수준에 머무르고 있다고 판단된다. 적어도 공매도가 재개되기 전까지는 앞선 흐름이 지속될 것으로 본다.

그림3 50불 내외였던 주가, 최근 회복에도 25불에 불과



주: Norwegian Cruise Line Holdings(NCLH US)의 주가 추이
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 H.I.S 주가 또한 추가 하락보다는 상승 가능성 높아



주: H.I.S(9603 JP)의 주가 추이
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

추가 주가 상승을 예상하는 이유 ② 비용 슬림화	구조조정, 자회사 정리 등도 코로나 이후 여행 사업자들이 이전보다 높은 이익을 달성할 수 있을 것으로 기대하게 한다.
하나투어, 모두투어 대비 인력 1.5배로 조정 시 연간 400억원 비용 감소	주초 업계 1위인 하나투어는 조직 효율화를 위해 구조조정을 진행할 예정임을 밝혔다. 하나투어 직원 수는 총 2,300여명으로 동종 업계 2위인 모두투어의 1,100명 대비 2배 이상 많다. 하나투어의 직원 수가 모두투어의 1.5배인 1,500명 수준까지 줄어든다면 연간 인건비는 약 760억원으로 2019년 1,151억원 대비 약 400억원 감소한다.
패키지 비용 구조: 1) 수수료, 2) 인건비, 3) 임차료	주지하는 바와 같이 여행사 비용 구조는 크게 세 가지로 이루어져 있다. 1) 판매 수수료, 2) 인건비, 3) 임차료가 이에 해당한다. 판매 수수료의 경우 가두점, 홈쇼핑 등에 지급하는 비용으로 매출에 연동된다. 다수의 여행사들이 코로나를 계기로 온라인화를 통한 수수료 절감을 달성할 것으로 예상한다(매출 연동 수수료 하락 가능성). 코로나로 매출이 부재한 현재 비용의 대부분은 인건비가 차지한다.
패키지, 앞으로 살 길은 소비자 니즈에 세밀화된 '부띠끄'	코로나 이후 패키지 사업자들의 살 길은 부띠끄와 같은 맞춤형 패키지 사업으로의 전환에 달려 있다고 본다. 코로나로 인해 더욱 개인화된 소비자의 니즈를 만족시키기 위해서는 이전과 같은 Mass형 패키지로는 어렵다. 맞춤형 패키지 위주로 세분화/전문화될 경우 코로나 이전 대비 Q 하락은 불가피하다. 그러나 원가 연동 구조인 패키지 산업의 특성을 고려했을 때 이는 P 상승으로 일부 상쇄할 수 있다.
소규모 패키지로의 전환은 서비스 공급자/수요자 측면 모두에서 대형 업체로의 쏠림을 예상하게 해	여행 사업은 일반적 소비재 산업과 달리 대금 지급과 물건(혹은 서비스) 선도의 시간차가 크다. 이로 인해 소비자의 돈은 오랜 기간 업체에 묶일 수 밖에 없는 구조다. 뉴스에 등장하는 '여행사 먹튀 사건'이 이로 인한 부작용이다. 세밀화되고 전문화된 패키지 서비스 중심으로 산업이 변할 경우 소비자들은 계약의 안전성을 담보받기 위해 대형 업체를 더욱 선호하게 될 것이며 이는 실무자인 가이드들의 이탈을 막을 수 있는 유인으로 작용할 것으로 예상된다.
소규모 타깃 고객으로의 사업 전환은 인건비 부담도 낮출 것	타깃 고객층만을 상대하게 되는 데 따른 비용 감소 또한 변화의 유인이다. 전술한 바와 같이 여행 사업자 비용 구조 중 약 25~30%가 인건비에 해당한다. 많은 고객을 상대해야 하는 탓에 여행 업체들은 콜센터 등 부득이하게 무거운 비용 구조를 부담하고 있다. 더욱 세밀하게 타깃된 고객으로의 집중은 사업자들의 인건비 부담을 장기적으로 낮추어 줄 가능성이 높다. 이를 반영하면 2022년 하나투어는 본사 순이익 추정치는 기존 247억원에서 322억원으로, 모두투어는 133억원에서 212억원으로 상향된다.
TP 상향: 하나투어, 46k → 65k 모두투어, 20k → 28k	하나투어와 모두투어 적정주가를 각각 46,000원과 20,000원에서 65,000원과 28,000원으로 상향한다. 밸류에이션 톨과 대상 기간(2022년)은 변경되지 않았으나 1) 인력 구조조정(하나투어 2,300명→1,500명, 모두투어 1,100명→1,000명)과 2) 부띠끄 중심으로의 사업 전환(P↑, Q↓, C↓)을 일부 반영한 데 따른다.

표2 하나투어 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	11.5	163.5	-93.0	10.1	13.6	11.8	-2.3
영업이익	-31.6	-8.1	적지	-30.2	적지	-30.9	-2.4
세전이익	-35.4	-8.1	적지	-35.3	적지	-42.4	16.5
지배순이익	-24.3	-8.9	적지	-27.7	적지	-29.2	16.7

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표3 모두투어 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3.6	65.4	-94.5	2.9	24.1	4.1	-11.1
영업이익	-7.1	-3.6	적지	-7.5	적지	-7.3	2.3
세전이익	0.3	-5.5	흑전	-8.6	흑전	-8.4	N/A
지배순이익	-1.6	-5.6	적지	-7.6	적지	-6.8	76.3

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표4 하나투어 적정주가 65,000원 산출 내역

	가치 (십억원)	주당 가치 (원)	비고
하나투어 본사	642.4	46,087	'22년 PER 20배. 적용 PER은 모두투어와 동일 (1)
해외사업가치	215.6	15,465	(2)+(3)
JP 가치	43.6	3,128	'22년 20배 및 지분율 51% 적용 (2)
ex. JP 가치	172.0	12,336	'22년 PER 20배 (3)
순현금	50.0	3,587	3Q20 별도 보유 현금 (4)
적정주가 (원)	908.0	65,139	(1)+(2)+(3)+(4)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 모두투어 적정주가 28,000원 산출 내역

	가치 (십억원)	주당 가치 (원)	비고
모두투어본사	424.7	22,471	'22년 PER 20배(과거 밸류에이션 평균값) (1)
해외사업가치	48.7	2,577	'22년 PER 20배 (2)
순현금	55.0	2,910	3Q20 기준 현금 (3)
적정주가 (원)	528.4	27,958	(1)+(2)+(3)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
총 수탁금	969.9	820.6	842.2	750.7	495.8	5.9	7.9	6.2	3,383.4	515.8	216.5	2,276.5
% YoY	-1.1	-4.3	-8.8	-14.0	-48.9	-99.3	-99.1	-99.2	-6.9	-84.8	-58.0	951.3
% 매출전환율	15.4	14.0	12.8	12.2	13.3	45.6	37.8	50.1	13.7	14.5	26.1	15.0
매출액	149.7	114.6	107.4	91.3	66.2	2.7	3.0	3.1	462.9	75.0	56.6	341.3
% YoY	-5.6	-9.0	-21.9	-23.9	-55.8	-97.7	-97.2	-96.6	-14.6	-83.8	-24.5	503.4
영업비용	136.8	115.4	109.9	95.1	76.3	28.3	23.2	23.6	457.3	151.5	102.9	298.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-11.3	-66.9	-32.1	190.3
% 매출액 대비	91.4	100.8	102.3	104.2	115.3	-1,058.1	774.4	760.2	98.8	202.1	181.9	87.5
영업이익	12.9	-0.9	-2.5	-3.8	-10.2	-25.6	-20.2	-20.5	5.7	-76.5	-46.3	42.7
% YoY	-7.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-78.7	N/A	-39.5	-192.1
영업이익률(%)	8.6	-0.8	-2.3	-4.2	N/A	N/A	N/A	N/A	1.2	N/A	-81.9	12.5
Key assumptions (천명)												
출국자수	7,409	6,687	6,666	6,159	3,388	38	140	210	26,921	3,775	3,792	25,646
% YoY	5.9	3.6	-1.8	-7.9	-54.3	-99.4	-97.9	-96.6	0.0	-86.0	0.4	576.4
패키지승객	964	765	620	558	239	1	1	1	2,907	241	181	1,928
% YoY	-12.4	-14.0	-24.1	-37.8	-75.2	-99.9	-99.9	-99.9	-21.5	-91.7	-25.0	967.4
항공권승객	581	533	585	537	375	10	11	10	2,237	406	63	434
% YoY	3.6	7.5	2.1	-1.5	-35.6	-98.2	-98.0	-98.1	2.8	-81.9	-84.4	585.7
패키지M/S (%)	13.0	11.4	9.3	9.1	7.0	1.8	0.6	0.4	10.8	6.4	4.8	7.5
%p YoY	-2.7	-2.3	-2.7	-4.3	-6.0	-9.6	-8.7	-8.7	-3.0	-4.4	-1.6	2.8

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표7 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	222.9	193.7	183.2	163.5	110.5	9.6	10.1	11.5	763.2	141.6	122.0	504.2
% YoY	-2.8	-1.6	-12.1	-15.7	-50.4	-95.1	-94.5	-93.0	-7.9	-81.4	-13.9	313.3
하나투어본사	149.7	114.6	107.4	91.3	66.2	2.7	3.0	3.1	462.9	75.0	56.6	341.3
% YoY	-5.6	-9.0	-21.9	-23.9	-55.8	-97.7	-97.2	-96.6	-14.6	-83.8	-24.5	503.4
종속회사	79.8	88.0	83.5	79.6	48.4	8.2	6.7	8.0	330.9	71.2	64.3	171.6
% YoY	1.4	7.1	10.8	-3.0	-39.4	-90.7	-92.0	-90.0	4.0	-78.5	-9.7	166.8
영업이익	13.2	3.6	-2.8	-8.1	-27.5	-51.8	-30.2	-31.6	5.9	-141.2	-61.7	54.1
% YoY	9.6	-24.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-76.1	N/A	N/A	N/A
OPM (%)	5.9	1.9	-1.5	-5.0	-24.9	-542.3	-300.2	-275.7	0.8	-99.7	-50.6	10.7
하나투어본사	12.9	-0.9	-2.5	-3.8	-10.2	-25.6	-20.2	-20.5	5.7	-76.5	-46.3	42.7
% YoY	-7.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-78.7	N/A	N/A	N/A
종속회사	0.3	4.5	-0.3	-4.3	-17.4	-26.2	-12.9	-11.1	0.3	-67.5	-15.4	11.5
% YoY	0.0	-0.2	3.3	0.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
국내자회사	-2.5	0.8	1.2	2.6	-9.2	-17.1	-7.1	-6.9	2.1	-40.3	-7.2	2.1
% 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
SM면세점	-1.0	-0.5	-0.4	-0.4	-5.4	-10.8	-2.7	-2.7	-2.3	-21.6	-5.0	-2.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
해외자회사	2.7	3.7	-1.0	-6.6	-8.5	-12.7	-5.8	-4.3	-1.2	-31.2	-8.2	9.4
% YoY	-47.1	-11.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
일본자회사	3.1	2.9	-0.4	-0.4	-8.0	-7.0	-5.3	-3.8	5.1	-24.1	-6.1	5.7
% YoY	-31.1	-8.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표8 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
총 수탁금	515.3	440.2	462.8	443.8	440.9	1.3	0.0	7.3	1,862.0	449.6	316.6	2,357.3
% YoY	-6.5	-3.5	-5.9	-6.6	-14.4	-99.7	N/A	-98.4	-5.7	-75.9	-29.6	644.7
% 매출전환율	12.5	11.4	10.0	10.2	7.1	132.1	N/A	23.9	11.0	8.0	15.9	7.3
매출액	64.3	50.0	46.1	45.2	31.5	1.8	1.1	1.7	205.5	36.1	50.2	172.0
% YoY	-9.3	-17.5	-20.1	-17.7	-51.0	-96.5	-97.6	-96.1	-15.8	-82.5	39.3	242.3
영업비용	55.0	49.2	47.4	48.2	29.5	8.7	5.9	6.2	199.8	50.3	61.3	143.7
% YoY	-9.1	-10.0	-12.4	-7.2	-46.3	-82.4	-87.5	-87.2	-9.7	-74.8	21.9	134.6
% 매출액 대비	85.6	98.4	102.8	106.7	93.8	489.9	545.0	353.5	97.2	139.4	121.9	83.5
인건비	16.2	17.4	15.7	14.5	13.0	5.5	3.2	3.3	63.7	25.1	55.0	58.9
% 매출액 대비	25.2	34.7	34.0	32.1	41.3	310.8	298.3	191.8	31.0	69.5	109.5	34.2
커미션수수료	25.3	21.1	21.9	20.5	11.5	0.7	0.7	1.0	88.8	13.8	15.7	57.8
% 매출액 대비	39.3	42.2	47.5	45.4	36.4	37.0	64.0	57.7	43.2	38.3	31.3	33.6
광고비	5.2	5.8	4.7	5.3	1.9	0.1	0.1	0.1	20.9	2.2	6.7	13.2
% 매출액 대비	8.1	11.6	10.1	11.6	6.2	3.0	11.5	7.1	10.2	6.2	13.3	7.7
영업이익	9.3	0.4	-1.3	-3.0	2.0	-6.9	-4.8	-4.4	5.3	-14.2	-11.0	28.3
% YoY	-12.2	-91.1	N/A	N/A	-78.9	N/A	N/A	N/A	-74.8	N/A	N/A	-357.1
영업이익률(%)	14.4	0.8	-2.8	-6.7	6.2	-388.2	-445.0	-253.5	2.6	-39.3	-21.9	16.5
Key assumptions (천명)												
출국자수	7,409	6,687	6,666	6,159	3,388	38	140	114	26,921	3,680	3,680	25,575
% YoY	5.9	3.6	-1.8	-7.9	-54.3	-99.4	-97.9	-98.1	0.0	-86.3	0.0	595.0
패키지 송출객	420	368	311	356	167	0	0	2	1,455	169	284	1,011
% YoY	-6.5	-2.4	-7.5	-9.3	-60.3	-100.0	-100.0	-99.3	-6.4	-88.4	67.5	256.1
항공권송객	310	325	422	378	256	26	3	0	1,434	284	72	3,433
% YoY	-1.4	18.6	32.7	25.7	-17.4	-92.1	-99.3	N/A	18.9	-80.2	-74.6	4,663.3
패키지M/S(%)	5.7	5.5	4.7	5.8	4.9	0.1	0.0	0.0	5.4	4.6	7.7	4.0
%p YoY	-0.8	-0.3	-0.3	-0.1	-0.8	-5.4	-4.6	-5.8	-0.4	-0.8	3.1	-3.8

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표9 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	92.3	70.2	69.3	65.4	44.2	3.0	2.9	3.6	297.2	53.9	60.5	180.4
% YoY	-15.9	-15.9	-28.8	-12.1	-52.1	-95.7	-95.8	-94.5	-18.6	-81.9	12.3	198.3
모두투어본사	77.5	57.4	56.0	51.4	37.3	1.8	1.1	1.7	242.3	41.9	50.2	172.0
% YoY	-9.3	-17.5	-20.1	-17.7	-51.0	-96.5	-97.6	-96.1	-15.8	-82.5	39.3	242.3
종속회사	13.8	13.1	13.1	6.5	3.3	1.3	2.1	2.2	46.5	9.0	14.6	20.4
% YoY	-9.5	3.8	-12.3	-47.7	-75.8	-89.7	-83.8	-66.9	-15.9	-80.7	63.1	39.7
영업이익	9.1	-0.1	-2.2	-3.6	-1.4	-9.3	-7.5	-7.1	3.2	-25.4	-17.6	25.2
% YoY	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-80.7	N/A	N/A	N/A
영업이익률 (%)	9.9	-0.2	-3.2	-5.5	-3.3	N/A	N/A	N/A	1.1	-47.1	-29.2	14.0
모두투어본사	9.3	0.4	-1.3	-3.0	2.0	-6.9	-4.8	-4.4	5.3	-14.2	-11.0	28.3
% YoY	-12.2	-91.1	N/A	N/A	-78.9	N/A	N/A	N/A	-74.8	N/A	N/A	N/A
종속회사	-0.2	-1.4	-1.3	-1.0	-2.5	-2.6	-2.3	-2.4	-3.9	-9.8	-7.7	-6.3
% 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

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드: 영업 환경 개선. 문만 열면 된다

3분기와 유사한 4분기

강원랜드의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,082억원(-71.0% YoY)과 -557억원(적전 YoY)으로 예상된다. 동사는 10월 12일부터 영업을 재개했다.

11월 YoY 카지노 매출 약 70%
까지 회복했던 것으로 추정

특히 지난 11월은 2020년 2월 이후 월간 영업일수가 가장 많은 달에 속했다. 고객 간 거리두기를 위해 테이블 간격 조절 및 동시 입장객 제한이 있었음에도 불구하고 2020년 11월 동사의 카지노 매출은 전년 동월의 70%에 육박했던 것으로 추정된다. 이는 문체부에서 돌려 받은 high-limit 테이블 및 2시간 연장의 효과 덕분으로 추정된다. 11월 양호한 영업환경에도 불구하고 4분기 실적 부진이 개선되지 않은 이유는 12월부터 영업 중단이 재개된 탓이 크다.

12월 코로나19 확진자가 역대 최대치를 기록할 만큼 많았음에도 불구하고 1월까지 여행/카지노 주가는 타격을 받지 않았다. 지금의 코로나19 3차 파동(유행)이 백신을 맞기 전 마지막 파동이라는 투자자들의 판단 때문으로 해석된다.

개선된 영업환경:

- 1) high-limit 테이블 복귀,
- 2) 영업시간 2시간 재연장

2019년 대비 2021년 달라진 점은 1) mass 테이블 내 high-limit 테이블을 돌려 받은 점, 2) 영업시간 2시간 연장(기존으로의 복귀)이다. 2020년말 향후 3년간의 카지노 라이선스 연장과 함께 이와 같은 변화를 3년간 보장 받았는데 영업 재개가 2월 안에 된다면 2021년 영업일수가 적음에도 불구하고 카지노 산업의 수요 비탄력성에 근거, 2019년과 유사한 카지노 매출까지 노려볼 수 있을 것으로 본다. 동사에 대한 Buy 투자의견과 적정주가 3만원을 유지한다.

