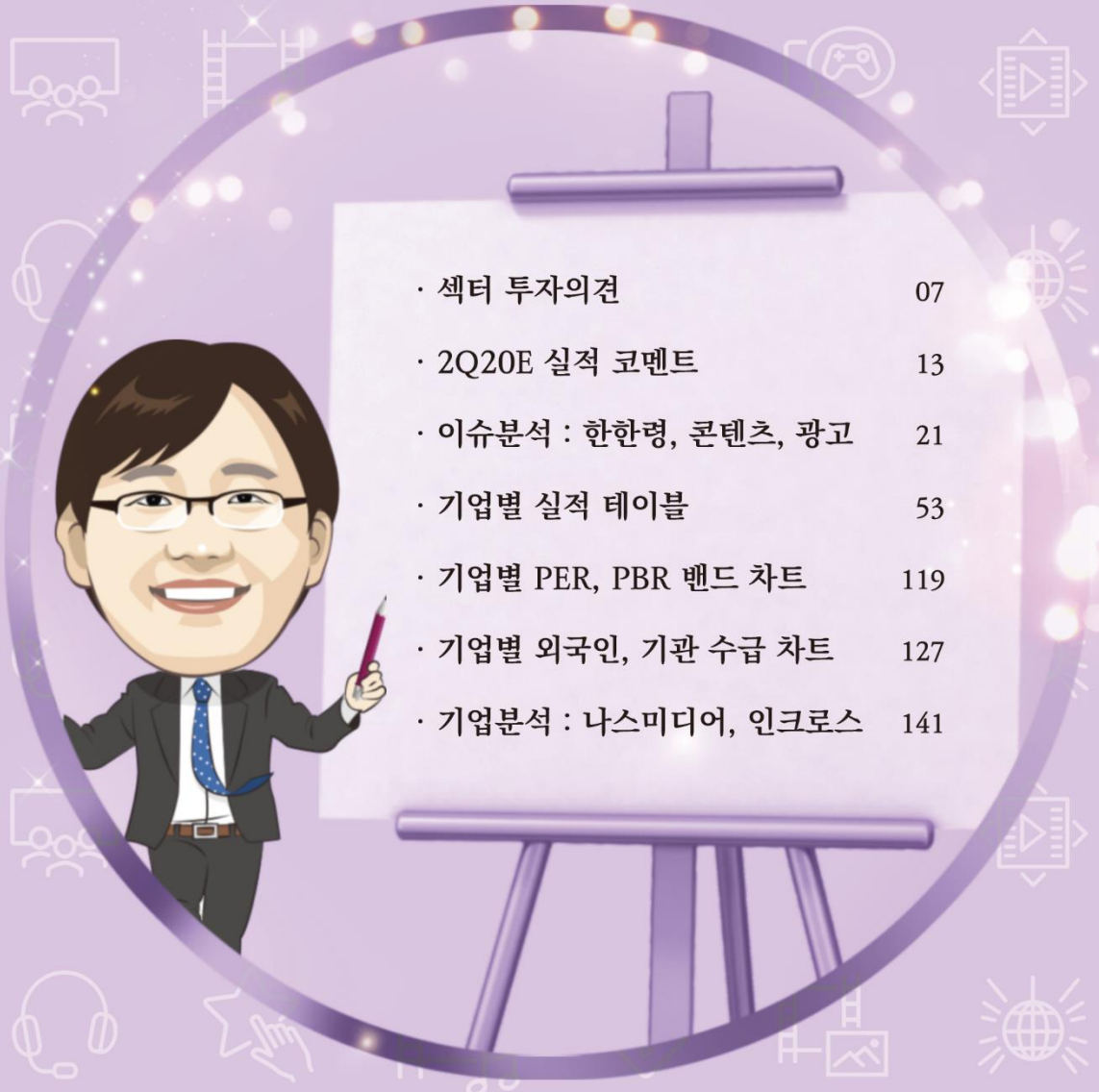
한한령, 콘텐츠, 그리고 광고



· 섹터 투자의견 07
· 2Q20E 실적 코멘트 13
· 이슈분석 : 한한령, 콘텐츠, 광고 21
· 기업별 실적 테이블 53
· 기업별 PER, PBR 밴드 차트 119
· 기업별 외국인, 기관 수급 차트 127
· 기업분석 : 나스미디어, 인크로스 141

박성호 미디어/엔터/레저
02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

이혜인 RA
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com-

유안타증권 元大證券



미디어/엔터/레저

미디어/엔터/레저



박성호
02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
[미디어/엔터]		
제일기획	BUY (M)	26,000 (U)
이노션	BUY (M)	68,000 (D)
에코마케팅	BUY (M)	52,000 (M)
나스미디어	BUY (I)	40,000 (I)
인크로스	BUY (I)	39,000 (I)
SBS	HOLD (D)	17,000 (D)
CJ ENM	BUY (M)	149,000 (M)
스튜디오드래곤	BUY (U)	123,000 (U)
CJ CGV	HOLD (M)	20,000 (M)
제이콘텐트리	BUY (M)	38,000 (M)
에스엠	BUY (M)	46,000 (U)
와이지엔터테인먼트	BUY (M)	52,000 (U)
JYP Ent.	BUY (M)	41,000 (U)
[호텔/레저]		
강원랜드	HOLD (D)	26,000 (D)
파라다이스	BUY (M)	18,000 (M)
GKL	BUY (M)	19,000 (M)
하나투어	HOLD (M)	44,000 (M)
모두투어	HOLD (M)	16,000 (M)

한한령, 콘텐츠, 그리고 광고

[섹터 투자의견] 전체 섹터 투자의견 Overweight 제시. 소섹터별로 보면, 드라마/음악/외인카지노는 Overweight, 광고는 종목별 선별투자, 강원랜드/여행/영화/TV방송에 대해선 Underweight 의견. 전체 섹터 Top-pick으로는 스튜디오드래곤 제시. 그 외의 추천종목으로는 JYP Ent., 에스엠, 와이지엔터, 에코마케팅, 인크로스, 제일기획 제시

2020년 연말까지의 한한령 해제 가능성 주목 권고. 근거는 1)아이치이의 글로벌 시장향 한국 드라마 구매 본격화, 2)중화자선총회 온라인 자선공연의 한국 참여 요청, 3)시진핑 중국 국가주석의 2020년 연중 방한 가능성에 대한 주한 중국 대사의 긍정적 언급 등임. 코로나19 장기화로 인해 그동안 동 섹터 주가성과가 지지부진했던 만큼, 6~12개월 관점에서 오히려 큰 성과를 기대할 수 있는 섹터란 판단

[미디어/엔터/레저 유니버스 실적 전망] 2Q20 합산 예상 영업익(유니버스 18개 종목)은 -1,734억원(적전 YoY)으로 급감 전망. 이 중에서, 미디어/엔터(13개 종목)는 494억원(-82% YoY), 호텔/레저(5개 종목)는 -2,228억원(적전 YoY). 섹터 영업익 컨센서스는 27억원(미디어/엔터 1,099억원, 호텔/레저 -1,072억원)

[종목별 실적 전망]

제일기획 2Q20 예상 연결실적은 매출총익 2,915억원(-5% YoY), 영업익 556억원(-20% YoY), 지배순익 357억원(-19% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 소폭 하회 전망. 계열과 비계열 물량 동반 감소 예상. 북미를 제외한 전 지역의 (-)성장 추정

이노션 2Q20 예상 연결실적은 매출총익 1,370억원(+10% YoY), 영업익 174억원(-40% YoY), 지배순익 109억원(-42% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 20% 이상 하회 전망. 웰콤社 연결효과 제거시, 매출총익 성장률(YoY)은 -6% 추정

에코마케팅 2Q20 예상 연결실적은 매출액 485억원(+95% YoY), 영업익 162억원(+99% YoY), 지배순익 134억원(+96% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 20% 이상 상회 전망. 부문별 예상 영업익은 본사 86억원, 연결자회사 76억원. 오호라와 Klug 의 판매호조가 특징적

나스미디어 2Q20 예상 연결실적은 매출액 287억원(-8% YoY), 영업익 63억원(-22% YoY), 지배순익 46억원(+2% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 부합 전망. 본사는 DA(미디어렙), 광고플랫폼, IPTV (-)성장 예상. 플레이디도 쿠팡 기고효과로 (-)성장 추정

인크로스 2Q20 예상 연결실적은 매출액 78억원(-2% YoY), 영업익 25억원(-20% YoY), 지배순익 20억원(-20% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 20% 이상 하회 전망. 미디어렙은 전년수준 유지, 광고플랫폼은 감소(YoY) 예상. T-Deal 매출은 편의상 제로로 가정

SBS 2Q20 예상 연결실적은 매출액 2,161억원(-2% YoY), 영업익 -24억원(적전 YoY), 지배순익 -24억원(적자확대 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 하회 전망. 방송광고 증감율(YoY)은 -30% 수준 추정. 유튜브 광고매출 성장세 유지 + IPTV 관련 CPS 소급분 일부 반영

(다음 페이지에서 계속)

CJ ENM 2Q20 예상 연결실적은 매출액 8,348억원(-17% YoY), 영업익 576억원(-34% YoY), 지배순익 445억원(-30% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 부합 전망. 부분별 예상 영업익은 미디어 259억원(드래곤 150억원, 기타 109억원), 커머스 389억원, 영화 -70억원, 음악 -2억원

스튜디오드래곤 2Q20 예상 연결실적은 매출액 1,590억원(+24% YoY), 영업익 150억원(+39% YoY), 지배순익 123억원(+68% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 소폭 하회 전망. 넷플릭스 리큅율 상승 및 『더킹』 효과로 판매매출과 이익 동반성장

CJ CGV 2Q20 예상 연결실적은 매출액 472억원(-90% YoY), 영업익 -1,211억원(적전 YoY), 지배순익 -1,556억원(적자확대 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 큰 폭 하회 전망. 부문별 예상 영업익은 본사 -477억원, 4DX -90억원, 중국 -333억원, 베트남 -69억원, 인니 -84억원, 터키 -119억원

제이콘텐트리 2Q20 예상 연결실적은 매출액 693억원(-47% YoY), 영업익 -79억원(적전 YoY), 지배순익 -60억원(적전 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 하회 전망. 부문별 예상 영업익은 방송 98억원, 영화 -177억원. 『이태원클라쓰』 실적 이연 정산. JTBC 수목드라마 슬롯 오픈 효과 반영 시작

에스엠 2Q20 예상 연결실적은 매출액 1,292억원(-19% YoY), 영업익 33억원(-15% YoY), 지배순익 35억원(+600% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 부합 전망. 핵심법인 예상 영업익은 본사 97억원, 재팬 -5억원, 드림메이커 BEP, C&C -6억원, 키이스트 -1억원

와이지엔터 2Q20 예상 연결실적은 매출액 629억원(-19% YoY), 영업익 -27억원(적전 YoY), 지배순익 -18억원(적자축소 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 하회 전망. 핵심법인 예상 영업익은 본사 -9억원, YG Plus -1억원

JYP Ent. 2Q20 예상 연결실적은 매출액 328억원(-16% YoY), 영업익 96억원(+2% YoY), 지배순익 79억원(+16% YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 20% 가량 상회 전망. 고마진 음반/음원 강세로 이익 선방 가능 기대

강원랜드 2Q20 예상 연결실적은 매출액 267억원(-93% YoY), 영업익 -1,047억원(적전 YoY), 지배순익 -517억원(적전 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 대폭 하회 전망. 카지노 일반영업장은 온기로 휴장, VIP 영업장은 5월 8일부터 영업재개

파라다이스 2Q20 예상 연결실적은 매출액 708억원(-70% YoY), 영업익 -453억원(적전 YoY), 지배순익 -403억원(적자확대 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 부합 전망. 부문별 예상 영업익은 본사 -180억원, P-씨티 -255억원, 호텔(부산+올랜도) -18억원

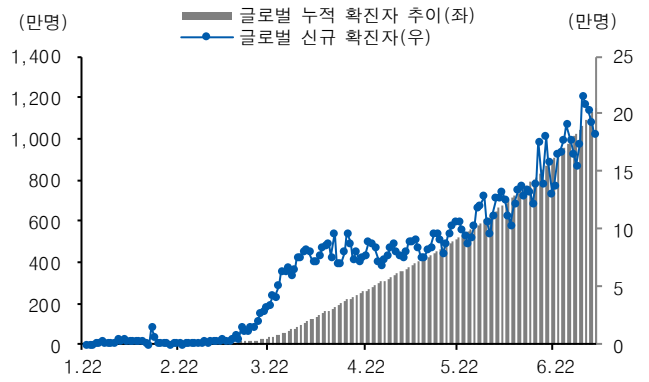
GKL 2Q20 예상 연결실적은 매출액 245억원(-79% YoY), 영업익 -226억원(적전 YoY), 지배순익 -220억원(적전 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 하회 전망

하나투어 2Q20 예상 연결실적은 매출액 78억원(-96% YoY), 영업익 -400억원(적전 YoY), 지배순익 -375억원(적자확대 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 하회 전망. 부문별 예상 영업익은 본사 -140억원, 국내 자회사 -116억원(면세점 -79억원, 기타 -38억원), 해외 자회사 -144억원

모두투어 2Q20 예상 연결실적은 매출액 27억원(-96% YoY), 영업익 -103억원(적자확대 YoY), 지배순익 -65억원(적자확대 YoY). 영업익 기준으로 컨센서스 부합 전망. 핵심법인 예상 영업익은 본사 -70억원, 자유투어 -12억원, 모두스테이 -20억원

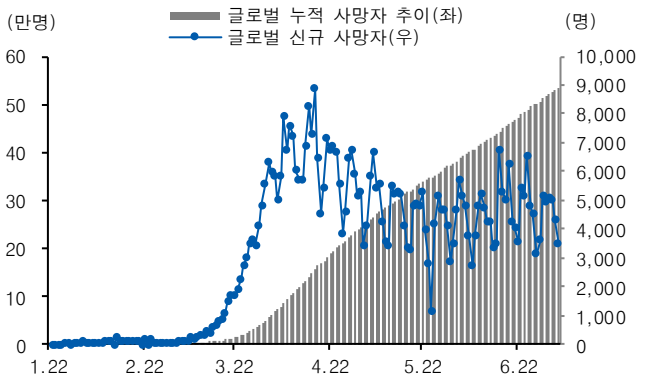
[참고] 글로벌 코로나 확진자 및 사망자수 추이

[그림 1] 글로벌 코로나 확진자 추이



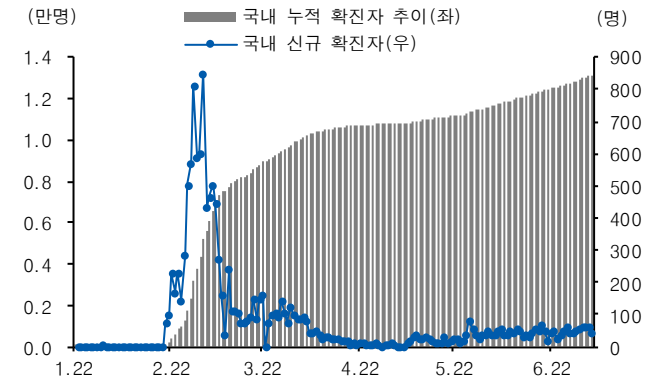
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 글로벌 코로나 사망자 추이



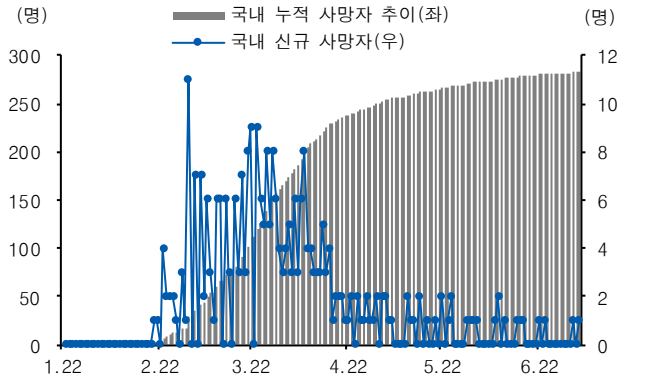
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한국 코로나 확진자 추이



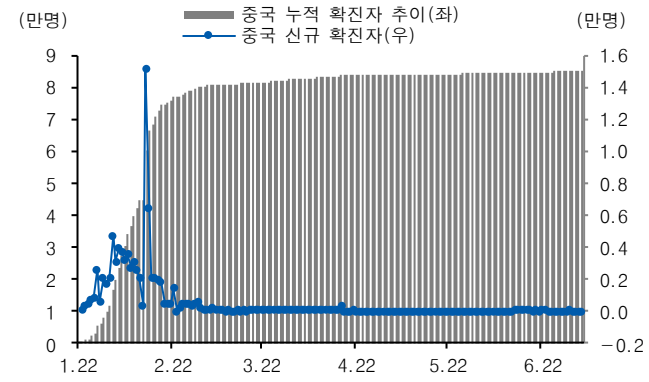
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한국 코로나 사망자 추이



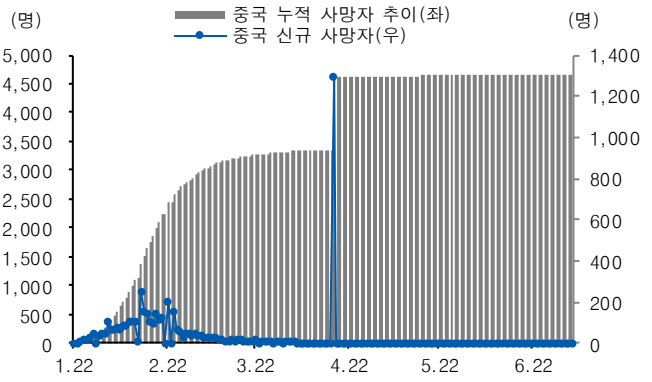
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 중국 코로나 확진자 추이



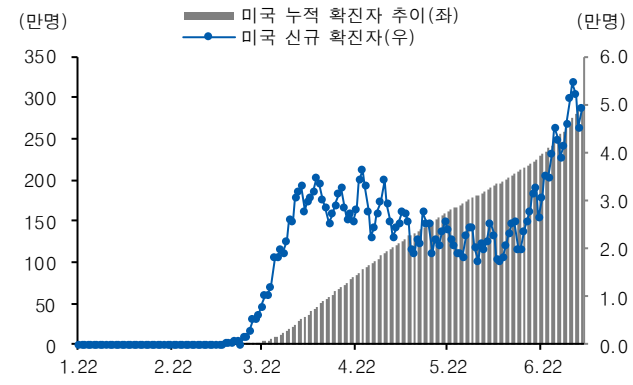
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 중국 코로나 사망자 추이



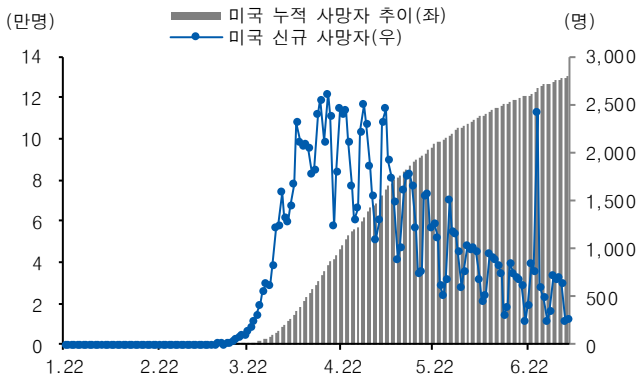
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 미국 코로나 확진자 추이



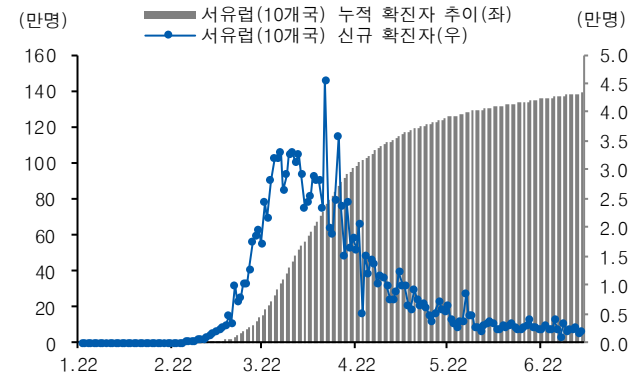
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 미국 코로나 사망자 추이



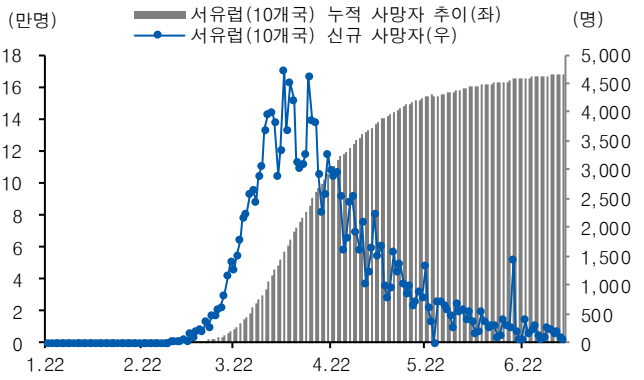
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 서유럽 코로나 확진자 추이



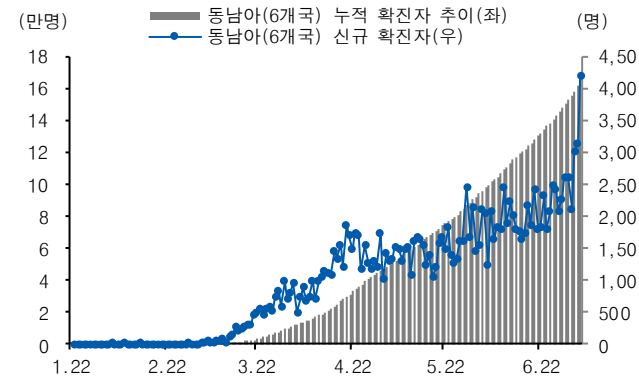
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 서유럽 코로나 사망자 추이



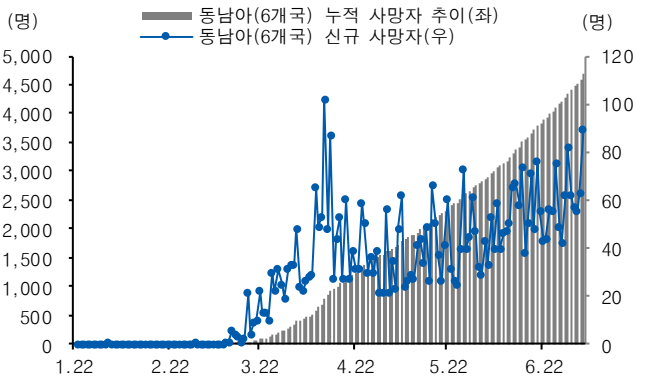
자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 동남아 코로나 확진자 추이



자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 동남아 코로나 사망자 추이



자료: 존스홉킨스 대학, 유안타증권 리서치센터



섹터 투자의견

미디어/엔터/레저 섹터 투자의견

[표 1] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 종목별 선호도 (단위: 억원, 원, 배, %)

분류	종목명	코드	P/E			P/B			시가총액 (7/8)	시가비중	투자의견	주가 (7/8)	목표주가	선호도
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E						
미디어/엔터	제일기획	(030000)	21.1	13.7	10.8	3.1	1.7	1.7	19,787	0.1	BUY	17,200	26,000	★★
	이노션	(214320)	18.6	13.6	10.5	1.8	1.2	1.2	9,310	0.1	BUY	46,550	68,000	★
	에코마케팅	(230360)	14.4	12.9	10.1	4.3	4.4	4.0	6,285	0.0	BUY	38,800	52,000	★★
	나스미디어	(089600)	14.4	11.9	9.7	2.1	1.5	1.4	2,504	0.0	BUY	28,600	40,000	★
	인크로스	(216050)	18.4	26.4	16.7	2.6	3.3	2.9	2,618	0.1	BUY	32,500	39,000	★★
	SBS	(034120)	19.2	124.6	7.7	0.7	0.5	0.5	3,048	0.0	HOLD	16,700	17,000	★
	CJ ENM	(035760)	39.1	15.9	13.3	1.4	0.8	0.8	27,017	0.1	BUY	123,200	149,000	★
	스튜디오드래곤	(253450)	83.0	64.4	45.3	5.1	5.5	5.2	25,989	0.2	BUY	92,500	123,000	★★★
	CJ CGV	(079160)	-5.3	-2.0	-14.3	3.0	6.3	11.7	4,264	0.0	HOLD	20,150	20,000	★
	제이콘텐트리	(036420)	574.6	-37.6	17.8	2.0	1.7	1.7	5,456	0.0	BUY	33,300	38,000	★★
	에스엠	(041510)	-100.5	-321.4	24.6	2.1	1.6	1.5	7,387	0.0	BUY	31,500	46,000	★★★
	와이지엔터테인먼트	(122870)	-26.5	-141.8	27.8	1.7	2.2	2.0	7,355	0.0	BUY	40,400	52,000	★★★
	JYP Ent.	(035900)	28.4	30.3	24.5	5.6	4.8	4.4	9,903	0.1	BUY	27,900	41,000	★★★
	업종 합산		57.5	97.4	17.4	2.1	1.7	1.6	130,923	0.8				
호텔/레저	강원랜드	(035250)	19.8	-21.3	30.8	1.8	1.4	1.5	49,634	0.3	HOLD	23,200	26,000	★
	파라다이스	(034230)	107.1	-11.1	129.0	1.3	1.0	1.0	11,732	0.1	BUY	12,900	18,000	★★★
	GKL	(114090)	18.3	-12.7	24.5	2.3	1.6	1.7	7,887	0.0	BUY	12,750	19,000	★★
	하나투어	(039130)	-81.3	-3.9	-15.9	3.6	2.6	2.7	5,144	0.0	HOLD	36,900	44,000	★
	모두투어	(080160)	206.8	-11.3	-304.4	3.0	1.8	1.9	1,956	0.0	HOLD	10,350	16,000	★
	업종 합산		25.5	-13.9	45.0	1.8	1.5	1.5	76,352	0.4				
섹터 합산			38.2	-50.1	22.5	2.0	1.6	1.6	207,275	1.2				

주: 당사의 투자등급(투자의견, 목표주가)은 투자기간 12개월 기준이며, 상기 선호도는 자료발간 이후 3개월에 대한 의견으로서, 기간에 따른 차이가 발생할 수 있음
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 투자의견 및 목표주가 변경

	투자의견		목표주가(원)		목표주가 산출방식	비고
	기존	변경	기존	변경		
제일기획	BUY	BUY	23,000	26,000	20~21E 평균 EPS x Target PER 18배	-
이노션	BUY	BUY	74,000	68,000	20~21E 평균 EPS x Target PER 18배	-
나스미디어	-	BUY	-	40,000	20~21E 평균 EPS x Target PER 15배	신규 커버리지
인크로스	-	BUY	-	39,000	21E EPS x Target PER 20배	신규 커버리지
SBS	BUY	HOLD	25,000	17,000	20~21E 평균 EPS x Target PER 15배	-
스튜디오드래곤	HOLD	BUY	89,000	123,000	21E EPS x Target PER 60배	-
에스엠	BUY	BUY	32,000	46,000	21E EPS x Target PER 36배	-
와이지엔터	BUY	BUY	37,000	52,000	21E EPS x Target PER 36배	-
JYP Ent.	BUY	BUY	32,000	41,000	21E EPS x Target PER 36배	-
강원랜드	BUY	HOLD	32,000	26,000	20E DPS 900원 / 시가배당률 3.4%	전년도 DPS 로 동결 가정

자료: 유안타증권 리서치센터

당사는 3개월 전에 발간한 산업보고서(2020.04.10)를 통해 비대면 소비 활성화에 따른 디지털 광고 수요 고조와 코로나 국면 정점 통과 이후의 카지노 수요 회복, 스튜디오S 출범 효과 등에 주목해 Top-pick으로 에코마케팅과 강원랜드, 관심종목으로 파라다이스, GKL, SBS 등 5개 종목을 제시한 바 있다. 퍼포먼스 광고의 강자인 에코마케팅은 광고경기 침체와 관계 없이 오호라와 Klug 등의 놀라운 성과를 앞세워 지난 3개월간 가파른 주가상승세를 시현 중에 있다. 반면, 카지노 3사는 예상보다 길어진 휴장기간과 출입국 규제 장기화로 인해 실적부진 구간 장기화에 대한 우려가 확산되면서 주가 약세가 지속되고 있다. SBS는 2Q20 TV광고 급감 상황이 유튜브 수익 증가, CPS 소급분 반영, 스튜디오S 및 콘텐츠웨이브의 잠재적 지분가치 상승 등 모든 투자 포인트들을 무용지물로 만들어버렸다. 아쉽게도, 3개월 전의 당사 추천종목 5개 중에서는 에코마케팅만이 유일하게 주가 성과가 좋았다.

섹터 투자의견 Overweight, 드라마/음악/외인카지노 추천

이번 산업보고서의 전체 섹터 투자의견은 Overweight 이다. 소섹터별로 보면, 드라마/음악/외인카지노는 Overweight, 광고는 종목별 선별투자, 강원랜드/여행/영화/TV방송은 Underweight 의견이다. 미디어/엔터/레저업종 전체 Top-pick으로는 스튜디오드래곤을 제시한다. 그 외의 추천종목으로는 JYP Ent., 에스엠, 와이지엔터, 에코마케팅, 인크로스, 제일기획을 제시한다. 참고로, 당사는 이번 보고서부터 나스미디어와 인크로스를 유니버스에 편입한다.

[섹터 전체 Top-pick]
스튜디오드래곤

2020년 연말 한한령 해제 가능성 높다는 판단

당사는 2020년 연말까지 한한령 해제 가능성이 높아 이에 대비해야 한다는 의견을 제시한다. 근거는 1)아이치이의 글로벌 시장향 한국 드라마 구매 본격화, 2)중화자선총회 온라인 자선공연의 한국 참여 요청, 3)시진핑 중국 국가주석의 2020년 연중 방한 가능성에 대한 주한 중국 대사의 긍정적 언급 등이다. 시진핑 주석의 방한이 현실화되고 중국시장이 다시 열리는 조짐이 나타나게 되면 드라마/음악 제작사와 외인카지노의 주가가 동반 급등하게 될 것이다. 2020년 7월 들어 주가 성과가 좋아지기 시작했지만, 드라마와 음악제작사 주가는 2020년 상반기를 놓고 봤을 때 쉬어가는 흐름이었다. 또한, 외인카지노 주가는 그동안 매우 부진했다. 당사는 장기간에 걸쳐 지지부진했던 드라마/음악/외인카지노 주식들에 대한 선제적인 비중확대를 제안한다.