표10 강원랜드 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	108.2	372.8	-71.0	76.6	41.3	149.9	-27.8
영업이익	-55.7	64.1	적전	-64.9	적지	-61.0	8.6
세전이익	-51.5	76.9	적전	-55.2	적지	-57.9	11.1
지배순이익	-35.3	52.6	적전	-40.9	적지	-38.8	9.1

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표11 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망 분기

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
드롭액	1,567.8	1,589.8	1,720.6	1,652.0	1,011.5	145.0	259.0	252.6	6,530.2	1,668.1	4,550.9	6,891.8
Mass	670.2	662.8	702.9	658.6	416.1	0.0	43.8	58.1	2,694.5	518.0	1,644.7	3,009.0
슬롯머신	552.4	576.8	629.4	602.2	360.4	0.0	79.4	36.0	2,360.7	475.9	1,528.4	2,351.2
VIP테이블	345.2	350.2	388.3	391.3	235.0	145.0	135.8	158.4	1,475.0	674.3	1,377.8	1,531.6
홀드율 (%)	23.1	22.8	22.7	22.2	21.9	22.0	24.4	41.8	22.7	25.3	23.7	22.8
Mass	24.5	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	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.3	24.2	24.3	35.9	28.2	23.6
VIP테이블	17.7	17.6	16.9	15.3	14.0	22.0	24.5	17.3	16.8	18.6	17.7	18.4
매출액	377.4	364.3	405.5	372.8	236.0	34.6	76.6	108.2	1,520.0	455.4	1,205.4	1,726.4
Mass	163.9	162.1	171.9	161.1	101.8	0.0	10.7	14.2	659.0	126.7	402.2	735.9
슬롯머신	137.0	139.4	152.6	145.5	87.3	0.0	19.3	64.0	574.5	170.6	431.5	554.5
VIP테이블	61.2	61.6	65.5	59.9	32.9	31.9	33.3	27.4	248.2	125.5	244.2	281.3
비카지노	49.1	35.9	53.5	41.6	36.2	6.6	17.9	9.8	180.0	70.5	202.3	264.0
매출원가	180.6	135.5	187.6	232.9	158.1	118.3	115.0	146.7	736.7	538.0	680.4	761.7
인건비	32.3	4.2	30.1	59.2	32.9	37.3	31.0	59.2	125.9	160.4	163.3	166.9
컴프	2.3	2.6	2.6	2.3	3.3	1.0	0.9	0.9	9.7	6.0	10.5	12.5
세금	50.5	55.2	59.3	55.7	29.3	4.8	9.6	16.1	220.7	59.8	160.0	235.0
판관비	71.7	55.9	78.7	75.9	264.7	20.2	26.5	17.2	282.3	328.6	240.4	359.4
영업이익	125.1	172.8	139.2	64.1	-186.8	-103.8	-64.9	-55.7	501.1	-411.1	284.6	605.4
세전이익	139.7	116.8	155.4	76.9	-220.4	-72.3	-55.2	-51.5	488.9	-399.4	304.9	630.6
순이익	102.4	50.9	128.6	52.6	-156.1	-45.6	-40.9	-35.3	334.7	-277.8	216.2	439.3
(% YoY)												
드롭액	1.1	7.8	8.2	8.8	-35.5	-90.9	-84.9	-84.7	6.5	-74.5	172.8	51.4
Mass	-0.4	7.0	11.3	3.7	-37.9	-100.0	-93.8	-91.2	5.3	-80.8	217.5	82.9
슬롯머신	-5.6	1.1	9.9	8.4	-34.8	-100.0	-87.4	-94.0	3.3	-79.8	221.2	53.8
VIP테이블	18.0	23.0	0.6	19.5	-31.9	-58.6	-65.0	-59.5	14.3	-54.3	104.3	11.2
매출액	-0.3	7.5	9.9	5.9	-37.5	-90.5	-81.1	-71.0	5.7	-70.0	164.7	43.2
Mass	-0.4	7.0	11.3	3.7	-37.9	-100.0	-93.8	-91.2	5.3	-80.8	217.5	82.9
슬롯머신	-5.6	2.7	10.0	10.4	-36.3	-100.0	-87.4	-56.0	4.2	-70.3	152.9	28.5
VIP테이블	12.7	13.2	13.5	6.2	-46.3	-48.2	-49.2	-54.2	11.4	-49.4	94.6	15.2
영업이익	-0.7	50.2	12.3	-2.6	N/A	N/A	N/A	N/A	16.4	N/A	N/A	112.7
순이익	13.3	-46.1	37.9	176.2	N/A	N/A	N/A	N/A				
Margin (%)												
OPM	33.1	47.4	34.3	17.2	-79.1	-299.7	-84.7	-51.5	33.0	-90.3	23.6	35.1
NPM	27.1	14.0	31.7	14.1	-66.1	-131.5	-53.4	-32.6	22.0	-61.0	17.9	25.4
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.10	2.38	2.19	2.37	2.33	61.34	6.46	4.01	2.26	3.09	2.38	2.33
% YoY	-1.0	6.9	7.2	6.4	10.8	2,479.9	194.8	68.9	4.9	39.1	11.6	8.1
일평균방문객 (명)	8,284	7,348	8,531	7,567	8,194	79	1,145	1,576	7,932	1,475	5,241	8,117
% YoY	2.1	0.8	0.9	2.3	-1.1	-98.9	-86.6	-79.2	1.5	-81.4	255.4	54.9

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표12 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
드롭액	6,638.7	6,134.5	6,530.2	1,668.1	4,550.9	6,891.8
Mass테이블	2,802.1	2,559.3	2,694.5	518.0	1,644.7	3,009.0
슬롯머신	2,400.7	2,284.5	2,360.7	475.9	1,528.4	2,351.2
VIP테이블	1,436.0	1,290.6	1,475.0	674.3	1,377.8	1,531.6
홀드율 (%)	22.9	22.8	22.7	25.3	23.7	22.8
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.3	35.9	28.2	23.6
VIP테이블	18.0	17.3	16.8	18.6	17.7	18.4
매출액	1,547.8	1,438.1	1,520.0	455.4	1,205.4	1,726.4
Mass테이블	685.2	625.9	659.0	126.7	402.2	735.9
슬롯머신	579.3	551.4	574.5	170.6	431.5	554.5
VIP테이블	258.6	222.8	248.2	125.5	244.2	281.3
비카지노	124.3	166.4	180.0	70.5	202.3	264.0
매출원가	730.8	729.6	736.7	538.0	680.4	761.7
인건비	147.7	148.6	125.9	160.4	163.3	166.9
컴프	137.3	10.9	9.7	6.0	10.5	12.5
세금	227.1	208.4	220.7	59.8	160.0	235.0
판관비	286.0	277.8	282.3	328.6	240.4	359.4
영업이익	530.9	430.7	501.1	-411.1	284.6	605.4
세전이익	566.2	410.7	488.9	-399.4	304.9	630.6
순이익	437.6	297.3	334.7	-277.8	216.2	439.3
(% YoY)						
드롭액	-5.7	-7.6	6.5	-74.5	172.8	51.4
Mass테이블	-8.9	-8.7	5.3	-80.8	217.5	82.9
슬롯머신	-4.2	-4.8	3.3	-79.8	221.2	53.8
VIP테이블	-1.6	-10.1	14.3	-54.3	104.3	11.2
매출액	-8.8	-7.1	5.7	-70.0	164.7	43.2
Mass테이블	-8.8	-8.6	5.3	-80.8	217.5	82.9
슬롯머신	-4.2	-4.8	4.2	-70.3	152.9	28.5
VIP테이블	-5.3	-13.8	11.4	-49.4	94.6	15.2
영업이익	-14.2	-18.9	16.4	N/A	N/A	112.7
순이익	-3.7	-32.1	12.6	N/A	N/A	103.1
Margin (%)						
OPM	34.3	29.9	33.0	-90.3	23.6	35.1
NPM	28.3	20.7	22.0	-61.0	17.9	25.4
Valuation (배)						
EPS (원)	2,045	1,390	1,564	-1,298	1,011	2,053
PER	17.0	23.0	18.9	-18.1	23.7	11.7
PBR	2.1	1.9	1.7	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.0	-12.3	11.0	5.3
ROE (%)	13.0	8.4	9.2	-8.2	7.0	13.6
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	3.0	3.8	3.8	3.8

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

GKL: 3분기와 유사한 4분기

4Q20 컨센서스 하회 전망:
3분기 대비 길어진 휴장,
임금 인상 소급분 집행 때문

GKL의 4분기 별도 매출액과 영업이익은 각각 165억원(-87.4% YoY)과 -506억원(적전 YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 1) 3분기 대비 4분기 휴장 기간이 길었고, 2) 매년 4분기 집행되는 연간 임금 인상 소급분이 4Q19 대비 소폭 컸을 것으로 추정되기 때문이다.

산업 내 매출 회복 조건이 가장 까다롭지 않은 사업자는 강원랜드다. 전술한 바와 같이 강원랜드의 개장 후 매출은 놀라운 탄력성을 보이며 회복할 것으로 보인다. 강원랜드의 매출 움직임은 투자자들에게 카지노 산업 자체의 수요 비탄력성을 상기시킬 것이며 이 경우 외국인 카지노의 상승세도 본격화 될 것으로 예상된다.

표13 GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
드롭액	1,132.5	1,089.8	1,115.7	1,208.2	767.5	209.1	304.6	146.3	4,546.2	1,427.4	2,476.8	4,541.4
중국	345.8	325.2	375.9	359.6	251.1	80.3	80.9	40.9	1,199.3	526.2	748.5	1,468.0
일본	371.7	361.9	322.8	305.7	177.9	1.6	1.6	1.3	1,299.5	182.4	480.5	1,138.4
기타	188.2	176.0	181.0	172.7	262.7	105.0	192.1	85.3	717.9	645.2	622.5	606.0
홀드율 (%)	9.6	10.8	12.0	11.0	14.4	10.9	11.9	11.3	10.8	13.0	12.7	11.1
매출액	109.2	117.4	133.4	130.8	111.5	23.3	34.8	16.5	490.8	186.0	276.0	498.3
매출원가	84.2	82.9	90.6	98.9	76.9	47.9	55.1	59.2	356.6	239.1	290.0	341.8
인건비	34.9	30.4	35.8	44.0	35.6	33.4	35.9	44.5	145.1	149.5	155.3	160.3
컴프	13.1	13.6	13.3	13.2	7.8	0.3	0.7	0.3	53.2	9.1	20.6	52.6
세금	13.7	14.9	17.1	16.4	14.0	0.0	0.0	0.0	62.1	14.0	31.6	5.6
매출총이익	25.0	34.5	42.7	31.9	34.6	-24.7	-20.3	-42.7	37.3	33.7	38.0	43.3
판관비	8.0	8.0	12.1	9.2	7.7	7.5	10.7	7.9	133.9	-48.0	-17.3	143.9
영업이익	17.0	26.4	30.6	22.8	26.9	-32.1	-31.0	-50.6	96.8	-86.8	-52.1	113.2
세전이익	11.5	28.4	32.5	23.3	20.0	-29.1	-29.2	-48.8	95.7	-87.0	-52.3	115.5
순이익	8.7	20.1	25.3	18.3	14.7	-23.6	-22.8	-35.9	72.4	-67.5	-39.1	88.8
% YoY Growth												
드롭액	30.9	26.9	14.5	-19.6	-32.2	-80.8	-72.7	-87.9	8.2	-68.6	73.5	83.4
매출액	-10.5	1.0	2.3	17.0	2.1	-80.2	-73.9	-87.4	2.2	-62.1	48.4	80.6
영업이익	N/A	N/A	N/A	181.5	58.4	-221.4	-201.2	-322.3	1,096.8	-189.6	-40.0	-317.4
순이익	N/A	N/A	N/A	167.5	68.3	-217.5	-190.1	-295.9	957.6	-193.2	-42.0	-326.9
Margin (%)												
GPM	22.9	29.4	32.0	24.4	31.0	-106.0	-58.4	-259.3	27.3	-28.5	-5.1	31.4
OPM	15.6	22.5	22.9	17.4	24.1	-138.0	-89.1	-307.1	19.7	-46.6	-18.9	22.7
NPM	8.0	17.1	19.0	14.0	13.2	-101.3	-65.5	-217.7	14.8	-36.3	-14.2	17.8

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표14 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'19.12	'20.1	'20.2	'20.3	'20.4	'20.5	'20.6	'20.7	'20.8	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12
드롭액 (십억원)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	178.0	177.4	138.0	45.8		46.4	47.2	48.5	57.3	44.9	39.4	28.3	
	VIP	144.0	147.5	118.4	33.5		35.4	36.9	37.8	46.3	35.4	29.5	21.5	
	Japan	44.0	34.0	31.0	3.6		0.6	0.7	0.4	0.5	0.4	0.7	0.4	
	China	66.1	69.2	46.7	7.5		10.8	9.1	5.3	3.0	3.7	2.5	2.5	
	Others	33.8	44.3	40.7	22.4		24.0	27.1	32.2	42.8	31.3	26.3	18.6	
	Mass	34.0	30.0	19.6	12.3		11.0	10.3	10.7	11.0	9.5	9.9	6.8	
Seoul Hilton Casino	Table Drop	125.2	111.1	82.3	34.4		33.6	33.7	30.8	32.3	26.0	23.5	16.9	
	VIP	61.0	55.7	43.1	15.5		15.3	11.8	7.6	11.6	10.0	6.7	4.2	
	Japan	32.1	30.8	24.6	1.6		0.0	0.0	-	-	0.0	0.0	0.0	
	China	20.0	15.2	13.1	8.8		11.1	7.4	2.1	3.5	2.7	2.4	2.1	
	Others	8.9	9.7	5.4	5.1		4.2	4.4	5.5	8.0	7.3	4.3	2.1	
	Mass	64.2	55.4	39.2	18.9		18.3	21.8	23.2	20.7	16.0	16.8	12.7	
Busan Lotte Casino	Table Drop	67.3	59.0	38.0	5.8		6.5	10.9	8.0	5.6	6.2	7.3	4.9	
	VIP	52.8	44.7	28.4	2.4		2.6	6.6	4.4	1.5	2.5	2.4	1.5	
	Japan	27.3	18.2	16.7	0.4		-	-	-	-	0.0	0.0	0.1	
	China	22.1	24.1	9.3	0.9		0.6	2.3	1.5	0.4	0.2	0.2	0.4	
	Others	3.4	2.3	2.4	1.1		2.0	4.3	2.9	1.1	2.3	2.2	1.1	
	Mass	14.5	14.2	9.6	3.4		3.8	4.3	3.6	4.1	3.7	4.9	3.4	
Total	Table Drop	370.5	347.5	258.3	86.0		86.5	91.8	87.3	95.2	77.1	70.2	50.1	
	VIP	257.8	247.8	189.9	51.4		53.4	55.3	49.8	59.3	47.9	38.7	27.2	
	Japan	103.4	83.0	72.2	5.6		0.6	0.7	0.4	0.5	0.4	0.7	0.5	
	China	108.2	108.5	69.1	17.2		22.5	18.8	8.9	6.9	6.6	5.1	5.0	
	Others	46.1	56.3	48.5	28.7		30.2	35.8	40.5	52.0	40.9	32.8	21.7	
	Mass	112.8	99.6	68.4	34.6		33.1	36.4	37.6	35.8	29.2	31.5	22.9	
	Slot Machine Drop	44.7	38.1	26.0	11.5		14.7	16.1	14.6	14.9	15.5	14.1	11.8	
국적별 Breakdown	Total drop	415.2	385.6	284.3	97.6		101.2	107.8	101.9	110.1	92.6	84.3	62.0	
	VIP+Mass	370.5	347.5	258.3	86.0		86.5	91.8	87.3	95.2	77.1	70.2	50.1	
	Japan	112.7	91.7	80.1	6.1		0.8	0.8	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5	
	China	147.5	135.0	87.8	28.3		37.7	33.9	25.5	22.0	18.5	18.4	15.3	
	Others	58.4	68.5	56.6	33.3		34.4	40.1	45.0	56.9	45.3	37.2	25.1	
	No Name	51.9	52.2	33.8	18.4		13.6	17.0	16.5	15.8	12.7	13.8	9.2	
성장률 (% YoY)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	-43.1	5.5	-11.1	-74.2		-71.9	-68.2	-68.2	-66.2	-72.8	-81.4	-83.8	
	VIP	-41.2	9.4	-8.3	-77.7		-73.6	-68.2	-68.8	-65.5	-73.4	-83.2	-85.4	
	Japan	-24.4	-20.6	-22.9	-92.2		-98.0	-98.0	-99.0	-99.0	-99.1	-98.9	-99.2	
	China	-41.0	30.6	-17.8	-88.2		-83.2	-80.3	-89.2	-94.4	-93.3	-96.2	-94.2	
	Others	-54.5	13.4	26.6	-44.6		-37.3	-18.7	-7.8	20.9	-13.1	-47.0	-64.1	
	Mass	-49.9	-10.1	-24.8	-54.9		-64.5	-67.9	-65.8	-68.9	-70.6	-72.5	-75.1	
Seoul Hilton Casino	Table Drop	-29.4	-5.4	-21.2	-70.3		-71.7	-67.5	-72.9	-74.3	-75.8	-77.5	-84.8	
	VIP	-24.5	-11.1	-20.8	-74.1		-75.5	-74.3	-86.3	-82.6	-80.6	-85.7	-92.1	
	Japan	-30.6	-33.2	-35.8	-95.7		-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.9	-100.0	-100.0	
	China	35.2	161.9	122.5	-37.7		-27.3	-40.3	-81.2	-82.9	-80.4	-79.4	-83.4	
	Others	-54.9	-9.5	-47.3	-43.2		-32.1	-40.5	-44.6	7.3	-46.5	-45.7	-74.5	
	Mass	-33.5	1.1	-21.6	-66.1		-67.5	-62.1	-60.3	-65.0	-71.4	-70.8	-78.1	
Busan Lotte Casino	Table Drop	-5.6	-13.3	-42.2	-89.6		-90.2	-82.6	-84.3	-91.3	-88.3	-87.1	-90.5	
	VIP	-10.3	-21.1	-47.6	-94.7		-94.9	-85.9	-88.1	-96.9	-93.4	-94.2	-96.1	
	Japan	18.9	-26.3	-22.4	-98.3		-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.7	
	China	-23.6	-9.2	-67.3	-95.0		-97.6	-86.4	-88.9	-98.4	-98.8	-99.1	-97.0	
	Others	-51.5	-56.0	-41.8	-82.6		-45.4	-40.2	-5.7	-57.7	-17.0	-43.1	-84.2	
	Mass	17.0	25.6	-17.2	-69.3		-72.5	-72.6	-74.5	-74.9	-75.5	-65.7	-73.3	
Total	Table Drop	-34.0	-1.7	-20.6	-75.4		-75.3	-70.8	-72.5	-73.5	-76.3	-81.2	-85.1	
	VIP	-33.0	-2.5	-20.1	-79.8		-78.5	-73.6	-76.6	-76.2	-78.4	-85.4	-88.6	
	Japan	-18.9	-26.9	-27.7	-94.6		-99.3	-99.2	-99.6	-99.6	-99.5	-99.3	-99.5	
	China	-30.6	27.1	-24.2	-81.9		-78.5	-75.1	-87.9	-92.9	-92.3	-95.0	-92.8	
	Others	-54.4	2.2	4.4	-48.8		-37.3	-25.3	-15.2	14.0	-22.1	-46.6	-67.4	
	Mass	-36.2	0.2	-22.0	-63.2		-67.3	-65.4	-63.9	-67.7	-71.8	-70.7	-76.7	
	Slot Machine Drop	12.8	15.3	-18.0	-70.9		-63.7	-55.9	-57.7	-61.5	-61.4	-66.9	-70.8	
Total	Total drop	-30.9	-0.3	-20.4	-74.9		-74.1	-69.3	-71.0	-72.4	-74.7	-79.7	-83.6	

주: 4월, 12월 실적은 영업정지로 인해 공시하지 않음. 자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스: 인력 구조조정이 일단락될 4Q20

4분기 별도 부문 희망퇴직 비용
가정한 적자 250억원 전망

4분기 파라다이스의 매출액과 영업이익은 각각 1,104억원(-59.0% YoY)과 -250억원(적전 YoY)으로 전망된다. 12월 위커힐 홀드윅이 일시적으로 상승하며 12월 15일 이후 영업정지에도 불구하고 4분기 카지노 매출은 3분기보다 높은 수준을 기록했다. 3분기에 이어 별도 부문의 희망퇴직 비용이 반영되며 일시적 비용(인건비)은 3분기 높아진 수준을 유지할 것으로 본다. 12월 거리두기 단계 상향으로 인해 5월부터 회복세였던 호텔 부문은 12월 타격으로 3분기와 4분기 호텔 매출은 유사한 수준에 그쳤을 것으로 추정한다.

카지노 산업 내 매출 회복 조건이 가장 까다롭지 않은 사업자는 강원랜드다. 전술한 바와 같이 강원랜드의 개장 후 매출은 놀라운 탄력성을 보이며 회복할 것으로 보인다. 강원랜드의 매출 움직임은 투자자들에게 카지노 산업 자체의 수요 비탄력성을 상기시킬 것이며 이 경우 외국인 카지노의 상승세도 본격화 될 것으로 예상된다.

표15 파라다이스 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	110.4	269.5	-59.0	90.6	21.9	93.0	18.7
영업이익	-25.0	12.4	적전	-31.1	적지	-29.4	14.9
세전이익	-35.6	-14.4	적지	-31.9	적지	-47.6	25.2
지배순이익	-24.5	-9.5	적지	-16.3	적지	-26.3	6.6

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표16 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'19.12	'20.1	'20.2	'20.3	'20.4	'20.5	'20.6	'20.7	'20.8	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12
Drop	216,326	242,240	242,012	48,432	24,299	67,219	49,554	48,685	50,685	35,111	42,555	37,487	55,499
Sales	38,864	37,664	31,635	6,676	3,397	7,899	4,657	6,031	5,803	3,210	4,928	5,869	9,065
Sales (table)	34,961	35,256	25,482	6,815	2,979	7,391	3,889	5,126	4,901	2,724	3,975	5,051	7,938
Sales (slot)	1,417	1,626	1,854	366	417	563	695	907	910	495	899	741	1,079
홀드율 (table,%)	16.2	14.6	10.5	14.1	12.3	11.0	7.8	10.5	9.7	7.8	9.3	13.5	14.3
홀드율 (total,%)	16.8	15.2	11.3	14.8	14.0	11.8	9.3	12.4	11.5	9.2	11.5	15.5	16.2
YoY Growth (%)													
Drop	7.5	15.7	31.5	-75.5	-89.4	-74.3	-78.1	-77.9	-80.7	-84.8	-81.2	-81.7	-74.3
Sales	79.6	36.0	28.4	-70.2	-83.9	-70.4	-87.9	-81.6	-83.9	-91.8	-86.6	-81.0	-76.7
Sales (table)	89.3	44.2	6.3	-69.0	-83.3	-65.2	-87.3	-83.5	-84.6	-92.4	-88.5	-82.9	-77.3
Sales (slot)	39.5	34.9	-8.2	-74.0	-69.9	-61.6	-46.5	-44.8	-39.2	-68.4	-16.4	-55.6	-23.9
홀드율 (table,%p)	7.0	2.9	-2.5	3.0	4.4	2.9	-5.7	-3.5	-2.4	-7.8	-5.8	-1.0	-1.9
홀드율 (total,%p)	7.1	3.0	-2.8	3.0	5.5	3.1	-4.9	-2.4	-1.2	-7.1	-4.2	0.2	-0.6
Drop breakdown													
VIP	171,402	198,123	205,486	36,992	18,053	47,071	31,078	31,983	33,124	23,827	25,052	19,752	32,294
China VIP	38,314	53,963	65,305	12,118	3,246	3,407	774	1,144	1,664	336	590	377	925
Japan VIP	94,486	111,389	78,239	7,027	178	146	37	2	14	17	7	0	349
Other VIP	38,601	32,771	61,943	17,848	14,629	43,517	30,266	30,837	31,446	23,474	24,455	19,375	31,020
Mass	44,924	44,117	36,526	11,440	6,246	20,148	18,511	16,702	17,562	11,284	17,503	17,734	23,205
YoY Growth (%)													
VIP	1.9	12.0	31.4	-77.9	-90.6	-78.8	-83.5	-82.4	-84.8	-87.4	-86.7	-88.0	-81.2
China VIP	-6.6	33.0	74.0	-56.9	-91.7	-94.2	-98.3	-97.1	-95.8	-99.3	-99.0	-99.0	-97.6
Japan VIP	14.5	32.9	-2.5	-92.0	-99.8	-99.9	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.6
Other VIP	-13.5	-37.6	60.3	-65.2	-70.9	-13.4	-39.4	-35.9	-47.4	-55.5	-54.6	-50.0	-19.6
Mass	36.1	35.6	31.9	-62.7	-82.4	-48.4	-50.6	-57.1	-61.1	-73.1	-54.8	-55.3	-48.3
VIP방문객 (명)													
VIPs	7,779	7,950	6,701	2,594	1,139	2,972	2,442	2,246	2,247	1,469	1,823	1,612	2,344
China VIP	1,228	1,590	1,209	245	63	196	90	117	141	80	123	81	149
Japan VIP	3,516	3,923	2,522	367	5	4	2	2	0	6	2	0	16
Other VIP	3,035	2,437	2,970	1,982	1,071	2,772	2,350	2,127	2,106	1,383	1,698	1,531	2,179
YoY Growth (%)													
VIPs	0.8	3.1	-7.8	-65.0	-86.0	-66.2	-69.1	-71.0	-72.8	-79.9	-76.9	-77.4	-69.9
China VIP	-17.9	35.5	-12.6	-75.3	-93.9	-87.6	-93.5	-90.3	-90.4	-92.6	-93.6	-93.6	-87.9
Japan VIP	0.7	8.9	-21.7	-88.6	-99.9	-99.9	-99.9	-99.9	-100.0	-99.8	-99.9	-100.0	-99.5
Other VIP	11.2	-16.9	11.3	-38.1	-66.6	-15.2	-24.1	-30.2	-26.7	-50.4	-42.4	-43.7	-28.2
정킷 실적													
Rolling Chip Turnover	226,320	135,801	221,234	41,782	464	1,934	2,601	11	577	295	760	2,283	547
W/L	9,549	3,723	11,823	661	8	-110	-99	-3	-9	79	113	52	157
Win rate(%)	4.2	2.7	5.3	1.6	1.7	-5.7	-3.8	-27.3	-1.6	26.8	14.9	2.3	28.7
Sales	2,486	782	4,299	-505	1	-55	73	-2	-8	32	54	25	48

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표17 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
전체 매출액	302.1	463.3	180.1	206.5	391.3
카지노 매출	247.1	375.6	126.3	135.0	321.5
드롭액	2,156.2	2,669.2	943.8	1,155.2	2,243.3
비카지노 매출	53.0	87.9	53.8	71.5	69.8
영업이익	-20.8	20.0	-68.3	-2.1	119.0
영업이익률(%)	-6.9	4.3	-37.9	-1.0	30.4
감가상각비	40.8	64.4	61.1	61.1	61.1
EBITDA	20.0	84.4	-7.2	59.0	180.1

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표18 파라다이스 시티 분기 실적 전망 분기

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
드롭액	591.3	715.5	714.5	647.9	532.7	141.1	134.5	135.5	2,669.2	943.8	1,155.2	2,243.3
VIP드롭액	500.4	603.5	588.4	524.5	440.6	96.2	88.9	77.1	2,216.8	702.8	507.0	1,479.1
Mass드롭액	90.9	112.0	126.1	123.4	92.1	44.9	45.5	58.4	452.4	241.0	648.2	764.3
전체 매출액	90.7	105.8	135.3	131.5	89.7	26.0	28.8	35.6	463.3	180.1	206.5	391.3
카지노 매출	74.8	86.4	107.9	106.6	75.8	16.0	14.6	19.8	375.6	126.3	135.0	321.5
드롭액	591.3	715.5	714.5	647.9	532.7	141.1	134.5	135.5	2,669.2	943.8	1,155.2	2,243.3
비카지노매출	15.9	19.5	27.6	25.0	13.9	10.0	14.1	15.7	87.9	53.8	71.5	69.8
영업이익	-7.1	-5.0	24.5	7.7	2.5	-28.2	-25.6	-17.0	20.0	-68.3	-2.1	119.0
영업이익률(%)	-7.8	-4.7	18.1	5.8	2.8	-108.4	-88.9	-47.8	4.3	-37.9	-1.0	30.4
감가상각비	15.4	16.1	16.1	16.8	15.0	14.7	14.5	16.8	64.4	61.1	61.1	61.1
EBITDA	8.2	11.2	40.6	24.4	17.5	-13.5	-11.0	-0.2	84.4	-7.2	59.0	180.1
EBITDA이익률(%)	9.1	10.5	30.0	18.6	19.5	-51.8	-38.4	-0.6	18.2	-4.0	28.6	46.0

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표19 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	201.7	233.9	274.4	269.5	184.7	74.6	90.6	110.4	979.4	460.3	634.3	834.7
카지노	161.4	190.1	215.7	216.9	154.3	51.5	55.1	74.4	784.1	335.4	468.4	668.1
호텔	19.6	20.4	25.1	24.1	14.3	12.0	19.6	19.6	89.3	65.5	89.4	89.4
기타	22.6	22.5	33.3	28.0	15.9	10.8	14.9	16.5	106.4	58.0	76.5	77.1
매출원가	190.5	200.9	211.3	237.2	164.2	103.7	108.5	122.1	839.9	498.5	546.6	728.0
매출총이익	11.2	33.0	63.1	32.2	20.4	-29.1	-18.0	-11.7	139.5	-38.3	87.7	106.7
판관비	17.5	28.3	22.1	19.8	15.6	15.5	13.1	13.4	87.7	57.5	51.0	63.2
영업이익	-6.3	4.7	41.1	12.4	4.8	-44.5	-31.1	-25.0	51.9	-95.8	36.6	43.5
세전이익	-13.4	-5.3	48.6	-14.4	-2.8	-53.7	-32.4	-35.6	15.5	-124.5	15.3	22.8
순이익	-7.5	-2.1	34.2	-9.5	-2.5	-31.9	-16.3	-24.5	15.1	-75.2	16.9	-14.9
% YoY Growth												
매출액	12.4	29.2	30.4	24.4	-8.5	-68.1	-67.0	-59.0	24.4	-53.0	37.8	31.6
영업이익	적전	흑전	280.0	흑전	흑전	적전	적전	적전	2,054.2	-284.6	-138.3	18.6
순이익	적전	적지	626.3	적지	적지	적지	적전	적지	-171.8	-597.7	-122.5	-188.0
Margin (%)												
GPM	5.5	14.1	23.0	12.0	11.1	-38.9	-19.8	-10.6	14.2	-8.3	13.8	12.8
OPM	-3.1	2.0	15.0	4.6	2.6	-59.6	-34.3	-22.7	5.3	-20.8	5.8	5.2
NPM	-3.7	-0.9	12.5	-3.5	-1.3	-42.7	-18.0	-22.2	1.5	-16.3	2.7	-1.8

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

골프존: 아쉬운 4분기

신규 판매는 호조세 유지,
거리두기 상향에 따른 영업 정지로
라운드 수 성장은 잠시 멈춤세

골프 산업 또한 거리두기 단계 상향으로 타격을 받고 있다. 골프존은 1) 신규 기계 판매, 2) 설치된 스크린골프 이용에 따른 연동 매출, 3) GDR(스크린 골프 연습장)이 이익의 swing factor다.

골프 인구 증가로 골프존파크(골프존의 스크린골프 브랜드) 출점 의지는 여전히 높아 4분기에도 높은 신규 판매 매출 성장이 예상된다. 그러나 한 달간의 영업정지로 4Q20 라운드 수는 4Q19와 유사한 수준이 예상된다. 2020년 연중 지속된 신규 판매가 영업 정지에 따른 대당 라운딩 수 감소를 상쇄한 것으로 추정된다.

2020년 아쉬웠던 GDR.
2021년 추가 출점보다는 수익성
위주로 재정비 나설 것

2020년 상반기 회복 기조를 보였던 GDR 적자는 하반기 거리두기 단계 상향으로 적자폭이 다시 확대되었다. 점당 회원 수는 꾸준한 증가세를 보여 사업성은 나쁘지 않으나 간헐적 거리두기 단계 상향에 따라 휴회 회원이 증가하며 매출이 부진했다. 동사의 GDR 매장은 2020년말 기준 89개(+9개 YoY)다. 2021년은 추가 출점보다는 재정비가 초점이 될 것으로 예상된다.

2020 DPS 2,800원 예상

이를 감안한 골프존의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 740억원(+23.1% YoY)과 79억원(흑전 YoY)으로 전망한다. 4분기 코로나 타격으로 2020년 별도 순이익은 390억원에 그칠 전망이다. 배당 성향 45% 가정 시 DPS는 2,800원(배당 수익률 4.1%)으로 예상된다.

동사의 적정주가를 기준 104,000원에서 94,000원으로 하향한다. 1) 1분기 거리두기 단계 상향 및 GDR 회복 지연을 반영하여 실적을 소폭 하향하였으며, 2) 적용 밸류에이션을 기존 15배에서 10% 할인한 13배를 적용한 데 따른다. 이익 성장 peak 시점을 지난 점을 반영하여 기존 적용 밸류에이션 대비 소폭 할인했다.

밋밋한 주가의 원인은
1) 이벤트 부재,
2) 새로워진 투자 시계열

거리두기 단계 상향, GDR 회복 지연 등 부정적 요소를 감안하더라도 2021년 동사의 영업이익은 19% YoY 증가할 전망이다. 사업 상 특이사항은 없으나 반대로 이벤트가 부재하단 점이 밋밋한 주가를 설명한다. 특히 투자자들이 after 코로나에 초점을 맞추는 현 상황에서는 주가 trigger가 눈에 띄지 않는다. 오히려 투자자들은 코로나 이후 동사의 실적 지속성에 대한 의문을 갖기도 한다.

'코로나 특수였다'는 투자자 오해
풀기까지는 시간 다소 소요될 것

골프존 모바일앱 이용 회원을 조사한 동사 자체 조사 결과 회원은 heavy user와 light user가 극명하게 나뉜다. Heavy user의 경우 월 평균 4회 골프존파크를 이용하는 것으로 드러났는데, 이는 골프가 생활 운동의 영역에 진입했다는 것을 뜻한다. 시장의 우려와 달리 코로나 이후에도 동사의 실적이 견조할 것이라 판단하는 이유다. 그러나 이를 증명하기 까지는 시간이 다소 필요해 보인다.

표20 골프존 적정주가 산출 내역

가치 및 적용 밸류에이션		비고
순이익 (십억원)	45.6	(1) '20년 순이익 전망치
적용 밸류에이션 (배)	13	(2) 기존 적용 밸류에이션 15배의 10% 할인
적정 시가총액 (십억원)	592.2	(1) * (2)
적정주가 (원)	94,365	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 골프존 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
매출	60.5	60.7	65.6	60.1	72.7	72.2	79.6	74.0	247.0	298.6	338.7	361.1
스크린골프	59.1	62.5	70.8	63.5	77.7	70.6	83.9	76.4	255.9	308.5	348.9	370.0
Golf simulator	53.5	54.5	56.6	48.3	64.2	56.7	64.3	56.8	213.0	255.0	274.2	288.5
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	2.4	3.6	3.8	3.7	2.9	2.9	3.8	3.7	13.6	13.3	14.3	15.3
직영사업	5.1	3.9	6.3	8.1	8.7	9.4	9.7	11.3	23.5	39.2	45.4	50.6
유지보수	2.7	1.8	2.1	5.6	2.6	1.8	2.1	5.6	12.2	12.1	11.3	12.1
Golf simulator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상AS 및 질관리수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비즈몰	2.0	1.8	1.8	1.6	2.0	1.7	1.0	1.0	7.2	5.7	6.7	7.7
유지보수 자재	0.8	0.0	0.3	4.0	0.6	0.1	0.3	3.2	5.1	4.2	4.6	4.4
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결조정	-1.3	-3.6	-7.3	-8.9	-7.5	-0.2	-6.4	-8.0	-21.1	-22.0	-21.5	-21.0
성장률(% YoY)												
매출	39.1	25.3	27.8	8.6	20.2	18.9	21.3	23.1	24.3	20.9	13.5	6.6
스크린골프	28.4	31.6	38.6	14.1	31.4	12.9	18.5	20.4	27.8	20.6	13.1	6.0
Golf simulator	42.3	23.1	20.1	-6.1	19.9	4.0	13.7	17.4	18.0	19.7	7.5	5.2
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	-14.8	23.0	11.4	29.7	19.2	-19.5	0.0	0.0	12.5	-1.8	7.5	7.0
직영사업	N/A	N/A	N/A	N/A	70.0	140.8	54.9	39.0	N/A	67.0	15.9	11.5
유지보수	6.4	-24.4	-23.4	97.8	-7.0	2.1	0.0	0.0	16.0	-1.3	-6.2	6.8
원가 추정												
매출원가	21.6	24.3	24.2	23.8	26.8	26.8	29.5	29.4	93.9	112.1	131.2	136.4
매출원가율(%)	35.6	40.0	36.9	39.6	36.9	37.1	37.0	39.7	38.0	37.6	38.7	37.8
판매관리비	24.1	26.5	33.7	36.6	30.6	31.3	34.5	36.8	120.9	133.2	144.2	150.5
판매관비율(%)	39.8	43.7	51.3	60.8	42.0	43.4	43.4	49.7	48.9	44.6	42.6	41.7
이익 추정												
매출총이익	39.0	36.4	41.4	36.4	45.9	45.4	50.1	44.7	153.2	186.4	207.5	224.7
매출총이익률(%)	64.4	60.0	63.1	60.4	63.1	62.9	63.0	60.3	71.9	73.1	75.7	77.9
% YoY	28.0	25.5	32.7	19.4	17.8	24.7	21.0	22.8	26.4	21.7	11.3	8.3
영업이익	14.8	9.9	7.8	-0.2	15.3	14.1	15.6	7.9	32.3	53.2	63.3	74.2
영업이익률(%)	24.5	16.3	11.8	-0.3	21.1	19.5	19.6	10.6	13.1	17.8	18.7	20.5
% YoY	41.3	49.1	14.0	적전	3.3	42.6	101.2	흑전	14.7	64.8	18.9	17.2

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠: 중간 점검

2021년, 눌러왔던 순수 제작사의 반란이 시작된다

당사는 '2021년 연간전망' 자료를 통해 기존 Top-tier 2인 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 대비 그동안 눌러왔던 중소형 순수 제작사의 투자 매력도가 높아지는 시점임을 산업 변화를 통해 제시한 바 있다. 변화의 가장 두드러진 움직임은 중국 OTT로부터 시작되었다. 아이치이(iQiyi)를 시작으로 텐센트까지 중국 OTT가 당국의 허가가 필요한 중국에서가 아닌, '동남아'에서 넷플릭스와 본격적인 대결을 위해 한국 콘텐츠를 구매하기 시작하는 시점이 2021년이기 때문이다.

2017~2020, 한국 드라마 성장에 따른 이익이 Top-tier 2에게 몰린 이유는?

2017년부터 2020년까지 한국 드라마 시장의 해외 판권 성장을 이끈 것은 미국 OTT, 다시 말하면 넷플릭스의 힘이 전부라 해도 과언이 아니다. 미국 사업자들의 경우 레퍼런스, 즉 예측 가능성을 높이 산다. 때문에 과거 해외 판권 판매는 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리와 같은 채널 관계사(혹은 채널 자체)와의 거래가 드라마 판권의 90% 가까이를 설명한 바 있다. 2017년~ 2020년 산업 호황에도 중소형 제작사는 부진, Top-tier 2에게 산업의 이익이 몰린 원인이다.