[드라마 Top-pick]
스튜디오드래곤

먼저, 드라마 Top-pick으로 스튜디오드래곤(Buy, TP 12.3만원)을 제시한다. 스튜디오드래곤은 한한령 해제시 연간 영업이익 체력이 2020년(e) 500억원 수준 → 2021년(e) 1,000억원대 또는 그 이상으로 폭증할 가능성이 높다고 보고 있다. 분기당 대작드라마 1편씩만 중국 OTT에 공급한다는 가정을 세우면, 충분히 달성 가능한 실적이다. 한한령 해제가 없을 경우에도, 아이치이/텐센트 등 중국 OTT들이 동남아 시장 진출 본격화를 계기로 글로벌 시장에서 한국 드라마를 놓고 넷플릭스와 경쟁하는 구도가 형성됐다. 이미 아이치이는 『편의점 샛별이』, 『저녁 같이 드실래요』와 같은 한국 드라마의 글로벌 스트리밍 서비스(중국 제외)를 시작했다. 참고로, 국내 광고경기가 3Q20부터 반등세를 보일 조짐을 보이고 있어 2020년 하반기의 국내 방송국發 편성리스크에 대해 예전만큼 크게 우려할 필요는 없다는 판단이다. 한편, **제이콘텐트리(Buy, TP 3.8만원)**에 대해선, 상대적으로 비선호 의견을 제시한다. 한한령 해제시, 제이콘텐트리 주가도 우상향 흐름을 보일 것이 확실시되지만 극장사업 부진으로 인해 상승탄력은 상대적으로 약할 수 밖에 없다는 판단이다. 동사는 여름 성수기의 한국 박스오피스 성적이 극장사업자로 하여금 최소 BEP 이상의 이익을 시현할 수 있는 레벨을 확인시켜줘야 의미있는 투자 대상군으로 포함될 수 있다는 판단이다.

[음악 Top-pick]
JYP Ent.

에스엠, 와이지엔터에도 관심

이어서, 음악제작사 Top-pick으로 JYP Ent.(Buy, TP 4.1만원)를 제시한다. 음악제작사는 글로벌 스트리밍 시장의 성장성이 여전히 큰 상황에서, 온라인 콘서트라는 미래 먹거리와 한한령 해제 가능성 등으로 인해 주목해야 할 시점이 도래했다. JYP Ent.는 간접비 부담이 적은 관계로 음반/음원 등의 고마진 매출원의 좋은 성과가 이익단으로 잘 연결되고 있어 기본 이익체력이 튼튼한 편이다. 최근 부각 중인 온라인 콘서트는 중장기 성장 잠재력이 매우 크지만, 단기적 관점에선 오프라인 콘서트의 실적 공백을 대체하기엔 역부족이란 점을 고려해 회사의 기본 이익체력을 고려해서 종목을 선별해야 한다는 판단이다. JYP Ent.는 데뷔연차별 아티스트 포트폴리오와 신인 아티스트 모멘텀 측면에서도 3사 중 가장 이익을 창출하기에 좋은 구조를 갖고 있다. 동사는 현재의 주력 아티스트인 GOT7과 트와이스가 한한령 직전인 2016년 당시 신인급이었던 관계로 중국 시장에서 검증된 아티스트가 부족하다는 약점을 갖고 있으나, GOT7과 트와이스가 2020년 기준의 K-pop 정상급 아티스트란 점은 분명한 사실이고 2021년 중국인 남자그룹 Project C의 데뷔를 준비하고 있어 중국 수혜를 충분히 받을 수 있는 회사로 판단된다. 다만, 한한령 해제 이후, 코로나19로 인해 즉각적인 중국활동 본격화가 쉽지 않다는 점은 유념해야 할 대목이다.

당사는 JYP Ent.에 더해 **에스엠(Buy, TP 4.6만원)**과 **와이지엔터(Buy, TP 5.2만원)**까지 3사 종목을 바스켓으로 매수하는 것도 좋은 전략이 될 것으로 생각한다. 한한령 해제시 3사가 모두 수혜를 받게 될 것인데, 음악제작사의 시가비중은 3사 합산 기준으로 국내 증시의 0.14%에 불과해 JYP Ent. 1개 종목만으로는 유의미한 비중 확보가 어렵기 때문이다.

[외인카지노 Top-pick]
파라다이스

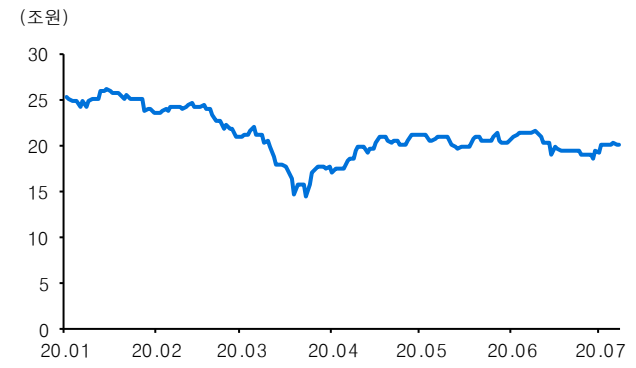
마지막으로, 외인카지노 Top-pick으로 파라다이스(Buy, TP 1.8만원)를 제시한다. 코로나 장기화로 인해 매분기 대규모 적자상황이 발생하고 있는 상황에서, 파라다이스의 유일한 투자포인트는 한한령 해제가 될 것이다. 한한령 해제시 복합리조트 마케팅을 통해 신규 중국인 수요를 창출할 수 있다는 점이 동사에 있어 큰 강점으로 작용한다. 동사의 2020E BPS는 13,298원으로 추정된다. 2020E PBR 1.0배인 1.3만원 수준에선 주가의 하방경직성이 존재한다.

[광고업종]
에코마케팅, 인크로스, 제일기획 추천

광고업종에서는 에코마케팅(Buy, TP 5.2만원), 인크로스(Buy, TP 3.9만원), 제일기획(Buy, TP 2.6만원)을 추천한다. 에코마케팅과 인크로스는 3Q20 들어 추가적인 실적개선 가능 여부(에코마케팅)와 높은 Valuation(인크로스)에 대한 부담이 있지만, 공통적으로 데이터 기반의 타겟광고, 언택트 소비 등의 투자 테마와 연계되는 관계로 현재의 증시 컬러에 부합한다는 판단이다. 제일기획은 2Q20에 실적 저점을 통과하는 가운데, Valuation 매력과 5% 수준의 배당수익율(2020E 870원)을 갖추고 있어 연말 배당시즌이 가까워질수록 투자자들의 높은 관심을 받게 될 것으로 전망된다.

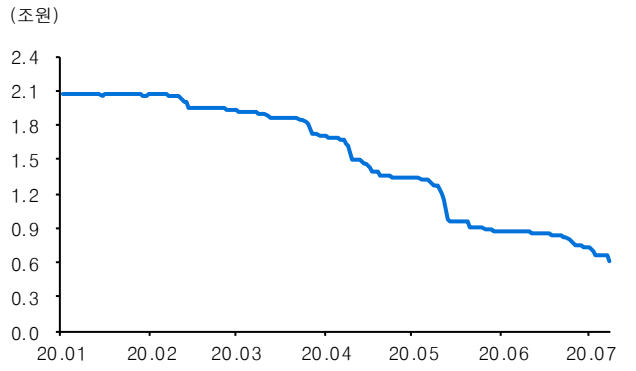
섹터 실적 컨센서스 및 주가흐름

[그림 13] 미디어/엔터/레저 커버리지 합산 시총 추이



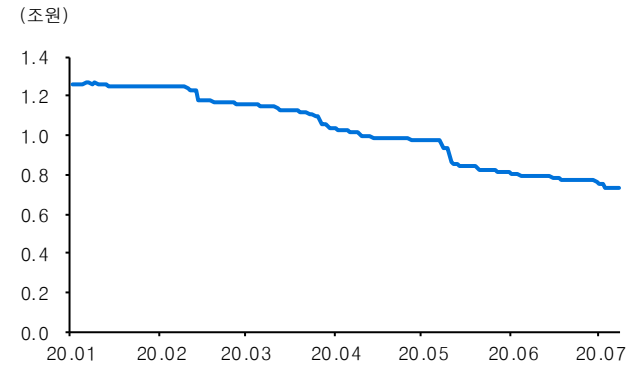
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 미디어/엔터/레저 커버리지 합산 영업이익 컨센서스 추이 (2020 년 연간)



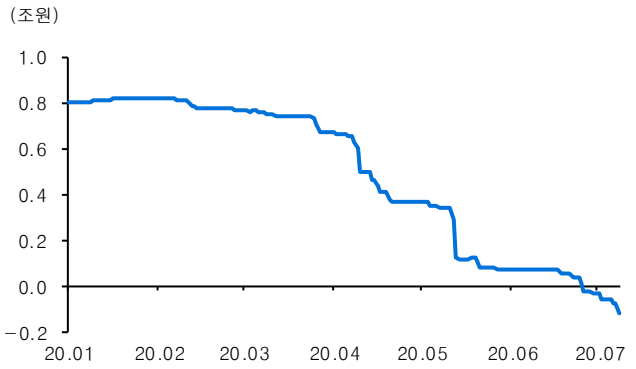
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 미디어/엔터 커버리지 합산 영업이익 컨센서스 추이 (2020 년 연간)



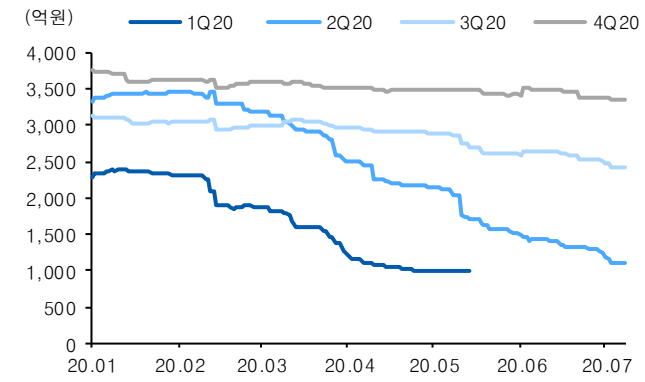
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 호텔/레저 커버리지 합산 영업이익 컨센서스 추이 (2020 년 연간)



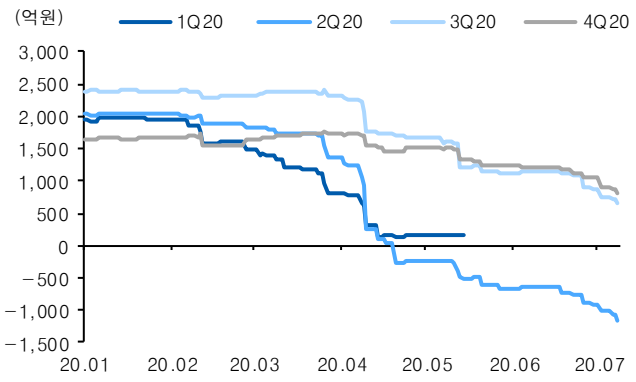
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 미디어/엔터 커버리지 합산 영업이익 컨센서스 추이 (2020 년 분기별)



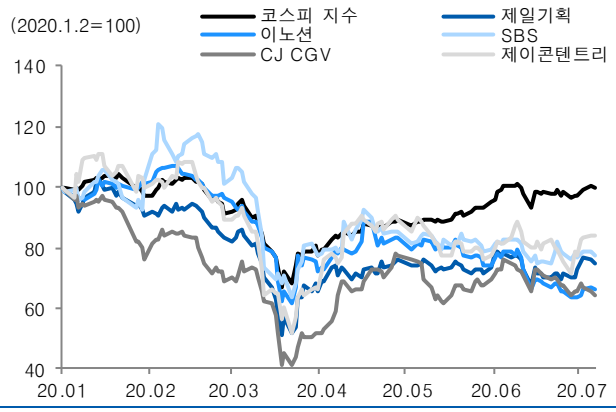
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 호텔/레저 커버리지 합산 영업이익 컨센서스 추이 (2020 년 분기별)



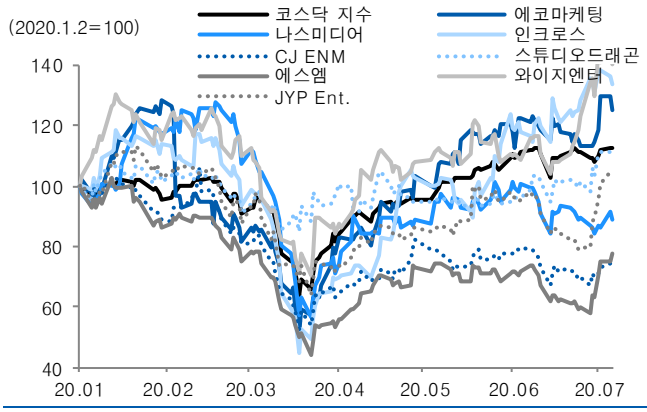
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 미디어/엔터 종목별 상대주가 추이 - 코스피 시장



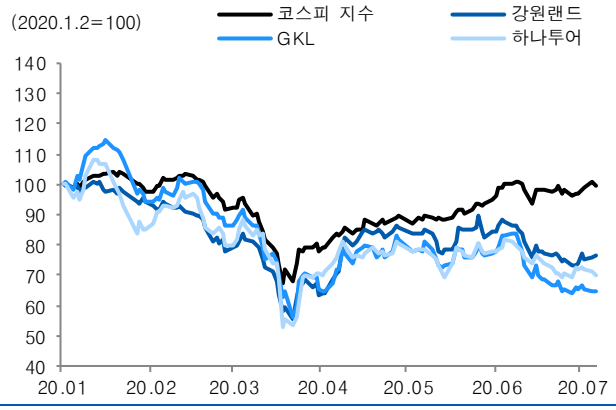
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 미디어/엔터 종목별 상대주가 추이 - 코스닥 시장



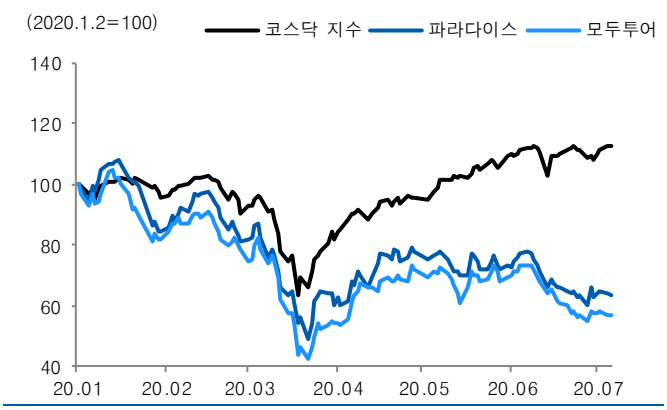
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 호텔/레저 종목별 상대주가 추이 - 코스피 시장