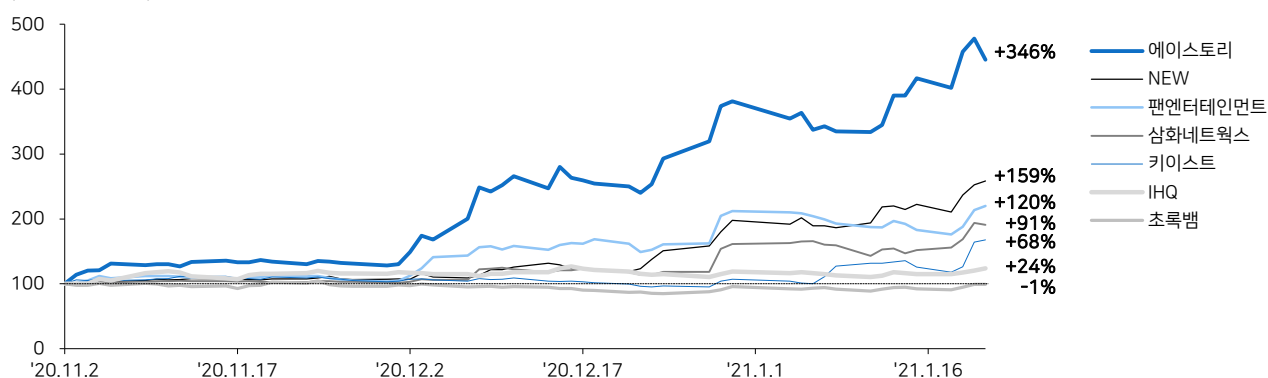
평등해진 기회요인:
THAAD 이전 거래 덕에 중국 네트워크 있는 중소형 제작사들

그러나 2021년부터 아이치이, 텐센트와 같은 중국 사업자들이 동남아 판권 시장의 buyer로 뛰어든다. 다행히 이들은 THAAD 이전에 중소형 제작사들과 거래 경험이 있다. 2017년 이전까지 개별 제작사를 중심으로 중국 계약에 따른 주가 등락을 기억하면 이해가 쉽다. 중국 OTT 사업자들은 넷플릭스와 달리 선택지에서 중소형사를 굳이 지우고 시작할 이유가 없다.

실제로 중소형 제작사들의 주가 퍼포먼스는 11월 말부터 강세는 띄고 있다. 대규모 판권 계약을 공시한 에이스토리를 비롯해 여타 제작사들의 뒷심도 눈에 띈다. 에이스토리가 했던 '제작사와 OTT와의 판권 직접 거래'가 다른 제작사들에게 나오지 않아야 하는 이유는 없다. 당사가 에이스토리를 포함하여 팬엔터, NEW, IHQ, 초록뱀, 삼화네트웍스, 그리고 키이스트까지 바스켓 매매를 추천했던 이유다.

그림5 11월 이후 중소형 제작사들 주가 추이

(2020.11.1=100)



주: 2021년 1월 21일 종가 기준

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Buyer의 입장:

아시아 시장에서 play하는 OTT
사업자에게 한국 드라마는 '잇템'

주지하는 바와 같이 동남아 시장은 선진국과 달리 케이블 시장이 점령하지 않아 OTT 사업자들에게 기회의 땅으로 불린다. 특히 아이치이의 경우 매출 성장률 둔화가 두드러진 상황이다. 매년 폭증하는 콘텐츠 투자 비용을 감내하기 위해서는 과거 넷플릭스가 그러했듯 해외 진출이 답이다. 아시아 시장에서 사업을 영위하는 OTT 사업자에게 위해 한국 드라마는 필요 불가결한 요소다.

**변화1. 중국 OTT 사업자 행보가
가져온 나비효과:**

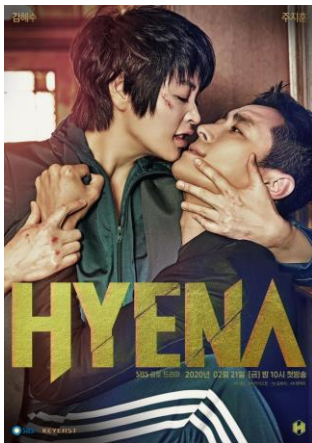
미국 OTT를 움직이다

당사가 제작사들과 지난 12월~1월 진행한 미팅을 통해 확인한 바에 따르면, 수요는 예상보다도 더욱 강했다. 중국 OTT 사업자들이 콘텐츠 확보를 위해 한국 드라마 사업자들에게 빈번하게 접촉하자 아직 아시아 시장 로컬 콘텐츠를 구매할 플랫폼이 설립조차 되지 않은 디즈니와 아시아 진출 계획이 발표되지 않은 HBO 또한 중소형 제작사들의 콘텐츠 확보를 위해 움직이기 시작한 것이다. 본래 이들은 스튜디오드래곤과 같이 대형 업체와의 향후 오리지널 콘텐츠 제작 계획 이외에는 특별한 행보를 보이지 않았다.

**변화 2-1. 팬츠는 가격에
넷플릭스와 직접 거래가 가능해진
중소형 제작사**

대형 제작사 중심으로 상대하던 OTT들이 중소형 제작사가 직접 핸들링하는 IP 판권을 구매하기 시작한 것도 큰 변화에 해당한다. 넷플릭스도 한국에서 본격적으로 콘텐츠를 구매하기 시작한지 5년차에 접어들었다. 지난 시간 업체 별로 거래 경험이 싹텃고, 중소형 제작사들이 스튜디오드래곤이나 제이콘텐트리를 거치지 않고도 직접 넷플릭스와 팬츠는 가격에 판권 계약을 체결하는 계기가 되었다. 이 변화는 지난해부터 본격적으로 감지되었는데, 키이스트의 <하이에나> 계약, 다가오는 팬엔터테인먼트의 <라켓소년단> 계약이 이에 해당한다. 이들 전에도 직접 거래한 경우는 존재했다. 다만 판권 가격이 터무니 없이 낮았다.

그림6 SBS 방영된 키이스트 제작 드라마 <하이에나>



자료: SBS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SBS 방영 예정인 팬엔터 제작 드라마 <라켓소년단>



주: 주연 배우로 확정된 오나라(좌), 탕준상(우)
자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

변화 2-2. JTBC, TVN 방영 드라마도 직접 IP 핸들링하며 판권을 잘 팔고 있는 중소형 제작사

타 OTT에서도 이와 유사한 흐름이 감지되고 있다. 업계에 따르면 강풀 원작의 드라마 <무빙>(500억 예산, 20부작 예정)은 JTBC 방영 예정인데 이에 대한 IP를 제작사인 NEW(스튜디오앤뉴)가 직접 핸들링하며 해외 판권을 글로벌 OTT 사업자와 계약할 것으로 보인다. TVN 방영 예정인 <지리산>이 기존과 달리 제작사인 에이스토리가 직접 IP를 보유하며 해외 판권을 아이치이에게 판매한 것도 이에 해당된다.

지난 20일 1차 라인업을 발표한 키이스트의 예정작에도 대작이 풍부하다. <별들에게 물어봐>의 경우 400억 이상의 제작비가 소요될 예정인데, 이러한 큰 규모의 제작비를 예상한다는 것은 판매처 short list가 어느 정도 좁혀졌다는 이야기이다.

산업 신규 진입자도 OTT 계약 어렵지 않게 체결 중

2021년부터 드라마 제작에 뛰어드는 위지웍스튜디오도 산업의 훈풍 덕을 보고 있다. 동사에 따르면 올해 제작 드라마 2편을 준비 중인데 회당 10억원이 넘는 대작이며 OTT 판매처 short list 또한 추려진 것으로 추정된다. 신규 진입하는 사업자가 IP를 직접 OTT에 판매한다는 것은 이전에는 기대하기 힘든 일이었다.

대규모 제작 드라마, IP를 더 이상 Top-tier 2에게 넘기지 않아도 된다

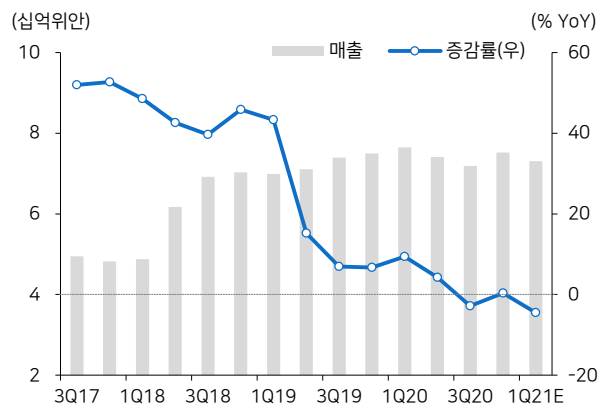
2020년까지만 하더라도 편당 10억원이 넘는 큰 규모의 드라마들의 IP(지적 재산권)는 Top-tier 2의 몫이었다. 키이스트의 <하이에나>를 제외하고는 유의미한 수익을 기록한 텐트폴 드라마는 부재했다. 그러나 OTT 사업자들이 중소형 제작사와 직접 계약하는 일이 빈번해지며 과거와 같이 IP를 Top-tier 2에게 넘겨주어야 할 유인이 줄어든 것이다.

그림8 아이치이는 중국 아닌 동남아 판권을 사간 것!



자료: tvN, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아이치이의 매출 및 매출 성장률



주: 예상치는 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기 공급 계약의 역할

공급자 입장에서 장기 공급 계약은 미래 수익을 예측 가능하게 한다는 점에서 긍정적이다. 투자자들 또한 이에 대해 프리미엄을 부여한다. 2019년말 넷플릭스와 스튜디오드래곤/제이콘텐트리의 2020~2022년 3년간 20편에 대한 계약이 이에 해당한다.

변화 3. 필모 착실히 쌓은 중소형 제작사라면 글로벌 OTT와의 장기 공급 계약 시간 문제일 것

주지하는 바와 같이 넷플릭스와 장기 공급 계약을 맺는 사업자는 많지 않다. 그러나 최근 움직임에 따르면 중소형 드라마 제작사들에도 넷플릭스를 포함한 글로벌 OTT들과의 계약이 장기적 성격을 띠기 시작한 것으로 파악된다. 예를 들면, 이전에는 하나의 작품에 대하여 계약을 하는 단발성에 그쳤다면 최근 흐름은 여러 개 작품을 미리 계약해 확보하려 한다. 그간 시장에 필모그래피를 착실히 쌓아온 중소형 제작사들은 글로벌 OTT와의 장기 공급 계약 체결이 앞으로 러쉬를 이룰 것으로 예상된다.

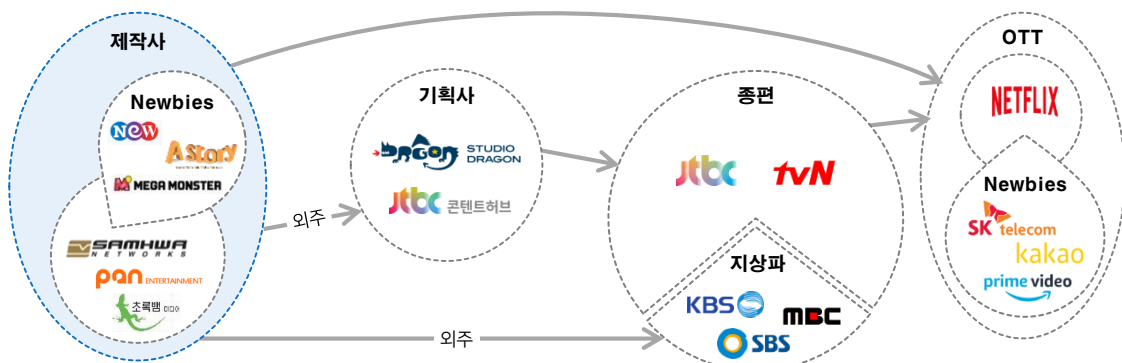
장기 공급 계약의 득과 실: 중요한 건 seller의 선택지가 많아졌다는 것!

개별 사업자 입장에서 장기 공급 계약이 오히려 아쉬운 경우도 있다. 전술한 바와 같이 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리의 경우 연간 일정 부분의 작품을 판권 요율이 결정된 채 계약되어 있다는 점에서 bidding을 통해 가격을 높일 기회를 상실했다고 볼 수도 있다. 이 때문에 장기 공급 계약을 체결하는 것이 좋은지 아니면 개별적으로 체결해 변동성은 다소 높아지겠으나 이익을 극대화 하는 것이 좋은지에 대해서는 의견이 분분하다. 양 쪽 어느 측면이든 분명한 것은 seller의 선택지가 많아졌다는 것이다. 이는 공급자 우위를 증명하는 중요한 증거다.

장기 공급 계약은 중소형 제작사들이 투자자 신뢰 얻는 데 긍정적 역할을 할 것

중소형 제작사를 투자하는데 대한 빈번한 우려는 '그래서 다음에는 무엇을 팔 것 이냐'다. 장기 공급 계약은 중소형 제작사의 연간 실적 변동성을 줄여주는 역할을 할 것으로 기대된다.

그림10 미디어 3세대로의 변화: 수직적 변화가 중소형 제작사 위상을 바꾼다



자료: 메리츠증권 리서치센터

SD/J con도 좋아진다. 하지만
중소형 제작사가 더 좋아진다

살펴본 바와 같이 한국 드라마 판권 시장은 공급자 우위의 시장이다. 이에 따르면 Top-tier 2 또한 전망이 좋다. 플랫폼들이 콘텐츠를 구매하기 위해 움직일 때 제이콘텐트리와 스튜디오드래곤을 제외한다는 건 있을 수 없다. 다만 상대적 기회 측면에서 중소형 제작사들의 기회가 이전보다 더 많이 열리고 있어 콘텐츠 산업에서 기존 투자사 역할이던 Top-tier 2 대비 중소형 제작사의 상대 매력도가 높다고 판단한다.

드라마 시장의 네거티브(-)①
: 증가하는 제작비, 따라가지 못하는 편성매출

물론, 한국 드라마 시장의 모든 요소가 장밋빛인 것 만은 아니다. 방송 편성 매출이 이에 해당된다. 광고 시장이 부진한 데 반해 드라마 대형화로 평균 제작비는 지속적으로 상승하고 있다. 제작비 대비 편성매출의 리콥율은 2021년 추가 하락하며 해외 판권 상승을 일부 상쇄할 것이다.

드라마 시장의 네거티브(-)②
: 3059 타깃 소재 증가 또한 판권 시장에는 긍정적 뉴스 아냐

10시 전후에 해당하는 프라임 시간대 드라마에 3059 중심의 소재를 다루는 드라마가 증가하는 점 또한 판권 시장에는 그리 긍정적인 뉴스가 아니다. 2020년 가장 높은 인기를 구가했던 드라마 JTBC <부부의 세계>, SBS <펜트하우스>가 이에 해당된다. 3059를 타깃하는 입시, 부동산, 불륜 등의 소재가 중심인 드라마들은 판권 시장에서는 높은 가격에 거래되기 어렵다.

프라임 타임대 드라마
갈 곳이 적어진다면?

동남아/일본 등에서 한국 콘텐츠를 활용하기 위해 주로 구매하는 OTT의 타깃층은 젊은 소비층이다. 당연히 OTT들은 이들의 입맛에 맞는 소재에 지갑을 열 수 밖에 없다. 언급한 소재들의 경우 이들이 주로 소비하는 소재에서는 빗겨 나간다. 3059 타깃의 드라마 증가는 판권 시장에서 거래되기 쉬운 드라마 수량을 장기적으로 줄일 가능성이 높다. 기존 프라임 타임용 드라마들이 갈 곳이 적어진다면 제작비에 일부 마진을 챙기는 댓가로 OTT에 오리지널 드라마로 IP를 넘긴다든지 선택지가 좁아질 수 있다.

그림11 불륜 소재인 <부부의 세계>, 판권은 그닥



자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

그림12 <펜트하우스>도 판권 비싼 가격 거래되긴 쉽지 않아



자료: SBS, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤: 컨센서스 총족

2020 실적은 컨센서스 총족 전망

스튜디오드래곤의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,214억원(+24.6% YoY)과 102억원(흑전 YoY)로 눈높이를 충족하는 실적이 예상된다. 넷플릭스 <스위트홈>의 GPM은 25%를 가정했다.

중소 제작사가 이끄는 콘텐츠 강세장에 뒤따라 붙는 형태 당분간 이어질 것

중소형 제작사들의 숨가쁜 상승으로 Top-tier 2와의 간극이 크게 좁혀졌다. 그러나 12월말부터 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 주가도 움직이기 시작했다. 중소형 제작사들의 현재 흐름이 지속된다면 Top-tier 2도 당분간 (상승폭은 그들보다 낮겠지만) 뒤쫓을 가능성이 높다.

글로벌 peer 밸류에이션 상승 반영, 적정주가 12만원으로 상향

동사에 대한 적정주가를 기존 87,000원에서 120,000원으로 상향한다. 이는 동사 밸류에이션 산정의 글로벌 peer로 활용하는 넷플릭스 주가 상승 및 공급자 우위 시장임을 감안하여 할인 10%를 제거하였다. 이에 따라 EV/EBITDA 배수는 기존 16배에서 24배로 변경되었다. 2021년 실적 변동은 크게 없었다. 전방 환경이 호조세를 띄어 동사 또한 처해진 환경은 긍정적이다. 다만 1) CJ ENM의 전략 변화에 따른 Q 변동성이 높아졌고, 2) 물량을 담당하던 중소형 제작사 배분율이 높아진 점은 부담이다. 이는 드라마 투자사의 이익을 이전보다 낮추는 요소가 된다.

2021년 변화된 형태가 지속될지 여부 당분간 지켜볼 필요 있어

2021년 TVN 최대 제작비가 소요되는 <지리산>의 IP를 외부 제작사인 에이스토리가 가지고 있다는 점은 2021년 동사의 영업이익을 컨센서스 대비 낮게 추정하는 이유다. 당사 추정에 따르면 2020년 동사의 최대작인 <더킹>의 프로젝트 수익은 약 200억원으로 2020년 예상 영업이익의 약 40%에 해당된다. 이처럼 가장 큰 제작비의 작품은 1) 제작비가 커 모수를 키우고 2) 해외 판권 계약에서도 우위를 점해 수익률이 높다. 2021년 <더킹>과 같은 큰 작품의 부재를 동사가 어떻게 타개할 지 지켜볼 필요가 있다.