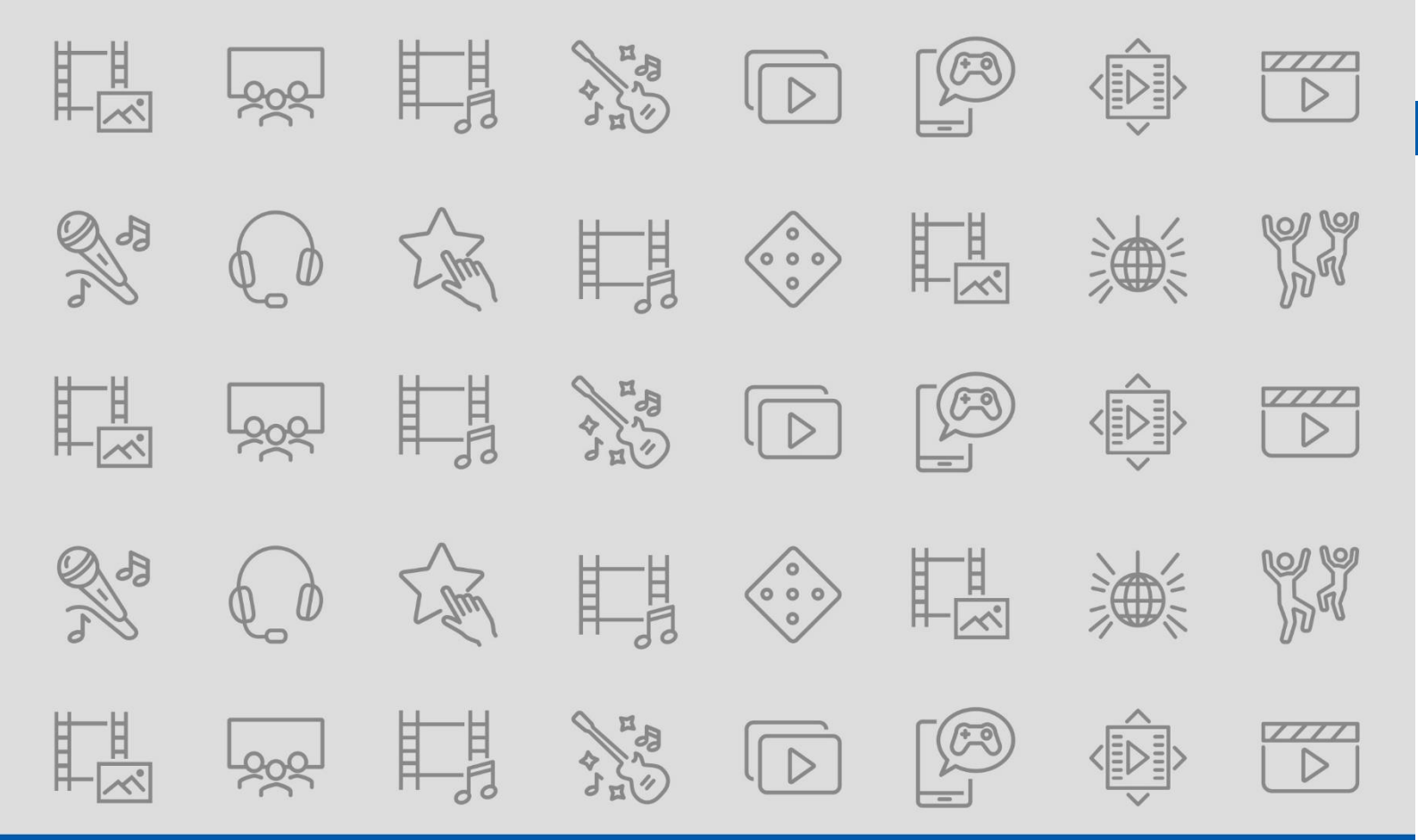


자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 호텔/레저 종목별 상대주가 추이 - 코스닥 시장



자료: 유안타증권 리서치센터



2Q20E 실적 코멘트

2Q20E 섹터 실적 코멘트

[표 3] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 영업이익 추이 및 전망 (단위: 억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	YoY	QoQ	컨센서스 (2Q20E)	3Q20E	컨센서스 (3Q20E)	2019	2020E	컨센서스 (2020E)
미디어/엔터	제일기획	322	694	527	516	305	556	-20%	82%	575	650	560	2,058	2,197	2,084
	이노션	248	288	285	397	272	174	-40%	-36%	236	262	285	1,217	1,115	1,235
	에코마케팅	103	81	115	79	79	162	99%	105%	133	152	125	379	559	451
	나스미디어	80	82	50	93	45	63	-22%	40%	66	82	67	306	288	276
	인크로스	12	32	35	43	16	25	-20%	55%	33	32	39	122	126	137
	SBS	-278	43	36	325	-62	-24	적전	적지	27	102	61	126	196	282
	CJ ENM	790	874	603	427	397	576	-34%	45%	584	659	599	2,694	2,409	2,357
	스튜디오드래곤	110	108	109	-40	116	150	39%	29%	161	97	151	287	500	564
	CJ CGV	235	235	310	452	-716	-1,211	적전	적지	-767	-344	200	1,232	-2,434	-842
	제이콘텐트리	111	163	153	-72	-156	-79	적전	적지	-49	90	158	354	-82	138
	에스엠	28	39	199	138	17	33	-15%	96%	32	12	73	404	86	232
	와이지엔터테인먼트	-23	2	-30	81	-21	-27	적전	적지	-14	-10	25	20	-48	45
	JYP Ent.	58	94	148	135	134	96	2%	-28%	82	55	84	435	393	407
	업종 합산	1,797	2,734	2,540	2,573	427	494	-82%	16%	1,099	1,838	2,426	9,633	5,307	7,367
호텔/레저	강원랜드	1,251	1,728	1,392	651	-1,868	-1,047	적전	적지	-12	20	931	5,022	-3,429	117
	파라다이스	-63	47	411	125	48	-453	적전	적전	-420	-363	29	520	-1,077	-195
	GKL	170	264	306	228	269	-226	적전	적전	-224	-311	31	968	-505	314
	하나투어	132	36	-28	-67	-275	-400	적전	적지	-307	-353	-203	73	-1,380	-803
	모두투어	91	-1	-22	-36	-14	-103	적지	적지	-109	-73	-68	32	-267	-217
	업종 합산	1,581	2,074	2,059	901	-1,840	-2,228	적전	적지	-1,072	-1,080	720	6,615	-6,658	-784
섹터 합산		3,378	4,808	4,599	3,474	-1,413	-1,734	적전	적지	27	758	3,147	16,248	-1,352	6,583

주: CJ ENM 의 과거 영업이익(1Q19~3Q19)은 헬로 매각 상태의 Pro-forma Basis 로 환산해 표시함. 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 유안타 미디어/엔터/레저 유니버스 영업이익 추정치 변경 (단위: 억원, %)

		2Q20E			2020E		
		기존	변경	증감율	기존	변경	증감율
미디어/엔터	제일기획	678	556	-18%	2,281	2,197	-4%
	이노션	244	174	-29%	1,215	1,115	-8%
	에코마케팅	125	162	29%	465	559	20%
	나스미디어	-	63	신규커버	-	288	신규커버
	인크로스	-	25	신규커버	-	126	신규커버
	SBS	65	-24	적전	348	196	-44%
	CJ ENM	723	576	-20%	3,151	2,409	-24%
	스튜디오드래곤	192	150	-22%	643	500	-22%
	CJ CGV	-928	-1,211	적자확대	-1,131	-2,434	적자확대
	제이콘텐트리	-31	-79	적자확대	-30	-82	적자확대
	에스엠	85	33	-61%	277	86	-69%
	와이지엔터테인먼트	-20	-27	적자확대	-50	-48	적자축소
	JYP Ent.	121	96	-20%	470	393	-16%
	업종 합산	1,254	494	-61%	7,639	5,307	-31%
호텔/레저	강원랜드	-239	-1,047	적자확대	-800	-3,429	적자확대
	파라다이스	-450	-453	적자확대	86	-1,077	적전
	GKL	-227	-226	적자축소	388	-505	적전
	하나투어	-391	-400	적자확대	-836	-1,380	적자확대
	모두투어	-109	-103	적자축소	-84	-267	적자확대
	업종 합산	-1,416	-2,228	적자확대	-1,246	-6,658	적자확대
섹터 합산		-162	-1,734	적자확대	6,393	-1,352	적전

자료: 유안타증권 리서치센터

유니버스 합산 영업이익 -1,734억원(적전 YoY) 예상

유안타 미디어/엔터/레저 유니버스(18개 종목)의 2Q20 합산 영업이익은 -1,734억원(적전 YoY), 3Q20 합산 영업이익은 758억원(-84% YoY)으로 급감할 전망이다. 현재의 컨센서스(2Q20 27억원, 3Q20 3,147억원)은 코로나 장기화 효과를 충분히 반영하지 않고 있어 지속적인 하락이 예상된다. 영화관, 카지노, 여행사는 일제히 창사 이래 최대 적자에 허덕이고 있으며, CJ CGV는 최근 대규모 유상증자에도 불구하고 재무리스크 문제가 지속되고 있는 상황이다.

미디어/엔터(13개 종목)의 2Q20 합산 영업이익은 494억원(-82% YoY), 3Q20 합산 영업이익은 1,838억원(-28% YoY)으로 전망된다. 2Q20와 3Q20를 통틀어 강력한 실적모멘텀이 예상되는 기업은 오호라 판매호조와 데일리앤코의 고성장 수혜를 입는 에코마케팅이 유일하다. 스튜디오드래곤은 2Q20 넷플릭스향 『더킹』 판매효과로 인한 호실적이 예견되며, 3Q20에도 전년수준의 견조한 실적을 기대할 수 있다. 이 외에는 JYP Ent.가 2Q20에 음반/음원의 역대 최대실적 기대감으로 인해 실적 선방이 예상되는데, 2020년 하반기엔 전년도 기고효과와 공연부재로 인해 감익이 불가피하다. 섹터 내에서 가장 부진한 실적(대규모 적자)이 예상되는 기업은 영화관 기업인 CJ CGV와 제이콘텐트리(메가박스)를 들 수 있다. 영화관은 2Q20 보릿고개를 넘어 3Q20엔 일부 대작영화의 개봉효과로 인해 QoQ로 개선흐름을 보일 것이나, 좌석간 띄워앉기, 심리적 거부감 등으로 인해 정상 레벨에 턱 없이 못미치는 부진한 실적을 기록할 것으로 보인다. 나머지, 광고, 방송, 음악 분야의 대부분의 기업들 실적도 약세를 이어가게 될 것이다.

호텔/레저(5개 종목)의 2Q20 합산 영업이익은 -2,228억원(적전 YoY), 3Q20 합산 영업이익은 -1,080억원(적전 YoY)을 기록할 것으로 추정되어 동 섹터는 코로나19의 대표적인 피해 섹터 중의 하나로 부각되고 있다. 카지노는 영업장 휴장, 출입국 규제로 인해 매출급감 현상이 불가피하고, 여행사는 2Q20와 3Q20 모두 본업에서 제로매출에 가까운 위기를 겪게 된다. 민간회사인 파라다이스, 하나투어, 모두투어는 인건비를 포함해 전 분야에 걸친 강력한 비용통제를 통해 코로나 장기화에 대비하고 있다. 공공기업이면서 튼튼한 재무구조를 갖고 있는 강원랜드와 GKL은 상대적으로 비용통제의 강도가 온건한 편인 상황이다.

제일기획 2Q20E 연결실적 : 매출총익 2,915억원(-5% YoY) 영업익 556억원(-20% YoY) 순익 357억원(-19% YoY)

제일기획의 2Q20 예상 연결실적은 매출총이익 2,915억원(-5% YoY), 영업이익 556억원(-20% YoY), 지배주주 당기순이익 357억원(-19% YoY)이다.[page54 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(575억원)를 소폭 하회하는 수치이다. 외형 측면에서 보면, 북미 지역을 제외한 전 지역의 역성장이 예상된다. 북미지역은 코로나19의 피해가 심각함에도 불구하고, 삼성전자의 신규 발주물량이 더해지면서 (+)성장 유지가 가능할 것으로 보인다. 제일기획은 1Q20 들어 계열이 (+)성장, 비계열이 (-)성장을 기록한 바 있는데, 2Q20엔 계열과 비계열 모두 (-)성장을 기록할 전망이다. 다행히, 제일기획은 2019년 기준 디지털물량의 비중이 39%로 BTL 의 41%와 유사해 오프라인 마케팅 위축에 따른 BTL 약세 현상을 계열 중심의 디지털 투자확대로 방어할 수 있는 구조에 있다. 3Q20엔 비계열의 (-)성장이 불가피하겠지만, 계열이 (+)성장으로 전환됨에 따라 전체 외형성장이 (+)로 돌아설 수 있게 될 것이다. 마침, 동사는 신규채용 등의 판관비 상승요인을 최대한 억제하고 있어 (+)성장의 강도에 따라 2020년 하반기 호실적도 기대 가능하다.

이노션 2Q20E 연결실적 :
매출총익 1,370억원(+10% YoY)
영업익 174억원(-40% YoY)
순익 109억원(-42% YoY)

이노션의 2Q20 예상 연결실적은 매출총이익 1,370억원(+10% YoY), 영업이익 174억원(-40% YoY), 지배주주 당기순이익 109억원(-42% YoY)이다.[page58 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(236억원)를 20% 이상 하회하는 수치이다. 2019년 12월부터 연결실적에 반영되고 있는 웰콤社의 2Q20 매출총이익은 195억원(2019년 12월 70억원 → 1Q20 205억원)으로 가정했다. 웰콤社를 제외한 동사 매출총이익의 2Q20 Organic 성장률은 -6%으로 전망된다. Organic 성장률의 관점에서, 동사는 1Q20엔 계열 (+)성장, 비계열 (-)성장을 기록한 바 있는데, 2Q20엔 계열과 비계열 모두 (-)성장이 예상된다. 제일기획과 비교시, 코로나 피해가 극심한 미국 비중이 높은 점과 상대적으로 낮은 디지털 비중이 동사의 2Q20 실적을 더욱 크게 압박하는 요인으로 작용하게 된다. 2Q20 영업이익 감익폭은 절대금액 측면에선 제일기획과 유사할 것으로 예상되나, 감소율(YoY) 측면에선 분기 영업이익의 절대규모가 적은 동사의 (-)효과가 제일기획 대비 더 크게 발생할 수 있다. 다만, 2020년 하반기엔 핵심지역인 미국에서 GV80, G80의 동반 출시 효과가 있어 제네시스 브랜드 마케팅이 일정 부분 점화될 수 있다. 동사는 2019년 기준 해외시장의 계열물량 비중이 84%에 달해 제일기획의 67%보다 높다. 2020년 하반기 계열 중심의 성장 회복 국면에선 장점으로 작용할 수 있다.

에코마케팅 2Q20E 연결실적 :
매출액 485억원(+95% YoY)
영업익 162억원(+99% YoY)
순익 134억원(+96% YoY)

에코마케팅의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 485억원(+95% YoY), 영업이익 162억원(+99% YoY), 지배주주 당기순이익 134억원(+96% YoY)이다.[page62 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(133억원)를 20% 이상 상회하는 수치이며, 성장률(YoY) 측면에서 평가했을 때 미디어/엔터/레저 섹터를 통틀어 가장 강력한 실적 모멘텀을 발휘하는 것으로 볼 수 있다. 본사와 핵심 자회사 데일리앤코가 실적모멘텀에 고르게 기여할 것으로 보인다. 먼저, 본사 실적은 매출액 135억원(+53% YoY), 영업이익 86억원(+79% YoY)으로 예상된다. 글루가(젤네일 브랜드『오호라』생산회사) 매출상승에 따른 CPS 매출액이 유의미하게 실적에 반영되는 가운데, 나머지 광고주들도 마케팅 집행을 강화하고 있다. 경기불안 상황에선, 퍼포먼스 마케팅에 대한 수요가 오히려 견고해지는 것으로 볼 수 있다. 연결 자회사 합산 실적(데일리앤코가 약 99% 차지)은 매출액 350억원(+118% YoY), 영업이익 76억원(+130% YoY)으로 전망된다. 5월 가정의 달에 Klug 의 수요가 폭증한 가운데, 2020년 신제품 몽제의 매출도 상승세에 있는 것으로 파악된다.

나스미디어 2Q20E
연결실적 :
매출액 287억원(-8% YoY)
영업익 63억원(-22% YoY)
순익 46억원(+2% YoY)

나스미디어의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 287억원(-8% YoY), 영업이익 63억원(-22% YoY), 지배주주 당기순이익 46억원(+2% YoY)이다.[page142 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(66억원)에 부합하는 수치이다. 본사 실적은 매출액 203억원(-5% YoY), 영업이익 54억원(-13% YoY)으로 약세를 보일 전망이다. 코로나19로 인해 브랜드 광고 중심의 DA 광고 수요가 약세로 전환됐고 전년동기의 게임광고주 관련 기고효과도 작용하는 관계로, 동사 DA 및 광고플랫폼 매출은 (-)성장이 불가피하다. 여기에, 디지털옥외광고도 (-)성장이 예상되는 상황이다. IPTV 광고만이 2020년 계약조건 변경으로 인해 마이너스 매출에서 탈피하며 전체 외형에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 한편, 연결자회사 플레이디의 실적은 매출액 83억원(-16% YoY)으로 감소할 것으로 예상된다. 쿠팡 관련 수수료율 변경효과가 2019년 7월 이후 1년간 플레이디 실적의 부담요인으로 작용 중에 있다.

인크로스 2Q20E 연결실적 :
매출액 78억원(-2% YoY)
영업익 25억원(-20% YoY)
순익 20억원(-20% YoY)

인크로스의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 78억원(-2% YoY), 영업이익 25억원(-20% YoY), 지배주주 당기순이익 20억원(-20% YoY)이다.[page150 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(33억원)를 20% 이상 하회하는 수치이다. 미디어렙 매출은 62억원(+1% YoY)을 기록해 전년과 비슷한 수준을 유지할 것으로 파악되는데, 특정 광고주 관련 기고효과는 특별히 없었다. 따라서, 인크로스의 미디어렙 성장률(YoY)이 2Q20 국내 DA 광고시장 업황을 반영하고 있을 가능성이 크다. 광고플랫폼은 유튜브 등 일부 매체로의 쏠림현상이 지속 중에 있어 (-)성장이 유지될 전망이다. T-deal 은 2020년 4월 말에 론칭했으나, 정식 론칭이 8~9월로 예정된 관계로 아직까지 유의미한 매출은 없을 가능성이 크다. 당사는 2Q20 T-deal 매출을 편의상 제로로 설정했는데, 이는 초기 매출추정에 필요한 지표부족으로 인해 보수적 관점의 실적추정 필요성이 있었던 점에 기인한다.

SBS 2Q20E 연결실적 :
매출액 2,161억원(-2% YoY)
영업익 -24억원(적전 YoY)
순익 -24억원(적자확대 YoY)

SBS 의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 2,161억원(-2% YoY), 영업이익 -24억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -24억원(적자확대 YoY)이다.[page66 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(27억원)를 하회하는 수치이다. 본사 방송광고 매출증감율(YoY)은 -30% 수준으로 추정된다. 아쉽게도, 대작드라마 『더킹』의 시청률이 약세를 보였던 관계로 TV 광고 수요 급락 국면에서 흥행 프로그램을 통한 TV 광고 이탈 방어전략도 용이하지 않았다. 유튜브 광고매출 성장과 IPTV 관련 CPS 소급분 반영은 금액적으로 유의미한 수준인 것으로 추정된다. 하지만, 방송광고 급락에 따른 감익효과를 상쇄할 수준은 아니다. 방송제작비는 수목드라마 슬롯의 예능 대체편성 효과에도 불구하고 『더킹』의 제작비 레벨이 높아 YoY 로 순증할 것으로 예상된다.

CJ ENM 2Q20E 연결실적 :
매출액 8,348억원(-17% YoY)
영업익 576억원(-34% YoY)
순익 445억원(-30% YoY)

CJ ENM 의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 8,348억원(-17% YoY; Pro-forma basis), 영업이익 576억원(-34% YoY), 지배주주 당기순이익 445억원(-30% YoY)이다.[page70 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(584억원)에 부합하는 수치이다. 동사의 사업부별 예상 영업이익은 미디어 259억원(드래곤 150억원, 기타 109억원), 커머스 389억원, 영화 -70억원, 음악 -2억원이다. 커머스를 제외한 전 사업부의 실적부진이 예상된다. 핵심사업부인 미디어 사업부의 TV 광고 매출 증감율(YoY)은 -25% 수준으로 추정된다. TV 광고 수요급락과 기고효과가 맞물리는 어려운 분기가 예상된다. 디지털 매출은 티빙, 유튜브 매출 호조로 인해 두자릿수 증가가 기대되지만 TV 광고 감소를 만회하기엔 역부족이다. 영화는 극장 개봉작이 없었고, 음악은 『슬기로운 의사생활』 OST 와 아이즈원 앨범발매를 제외시 유의미한 수익원이 없었다.

스튜디오드래곤 2Q20E 연결실적 :
매출액 1,590억원(+24% YoY)
영업익 150억원(+39% YoY)
순익 123억원(+68% YoY)

스튜디오드래곤의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 1,590억원(+24% YoY), 영업이익 150억원(+39% YoY), 지배주주 당기순이익 123억원(+68% YoY)이다.[page74 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(161억원)를 소폭 하회하는 수치이다. 2Q20은 넷플릭스 리쿱율 상승과 대작드라마 『더킹』 효과로 인해 판매매출과 이익이 동반 상승하는 분기이다. 2Q19와 3Q19에 걸쳐 매출인식이 있었던 『아스달연대기』의 경우 시즌1 단계에서 BEP 로 기획됐던 관계로 기저가 높지 않다. 『더킹』 이외의 넷플릭스향 판매작품으로는 『하이바이, 마마』(2020.02.22~04.19), 『사이코지만 괜찮아』 (2020.06.20~현재), 『루갈』(2020.03.28~05.17) 등이 있다.

CJ CGV 2Q20E 연결실적 :
매출액 472억원(-90% YoY)
영업익 -1,211억원(적전 YoY)
순익 -1,556억원(적자확대 YoY)

CJ CGV 의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 472억원(-90% YoY), 영업이익 -1,211억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -1,556억원(적자확대 YoY)이다.[page78 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-767억원)를 큰 폭으로 하회하는 수치이다. 부문별 예상 영업이익은 본사 -477억원, 4DX -90억원, 중국 -333억원, 베트남 -69억원, 인도네시아 -84억원, 터키 -119억원이다. 2Q20 한국 박스오피스 관객수는 637만명(-88% YoY)으로 급감했다. 코로나19에 따른 극장수요 급감 상황에서 할리우드와 로컬 신작영화가 절대적으로 부족한 상황이었다. 해외 법인들은 베트남(2020년 5월 영업 재개)을 제외하면 모두 온기로 영업 중단 상태에 있었다. 한국 시장에선 2020년 6월부터 로컬영화 신작이 개봉되기 시작했고, 3Q20엔 대작급 로컬영화도 일부 개봉 예정에 있어 QoQ 로 상황이 개선될 전망이다. 다만, 좌석간 띄워앉기, 심리적 거부감 등으로 인해 3Q20 본사 BEP 달성은 어렵다고 보여진다. 3Q20 한국 박스오피스의 분위기를 좌우할 지표는 대작영화 『반도』(개봉일 7월 15일)의 흥행성적이 될 것으로 판단된다. 『반도』의 성공시, 2020년 9월 개봉을 검토하던 로컬영화 대작들이 여름방학 성수기로 개봉시점을 앞당길 수 있기 때문이다.

제이콘텐트리 2Q20E 연결실적 :
매출액 693억원(-47% YoY)
영업익 -79억원(적전 YoY)
순익 -60억원(적전 YoY)

제이콘텐트리의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 693억원(-47% YoY), 영업이익 -79억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -60억원(적전 YoY)이다.[page82 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-49억원)를 하회하는 수치이다. 부문별 예상 영업이익은 방송 98억원, 영화 -177억원이다. 방송부문은 이태원클라쓰 문전사로부터 『이태원 클라쓰』 수익이 정산되는 가운데, 2020년 5월부터 『쌍갑포차』를 시작으로 JTBC 수목드라마 슬롯이 운영되기 시작했고 넷플릭스향 리쿱율 상승효과까지 더해져 역대급 실적을 기대할 수 있다. 다만, 영화는 코로나19에 따른 극장수요 급감으로 인해 1Q20를 넘어서는 대규모 적자가 불가피하다. 아쉽게도, 방송 호실적 및 영화 부진 현상은 3Q20에도 이어질 전망이다. 3Q20엔 동사의 첫번째 넷플릭스 오리지널 작품인 『지금 우리 학교는』의 실적 반영 가능성이 높아 2Q20에 버금가는 방송 실적을 기대할 수 있으나, 영화는 BEP 달성도 만만치 않은 형편이다.

에스엠 2Q20E 연결실적 :
매출액 1,292억원(-19% YoY)
영업익 33억원(-15% YoY)
순익 35억원(+600% YoY)

에스엠의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 1,292억원(-19% YoY), 영업이익 33억원(-15% YoY), 지배주주 당기순이익 35억원(+600% YoY)이다.[page86 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(32억원)에 부합하는 수치이다. 핵심 법인별 예상 영업이익은 본사 97억원, 재팬 -5억원, 드림메이커 BEP, C&C -6억원, 키이스트 -1억원이다. 본사는 국내 음반판매량 강세(269만장)에 더해 음원매출 상승세가 이어지는 점과 라이크기획향 인세 면제(2개월분) 효과로 인해 견조한 실적이 기대된다. 다만, 코로나19 국면으로 오프라인 공연이 제로가 되면서 재팬과 드림메이커에선 이익을 기대할 수 없게 되었다. C&C 는 광고업황 약세, 여행수요 급감으로 인해 적자를 예상한다. 키이스트도 2Q20엔 드라마 라인업이 없다. 참고로, 2020년 4~5월에 총 6회 진행된 온라인 콘서트 Beyond Live 는 공연당 7만명~12만명대의 유료 동시접속자를 유치하며 음악 제작사의 미래 성장동력으로 도약할 잠재력을 확인시켰다. 2Q20 실적엔 큰 기여가 없을 것으로 추정되나, 향후 유료 동시접속자 증가(Q)와 각종 패키지상품(e.g. 음반+이용권, MD+이용권 등) 개발에 따른 ARPU 상승(P)이 있을 경우 음악제작사의 실적 레벨을 한단계 상승시킬 동력이 될 수 있다.

와이지엔터 2Q20E 연결실적 :
매출액 629억원(-19% YoY)
영업익 -27억원(적전 YoY)
순익 -18억원(적자축소 YoY)

와이지엔터테인먼트의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 629억원(-19% YoY), 영업이익 -27억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -18억원(적자축소 YoY)이다.[page90 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-14억원)를 하회하는 수치이다. ▶**본사** : 매출액 261억원(-31% YoY), 영업이익 -9억원(적자확대 YoY)으로 추정된다. 음반은 위너 정규 3집(11만장)이 유일한 신보였고, 블랙핑크의 『How You Like That』 관련 음원/유튜브 수익은 3Q20에 반영되며, 오프라인 공연이 제로였던 관계로 적자가 불가피한 분기이다. ▶**YG Plus** : 매출액 368억원(-11% YoY), 영업이익 -1억원(적전 YoY)으로 추정된다. 연결자회사 와이지스포츠만이 골프수요 호조로 인해 흑자가 예상되며, YG Plus 본사를 포함한 자회사 대부분은 적자를 기록할 전망이다.

JYP Ent. 2Q20E 연결실적 :
매출액 328억원(-16% YoY)
영업익 96억원(+2% YoY)
순익 79억원(+16% YoY)

JYP Ent.의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 328억원(-16% YoY), 영업이익 96억원(+2% YoY), 지배주주 당기순이익 79억원(+16% YoY)이다.[page94 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(82억원)를 20% 가량 상회하는 수치이다. 2Q20 국내 음반은 ITZY 를 제외한 주요 아티스트들이 모두 신보를 발매하면서 134만장을 기록해 동사의 분기 사상 최대판매량을 달성했다. 자연스럽게, 음원매출도 강세를 보였을 것으로 추정된다. 오프라인 공연은 제로였지만, 트와이스 일본 아레나 투어 실적의 일부가 이연되어 인식될 수 있다. 고마진 음반/음원매출 증가분이 저마진 매니지먼트 매출 감소분을 상쇄할 것으로 예상되어 이익단에선 YoY 로 비슷한 수준을 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

강원랜드 2Q20E 연결실적 :
매출액 267억원(-93% YoY)
영업익 -1,047억원(적전 YoY)
순익 -517억원(적전 YoY)

강원랜드의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 267억원(-93% YoY), 영업이익 -1,047억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -517억원(적전 YoY)이다.[page98 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-12억원)을 대폭 하회하는 수치이다. 동사의 카지노 일반영업장은 2Q20 온기로 휴장했으며, VIP 영업장은 2020년 5월 8일부터 영업을 재개했다. VIP 영업장의 영업일수는 54일이며, 개장기간 동안 정상 매출의 약 절반 수준을 기록 중인 것으로 파악된다. 코로나19의 국내 확진자수가 좀처럼 줄지 않고 있는 관계로, 일반영업장 재개장은 당분간 어려울 것으로 판단된다. 일반영업장 재개장이 허용되더라도, 카지노 입장객수 통제, 좌석간 띄워앉기, 사이드베팅 금지 등의 조치가 시행되면 일반영업장 매출은 정상 매출 대비 50% 미만에 그칠 수 있게 된다.

파라다이스 2Q20E 연결실적 :
매출액 708억원(-70% YoY)
영업익 -453억원(적전 YoY)
순익 -403억원(적자확대 YoY)

파라다이스의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 708억원(-70% YoY), 영업이익 -453억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -403억원(적자확대 YoY)이다.[page102 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-420억원)에 부합하는 수치이다. 부문별 예상 영업이익은 본사 -180억원, P-씨티 -255억원, 호텔(부산+올랜도) -18억원이다. 동사의 카지노 영업장들은 2020년 4월 13일(제주그랜드)과 4월 20일(워커힐, 부산, P-씨티)에 나눠서 개장했는데, 로컬시장에 거주하는 외국인과 교포들만이 방문을 하고 있어 매출손실이 심각한 상황이다. 한중 양국은 2020년 5월 1일부터 기업인 대상의 입국절차 간소화 제도를 운영하고 있지만 현재까지 외국인 전용카지노 영업장의 수혜는 없는 것으로 확인된다. 코로나19 확산을 막기 위한 자가격리 의무화 제도가 일반인 대상으론 당분간 유지될 수 밖에 없어 동사의 대규모 적자구간은 향후 수개 분기 동안 지속될 가능성이 높다는 판단이다.

GKL 2Q20E 연결실적 :
매출액 245억원(-79% YoY)
영업익 -226억원(적전 YoY)
순익 -220억원(적전 YoY)

GKL 의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 245억원(-79% YoY), 영업이익 -226억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -220억원(적전 YoY)이다.[page106 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-224억원)를 하회하는 수치이다. 동사는 2020년 5월 8일부터 카지노 3개 영업장을 개장했다. 영업일수는 파라다이스 워커힐점, P-씨티, 부산점 대비 19일 부족했다. 파라다이스와 동일하게, 로컬시장에 거주하는 외국인과 교포들만을 대상으로 영업을 진행 중에 있어 대규모 적자가 불가피한 상태이다.