표22 스튜디오드래곤 적정주가 산출 내역

가치 및 적용 밸류에이션	비고	
Fwd 12M EBITDA (십억원)	153.6	(1) 12개월 선행 EBITDA
적용 밸류에이션 (배)	23.9	(2) 기준이 되는 Netflix 차기년도 EV/EBITDA 기준 27배에서 39배로 상승. Netflix EV/EBITDA의 58%(플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치) 활용한 점 기존과 동일
적정 시가총액 (십억원)	3,670	(1)*(2)
적정주가 (원)	122,328	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 스튜디오드래곤 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	121.4	97.4	24.6	106.3	14.2	122.8	-1.1
영업이익	10.2	-4.0	흑전	16.0	-36.3	11.3	-9.7
세전이익	15.7	-5.1	흑전	15.2	3.3	9.9	58.6
지배순이익	14.9	-1.6	흑전	10.6	40.6	8.4	77.4

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표24 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	111.8	128.2	131.2	97.4	120.3	161.4	106.3	121.4	468.6	509.4	539.4	572.2
(% YoY)	39.9	72.5	6.1	-4.2	7.6	25.9	-19.0	24.6	23.5	8.7	5.9	6.1
드라마 부문	111.7	128.1	131.1	97.3	120.2	161.3	106.2	121.3	468.2	509.0	539.1	571.9
1. 작품 방영 매출액	44.1	58.1	60.8	45.7	45.2	65.4	45.7	41.1	208.7	197.4	211.0	188.8
작품당 편성매출	6.7	6.7	6.4	6.5	7.7	9.3	8.0	8.7	6.6	8.4	8.2	8.4
작품 수 (편)	6.6	8.6	9.6	7.1	5.9	6.1	4.9	4.8	31.8	21.6	20.6	20.6
ENM 필요 작품 수 (편)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38.0	24.0	24.0	24.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.5	4.0	4.0	4.0
2. PPL	11.4	9.7	10.3	8.8	8.1	20.2	9.6	7.0	40.2	44.9	41.9	43.1
작품당 PPL	1.7	1.1	1.1	1.2	1.4	2.8	1.4	1.5	1.3	1.8	1.7	1.8
3. VOD 매출	13.6	18.1	16.1	11.1	14.1	16.3	8.8	11.4	58.9	50.6	49.4	50.9
작품당 VOD	2.1	2.1	1.7	1.6	2.4	2.7	1.8	2.4	1.9	2.3	2.4	2.5
4. 해외판권	42.6	42.2	35.9	31.7	40.8	59.4	42.1	31.8	152.4	174.1	162.6	187.0
작품당 해외판권	6.5	4.9	3.8	4.5	6.9	9.7	8.6	6.7	4.8	8.0	7.9	9.1
L중국	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.0	N/A	0.0	6.0	11.0	11.0
5. 글로벌	0.0	0.0	8.0	0.0	12.0	0.0	0.0	30.0	8.0	42.0	74.2	102.0
작품당	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8.0	21.0	18.5	20.4
작품수 (편)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.0	2.0	4.0	5.0
엔터테인먼트 부문	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
매출원가	96.8	112.8	115.9	95.2	103.6	139.6	85.0	104.4	420.7	432.6	460.2	474.4
매출원가율(%)	86.6	88.0	88.3	97.7	86.1	86.5	80.0	86.0	84.9	85.3	82.9	0.0
제작비	48.8	64.5	70.8	48.6	61.8	75.0	46.8	63.3	232.7	246.9	284.7	288.5
작품당 제작비	7.4	7.5	6.7	6.9	9.1	12.1	9.4	10.1	7.8	10.2	9.9	10.2
CJ ENM 수수료	15.0	10.4	10.4	11.5	10.0	13.0	10.5	11.4	47.2	44.8	44.4	49.8
감가상각	26.7	32.2	28.5	27.6	25.6	44.7	18.9	20.9	115.0	110.1	98.5	101.5
기타	6.4	5.6	6.2	7.6	6.2	6.8	8.7	8.7	19.4	30.5	32.3	34.3
판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	6.8	19.2	22.1	24.1	26.6
판관비율(%)	3.6	3.6	3.3	6.4	4.2	3.0	5.0	5.6	4.1	4.3	4.5	4.6
매니지먼트 수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	4.0	4.6	4.4	6.2	5.1	4.9	5.3	6.8	19.2	22.1	24.1	26.6
Profitability												
EBITDA	37.7	43.0	39.4	23.6	37.2	61.6	34.9	31.0	143.7	164.7	153.6	172.7
영업이익	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.6	16.9	16.0	10.2	28.7	54.7	55.0	71.2
드라마 부문	10.9	10.7	10.8	-4.1	11.5	16.9	16.0	10.2	28.3	54.6	55.1	71.2
엔터테인먼트부문	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0
영업이익률(%)	9.8	8.4	8.3	-4.1	9.6	10.5	15.1	8.4	6.1	10.7	10.2	12.4
드라마 부문(%)	9.8	8.3	8.3	-4.2	9.6	10.5	15.1	8.4	6.0	10.7	10.2	12.5
엔터테인먼트부문(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	20.0	-14.3	-3.9

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표25 2020년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	머니게임	1.15-3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	방법	2.10-3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	하이바이, 마마!	2.22-4.19	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	메모리스트	3.11-4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	3.23-5.12	12부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25-6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.13-7.2	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오앤뉴
	(아는 건 별로 없지만)가족입니다	6.1-7.21	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	사이코지만 괜찮아	6.20-8.9	16부	조용	박신우	김수현	SD, Story TV
	악의 꽃	7.29-9.23	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	비밀의 숲2	8.15-10.4	16부	이수연	박현석	조승우, 배두나, 최무성	SD, 에이스팩토리
	청춘기록	9.7-10.27	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	SD, 팬엔터테인먼트
	구미호연	10.7-12.3	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	SD, 하우픽처스
	스타트업	10.17-12.6	16부	박혜련	오충환	배수지, 남주혁	SD, 하이스토리
	여신강림	12.9-21.2.4	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영	SD, 스튜디오N, 본팩토리
	낮과 밤	11.30-21.1.19	16부	신유담	소재현	남궁민, 김설현, 이청아	SD, 김중학프로덕션, 스토리바인픽처스
	철인왕후	12.12-21.2.14	20부	박계옥, 최진영	윤성식	신혜선, 김정현, 배종옥	SD, YG스튜디오플러스, 크레이브웍스
OCN	본대로 말하라	2.1-3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	3.28-5.3	16부	도현	강철우	최진혁, 박성웅	SD, 리엔터
	트레인	7.11~8.16	12부	박가연	류승진	김재욱	SD, doFRAME
	미씽: 그들이 있었다	8.29-10.11	12부	반기리, 정소영	김성수	고수, 허준호, 안소희	SD, 메이스엔터테인먼트
	경이로운 소문	11.28-21.1.24	16부	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정	SD, 네오엔터테인먼트
그 외	더 킹: 영원의 군주	4/17~6/6	16부	김은숙	백상훈	이민호, 김고은, 우도환	SD
	나홀로 그대	2월 7일	12부	류용재, 김한채, 최성준	이상엽	윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	스위트홈	4Q20	10부		이응복	송강, 이진욱, 이시영	SD, 스튜디오N
	한번 다녀왔습니다	3/28~9/13	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에이즈커밍
	번외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	OCN, 콘텐츠 지움
	산후조리원	11.2-11.24	8부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	써치	10.17-11.15	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	반딧불

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴

3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

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

표26 2021년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	루카: 더 비기닝	2.1~3.24	16부	천성일	김홍선	김래원, 이다희	SD, 테이크웍컴퍼니, H하우스
	빈센조	2.20~4.11	16부	박재범	김희원	송중기, 전여빈, 옥택연	SD, 로고스필름
	마우스	2.24~4.29	20부	최란	최준배	이승기, 이희준, 경수진	하이그라운드, 빅투스
	나빌레라	4.5~5.11	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 홍승희	SD, 더그레이트쇼
	악마판사	4.17~6.6	16부	문윤석	최정규	지성, 박규영, 박진영(GOT7)	SD, 스튜디오앤뉴
	간 떨어지는 동거	5.12~7.1	16부	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 혜리	SD, 스튜디오N
	어느 날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다	1H20	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국	SD, 스튜디오앤뉴
	홍반장	2H21	16부	신하은		신민아, 김선호	SD
	마인	2H21	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형	JS픽처스
OCN	타임즈	2.20~3.28	12부	이새봄	윤종호	이서진, 이주영, 김영철	SD, 이야기사냥꾼
	아일랜드	4.17~6.20	20부	장윤미	박배중	김남길, 서예지, 임시원(검토중)	SD, 와이랩
	보이스4	8.7~9.26	16부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나	SD, 키이스트
	소유		16부		방은진		
	제5열		16부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
그 외	좋아하면 울리는2	1Q21 전망	8부	이아연, 서보라	이나정	김소현, 정가람	SD
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활2	4월 예상	16부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 전미도, 김대명	CJ ENM
	지리산	2H21	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈	에이스토리, SD
	다크홀	6.19~7.25	12부	정이도	김봉주	김옥빈, 이준혁	영화사 우상, 키위미디어

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴

3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

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

제이콘텐트리

메가박스 타격으로 부진한 실적
당분간 이어져

제이콘텐트리의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,020억원(-33.7% YoY)과 -66억원(적지 YoY)로 컨센서스와 유사한 수준을 전망한다. 부문별로는 메가박스 -159억원, 방송 부문 94억원이 예상되어 3분기와 마찬가지로 적자 대부분이 메가박스에서 기인한다.

JTBC스튜디오와 J con IP
투자부문 합병 완료

JTBC스튜디오와 제이콘텐트리의 드라마 IP 투자를 담당하던 제이콘텐트리스튜디오의 합병이 완료되었다. 더불어 SI와 FI의 투자까지 더해지며 향후 콘텐츠 투자를 위한 초석이 마련되었다.

2021년

평균 제작비: 22% YoY 상승

판권 비율: 37% → 51%

넷플릭스와 SI와의 끈끈한 관계를 바탕으로 동사의 해외 판권 매출은 2021년 1,227억원으로 YoY 55% 성장이 전망된다. 이는 1) 평균 제작비 상승(107억원 → 133억원, 22% 상승) 및 2) 제작비 대비 판권 비율 상승(37% → 51%) 덕분이다. 다만 JTBC의 편성 매출이 이를 따라오지 못하며 2021년에도 2020년에 이어 큰 폭의 편성 매출 비율 하락이 예상된다. 당사가 추정에 따르면, 2020년 55%에서 2021년 51%로 4%p 하락할 것으로 보인다.

제작 투자 비용 80% 2021년 상
각을 가정할 경우 2021년 JTBC
스튜디오 영업이익 263억원 추정

2021년은 JTBC스튜디오의 첫 걸음에 해당된다. Pre-IPO 성격의 투자가 완료된 만큼 향후 3년 내 상장을 준비할 가능성이 높아져 2021년 실적은 더욱 중요하다. 2021년 방영 드라마의 무형자산 인식분(제작비-편성매출-PPL) 중 80% 상각을 가정했을 때 JTBC스튜디오의 2021년 영업이익은 263억원으로 예상된다. 동 가정에는 2H20 JTBC로 양도한 조직과 관련된 판권비(연간 100억원 추정) 감소에 대한 전제가 포함되어 있다.

메가박스는 당분간 영업적자
150억원+이자비용 50억원
분기 지출 지속될 것

메가박스의 경우 당분간 어려운 현 상황이 지속될 것으로 보인다. 더욱이 현금 고갈로 상반기 추가적인 사채 발행 혹은 차입이 예상된다. 본격적으로 영화 콘텐츠가 개봉되기 전까지는 현재의 200억원 내외의 분기 적자(영업적자+이자비용)이 유지될 가능성이 높다.

제이콘텐트리의 적정주가를 기존 31,000원에서 46,000원으로 상향한다. 이는 Peer (스튜디오드래곤) valuation 상향(16배 → 24배) 및 유상증자에 따른 순차입금 조정을 반영한 데 따른다. 제작비 상승, 판권 비율 상향 조정 등은 동사에 긍정적인 뉴스로 판단된다. Peer 대비 20% 할인된 현 상황을 해소하기 위해서는 수익률과 시총률을 동시에 증명하는 대표작이 필요해 보인다.

표27 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 46,000원

(십억원)	적용 value (배)	EBITDA	가치	주당 가치(원)	비고
JTBC스튜디오 (1)	18.9	109.1	1,246.0	86,488	JTBC콘텐츠허브 지분율(60.5%)을 고려한 2021년 EBITDA에 peer EBITDA 적용배수 23.6배(스튜디오드래곤 적용 밸류에이션)를 20% 할인해 적용함
영화부문 (2)	5.6	28.8	146.7	10,180	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 대비 20% 할인 적용 후 지분율 90.8% 반영
순차입금 (3)			725.3	50,343	2020E 예상
(1)+(2)-(3)			667.4	46,325	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 제이콘텐트리 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	102.0	153.8	-33.7	93.1	9.6	109.6	-6.9
영업이익	-6.6	-7.2	적지	-7.8	적지	-5.3	-24.5
세전이익	-8.6	-19.3	적지	-12.0	적지	-11.4	24.6
지배순이익	-7.5	-9.3	적지	-7.7	적지	-4.6	-63.0

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표29 제이콘텐트리 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
JTBC스튜디오 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)												
매출액	45.3	43.2	40.6	59.8	43.4	53.0	56.2	52.2	188.9	229.7	260.1	296.1
작품 방영 매출	1.0	15.8	18.4	17.9	12.1	10.6	26.6	27.3	53.2	76.5	108.5	121.1
작품당 매출액	0.3	5.3	9.2	9.0	4.4	4.0	7.7	7.2	5.3	5.5	6.8	7.1
작품수 (편)	3.0	3.0	2.0	2.0	2.8	2.6	3.4	3.8	10.0	12.7	16.0	17.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	4.0	3.0	3.0	2.0	2.8	2.6	1.7	1.9	12.0	13.0	16.0	17.0
VOD매출	17.7	14.0	18.6	19.2	18.4	20.0	16.0	2.2	15.8	15.6	13.9	16.3
드라마	6.4	2.4	3.4	3.6	5.4	2.5	5.4	2.2	15.8	15.6	13.9	16.3
편당 VOD	2.1	0.8	1.7	1.8	2.0	1.0	1.6	0.6	1.3	1.2	0.9	1.0
드라마 외	11.3	11.6	15.2	20.4	12.9	17.5	10.5	-	58.6	58.6	-	-
해외판권	10.0	15.8	12.2	24.4	18.1	16.9	21.3	22.7	59.6	79.1	122.7	128.8
드라마 (중국 외)	5.5	7.0	8.5	21.0	16.0	11.0	15.0	21.5	42.0	63.5	122.7	128.8
중국 向	2	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
드라마 외	2.5	8.8	3.7	3.4	2.1	5.9	6.3	-	15.6	15.6	-	-
영업이익	4.8	4.5	3.8	0.7	-0.7	6.7	7.7	9.1	13.8	22.8	26.3	34.5
영업이익률(%)	10.6	10.4	9.3	1.2	-1.8	12.6	13.8	17.4	7.3	9.9	10.1	11.6
IP투자 (드라마 및 영화투자)												
매출액	17.2	20.6	18.1	17.5	13.7	11.0	3.2	18.9	73.4	46.8	-	-
% YoY	-1.4	49.3	-8.9	-6.7	-20.5	-46.6	-82.1	8.4	5.0	-36.2	-	-
영업이익	0.7	-2.7	1.0	-12.4	-1.9	2.4	1.5	0.7	-13.4	2.7	-	-
영업이익률(%)	4.1	-13.1	5.5	-70.9	-13.7	21.7	46.0	3.8	-18.2	5.8	-	-
메가박스												
매출액	73.8	82.0	91.5	80.6	41.1	13.1	29.5	30.9	327.9	114.7	211.8	333.9
상영매출	43.2	48.6	53.3	45.3	22.7	6.3	14.0	15.5	190.4	58.5	95.3	186.7
매점매출	14.2	15.5	16.2	15.8	6.8	1.6	4.3	5.4	61.6	18.1	29.8	56.4
기타매출	7.0	9.8	9.7	8.2	6.0	3.3	4.6	2.7	34.7	16.6	58.0	58.0
% YoY	4.8	26.5	-10.5	1.1	-44.3	-84.0	-67.8	-61.7	3.4	-65.0	84.8	57.6
상영매출	11.1	32.7	-1.7	2.0	-47.5	-87.0	-73.7	-65.8	9.3	-69.3	84.8	57.6
매점매출	18.0	24.9	-7.7	19.6	-51.8	-89.9	-73.4	-65.8	11.7	-70.6	62.9	96.0
기타매출	7.2	49.4	5.3	-0.6	-13.8	-66.5	-52.3	-67.3	13.6	-52.1	64.8	89.2
영업이익	5.5	15.6	11.1	6.8	-12.2	-22.3	-15.1	-15.9	39.1	-65.6	-21.2	28.7
영업이익률(%)	7.5	19.0	12.2	8.5	-29.8	-169.8	-51.3	-51.6	11.9	-57.2	-10.0	8.6
Total												
매출액	126.3	131.1	143.0	153.8	103.0	76.3	103.9	102.0	554.2	410.2	472.0	630.0
JTBC콘텐츠허브	45.3	43.2	40.6	59.8	43.4	53.0	56.2	52.2	188.9	229.7	260.1	296.1
IP투자	17.2	20.6	18.1	17.5	13.7	11.0	3.2	18.9	73.4	46.8	-	-
메가박스	73.8	82.0	91.5	80.6	41.1	13.1	29.5	30.9	327.9	114.7	211.8	333.9
연결조정	-10.0	-14.7	-7.1	-4.1	4.8	-0.8	15.0	-	-36.0	19.0	-	-
영업이익	11.1	16.3	15.3	-7.2	-15.6	-14.2	-7.8	-6.6	35.4	-44.3	3.5	61.6
JTBC콘텐츠허브	4.8	4.5	3.8	0.7	-0.7	6.7	7.7	9.1	13.8	22.8	26.3	34.5
IP투자	0.7	-2.7	1.0	-12.4	-1.9	2.4	1.5	0.7	-13.4	2.7	-	-
메가박스	5.5	15.6	11.1	6.8	-12.2	-22.3	-15.1	-15.9	39.1	-65.6	-21.2	28.7
연결조정	0.1	-1.1	-0.7	-2.4	-0.8	-1.0	-2.0	-0.4	-4.1	-4.1	-1.6	-1.6

주: 2021년 기점으로 제이콘텐트리 IP 투자 부문(제이콘텐트리 스튜디오)은 JTBC스튜디오로 흡수합병됨

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표30 2020~2021 JTBC 드라마 라인업

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2020	이태원 클라쓰	1.31-3.21	쇼박스, 지음	광진	김성운	박서준, 김다미	16부	금토
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	2.24-4.14	에이스팩토리	한가람	한지승	서강준, 박민영	16부	월화
	부부의 세계	3.27-5.16	JTBC S	주현	모완일	박해준, 김희애	16부	금토
	아식남녀	5.25-6.30	JTBC S, 블러썸스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리야	12부	월화
	쌍갑포차	5.20-6.25	JTBC S, 삼화네트웍스	하윤아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목
	닥터 포스터	5.22-7.4	<부부의 세계> 원작인 BBC 작품				10부	금토
	모범형사	7.6-8.25	JTBC S, 블러썸스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리야	16부	월화
	우아한 친구들	7.10-9.5	스튜디오앤뉴, 제이씨엔	박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	17부	금토
	우리, 사랑했을까	7.8-9.2	JTBC S, 길픽쳐스	이승진	김도형	송지호, 손호준	16부	수목
	18 어게인	9.21-11.10	JTBC S	김도연, 안은빈, 최이룬	하병훈	김하늘, 윤상현	16부	월화
	사생활	10.7-11.26	도레미엔터테인먼트	유성열	송지원	서현, 고경표, 김효진	16부	수목
	경우의 수	9.25-11.28	JTBC S, 콘텐츠지음	조승희	최성범	옹성우, 신예은	16부	금토
	라이브온	11.17-21.1.12	키이스트, JTBC S	방유정	김상우	정다빈, 황민현	8부	화
	런온	12.16~2.4	메이스, 콘텐츠지음	박인숙	이재훈	임시완, 신세경, 최수영	16부	수목
2021	허쉬	12.11-2.6	키이스트, JTBC S	김정민	최규식	황정민, 윤아	16부	금토
	선배, 그 립스틱 바르지마요	1.18-3.9	JTBC S	채윤	이동윤	원진아, 로운	16부	월화
	시지프스: the myth	2.10-3.25	JTBC S	이제인, 전찬호	진혁	조승우, 박신혜	16부	수목
	괴물	2.12-3.27	셀트리온엔터, JTBC S	김수진	심나연	신하균, 여진구	16부	금토
	로스쿨	3.15-5.4	공감동하우스, 스튜디오피닉스, JTBC S	서인	김석윤	김명민, 류혜영, 이정은	16부	월화
	설강화	4.7-5.27	JTBC S(드라마하우스)	유현미	조현탁	정해인, 지수(블랙핑크)	16부	수목
	언더커버	4.2-5.22	Story TV, JTBC S	백철현, 송지훈, 정혜은	송현욱	지진희, 김현주	16부	금토
	날아올라라 나비	1H21	셀트리온엔터, JTBC S	박연선	김다예, 김보경	김향기, 최다니엘, 오윤아	16부	
	월간 집	1H21	JTBC S(드라마하우스)	명수현	이창민	김지석, 정소민	16부	
	너를 닮은 사람	2H21	셀트리온엔터, JTBC S	유보라	임현욱	고현정, 신현빈, 김재영	16부	
	지금 우리 학교는	2H20	필름몬스터 by JTBC 스튜디오	천성일	이재규, 김남수		10부	Netflix

주: 1) 제이콘텐츠리는 '힘센여자 도봉순'부터 IP투자를 시작함. 이후 작품은 '더 패키지'를 제외하고 모두 제이콘텐츠리 본사가 IP보유

2) 'JTBC S'는 JTBC 스튜디오를 의미함

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

엔터: 높아진 가격 매력도

SM, YG는 컨센서스 하회,
JYP는 무난한 실적 예상

4분기 JYP의 실적은 시장 기대치에 부합하는 무난한 수준이 예상된다. YG는 4분기 예정되어 있던 블랙핑크 유튜브 온라인 유료 콘서트가 거리두기 단계 상향 조정으로 인해 1월로 연기되며 컨센서스가 하향 조정될 것으로 예상된다. 반면 SM의 경우 지난 3분기 늘어난 SM JP 조직으로 인해 영구적 비용 부담이 증가, 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다.