하나투어 2Q20E 연결실적 :
매출액 78억원(-96% YoY)
영업익 -400억원(적전 YoY)
순익 -375억원(적자확대 YoY)

하나투어의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 78억원(-96% YoY), 영업이익 -400억원(적전 YoY), 지배주주 당기순이익 -375억원(적자확대 YoY)이다.[page110 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-307억원)를 하회하는 수치이다. 부문별 예상 영업이익은 본사 -140억원, 국내 자회사 -116억원(면세점 -79억원, 기타 -38억원), 해외 자회사 -144억원이다. 2Q20 본사 패키지 송객수는 제로였다. 따라서, 본사 매출도 제로에 가까울 것으로 추정된다. 면세점을 비롯한 대부분의 자회사 매출도 급격하게 감소할 전망이다. 본사와 자회사 모두 인건비를 비롯해 최대한의 비용통제를 진행 중에 있다. 본사는 2020년 6월부터 휴직자에 대한 무급휴직제를 시행한다. 코로나19의 장기화에 대비한 행보이다. 여행업과 숙박업 등은 특별고용지원업종에 해당해 유/무급휴직에 대한 일부 정부지원이 존재한다. 한편, 본사는 IMM PE로 최대주주가 변경된 상태에서 2020년 3월 보스턴컨설팅그룹 출신의 인사가 공동대표로 취임했다. 본사 비용구조 및 사업모델 재검토, 자회사 정리 등이 시도될 것으로 예상된다. 이러한 행보의 첫 수순으로 에스엠면세점 서울점의 2020년 9월 영업정지 및 특허권 반납이 결정된 상태이다.

모두투어 2Q20E 연결실적 :
매출액 27억원(-96% YoY)
영업익 -103억원(적자확대 YoY)
순익 -65억원(적자확대 YoY)

모두투어의 2Q20 예상 연결실적은 매출액 27억원(-96% YoY), 영업이익 -103억원(적자확대 YoY), 지배주주 당기순이익 -65억원(적자확대 YoY)이다.[page114 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스(-109억원)에 부합하는 수치이다. 핵심 법인별 예상 영업이익은 본사 -70억원, 자유투어 -12억원, 모두스테이 -20억원이다. 2Q20 본사 패키지 송객수는 제로에 가까웠다. 하나투어처럼, 본사 매출은 제로에 가까울 전망이며, 최대한의 비용통제를 진행 중에 있다. 본사는 2020년 8월부터 휴직자에 대한 무급휴직제를 시행할 예정에 있다.

이슈분석 : 한한령, 콘텐츠, 광고

[이슈] 2H20 한한령 해제 가능성 높아 22

[콘텐츠] 드라마 적극 매수 + 영화 관망 29

[콘텐츠] 음악 비중 확대 권고 37

[광고] 종목별 선별투자 필요 46

[이슈] 2H20 한한령 해제 가능성 높아

미디어/엔터/레저 섹터의 시가비중은 1.2%에 불과해 전체 증시로 보면 매우 미미한 수준이다. 내수기반의 산업이란 점에서 이익체력이 낮기 때문이다. 동 산업들이 수출산업으로의 변모, 즉 글로벌 확장성을 갖게 된다면 이익체력의 급격한 상승을 기대할 수 있게 된다. 글로벌 시장 중에서도, 문화적 동질성이 있으면서도 세계 최대 인구를 보유하고 있는 중국 시장으로의 확장은 동 섹터의 폭발적인 성장을 위한 필요조건이다.

한국 정부의 2016년 7월 사드 배치 결정을 계기로 촉발된 한한령은 중국의 입장에서 對韓 제재를 부과해도 자국에 피해가 없을 관광, 문화산업을 겨냥해 2017년 3월부터 암묵적으로 시행되고 있다. 사드는 2017년 9월 한국 성주에서 1개 포대를 완전히 갖추게 되면서 한중 관계에 상당한 악영향을 미쳤다. 한국 정부는 2017년 11~12월 한중 정상회담 등을 통해 한중관계 개선과 한한령 해제를 위해 노력해 왔지만, 한한령은 여전히 진행형인 상태이다. 2018년 콘텐츠 분야에서 중국 관영매체의 우호적인 평가, 민간 차원에서의 접촉 확대 등 일부 긍정적인 시그널이 포착됐지만, 2019년엔 전년도의 긍정적 시그널들이 오히려 사라지면서 투자자들은 한한령 해제에 대한 기대치를 낮추게 되었다.

당사는 2020년 연내 한한령 해제 가능성을 높게 평가하며, 이에 대비하는 투자전략을 권고한다. 한한령 해제 가능성의 근거로는 1)아이치이의 글로벌 시장향 한국 드라마 구매 본격화, 2)중화자선총회의 온라인 자선공연에 대한 한국 아티스트 참여 요청, 3)시진핑 중국 국가주석의 2020년 연중 방한 가능성에 대한 주한 중국 대사의 긍정적 언급 등을 제시한다.

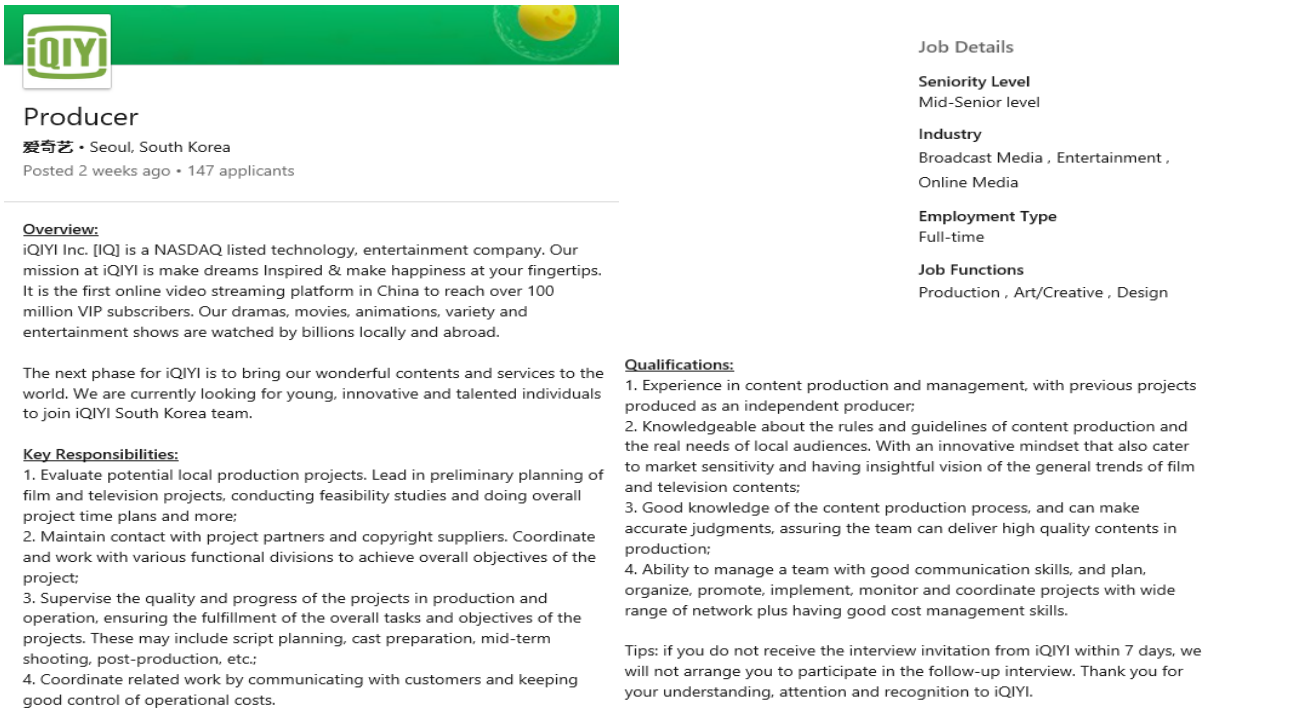
1) 아이치이의 글로벌 시장향 한국 드라마 구매 본격화

아이치이는 2010년에 출범한 바이두 계열의 OTT로 중국 유료가입자수만 8,700만명 수준에 달하는 회사이다. 동사는 초기 유료구독 이용자 모객의 성과가 지지부진했으나 2013년 『별에서 온 그대』의 중국 독점 공급을 통해 Traffic 및 구독자를 빠르게 늘리면서 중국 OTT 시장의 강자로 부상하기 시작했다. 당시 한국 방송시간대에 맞춰 드라마를 동시 공개했던 관계로, 동 드라마가 블랙마켓으로 풀리기 이전 중국 시청자들의 이목을 효과적으로 사로잡을 수 있었다. 이러한 성공 경험은 2016년 아이치이의 『태양의 후예』 한중 동시방영으로 이어졌으며, 동 드라마 누적조회수만 45억뷰 이상이 되는 놀라운 성과를 달성할 수 있었다. 양질의 독점 콘텐츠 확보가 플랫폼의 영향력 확대로 이어지는 대표적인 사례로 볼 수 있다. 아이치이는 한한령으로 인해 한국 콘텐츠 구매가 중단된 이후, 자체 드라마 및 예능 프로그램 제작에 힘쓰고 있다. 드라마 '도묘필기(盜墓筆記)', '노구문(老九門)', '최호적아문(最好的我們)', 아이돌 육성프로그램 '우상연습생(偶像練習生)', '랩오브차이나' 등이 대표적이다.

아이치이는 2018년 나스닥 시장에 ADR을 상장한 이후, 해외시장 진출을 위한 노력을 강화하고 있다. 동사는 2019년 6월 국제시장용 모바일앱을 론칭하고, 2020년 6월 넷플릭스의 부사장(Vice President)으로써 아태지역을 관장하며 넷플릭스의 글로벌 확장을 주도했던 Yu-Chuang Kuek을 부사장으로 영입했으며, 2020년 6월 동남아 시장에서의 인지도 제고를 위해 We! Interactive 를 디지털 광고대행사로 선정했다. 동남아 시장의 공략을 우선시하는 행보로 해석된다.

아이치이는 2020년 상반기 서울에 상주하는 한국팀 프로듀서 채용공고를 낸 바 있다. 넷플릭스가 한국 오피스 설립 이후 한국 콘텐츠 구매를 대폭 확대했던 것처럼, 아이치이도 한국 콘텐츠의 구매 등 한국과의 협력 강화에 관심이 많다는 점을 보여준다. 실제로, **아이치이는 2020년 6월 들어 『편의점 샛별이』, 『저녁 같이 드실래요』의 글로벌 전송권을 구매해 한국 방송국과의 동시 방영(중국 제외)을 시작했다.** 한국 드라마가 동남아를 포함한 아시아권에서 선풍적인 인기를 얻고 있다는 점에서, 동남아 공략을 위한 포석으로 볼 수 있다. 아이치이의 한국 드라마 구매는 중국 밖에서의 콘텐츠 서비스 용도이기 때문에 가능했을 것이다. 하지만, 일정 부분은 중국 정부가 용인했기에 가능했던 측면도 있을 것이다. 중국 정부의 정책에 반대 행보를 보이는 중국 기업은 존재할 수 없기 때문이다.

[그림 23] 아이치이, 한국팀 프로듀서 채용 공고 게시 (2020년 5월 10일, 링크드인 플랫폼 게시 내용 캡쳐)



Producer

爱奇艺 • Seoul, South Korea

Posted 2 weeks ago • 147 applicants

Overview:
iQIYI Inc. [IQ] is a NASDAQ listed technology, entertainment company. Our mission at iQIYI is make dreams Inspired & make happiness at your fingertips. It is the first online video streaming platform in China to reach over 100 million VIP subscribers. Our dramas, movies, animations, variety and entertainment shows are watched by billions locally and abroad.

The next phase for iQIYI is to bring our wonderful contents and services to the world. We are currently looking for young, innovative and talented individuals to join iQIYI South Korea team.

Key Responsibilities:
1. Evaluate potential local production projects. Lead in preliminary planning of film and television projects, conducting feasibility studies and doing overall project time plans and more;
2. Maintain contact with project partners and copyright suppliers. Coordinate and work with various functional divisions to achieve overall objectives of the project;
3. Supervise the quality and progress of the projects in production and operation, ensuring the fulfillment of the overall tasks and objectives of the projects. These may include script planning, cast preparation, mid-term shooting, post-production, etc.;
4. Coordinate related work by communicating with customers and keeping good control of operational costs.

Job Details

Seniority Level
Mid-Senior level

Industry
Broadcast Media , Entertainment , Online Media

Employment Type
Full-time

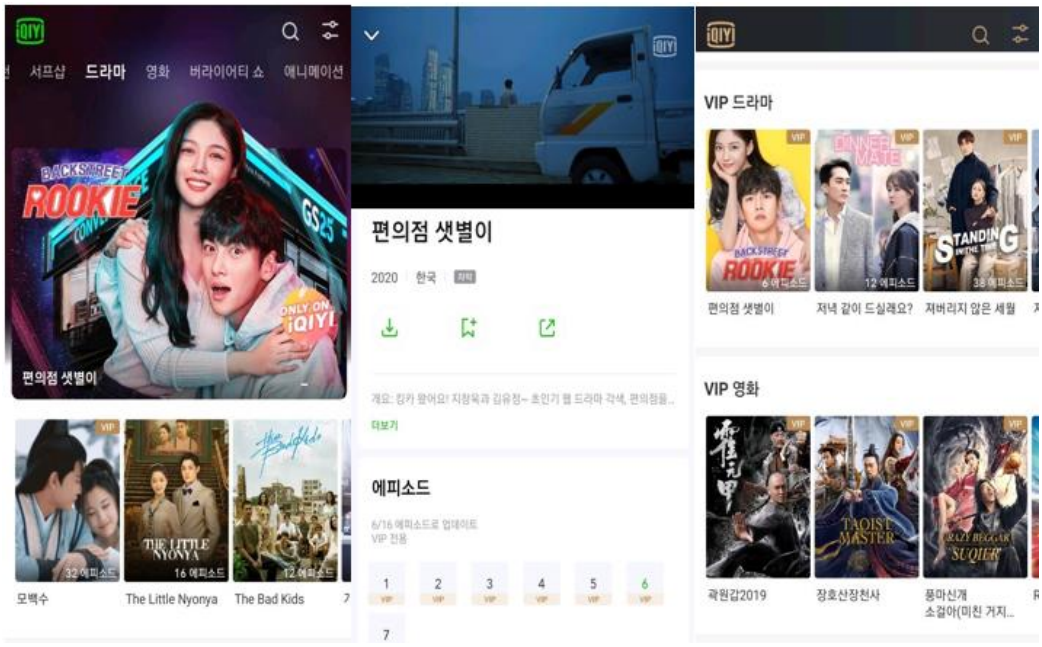
Job Functions
Production , Art/Creative , Design

Qualifications:
1. Experience in content production and management, with previous projects produced as an independent producer;
2. Knowledgeable about the rules and guidelines of content production and the real needs of local audiences. With an innovative mindset that also cater to market sensitivity and having insightful vision of the general trends of film and television contents;
3. Good knowledge of the content production process, and can make accurate judgments, assuring the team can deliver high quality contents in production;
4. Ability to manage a team with good communication skills, and plan, organize, promote, implement, monitor and coordinate projects with wide range of network plus having good cost management skills.

Tips: if you do not receive the interview invitation from iQIYI within 7 days, we will not arrange you to participate in the follow-up interview. Thank you for your understanding, attention and recognition to iQIYI.

자료: Linkedin, 유안타증권 리서치센터

[그림 24] 아이치이 글로벌앱, 『편의점 샛별이』 등 한국 드라마 서비스 개시 (2020년 7월 6일 캡쳐)



자료: 아이치이, 유안타증권 리서치센터

국내 드라마 상장사 관계자들과 인터뷰를 진행해보면, **중국 OTT들은 2020년 들어 한국 드라마 구매 문의를 확대하고 있다.** 2018년의 사례처럼, 일부 작품들에 대해선 구매계약이 이미 체결됐을 가능성도 보이는 상황이다. 중국 4대 OTT 중의 한 곳은 2016년 하반기 한 대작드라마에 대한 중국 독점전송권 구매와 관련해 200억원 이상을 제시했던 것으로 알려진다.(한한령으로 인해 무산됨) 한한령 해제가 현실화된다면, 흥행성 높은 한국 대작드라마의 중국시장 독점전송권을 놓고 중국 OTT들간의 구매경쟁이 본격화될 것이다. 2016년으로부터 4년여의 시간이 흐른만큼 한국 대작드라마 독점전송권의 가격은 편당 200억원을 크게 상회하게 될 것으로 예상된다.

참고로, 당사는 한한령 해제가 없더라도, 중국 OTT가 한국 드라마의 글로벌 판가인상에 크게 기여할 것으로 전망한다. 중국 텐센트는 2020년 6월 말레이시아의 OTT인 아이플릭스(iflix)를 인수했다. 아이치이에 더해 자본력을 갖춘 텐센트가 동남아 시장공략에 본격적으로 나선 형국이다. 동남아 시장공략을 위해 넷플릭스, 아이치이, 텐센트가 한국 드라마 구매경쟁을 벌이는 구도가 형성됐다.

한편, 넷플릭스의 최대 경쟁자인 아마존, 디즈니, 애플 등은 아직까지 한국 콘텐츠 제작사들과 접촉하는 움직임이 없는 것으로 파악된다. 오히려, HBO가 스튜디오드래곤에 오리지널 드라마 『Alone』에 대한 공동기획을 제안했고 NBC 유니버셜이 웨이브와 3년간 최대 15편의 오리지널 콘텐츠 공급계약을 체결하는 등 상대적으로 마이너 플레이어들이 한국 콘텐츠에 적극적인 관심을 표명하고 있다. 2020년 워너미디어의 HBO Max, NBC 유니버셜의 피콕의 론칭이 이들과 한국을 이어주는 연결고리로 작용하고 있는 것으로 추정된다.

[표 5] 넷플릭스 국가별 TOP 10 인기 콘텐츠 비교 - **한국 드라마의 일본 및 동남아 초강세 현상 확인**

순위	일본	홍콩	대만	싱가폴	태국	필리핀
1	사랑의 불시착	사이코지만 괜찮아	사이코지만 괜찮아	Warrior Nun	사이코지만 괜찮아	사이코지만 괜찮아
2	Fire Force	Warrior Nun	쌍갑포차	사이코지만 괜찮아	Warrior Nun	Warrior Nun
3	이태원클라스	Unsolved Mysteries	Warrior Nun	Unsolved Mysteries	도깨비	Girl from Nowhere
4	Ju-On: Origins	쌍갑포차	투게더(예능)	투게더(예능)	더킹: 영원의 군주	Yu Yu Hakusho
5	Demon Slayer	Ju-On: Origins	슬기로운 의사생활	쌍갑포차	쌍갑포차	Unsolved Mysteries
6	쌍갑포차	Snowpiercer	Ju-On: Origins	Floor is Lava	Snowpiercer	더킹: 영원의 군주
7	That Time I Got Reincarnated	Dark	Snowpiercer	더킹: 영원의 군주	Ju-On: Origins	Squishy! Black Clover
8	사이코지만 괜찮아	더킹: 영원의 군주	더킹: 영원의 군주	Ju-On: Origins	Squishy! Black Clover	Haikyu!!
9	Kaguya-sama: Love Is War	Floor is Lava	Yu Yu Hakusho	Food Wars!	Food Wars!	Ju-On: Origins
10	ARASHI's Diary -Voyage-	투게더(예능)	Card Captor Sakura	Dark	Dark	Food Wars!
순위	미국	캐나다	영국	프랑스	독일	호주
1	Unsolved Mysteries	Unsolved Mysteries	Unsolved Mysteries	H	The Blacklist	Unsolved Mysteries
2	Warrior Nun	Warrior Nun	Warrior Nun	Warrior Nun	Warrior Nun	Warrior Nun
3	The Baby-Sitters Club	The Baby-Sitters Club	RuPaul's Drag Race All Stars	Cable Girls	Dark	The Baby-Sitters Club
4	Floor is Lava	Floor is Lava	The Sinner	Dark	Modern Family	The Sinner
5	Jeffrey Epstein: Filthy Rich	Sons of Anarchy	Floor is Lava	Unsolved Mysteries	Unsolved Mysteries	Floor is Lava
6	Avatar: The Last Airbender	The 100	The Baby-Sitters Club	The Order	The Order	Jeffrey Epstein: Filthy Rich
7	The Order	Jeffrey Epstein: Filthy Rich	Jeffrey Epstein: Filthy Rich	The Baby-Sitters Club	The Sinner	Line of Duty
8	The Office	Modern Family	Rick and Morty	Dynasty	iZombie	The Order
9	Crazy Delicious	Dark	White Lines	Snowpiercer	Cable Girls	Magical Land of Oz
10	Southern Survival	Say I Do	Dracula	13 Reasons Why	13 Reasons Why	Dark

주: 한국 작품은 파란색 음영으로 표시. 2020 년 7 월 6 일 기준
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 아이치이의 연간 손익계산서 (단위: 백만위안)

	2015	2016	2017	2018	2019	2019 (YoY)
매출	**5,319**	**11,237**	**17,378**	**24,989**	**28,994**	16%
- Membership Services	997	3,762	6,536	10,623	14,436	36%
- Online Advertising	3,400	5,650	8,159	9,328	8,271	-11%
- Other	534	1,324	1,492	2,876	3,743	30%
- Content Distribution	388	501	1,192	2,163	2,544	18%
매출(YoY)	-	111%	55%	44%	16%	-28%pt
- Membership Services	-	277%	74%	63%	36%	-27%pt
- Online Advertising	-	66%	44%	14%	-11%	-26%pt
- Other	-	148%	13%	93%	30%	-63%pt
- Content Distribution	-	29%	138%	81%	18%	-64%pt
매출총이익	-723	-199	-8	-2,144	-1,355	적지
GPM	-14%	-2%	0%	-9%	-5%	4%pt
영업이익	**-2,428**	**-2,789**	**-3,953**	**-8,306**	**-9,258**	**적지**
OPM	-46%	-25%	-23%	-33%	-32%	1%pt
순이익	-2,575	-3,074	-3,737	-9,110	-10,323	적지
NIM	-48%	-27%	-22%	-36%	-36%	1%pt

자료: 아이치이, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 아이치이의 분기 손익계산서 (단위: 백만위안)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	1Q20(YoY)
매출	**4,877**	**6,170**	**6,914**	**7,027**	**6,990**	**7,110**	**7,397**	**7,497**	**7,650**	**9%**
- Membership Services	2,095	2,474	2,852	3,201	3,445	3,412	3,717	3,861	4,634	35%
- Online Advertising	2,111	2,618	2,396	2,204	2,119	2,201	2,067	1,883	1,537	-27%
- Other	405	539	831	1,101	983	979	932	874	876	-11%
- Content Distribution	267	539	835	522	443	518	680	878	603	36%
매출(YoY)	49%	43%	40%	46%	43%	15%	7%	7%	9%	-34%pt
- Membership Services	58%	57%	68%	66%	64%	38%	30%	21%	35%	-29%pt
- Online Advertising	43%	37%	-9%	3%	0%	-16%	-14%	-15%	-27%	-27%pt
- Other	42%	53%	142%	115%	143%	82%	12%	-21%	-11%	-154%pt
- Content Distribution	36%	11%	202%	124%	66%	-4%	-18%	68%	36%	-30%pt
매출총이익	29	64	-741	-1,495	-287	129	-779	-418	-253	적지
GPM	1%	1%	-11%	-21%	-4%	2%	-11%	-6%	-3%	1%pt
영업이익	**-1,062**	**-1,328**	**-2,591**	**-3,325**	**-2,026**	**-1,872**	**-2,832**	**-2,529**	**-2,242**	**적지**
OPM	-22%	-22%	-37%	-47%	-29%	-26%	-38%	-34%	-29%	0%pt
순이익	-396	-2,097	-3,140	-3,477	-1,814	-2,327	-3,688	-2,494	-2,875	적지
NIM	-8%	-34%	-45%	-49%	-26%	-33%	-50%	-33%	-38%	-12%pt

자료: 아이치이, 유안타증권 리서치센터

2) 중화자선총회의 온라인 자선공연 한국 참여 요청

중화자선총회는 1994년 중국 정부의 승인을 받아 설립된 NGO이다. 중국 국무원 산하 민정부(民政部; Ministry of Civil Affairs)가 동 단체의 설립을 주도했으며, 민정부 부부장을 역임한 인사들이 퇴임 이후 동 단체의 회장직을 맡고 있어 사실상의 관영단체로 볼 수 있다. 중화자선총회의 現 회장도 前 민정부 부부장직을 역임한 공푸광 중국 전인대 사회건설위원회 부의장이다.

중화자선총회는 2020년 온라인 자선공연 『YOU & ME WE ARE THE WORLD』를 주최하기로 결정했다. 베이징, 선전, 홍콩, 타이페이, 서울, 도쿄 등 5개국 6개 도시에서 동북아 Top 아티스트들을 섭외해 각각의 도시에서 온라인 공연을 진행하며 자선공연 수익금은 코로나19 피해자들과 의료진들을 위한 명목으로 WHO에 기부하는 프로젝트이다. 동 공연은 중국을 비롯한 글로벌 전역에서 시청이 가능하다. **온라인 공연이지만, 중국 정부의 영향력 하에 움직이는 NGO가 주최측이란 점, 서울 공연이 포함된 점, 한국 아티스트 라이브 무대의 중국 시청이 전면 허용된다는 점에서 의미가 크단 판단이다.**

동 공연의 개최시점은 2020년 4월 30일 → 5월 15일 → 6월 20일 → 7월로 3차례에 걸쳐 연기되고 있다. 4월 30일과 5월 15일의 일정은 중국 양회 일정과 맞물리면서 취소되었다. 6월 20일의 일정은 중국 베이징의 코로나 재확산으로 인해 연기된 상황이다.

[그림 25] 중화자선총회의 6 월 20 일 온라인 콘서트 연기 안내문



공푸광(宫蒲光) 중화자선총회 회장

[주요 이력]

2013.07 ~ 2018.03
- 중국 민정부 부부장

2018.03 ~ 현재
- 제 13회 전인대 사회건설위원회 부의장

베이징 코로나 확산으로
온라인 콘서트의 개최를
연기한다는 내용

中華慈善總會
CHINA CHARITY FEDERATION

《全球抗“疫”，大道同行•共筑健康丝路》
——天使 2020 公益演唱会延期公告

《全球抗“疫”，大道同行 •共筑健康丝路》（国际简称“YOU AND ME •大道同行”）天使 2020 公益演唱会等各项筹备工作在北京、香港、澳门、台北、东京、首尔六大城市有序进行。但近日因北京疫情突发状况，全市社区防控工作采取更加严格措施，北京五棵松的项目总控室及演播室的录制场地均按要求受限关闭。为配合与落实疫情防控工作要求，原定于 2020 年 6 月 20 日通过 5G 技术进行在线全球直播的《全球抗“疫”，大道同行 •共筑健康丝路》（国际简称“YOU AND ME •大道同行”）天使 2020 公益演唱会将延期举办，特此公告。具体日期将视疫情防控情况确定后并提前十日发布。

感谢社会各界以及参与本次活动的所有爱心人士和爱心艺术家们对公益慈善事业的热心支持。我们一起坚守信心，共克时艰，同创未来！

中 慈 善 总 会
2020 年 6 月 16 日

地址：中国北京西城区二龙路甲33号新龙大厦七层 邮编：100032 电话：(010)66083260 66072595 传真：66020903
Add:F7.,Xinlong Bldg.33A Erlong Road,Xicheng District,Beijing Post Code 100032,China Tel:(010)66083260 66072595 Fax:66020903

자료: 중화자선총회, 유안타증권 리서치센터

3) 시진핑 방한에 대한 주한 중국대사의 낙관 발언

싱하이밍(邢海明) 주한 중국대사는 2020년 1월에 신규로 부임한 중국 외교관이다. 2003~2011년 주한 중국대사관 근무이력(참사관, 공사참사관)을 갖고 있어 중국 외교부의 대표적인 한국통 인사로 분류된다.

싱하이밍 대사는 2020년 5월 27일 국내 언론과의 인터뷰를 진행했는데, 한한령 해제 문제와 관련해 의미심장한 발언을 내놓았다. 시진핑 방한 문제에 대해선, "코로나로 인해 방한 시점을 특정하기 어렵지만, 그 시점이 2020년을 넘기진 않을 것으로 생각한다"고 답변했다. 시진핑 주석의 방한시 중국 정부의 한한령 해제로 이어질지 여부에 대한 질문엔 "시진핑 주석이 방한하면 이후 큰 성과가 이어질 것"이라고만 언급했다. **중국 정부가 한한령의 실체를 인정하지 않고 있는 만큼, 우회적으로 한한령 해제 가능성을 시사한 것으로 해석된다.**

[그림 26] 싱하이밍 주한 중국대사, 시진핑 중국 국가주석의 2020 년 방한 가능성 언급



자료: 주간동아

결론적으로, 시진핑 주석의 방한시점이 2020년 연말이 된다는 가정 하에 한한령 해제 수혜주에 대한 관심을 가져볼 시점이 도래하고 있다는 판단이다. 대표적인 수혜 분야는 드라마/음악/외인 카지노 등이다. 한한령 해제와 코로나19 장기화가 맞물리는 조건에선, **양국간의 물리적인 왕래 없이도 신작 콘텐츠의 중국향 라이선스 판매를 통해 즉각적인 이익 창출이 가능한 스튜디오드래곤이 실적과 모멘텀 측면에서 가장 우수해 한한령 해제 테마 관련 Top-pick 으로 제시한다.**

[콘텐츠] 드라마 적극 매수 + 영화 관망

1) 코로나 시대의 수혜 및 피해 콘텐츠

PwC에 의하면, **글로벌 콘텐츠시장은 2019년 기준으로 2.5조달러** 규모로 추정된다. 이 중에서, 지식정보, 광고, 방송, 출판이 전체의 81%, 캐릭터/라이선스가 전체의 10%를 차지한다. 투자자들이 엔터테인먼트 또는 콘텐츠업으로 분류할만한 대상으로는 만화, 음악, 게임, 영화, 애니메이션 등이 있는데, 이들이 전체의 9%를 차지한다. 드라마는 방송업(전체의 17%) 매출에 포함되어 있는데, 수치를 명확하게 구분하기 쉽지 않다.