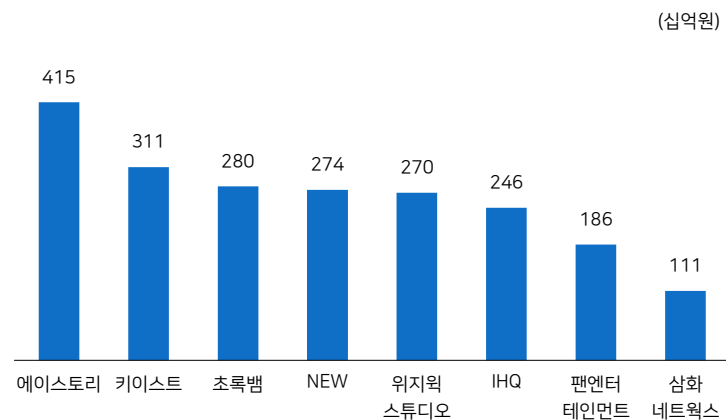
2020년 빅히트 상장과 같은 큰 이벤트가 부재하며 지난 10월 이후 엔터 업체들의 주가는 박스권 등락이 지속되고 있다. 반면, 콘텐츠 사업자들은 글로벌 OTT들의 러브콜이 성장에 대한 기대감으로 반영되며 지난 11월 이후 중소형 드라마 업체들은 평균 100% 가까운 주가 상승을 기록한 바 있다.

유사 산업 밸류에이션 상승에
따른 엔터 사업자 가격 매력도
상승 구간

상황이 이렇다 보니 엔터테인먼트 업체 중 가격 매력도가 높아진 업체가 보이기 시작했다. YG와 SM이 이에 해당된다. 이들은 7~9천억원 수준에 시가총액이 형성되어 있는 데 반해 에이스토리와 같은 콘텐츠 사업자 시가총액은 4천억원에 달한다. 플랫폼 사업자들에게 콘텐츠 대비 뒤처지지 않는 러브콜을 받는 엔터 사업자들의 가치가 이들의 두 배 수준에 불과하다는 점은 지속될 가능성이 낮아 보인다.

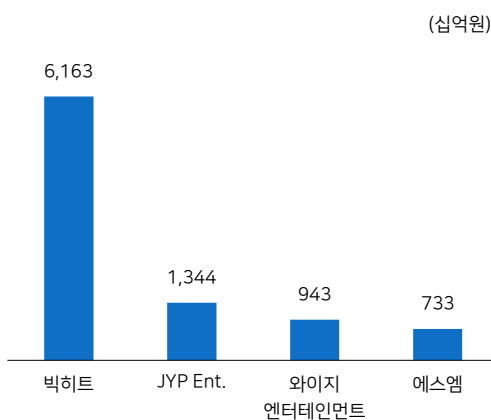
특히 YG의 성장성, 미래 이익 체력을 감안했을 때 가격 매력도가 높아진 시점으로 판단된다. 2023년에는 트레저가 데뷔 4년차로 이익에 큰 보탬이 되기 시작하며 JYP와 유사한 이익 레벨까지 도달할 것으로 예상된다. 이는 걸그룹과 보이그룹의 수익성 차이에 기반한다.

그림13 중소형 제작사들 시가총액 현황



주: 2021년 1월 21일 종가 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 엔터 사업자들의 시가총액 현황



주: 2021년 1월 21일 종가 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

엔터 산업 Top-pick으로 YG 제시

- 1) JYP와 갭 메우기 필요
- 2) 자회사 정리로 깔끔해진 구조
- 3) 다음 리레이팅 이벤트인 '중국' 이벤트에 적합한 사업자

엔터 산업 내 Top-pick을 YG로 제시한다. 1) 근 2년 내 peer인 JYP와 유사한 이익 레벨을 달성할 것으로 예상되는 데 반해 시가총액은 JYP의 68% 수준에 불과하다. 갭 메우기를 예상하는 이유다. 2) 특히 2020년부터 별도 이익을 잡아먹던 자회사들을 정리하면서 동사의 연결 이익과 별도 이익의 상관관계가 크게 높아진 점도 긍정적이다. 현재의 가격 매력도가 유사 산업과의 비교에서 나왔다면 2021년 한번 더 엔터를 레벨업 할 수 있는 산업 이벤트는 다시 한번 '중국'이다. 3) 중국에서 가시적 성과를 내고 있으면서 한한령이 실제로 해제된다면 엔터 사업자 중 YG와 빅히트가 가장 큰 수혜가 예상된다.

JYP: 산업 밸류에이션 상향 반영, 적정주가 45,000원 제시

2020 JYP 연결 영업이익 시장
기대치 부합할 전망

JYP의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 394억원(-11.1% YoY)과 123억원(-8.9% YoY)로 시장 기대치에 부합한 실적이 예상된다. ITZY를 제외한 주요 아티스트 앨범 실적이 모두 반영되며 앨범판매량은 104만장을 기록할 것으로 예상, 별도 영업이익은 90억원으로 전망한다. 니쥬 관련 실적이 처음으로 반영되는 동분기 JYP JP의 영업이익은 26억원으로 추정한다. 4분기 니쥬와 관련해서는 음반 매출(47만장) 및 MD 판매에 대한 JV 수익 배분이 인식된다.

산업 밸류에이션 10% 할증,
JYP 적정주가 45,000원으로 상향.
내포 시가총액은 1.6조원

JYP의 적정주가를 기존 41,000원에서 45,000원으로 상향한다. 실적 조정은 없으나 유사 산업 리레이팅 대비 엔터 산업의 가격 매력도가 높아진 점을 감안하여 엔터 사업자 전반에 적용하던 밸류에이션을 기존 대비 10% 상향 조정한 데 따른다. 적정주가 45,000원이 내포하는 동사의 시가총액은 1.6조원에 해당된다.

동사의 2019~2022년 순이익의 CAGR growth는 19%에 해당된다. GOT7 계약 해지, 트와이스 재계약에 따른 배분을 변경(2022)이 니쥬와 스트레이키즈의 이익 성장분을 일부 상쇄할 것으로 보인다.

표31 JYP Ent. 적정주가 산정 내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	JYP 보유가치	주당 가치 (원)
JYP본사	49.2	35.9	28	988.0	100	988.0	27,832
JYP JP	26.0	18.2	33	603.5	100	603.5	17,002
합계	75.3	54.2				1,591.5	44,834

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표32 JYP Ent. 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	39.4	44.3	-11.1	34.6	13.9	40.2	-2.0
영업이익	12.3	13.5	-8.9	11.1	10.8	12.2	0.8
세전이익	12.8	12.8	0.0	9.9	29.3	11.8	8.5
지배순이익	8.3	6.3	31.7	7.7	7.8	8.6	-3.5

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표33 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
매출	26.4	37.1	42.2	41.2	30.0	32.6	31.1	33.0	146.8	126.7	146.5	169.3
음반/음원 사업	9.2	14.6	15.6	16.5	9.9	22.1	17.3	21.0	55.9	70.3	67.6	70.0
매니지먼트 사업	15.6	23.0	27.9	24.7	3.0	10.9	14.4	12.0	91.2	40.3	78.9	99.3
출연료 등	2.1	4.7	10.0	4.5	1.3	0.0	0.0	0.0	21.3	1.4	15.8	25.5
광고	3.8	4.3	4.6	4.5	3.5	2.6	3.1	3.1	17.2	12.3	12.1	12.7
초상권 외	3.2	4.5	2.5	2.7	0.8	0.7	1.9	1.1	12.9	4.6	7.2	15.3
기타	6.5	9.5	10.7	13.0	14.6	7.6	9.3	7.7	39.8	39.3	43.8	45.8
% YoY												
매출	14.5	17.4	24.4	13.3	13.8	-11.9	-26.2	-20.0	17.6	-13.7	15.7	15.6
음반/음원 사업	-0.8	40.9	17.2	5.4	7.9	51.2	10.7	27.4	15.0	25.7	-3.9	3.6
매니지먼트 사업	23.0	17.5	52.1	30.6	-80.8	-52.6	-48.3	-51.6	31.2	-55.9	96.0	25.8
출연료 등	97.0	-33.7	149.9	16.0	-37.1	-100.0	-99.5	-100.0	32.8	-93.6	1,057.7	61.1
광고	-17.6	-4.2	19.8	23.7	-8.2	-39.9	-33.4	-31.0	3.7	-28.8	-1.7	5.0
초상권 외	-4.3	69.7	47.2	-49.0	-76.3	-83.3	-23.7	-57.7	-0.6	-64.6	57.8	112.0
기타	75.7	69.9	20.6	60.8	125.7	-20.4	-12.8	-40.6	51.3	-1.2	11.5	4.6
원가 추정												
매출원가	14.2	21.6	22.4	20.6	13.8	17.9	15.7	17.8	78.7	65.2	73.1	86.9
% to sales	54.0	58.2	53.1	50.0	46.0	54.9	50.5	54.1	53.7	51.5	49.9	51.3
% YoY	4.1	30.0	20.7	1.5	-3.0	-17.0	-29.8	-13.4	14.0	-17.2	12.1	18.9
판매관리비	5.6	6.8	7.6	6.7	5.9	6.0	6.0	6.2	26.6	24.1	29.4	33.3
% to sales	21.1	18.3	17.9	16.3	19.7	18.4	19.3	18.7	18.1	19.0	20.1	19.6
% YoY	-26.0	28.9	28.4	34.5	6.0	-11.4	-20.7	-8.6	12.5	-9.7	22.2	13.2
이익 추정												
매출총이익	12.1	15.5	19.8	20.6	16.2	14.7	15.4	15.1	68.0	61.4	73.4	82.5
% YoY	29.9	3.4	28.8	28.2	33.4	-4.8	-22.1	-26.6	22.0	-9.7	19.5	12.3
매출총이익률(%)	46.0	41.8	46.9	50.0	54.0	45.1	49.5	45.9	46.3	48.5	50.1	48.7
영업이익	4.8	8.7	12.2	13.5	10.4	8.8	9.4	9.0	39.2	37.6	44.0	49.2
% YoY	504.8	7.2	69.0	45.0	114.7	1.1	-23.2	-33.3	54.3	-4.2	17.2	11.7
영업이익률(%)	18.4	23.5	29.0	32.7	34.7	27.0	30.2	27.2	26.7	29.7	30.1	29.1

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표34 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
연결 매출	26.4	39.2	45.6	44.3	34.0	34.1	34.6	39.4	155.5	142.1	175.9	217.8
% YoY	14.5	24.1	34.5	22.0	28.9	-12.8	-24.1	-11.1	24.6	-8.6	23.8	23.8
본사 매출	26.4	37.1	42.2	41.2	30.0	32.6	31.1	33.0	146.8	126.7	146.5	169.3
% YoY	14.5	17.4	24.4	13.3	13.8	-11.9	-26.2	-20.0	17.6	-13.7	15.7	15.6
자회사 합산	8.4	6.6	16.1	12.3	18.1	3.1	7.0	10.5	43.4	38.7	61.9	90.8
% YoY	192.4	24.0	72.1	36.5	115.1	-52.7	-56.6	-14.9	63.5	-10.9	60.1	46.6
JYP Ent. JP	7.3	5.8	15.8	11.3	17.1	3.1	6.0	8.7	40.1	34.9	57.1	85.9
% YoY	204.8	15.8	87.8	46.0	135.6	-46.5	-61.8	-23.0	70.7	-12.9	63.4	50.6
JYP Ent. HK	1.1	0.4	0.3	0.2	0.8	0.0	1.0	1.0	2.0	2.7	3.8	3.8
% YoY	151.8	7.6	-47.4	-80.1	-29.8	-91.4	193.8	401.7	-15.1	36.8	40.1	0.0
제이와이피픽쳐스	0.0	0.5	0.0	0.8	0.2	0.0	0.0	0.8	1.3	1.0	1.0	1.0
% YoY	-24.6	N/A	-98.3	159.1	468.8	N/A	N/A	0.0	87.4	-21.9	0.0	0.0
이익 추정												
연결 영업이익	5.8	9.4	14.8	13.5	13.4	9.1	11.1	12.3	43.5	47.1	60.5	78.5
% YoY	322.7	3.9	74.5	36.9	132.3	-3.9	-24.6	-9.0	51.2	8.3	28.4	29.9
영업이익률(%)	22.0	24.1	32.4	30.4	39.6	26.5	32.2	31.1	27.9	33.1	34.4	36.1
본사 영업이익	4.8	8.7	12.2	13.5	10.4	8.8	9.4	9.0	39.2	37.6	44.0	49.2
% YoY	504.8	7.2	69.0	45.0	114.7	1.1	-23.2	-33.3	54.3	-4.2	17.2	11.7
자회사 합산	0.9	0.7	2.5	0.0	3.0	0.3	1.7	3.3	4.2	8.3	16.8	27.7
% YoY	65.9	-24.4	107.0	-93.0	223.0	-64.7	-31.6	N/A	27.4	97.1	101.3	65.2
세전이익	7.2	8.7	14.3	12.8	14.2	7.9	9.9	12.1	43.0	44.2	59.1	75.2
% YoY	192.6	-10.3	69.4	33.9	99.3	-8.7	-30.6	-6.2	42.4	2.7	33.7	27.2
지배주주순이익	6.4	6.8	11.7	6.3	11.3	4.7	7.7	8.3	31.3	32.0	41.8	53.1
% YoY	249.4	-5.9	80.0	-23.1	76.3	-30.9	-34.5	31.2	31.3	2.3	30.6	26.9

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표35 JYP 엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
2PM 2008 데뷔 2015, 2018 재계약		닉쿤 1/6-7 일본 소극장 2회 (4천명)	6/10 준케이 디지털싱글	9월 미니앨범 가정(15만장 가정)	
갯세븐 2014 데뷔 2021 만료	10월 유럽 5회 (11~26일), 동남아 1회 11/4 미니앨범 'Call My Name' (29.8만장)		4/20 정규앨범 DYE (41.5만장)		11/30 정규앨범 'Breath of Love: Last Piece' (34.1만장) 진영, tvN '악마판사' 촬영 시작
DAY6 2015.9 데뷔 2022 만료	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	5/11 미니앨범 'The Book of Us: Demon' (7.9만장)	8/31 유닛 'The Book of Us: Gluon' (8.3만장)	
트와이스 2015.10 데뷔 2022 만료	11/20 일본 정규앨범 '&TWICE' 10/23~12/1 일본 아레나 11회 (13.7만명)	2/5 일본 정규2집 리패키지 2/11~2/23 일본 아레나 4회 (4.6만명)	6/1 미니9집 MORE&MORE (56.4만장)	7/8 일본 싱글 6집 'Fanfare' 8/9 V live 콘서트 9/16 일본 베스트3집 '#TWICE3'	10/26 정규 2집 'Eyes wide open' (48만장) 11/18 일본 싱글 7집
Stray Kids 2018.3 데뷔	11/4 싱글 앨범 'Astronaut' 11/23,24 올림픽홀 2회 (0.5만명) 12/9 미니 앨범 'Cle; LEVANTER'(18.2만장) 12/26 싱글앨범 Mixtape: Gone Days	1/24 Step Out of Clé (영어, 디지털싱글) 1/29~2/16 미주 8회 3/18 3/18 베스트앨범 SKZ2020 (30만장)	6/17 정규1집 GO生 (2Q 30.6만장/3Q 6.3만장/4Q 3.2만)	9/14 리팩 'IN生'(3Q 33.1만장/4Q 10만장: 누적 44.1만장)	11/22 V live 콘서트 11/4 일본 미니앨범 (9만장)
ITZY 2019.2 데뷔	11/2~12/21 동남아 6회	1/17~1/26 미주 5회 3/9 미니앨범 'IT'z ME' (15만장)		8/17 미니3집 'Not shy' (21.7만장)	
NiziU (2020.12 데뷔)					12/2 싱글 'Step and a step' (47 만장)

자료: 메리츠증권 리서치센터

YG: 엔터 산업 Top-pick 제시

블랙핑크 온라인 콘서트 연기로
4분기 실적은 컨센서스 하회

와이지엔터테인먼트의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 735억원(+26.7% YoY)과 58억원(-15.9% YoY)로 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 실적이 예상된다. 이는 12월말 진행이 예정되었던 블랙핑크의 유튜브 온라인 콘서트가 국내 거리두기 단계 상향에 따라 공연이 불가피해지며 1월로 연기된 데 따른 차이로 이를 제외할 경우 무난한 실적이 예상된다.

블랙핑크의 정규 앨범과 트레저 싱글 앨범 실적이 반영되며 4분기 앨범 판매량은 157만장에 달할 것으로 전망된다. JTBC 방영 예정 드라마인 <설강화> 촬영 중인 블랙핑크 멤버 지수의 스케줄을 고려했을 때 블랙핑크 완전체의 앨범 컴백은 하반기로 예상된다. 상반기는 로제 솔로 앨범이 발매될 예정이다.

트레저 정규 앨범 초동 물량은 20만장 수준으로 약 30만장의 정규 1집 판매량을 달성할 것으로 보인다. 데뷔 만 1년이 되지 않은 신인인 점을 감안했을 때 2021년 트레저 앨범 판매량은 총 100만장을 달성할 것으로 예상된다.

YG 적정주가 66,000원으로 상향
및 엔터 산업 Top-pick으로 제시

동사에 대한 적정주가를 기존 51,000원에서 66,000원으로 상향한다. 1) 트레저의 '트와이스식 활동 주기' 및 빠른 팬덤 형성으로 실적 기여도가 높아진 점을 반영했으며 2) 엔터 사업 적용 밸류에이션을 일괄적으로 10% 상향한 데 따른다. 적정주가 66,000원이 내포하는 시가총액은 1.2조원에 해당한다. 현 주가와외의 괴리율 29%로 투자의견을 기존 Hold에서 Buy로 상향한다.

4) JYP와 갭메우기 필요
5) 자회사 정리로 깔끔해진 구조
6) 다음 리레이팅 이벤트인 '중국'
이벤트에 적합한 사업자

엔터 산업 내 Top-pick을 YG로 제시한다. 1) 근 2년 내 peer인 JYP와 유사한 이익 레벨을 달성할 것으로 예상되는 데 반해 시가총액은 JYP의 68% 수준에 불과하다. 갭 메우기를 예상하는 이유다. 2) 특히 2020년부터 별도 이익을 잡아먹던 자회사들을 정리하면서 동사의 연결 이익과 별도 이익의 상관관계가 크게 높아진 점도 긍정적이다. 현재의 가격 매력도가 유사 산업과의 비교에서 나왔다면 2021년 다음 리레이팅 이벤트는 다시 한번 '중국'이다. 3) 중국에서 가시적 성과를 내고 있으면서 한한령이 실제로 해제될 경우 수혜가 예상되는 엔터 사업자는 YG와 빅히트다. 예상 가능한 이벤트에도 적합하고 peer와의 실적 갭이 줄어드는 구간이다. 엔터 산업 내 YG가 가장 아웃퍼폼 할 것으로 예상된다.

표36 YG 엔터테인먼트 적정주가 산정 내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	YG 보유가치	주당 가치 (원)
YG본사	42.5	27.1	33	895.6	100	895.6	48,638
YG JP	11.6	8.1	33	267.8	100	267.3	14,516
YG Asia	2.9	2.0	28	55.6	100	55.6	3,018
합계	57.0	37.3				1,218.5	66,171

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표37 YG 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
매출	41.7	37.9	35.2	33.0	35.1	27.5	40.3	44.6	147.8	145.8	222.7	300.3
음반/음원 사업	14.7	14.9	13.5	11.8	13.1	10.7	20.2	32.9	52.5	75.3	90.5	98.6
음반 매출	2.3	4.8	2.8	2.2	1.7	2.3	9.1	21.2	12.0	34.3	37.8	39.6
음원 매출	11.4	9.7	9.9	9.5	9.9	8.3	11.1	11.7	40.4	41.0	52.8	59.0
콘서트+로열티	14.0	10.1	7.4	7.3	8.4	4.8	4.5	0.0	38.6	17.6	76.9	142.0
광고	7.4	8.2	9.2	10.3	8.0	7.2	8.3	9.4	35.0	33.0	35.8	38.6
출연료	3.1	3.8	4.5	3.7	3.0	4.1	1.7	1.7	15.1	10.4	14.3	15.7
커미션	1.6	0.9	0.5	1.0	4.9	0.6	3.3	0.6	4.0	9.5	5.3	5.3
% YoY												
매출	-27.5	2.2	-5.6	2.5	-15.8	-27.4	14.5	35.1	-9.9	-1.3	52.7	34.8
음반/음원 사업	8.7	-13.8	-23.3	-18.2	-10.8	-27.9	49.3	178.5	-13.5	43.4	20.3	9.0
음반 매출	14.5	14.2	-0.8	-18.7	-25.5	-51.8	229.1	864.6	3.1	184.9	10.1	5.0
음원 매출	3.9	-23.9	-29.1	-16.4	-12.8	-14.4	12.6	22.3	-17.4	1.3	28.8	11.8
콘서트+로열티	45.3	122.7	83.4	68.0	60.1	47.4	60.7	0.0	66.0	45.6	435.9	184.7
광고	30.5	28.5	63.1	52.6	8.3	-11.5	-9.4	-8.4	43.6	-5.9	8.4	8.0
출연료	21.5	17.6	76.3	9.4	-5.4	10.1	-63.1	-55.2	28.9	-31.0	37.3	10.0
커미션	7.4	-47.1	-62.2	-52.2	207.5	-27.5	561.0	-35.9	-39.5	139.3	-44.7	0.0
원가 추정												
매출원가	31.4	27.0	25.4	16.8	22.5	17.8	27.1	26.8	100.6	94.2	145.0	196.2
% to sales	75.3	71.2	72.2	50.9	64.1	64.7	67.2	60.0	68.1	64.6	65.1	65.3
% YoY	-32.2	5.9	-4.2	54.1	-28.3	-34.1	6.7	59.3	-7.9	-6.4	54.0	35.3
판매관리비	9.4	11.0	9.5	9.6	10.8	9.4	11.2	12.0	39.5	43.4	53.0	59.0
% to sales	22.5	29.0	27.0	29.1	30.8	34.2	27.9	26.8	26.7	29.8	23.8	19.7
% YoY	-36.8	14.6	21.8	-6.8	14.9	-14.5	18.4	24.7	-7.2	9.9	22.0	11.4
이익 추정												
매출총이익	10.3	10.9	9.8	16.2	12.6	9.7	13.2	17.8	47.2	51.7	77.7	104.1
% YoY	-8.0	-6.0	-9.3	-23.9	22.3	-11.0	34.8	10.1	-14.0	9.4	50.4	33.9
매출총이익률(%)	24.7	28.8	27.8	49.1	35.9	35.3	32.8	40.0	31.9	35.4	34.9	34.7
영업이익	0.9	-0.1	0.3	6.5	1.9	0.3	2.0	5.9	7.6	10.0	24.4	42.5
% YoY	-35.7	N/A	-90.3	-40.9	111.1	N/A	553.6	-9.8	-56.6	31.9	143.7	74.1
영업이익률(%)	2.2	-0.3	0.9	19.7	5.4	1.1	4.9	13.1	5.1	6.9	11.0	14.2

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표38 YG 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
연결 매출	64.7	78.1	63.7	58.0	52.8	55.2	66.9	73.5	264.5	248.4	375.2	529.5
% YoY	-16.3	24.5	-2.3	-9.1	-18.3	-29.4	5.0	26.8	-1.7	-6.1	51.1	41.1
본사 매출	41.7	37.9	35.2	33.0	35.1	27.5	40.3	44.6	147.8	145.8	222.7	300.3
% YoY	-27.5	2.2	-5.6	2.5	-15.8	-27.4	14.5	35.1	-9.9	-1.3	52.7	34.8
자회사 합산	23.0	40.2	28.5	25.0	17.7	27.7	26.5	28.9	116.7	100.9	152.7	231.7
% YoY	16.1	56.9	2.1	-21.0	-22.8	-31.3	-6.8	15.8	11.2	-13.5	51.4	51.7
YG Ent. JP	4.3	4.4	2.5	3.9	5.1	7.2	0.9	0.0	15.2	13.2	43.2	93.6
% YoY	-86.9	-24.7	-39.5	-35.8	16.8	62.1	-63.5	N/A	-69.1	-13.4	227.5	116.8
YG Ent. Asia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.3	0.3	0.1	0.1	2.4	5.1	5.4
% YoY	-0.8	11.0	-0.3	-0.7	50.8	76.3	14.3	5.8	-0.6	35.6	1.1	0.1
YG Plus	24.0	41.3	31.2	28.0	19.3	27.1	30.4	28.0	124.5	104.8	114.3	125.7
% YoY	55.6	47.1	12.9	24.9	-19.6	-34.4	-2.7	0.0	33.1	-15.9	9.1	10.0
이익 추정												
연결 영업이익	-2.7	-0.1	-3.2	6.9	-2.5	1.5	1.7	5.8	0.9	6.4	28.8	55.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	-50.0	N/A	N/A	N/A	-15.8	-95.5	625.7	348.2	94.3
영업이익률(%)	-4.2	-0.1	-5.1	11.9	-4.8	2.6	2.5	7.9	0.3	2.6	7.7	10.6
본사 영업이익	0.9	-0.1	0.3	6.5	1.9	0.3	2.0	5.9	7.6	10.0	24.4	42.5
% YoY	-35.7	N/A	-90.3	-40.9	N/A	N/A	N/A	-9.8	-56.6	31.9	143.7	74.1
영업이익률(%)	2.2	-0.3	0.9	19.7	5.4	1.1	4.9	13.1	5.1	6.9	11.0	14.2
자회사 영업이익	-3.6	0.0	-3.5	0.4	-4.4	1.2	-0.3	0.0	-6.7	-3.6	4.3	13.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	-85.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	207.9
YG Ent. JP	-0.3	-0.8	-0.6	-0.8	0.5	1.6	-0.3	-0.5	-2.5	1.3	3.2	11.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	154.6	262.9
YG Ent. Asia	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	-1.3	-0.7	2.8	2.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.4
YG Plus	-1.9	1.8	-0.6	0.7	-2.7	0.6	2.1	0.7	0.0	0.7	3.2	3.7
% YoY	N/A	284.2	N/A	-74.0	N/A	-64.6	N/A	0.0	n/a	n/a	3.7	0.2
세전이익	14.3	-9.3	-7.7	0.6	-5.7	14.4	3.5	4.0	-2.0	16.2	34.8	62.0
% YoY	391.3	N/A	N/A	-97.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	114.7	77.8
지배주주순이익	8.4	-6.1	-4.8	-19.0	-4.2	7.2	1.0	2.8	-21.5	6.8	21.1	40.7
% YoY	263.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	212.0	92.6

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표39 YG 엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
빅뱅 (2006, '11,'15 재계약)	GD 제대				
아이콘 (2015.10 데뷔) 2022년 만료	12/14~12/31 일본 소극장 9회 (4.9만명)	2/6 미니3집 'I DECIDE'(6만장)			
위너 (2014.8 데뷔) 2021년 만료	10/23 미니 앨범 'CROSS' (10.7만장) 10/26,27 올림픽체조경기장 2회 (2.8만명) 11/24, 12/21 동남아 2회	1/1~2/8 동남아 4회	4/9 정규3집 Remember (12만장) 4월 김진우, 이승훈 군입대		10/30 송민호 정규2집 (9.8만장)
블랙핑크 (2016.8 데뷔) 2023년 만료	12/4 도쿄돔(4만)	1/4,5,2/22 일본 돔 3회 (14만)	6/26 선공개싱글 'How you like that' 6/26 Special 앨범(7월 30만)	8/28 선공개 싱글 'Icecream'	10/2 정규 1집 'The Album' (124.4만장) 지수, JTBC '설강화' 촬영 시작
트레저 (2020.8 데뷔) 2027 만료				8/9 싱글 1집 'The first step: Chapter1' (24.1만장) 9월 싱글 2집 Chapter2 (23만장)	11/6 Chapter3 (23.2만장)

자료: 메리츠증권 리서치센터

에스엠: 자회사 정리가 본격적 주가 상승의 드라이버로 작용할 것

4Q20, 연결 영업이익 기대치
소폭 하회 예상

에스엠의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,616억원(-16.7% YoY)과 65억원(-52.9% YoY)로 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 실적이 예상된다. NCT 단 일로 230만장의 판매고를 비롯, 4분기로 이어진 슈퍼M 판매까지 더해지며 4분기 동사의 앨범 판매량은 337만장에 달할 전망이다. 이에 따른 동사의 별도 영업이익은 168억원(+52.9% YoY)로 예상된다.

SM JP 고정비 3분기 크게 상승한
부분을 반영했기 때문

건조한 별도 실적에도 불구하고 연결 영업이익에 대한 기대치가 낮은 이유는 연결 자회사 중 SM JP 내 조직이 3분기부터 비대해지며 분기 판관비가 기존 대비 20~30억원 증가했기 때문이다. SM JP의 4분기 적자 36억원을 비롯하여 자회사 합산 적자는 103억원을 기록할 것으로 예상된다. 이는 3분기 135억원 대비 30억원 개선된 수치다.

적정주가 4만원 유지

동사의 적정주가 4만원을 유지한다. 적정주가가 내포하는 시가총액은 9,200억원이다. 1) SM JP 판관비 부담이 연간 80~100억원 증가하며 이익의 영구 손상을 반영하여 실적을 하향 조정하였으나 2) 엔터 사업 적용 밸류에이션을 일괄적으로 10% 상향한 점이 이를 상쇄했다. 인수 조직의 일본 사업이 가동되기 시작하면 부담이 감소할 수 있을 것으로 판단되나 아직 구체적 청사진이 발표되지 않아 실적에는 반영하지 않았다.

2019~2022 연결 영업이익 CAGR은 16% 수준으로 준수하나 자회사가 비대해지며 기타 손익 부분이 커져 순이익 가시성이 크게 감소했다. JYP와 같이 자회사 슬림화가 진행되면 본업의 가치가 크게 부각될 수 있다.

표40 에스엠 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	161.6	193.9	-16.7	115.0	40.5	163.1	-0.9
영업이익	6.5	13.8	-52.9	-9.7	흑전	8.6	-24.4
세전이익	1.6	-17.6	흑전	-13.3	흑전	11.3	-85.8
지배순이익	-6.0	-16.9	적지	-21.6	적지	7.8	-176.9

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표41 에스엠 적정주가 산정 내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	SM 보유가치	주당 가치 (원)
SM본사	61.6	33.9	22	745.8	100	745.8	31,799
SM JP	2.5	1.8	28	48.6	100	48.6	2,072
SM Beijing	5.6	3.9	33	129.4	100	129.4	5,516
합계	69.8	39.6				924	39,387

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표42 SM 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
매출	57.0	64.6	83.7	102.2	68.4	74.6	58.6	85.5	307.5	287.0	358.4	368.1
음반/음원 사업	23.6	26.7	33.8	42.0	37.8	53.0	38.7	64.9	126.1	194.4	193.5	195.0
음반 매출	8.4	13.3	17.6	24.9	18.9	33.8	19.5	43.4	64.2	115.6	108.6	106.5
음원 매출	15.2	13.4	16.2	17.1	18.9	19.2	19.2	21.5	61.9	78.8	84.9	88.6
매니지먼트 사업	33.4	37.8	49.9	60.2	30.5	21.6	19.9	20.6	181.3	92.6	164.9	173.1
출연료 등	13.1	13.6	19.1	6.8	13.5	6.5	8.2	9.1	52.6	37.2	56.0	57.3
광고	6.5	5.3	6.8	5.2	4.5	3.1	3.1	2.8	23.8	13.4	14.5	16.6
초상 외	13.9	18.9	24.0	48.2	12.5	12.1	8.7	8.8	105.0	42.1	94.5	99.2
% YoY												
매출	-4.1	6.7	27.4	6.5	20.0	15.5	-30.0	-16.3	9.2	-6.7	24.9	2.7
음반/음원 사업	10.6	17.3	85.7	-15.2	60.2	98.5	14.5	54.6	12.9	54.2	-0.5	0.8
음반 매출	-27.6	9.9	100.0	-27.2	125.0	154.1	10.8	74.3	-3.7	80.0	-6.1	-1.9
음원 매출	56.7	26.4	72.3	11.8	24.3	43.3	18.5	26.0	37.6	27.4	7.7	4.3
매니지먼트 사업	-12.3	0.0	5.0	29.7	-8.7	-42.9	-60.1	-65.8	6.8	-48.9	78.1	5.0
출연료 등	-30.5	0.7	-3.0	-11.7	3.4	-52.6	-57.3	33.1	-12.0	-29.3	50.7	2.4
광고	25.0	-24.3	-32.0	-13.6	-30.8	-42.5	-55.1	-46.3	-15.7	-43.7	8.0	15.0
초상 외	-1.8	9.2	34.8	47.4	-9.7	-36.0	-63.8	-81.8	28.1	-59.9	124.6	5.0
원가 추정												
매출원가	33.2	44.5	52.4	65.6	45.3	40.0	37.3	43.6	195.6	166.2	222.1	222.5
% to sales	58.2	68.9	62.6	64.2	66.2	53.6	63.7	51.0	63.6	57.9	62.0	60.4
% YoY	-5.9	17.8	22.2	16.3	36.5	-10.0	-28.8	-33.5	13.5	-15.0	33.6	0.2
판매관리비	15.2	18.2	15.7	25.6	15.2	17.9	17.5	25.1	74.7	75.7	76.9	84.1
% to sales	26.7	28.1	18.7	25.1	22.2	24.0	29.9	29.3	24.3	26.4	21.5	22.9
% YoY	2.3	26.6	1.6	12.4	-0.2	-1.5	11.6	-2.1	10.7	1.3	1.5	9.4
이익 추정												
매출총이익	23.8	20.1	31.3	36.6	23.1	34.6	21.3	41.9	111.9	120.8	136.3	145.6
% YoY	-1.6	-11.7	37.1	-7.4	-3.0	72.0	-32.0	14.4	2.3	8.0	12.8	6.8
매출총이익률(%)	41.8	31.1	37.4	35.8	33.8	46.4	36.3	49.0	36.4	42.1	38.0	39.6
영업이익	8.6	1.9	15.7	11.0	7.8	16.7	3.8	16.8	37.2	45.1	59.5	61.5
% YoY	-7.7	-77.0	111.3	-34.3	-9.2	759.9	-75.7	52.9	-11.2	21.3	31.8	3.5
영업이익률(%)	15.1	3.0	18.7	10.7	11.4	22.4	6.5	19.6	12.1	15.7	16.6	16.7

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표43 SM 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정												
연결 매출	130.8	159.6	173.5	193.9	144.7	135.9	115.0	161.6	657.8	557.3	645.6	654.4
% YoY	18.2	28.3	2.8	-7.0	10.7	-14.9	-33.7	-16.6	7.4	-15.3	15.8	1.4
본사 매출	57.0	64.6	83.7	102.2	68.4	74.6	58.6	85.5	307.5	287.1	358.5	368.3
% YoY	-4.1	6.7	27.4	6.5	20.0	15.5	-30.0	-16.3	9.2	-6.7	24.9	2.7
자회사 합산	73.8	95.1	89.8	91.7	76.3	61.3	56.4	76.1	350.3	270.2	287.1	286.2
% YoY	44.2	48.8	-12.8	-18.5	3.5	-35.5	-37.1	-17.0	6.0	-22.9	6.3	-0.3
SM C&C	35.2	42.7	39.8	48.8	33.8	26.6	27.2	28.5	166.7	116.1	67.7	39.4
% YoY	-6.1	-18.5	-10.5	-21.9	-4.0	-37.8	-31.7	-41.7	-15.4	-30.3	-41.7	-41.7
SM Japan	14.9	16.0	20.1	28.4	13.0	7.6	11.7	3.0	79.4	35.3	72.5	76.6
% YoY	-43.3	-2.0	-1.4	-10.9	-12.6	-52.4	-41.8	-89.5	-16.3	-55.5	105.3	5.7
Dream Maker	16.3	14.0	29.4	19.9	4.0	5.4	5.7	10.3	79.6	25.4	76.3	80.8
% YoY	142.8	13.2	64.3	-6.8	-75.4	-61.4	-80.6	-48.0	36.5	-68.0	199.7	6.0
키이스트	23.4	33.3	21.7	21.9	31.5	19.6	5.9	24.1	100.2	81.1	89.2	98.2
% YoY	33.6	23.3	-43.6	5.1	34.7	-41.1	-72.8	10.0	-3.4	-19.1	10.0	10.0
이익 추정												
연결 영업이익	2.8	3.9	19.9	13.8	1.7	13.2	-9.7	6.5	40.4	11.6	43.4	62.3
% YoY	-72.9	-61.3	64.2	-9.4	-40.3	240.1	N/A	-53.1	-15.4	-71.3	273.8	43.5
영업이익률(%)	2.1	2.4	11.5	7.1	1.2	9.7	-8.4	4.0	6.1	2.1	6.7	9.5
본사 영업이익	8.6	1.9	15.7	11.0	7.8	16.7	3.8	16.8	37.2	45.1	59.5	61.5
% YoY	-7.7	-77.0	111	-34.3	-9.2	760	-75.7	52.9	-11.2	21.3	31.8	3.5
영업이익률(%)	15.1	3.0	18.7	10.7	11.4	22.4	6.5	19.6	12.1	15.7	16.6	16.7
자회사 영업이익	-5.8	1.9	4.3	2.8	-6.1	-3.5	-13.5	-10.3	3.2	-33.5	-16.1	0.8
% YoY	N/A	21.7	-9.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-45.3	N/A	N/A	N/A
SM C&C	-2.1	0.9	2.5	3.6	-3.5	-1.4	-2.0	-1.0	4.8	-8.0	-4.8	-2.8
% YoY	N/A	N/A	584	307.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
SM Japan	2.0	4.2	3.6	3.9	-0.3	0.1	-5.6	-3.6	13.6	-9.4	-4.3	2.5
% YoY	-67.2	43.1	-20.5	-12.9	-33.6	21.5	-10.3	-6.5	-0.2	N/A	N/A	N/A n/a
Dream Maker	2.0	0.5	3.3	0.3	0.0	-0.9	-0.9	-0.9	6.0	-2.7	1.8	6.0
% YoY	504.8	-48.4	28.1	-71.1	N/A	N/A	N/A	N/A	24.0	N/A	N/A	237.0
키이스트	-1.2	0.7	-0.5	-0.5	2.4	-0.8	-1.0	-0.8	-1.5	-0.3	-1.0	-0.6
% 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
SM Beijing	-1.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.9	0.8	2.2	5.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	175.0	154.5

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표44 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
동방신기 2004 데뷔 2013, 2018 재계약	10/26 일본 정규 'XV' (15.5만장) 10~12월 일본 돔 투어 (8회, 35만명)	1/11~13, 1/17~19 돔 6회 (25만명) 1/23 MANAZASHI 일본 싱글	4/6 최강창민 Chocolate 미니 1집 (10.6만장) 5/24 VLive 콘서트 1회		
슈퍼주니어 2005 데뷔 2015 재계약	10/4 정규9집 'Time_Slip' (42.7만장) 10월 올림픽 체조경기장 (2회, 2.8만명) 11/2~4 일본 아레나 3회 (11만명) 11/22 성민 미니1집 오르골 11/23~12/15 동남아 3회	1/11~1/19 동남아 3회 1/28 리패키지 'TIMELESS'(12만장) 2/12 일본 I THINK U 발매 2/7~2/16 일본 아레나 5회 (5.6만명)	5/31 VLive 콘서트 1회 6/8 KRY 미니 1집: 푸르게 빛나던 우리의 계절(15.2만장)	8/23 KRY Vlive 콘서트 1회 9/3 D&E 미니4집 'BAD BLOOD'(22.8만장) 9/28 D&E 스페셜 'BAD LIAR'(9월 5.8만장/10만장 가정)	
소녀시대 2007 데뷔, 2017 일부 재계약	10/28 태연 정규앨범 'Purpose' (16.6만장)	1/15 태연 리패키지 'Purpose' 1/17~19 태연 올림픽 핸드볼 3회 (1.5만명)	5/4 태연 Happy 디지털싱글		11/18 태연 일본 앨범 12/15 미니 4집 'What do I call' (9.9만)
샤이니 2008 데뷔, 2018 재계약	12/28~1/1 태민 일본 아레나 3회 (5만명)			9/7 태민 정규3집 'Act1' (13.8만장)	11/9 태민 정규3집 'Act2' (12.3만장)
엑소 2012 데뷔 2019 재계약	10/11~12/22 일본 아레나 10회 (12.6만명) 11/24 싱글앨범 BIRD 11/27 정규앨범 'OBSESSION' (76.6만장) 11/25, 12/14 동남아 2회 12/14, 15 Lay 솔로콘서트 중국 2회 12/29~31 올림픽체조 경기장 3회 (4.5만명)		3/30 수호 미니1집 '자화상' (27.2만장) 4/24 일본 BIRD 앨범 5/14 수호 군입대 5/25 백현 Delight 미니2집 (102만장)	7/13 세&찬 정규1집 '10억뷰'(51.1만)	10/26 첸 군입대 11/30 카이 미니 앨범(34.4만장) 12/6 시우민 제대
레드벨벳 2014 데뷔 2021 만료	11/23,24 화정체육관 2회 (0.8만명) 12월 리팩 'ReVe Festival-Finale'(11.2만/1월 3.0만)	1/2월 일본 아레나투어 3회 (3.5만명) 3/14 예리 디지털 솔로 데뷔		7/6 아&슬 미니 Monster (23.4만장)	
NCT 2016 데뷔 2023 만료	10/29 WayV 미니1집 'Take Over the Moon' (4만장) 11/15~17 Dream 장총 3회 (1.3만명 예상) 12/1,2 동남아 2회 12/18,19 일본 아레나 2회 (3.2만명) 11/23~12/29 WayV 팬싸인회 서울1회(2500명 추정), 중국 5회, 동남아 2회	1/2 WayV 팬싸인회 중국 1회 1/4~2/3 NCT127 일본 아레나 10회 (6.9만명) 1/22 NCT드림 일본 미니 'THE DREAM' 2/29,3/1 NCT드림 동남아 2회 3/6 127 Neo Zone 정규2집 (72만/2Q 6.4만)	4/29 Dream 미니 Reload (60.4만장) 5월 WayV/드림/127 Vlive 각 1회씩 5/19 127 2집 리팩(46.9만/3Q 3.1만) 6/9 WayV 정규1집 'Awaken the world' (2Q 8.6만장/3Q 1.4만장)	7/29 WayV 'Bad Alive' (10.8만장)	10/12 정규2집 'Pt.1' (10월 127.2만장/130만장 가정) 11/23 정규2집 'Part.2'(93.7만/7 9.2만+14.5만) 12월 127 일본 미니2집 '러브홀릭'
슈퍼 M 2019 데뷔	10/4 미니앨범 Super M (16.8만장) 11/18 싱글앨범 Let's go Everywhere 11/11~19 미주 5회	1/30~2/28 미주, 유럽 8회	4/26 VLive 콘서트 1회	8/14 디지털싱글 '100' 8/29 에이네이션, Vlive 참석 9/1 디지털싱글 'Tiger inside'	9/25 정규1집 'Super One' (50.2만장)
에스파 2020 데뷔					11/17 싱글 '블랙맘바' 데뷔

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.04	산업브리프	Hold	30,000	이효진	3.2	15.2	
2020.01.04	1년 경과				-18.8	-1.7	
2020.04.10	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-	-	

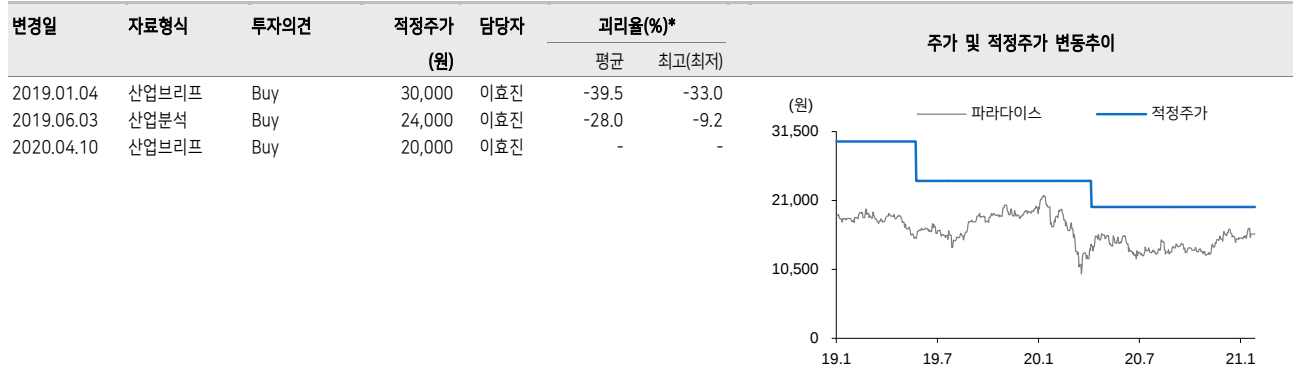
스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.04	산업브리프	Buy	130,000	이효진	-28.7	-24.4	
2019.03.27	산업분석	Buy	113,000	이효진	-23.3	-13.9	
2019.06.03	산업분석	Buy	95,000	이효진	-29.4	-22.3	
2019.08.09	기업브리프	Buy	90,000	이효진	-26.5	-11.7	
2019.11.04	산업분석	Buy	110,000	이효진	-28.1	-20.9	
2020.04.10	산업브리프	Buy	96,000	이효진	-18.7	-11.5	
2020.05.25	산업분석	Hold	87,000	이효진	-2.4	22.9	
2021.01.22	산업브리프	Hold	120,000	이효진	-	-	

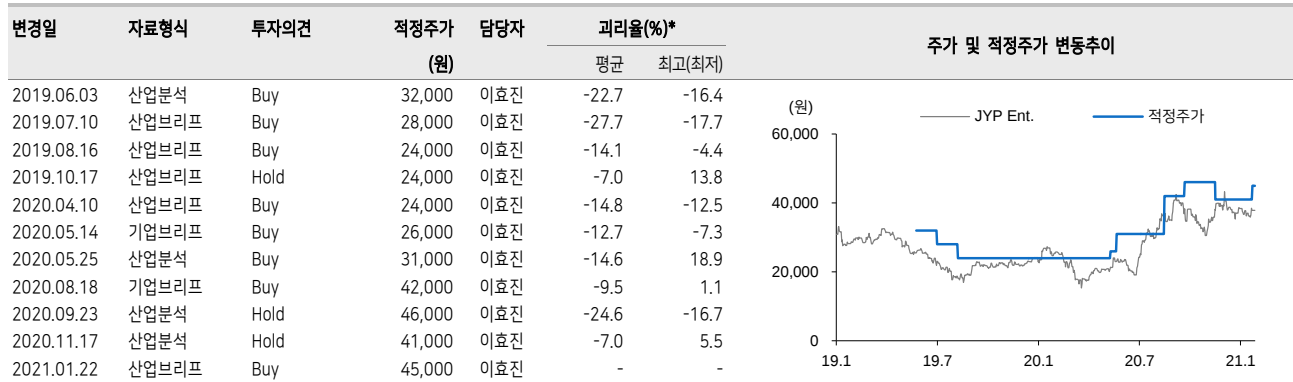
파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



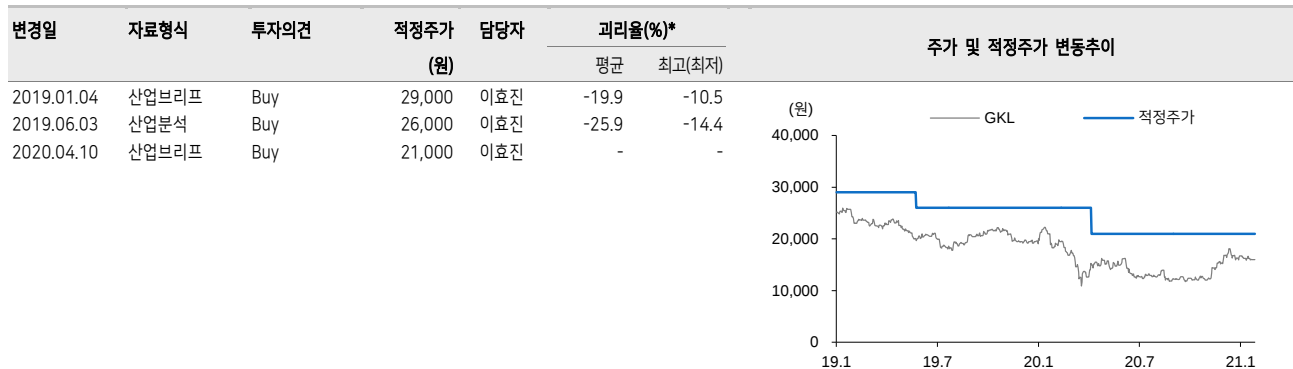
JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



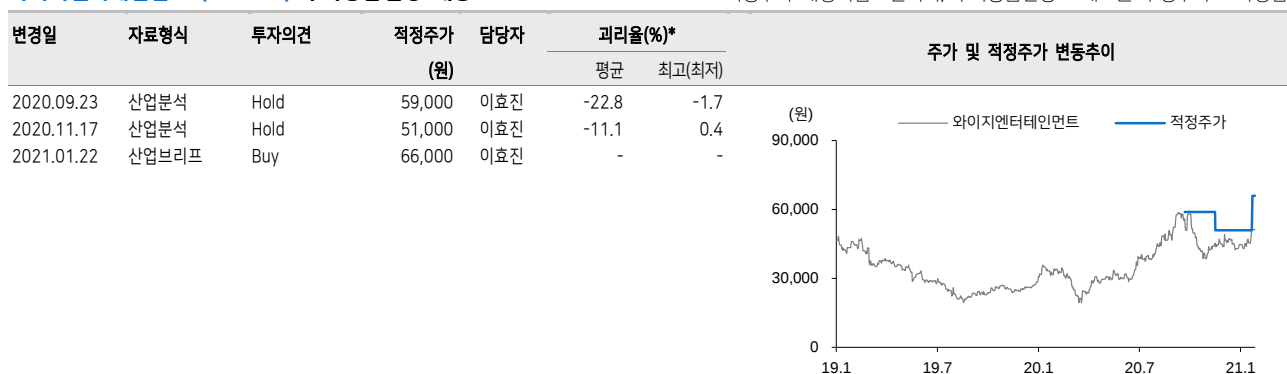
GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



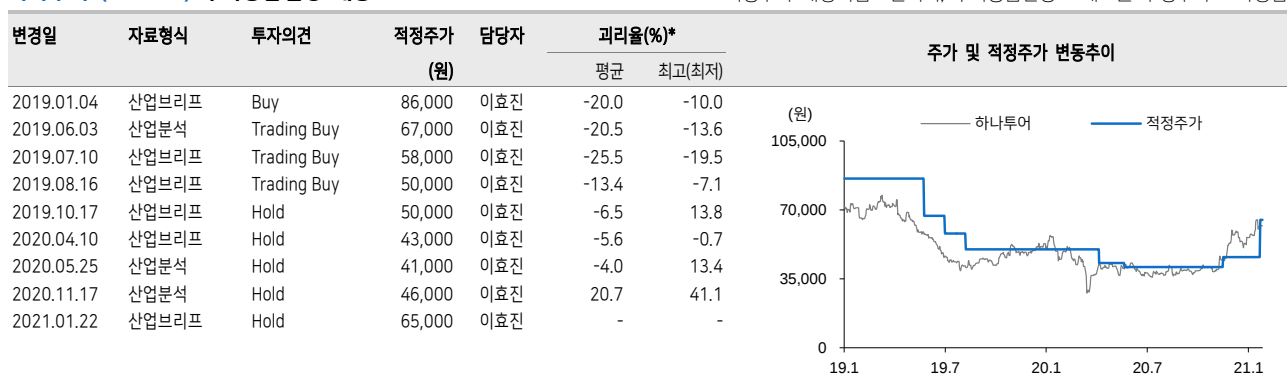
와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



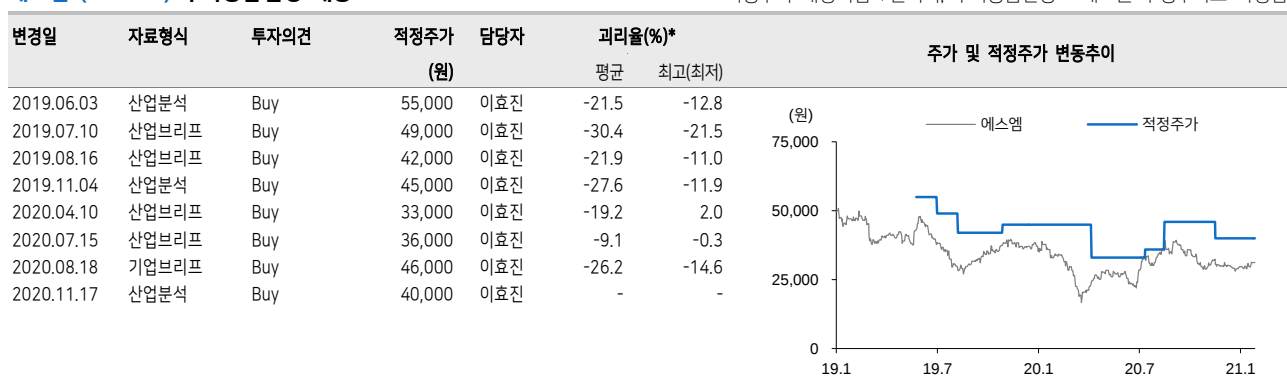
하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.04	산업브리프	Buy	72,000	이효진	-29.0	-20.7	
2019.03.27	산업분석	Buy	63,000	이효진	-17.3	-8.1	
2019.06.03	산업분석	Buy	59,000	이효진	-20.4	-12.9	
2019.08.09	기업브리프	Trading Buy	46,000	이효진	-23.1	-17.1	
2019.10.17	산업브리프	Hold	40,000	이효진	-5.6	2.1	
2020.01.09	산업브리프	Buy	50,000	이효진	-29.7	-12.9	
2020.04.10	산업브리프	Buy	38,000	이효진	-9.2	-6.7	
2020.05.11	기업브리프	Buy	42,000	이효진	-25.3	-17.1	
2020.08.10	기업브리프	Buy	36,000	이효진	-25.0	-8.6	
2020.10.19	산업브리프	Buy	31,000	이효진	-12.4	4.4	
2020.11.17	산업분석	Hold	31,000	이효진	10.3	42.4	
2021.01.22	산업브리프	Hold	46,000	이효진	-	-	

모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.04	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-13.3	-3.1	
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	-34.2	-9.5	
2020.04.10	산업브리프	Buy	17,000	이효진	-27.1	-21.8	
2020.05.25	산업분석	Buy	16,000	이효진	-23.8	5.9	
2020.11.17	산업분석	Buy	20,000	이효진	2.4	21.0	
2021.01.22	산업브리프	Buy	28,000	이효진	-	-	

골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	84,000	이효진	-14.6	-8.7	
2019.07.10	산업브리프	Buy	93,000	이효진	-28.3	-14.2	
2020.02.28	기업브리프	Buy	74,000	이효진	-38.4	-13.0	
2020.05.25	산업분석	Buy	82,000	이효진	-12.9	-5.6	
2020.07.28	기업브리프	Buy	94,000	이효진	-25.7	-16.0	
2020.10.28	기업브리프	Buy	104,000	이효진	-32.8	-30.0	
2021.01.22	산업브리프	Buy	94,000	이효진	-	-	