[표 8] 글로벌 콘텐츠시장 규모 및 전망 - **코로나19 발생 이전의 전망치** (단위: 억달러)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
출판	3,379	3,349	3,330	3,285	3,256	3,233	3,210	3,188	3,166	3,143
만화	77	72	78	76	80	81	81	81	81	81
음악	449	460	482	509	538	567	595	618	637	652
게임	730	842	969	1,106	1,196	1,301	1,395	1,483	1,568	1,652
영화(극장)	344	392	406	424	448	471	491	515	534	555
애니메이션(극장)	44	51	70	52	47	49	50	52	54	56
방송	4,525	4,657	4,816	4,882	4,958	5,016	5,144	5,222	5,333	5,426
광고	4,546	4,775	5,070	5,348	5,765	6,109	6,475	6,765	7,062	7,309
지식정보	6,172	6,753	7,360	7,999	8,501	9,006	9,515	10,009	10,490	10,942
캐릭터/라이선스	2,415	2,519	2,629	2,716	2,803	2,898	2,999	3,101	3,207	3,318
단순합계	22,680	23,871	25,209	26,398	27,592	28,733	29,955	31,035	32,134	33,131
합계	18,969	20,165	21,465	22,731	23,912	25,045	26,214	27,287	28,352	29,335

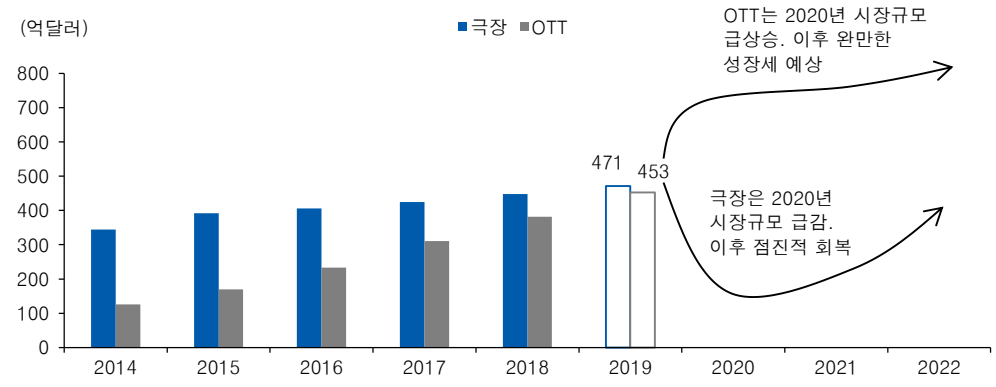
주: 시장 합계치는 중복 시장 제외 기준. 출판의 신문/잡지 광고, 게임의 비디오 게임/e 스포츠 스트리밍 광고, 영화의 극장 광고, 방송의 TV/라디오/팟캐스트 광고, 지식정보의 디렉토리 광고는 광고시장에 포함. 만화, 지식정보의 전문서적/산업잡지는 출판시장에 포함. 애니메이션은 영화시장에 포함

자료: PwC, 한국콘텐츠진흥원

2020~2021년의 글로벌 콘텐츠시장은 코로나19의 장기화로 인해 기존의 시장전망치를 상당 부분 하회하게 될 것으로 예상된다. 투자자들의 관심업종 중에선 **만화, 게임, 드라마 등이 언택트 소비활성화로 인해 (+)성장, 음악, 영화, 애니메이션 등이 오프라인 활동위축으로 인해 (-)성장**을 보일 수 있다. 참고로, 음악은 전체 시장의 절반 가량이 공연으로 구성되어 있다. 영화와 애니메이션은 극장 수입의 기여도가 높은 시장에 해당된다. 상기 PwC 자료에는 영화와 애니메이션 시장이 각각 박스오피스 매출과 극장광고의 합산 수치로 정의되어 있다.

글로벌 극장 및 OTT 시장은 2019년 기준 각각 471억달러, 453억달러로 추정된다. 극장은 북미시장을 필두로 많은 국가들이 2020년 2~3월부터 코로나19에 대응하기 위해 폐쇄 조치를 취한 관계로 시장규모 급감이 불가피하다. 한국처럼 극장폐쇄가 없었던 국가도 2Q20 박스오피스 관객수가 YoY로 88% 감소하는 쇼크를 기록했다. 팬데믹 이전의 극장시장이 양호했다는 점을 감안해도, 2020년 글로벌 극장 시장은 전년대비 60% 이상 급감할 것으로 추정된다. 2021년 코로나 백신 상용화를 가정시, 정상 수준으로의 수요회복 시점은 빨라도 2022년이 되어야 할 것이다.

[그림 27] 글로벌 극장 및 OTT 시장 규모 추이 및 전망



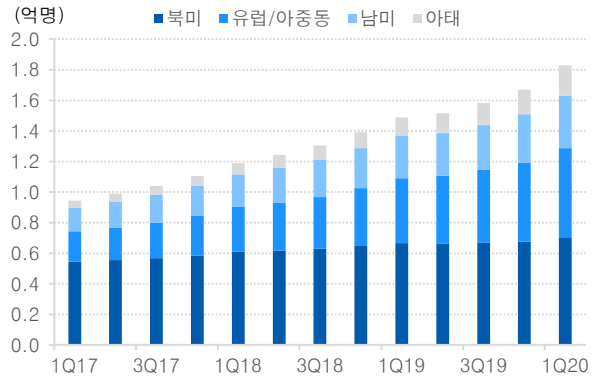
자료: PwC, 영진위, 유안타증권 리서치센터

2) 극장산업 붕괴 → 반사이익은 OTT의 몫

극장산업의 괴멸적인 붕괴에 대한 반사이익은 OTT 시장이 받고 있다. OTT 시장은 2020년 코로나가 없는 상황 속에서도 극장 시장을 추월하게 될 것으로 예견된 바 있다. OTT 시장의 약 절반을 넷플릭스가 차지하고 있는 상황에서 2019년 11월 디즈니플러스와 애플TV플러스, 2020년 HBO Max와 피콕 등 신규 OTT의 시장 진입효과가 있기 때문이다.

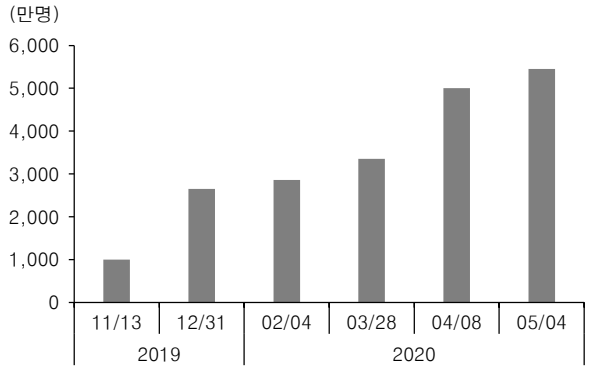
코로나 국면에서의 OTT 반사이익은 넷플릭스와 디즈니플러스의 유료 가입자수 지표를 통해 확인된다. 넷플릭스의 1Q20 유료 가입자수는 1.83억명(+1,577만명 QoQ)을 기록했다. 유료가입자수 순증폭(QoQ)에 대한 시장 기대치가 800만명 정도였던 점을 감안하면 그야말로 서프라이즈였던 것으로 평가된다. 디즈니플러스의 유료가입자수는 2020년 2월 4일 2,860만명 → 3월 28일 3,350만명 → 5월 4일 5,450만명으로 급증했다. 디즈니플러스는 북미, 서유럽, 호주/뉴질랜드, 인도 등에 론칭한 상태이고 2020년 6월 11일 일본에 상륙해 아직까진 커버리지 국가가 많은 편이 아니다. 그럼에도 불구하고, 넷플릭스의 1/3 수준에 달하는 글로벌 유료가입자수를 확보한 것이다. 시장조사기관인 Digital TV Research는 과거 디즈니플러스가 2024년까지 글로벌 유료가입자수 8,200만명을 달성할 것이라고 전망한 바 있는데, 최근에는 2024년까지 2.26억명 달성이 가능하다는 시장 전망도 나오고 있는 상황이다. OTT 시장은 적어도 2020~21년엔 놀라운 성장세를 보일 것이 분명해 보이며, 코로나 백신의 개발로 인해 오프라인 소비활동이 활발해지는 시점이 되어야 완만한 상승세로 전환될 것으로 전망된다.

[그림 28] 넷플릭스 유료 스트리밍 가입자수 추이



자료: 넷플릭스, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 디즈니플러스 유료 스트리밍 가입자수 추이



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

3) 드라마 영업환경 우호적 (적극 매수 권고)

드라마 제작사는 방송국과 OTT가 전방 플랫폼에 해당한다. 방송국은 코로나 피해로 광고수입이 급감하는 반면, OTT는 코로나 반사이익으로 호황이다. 일장일단이 있는 관계로, 한국 드라마 대표기업인 스튜디오드래곤의 주가는 2020년 들어 박스권 횡보를 거듭했다. 방송/드라마업계의 주52시간 제도 도입에 따른 드라마 제작기간 증가가 촉진한 제작비 상승부담이 2019년 하반기부터 본격화됐던 점이 넷플릭스향 드라마 리쿱율 상승이란 호재를 상쇄시켰고, TV광고 급감에 따른 방송국發 편성리스크도 잠재 불안요인으로 작용했다.

하지만, 現 시점부턴 드라마의 악재는 점차 약화되고 호재는 강화될 것으로 예상되어 드라마 대장주인 스튜디오드래곤에 대해 관심을 가져봐도 좋다는 판단이다. **1)드라마 제작비 상승율(YoY)은 2020년 하반기부터 완만해질 전망이다. 2)글로벌 OTT들의 투자확대 수혜가 기대된다. 3)국내 TV광고 시장은 2Q20를 저점으로 일부 회복 조짐에 있어 편성리스크에 대한 우려도 예전만큼 크게 가질 필요는 없을 것이다.**

OTT는 유료가입자수가 기대치 이상으로 증가하게 될 경우, 콘텐츠 투자확대에 대한 여력이 생기게 된다. 넷플릭스의 콘텐츠 투자예산은 2019년 153억달러 → 2020년 173억달러로 확대됐는데, 2Q20의 유료가입자 순증폭(QoQ)도 서프라이즈로 나타나게 될 경우 2020~21년 콘텐츠 투자예산에 대한 상향조정을 검토할 수도 있다. 디즈니플러스의 폭발적인 성장 외에도, 아이치이와 텐센트비디오가 동남아 시장에서의 직접적인 경쟁자로 부상 중이기 때문이다. **BAT의 막강한 자금력을 바탕으로, 중국 내수시장에서 콘텐츠에 대한 과감한 투자와 저가요금제를 앞세워 출혈경쟁을 벌였던 중국 OTT들은 넷플릭스 입장에서 결코 만만한 상대가 아니다. 2021~22년에는 디즈니, 애플, 타임워너, NBC 유니버셜의 글로벌 서비스 영역 확대가 있을 수 있다.** 콘텐츠 제작사 입장에선, 오지지널 작품공급, 라이선스 판매, 공동제작 확대 등 다양한 딜을 확대하기에 용이한 시대가 다가오고 있는 것이다.

4) 영화 투자/배급사 불안 지속 → 극장 콘텐츠 부족 장기화

당분간 영화 투자/배급사들은 다음의 3가지 방안 중에서 최소 1가지를 선택할 수 있다. **1)극장 개봉시점을 무기한 연기하면서 버티거나, 2)VOD 중심의 수익창출 전략을 세우거나, 3)OTT에 오리지널 콘텐츠로 공급하는 방안이다. 어느 쪽이든 극장엔 불리하게 작용하게 될 것이다.** 사실, 3가지 방안 모두 영화 투자/배급사들에 있어 돈을 벌 수 있는 방안이 되지 못한다. 영화 관련 밸류체인에서 웃을 수 있는 기업은 당분간 없을 것이다.

대부분의 할리우드 대작 영화들은 극장 개봉시점을 무기한 연기하는 선택을 하고 있다. 할리우드 대작 영화들은 북미시장에서 제작비를 회수하고 국제시장에서 추가적인 수익을 확보해야 하는데, 북미시장과 국제시장의 대부분이 극장 폐쇄 상황에 직면해 있는 관계로 극장 개봉의 의미가 사라졌기 때문이다. WHO의 팬데믹 선언 이후, 할리우드 6대 배급사들의 극장 영화개봉은 현재까지 단 1편에 불과했다. 그 1편은 『트롤 : 월드투어』로 2020년 4월 10일 극장-VOD 동시 개봉을 진행했다. 극장보단 VOD 시장을 노린 선택이다. 동 영화는 개봉 3주만에 북미시장 VOD 매출 1억달러(제작비 0.9~1.1억달러)를 달성했다. 분명 놀라운 성적이었지만, 아쉽게도 이것 만으론 프로젝트 이익을 내기에 만만치 않다. 『트롤 : 월드투어』의 제작사인 드림웍스는 컴캐스트의 자회사인데, 컴캐스트 계열사인 NBC-유니버셜은 2020년 7월 신규 OTT 피콕을 론칭한다. 『트롤 : 월드투어』는 피콕향 전송권 판매를 통해 매출 부족분의 일부를 메울 수 있을 것이다.

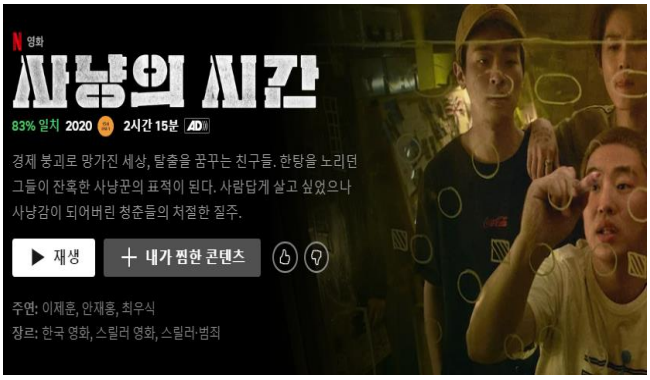
한국에선 넷플릭스 오리지널행을 선택하는 영화가 있었다. 한국의 리틀빅픽쳐스는 2020년 2월 26일 영화 『사냥의 시간』을 극장에 개봉할 예정에 있었다. 동 작품은 총제작비 117억원의 대작급 영화이다. 코로나 국면에서의 불확실성이 커지게 되자, 리틀빅픽쳐스는 동 작품의 극장 개봉을 철회하고 넷플릭스에 약 120억원의 판가로 글로벌 독점전송권을 판매했다. 사실상 초저마진 조건으로 넷플릭스에 오리지널 작품으로 넘긴 것이다. 영화는 OTT 오리지널로 높은 판가를 받기에 좋은 콘텐츠 장르가 아니다. OTT는 유료가입자들을 지속적으로 잡아둘 수 있는 시리즈물을 필요로 하는데, 영화는 마블 유니버스와 같은 예외를 제외하면 시리즈물의 효과를 누릴 수 없어 좋은 조건의 판가가 좀처럼 형성되지 않는다.

[그림 30] 트롤 : 월드투어』, VOD 시장에서 흥행 초강세 시현



자료: 유안타증권 리서치센터

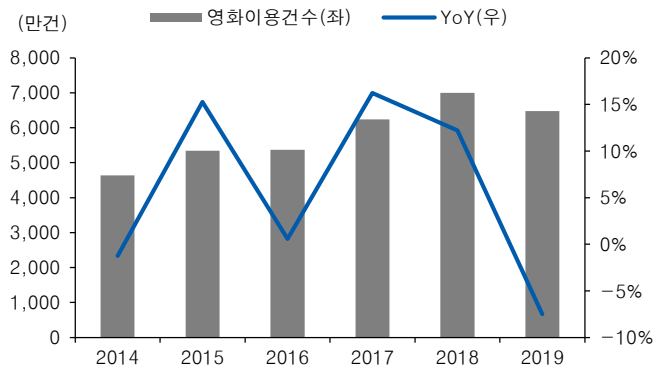
[그림 31] 사냥의 시간』, 극장 개봉 대신 넷플릭스 오리지널로 판매



자료: 유안타증권 리서치센터

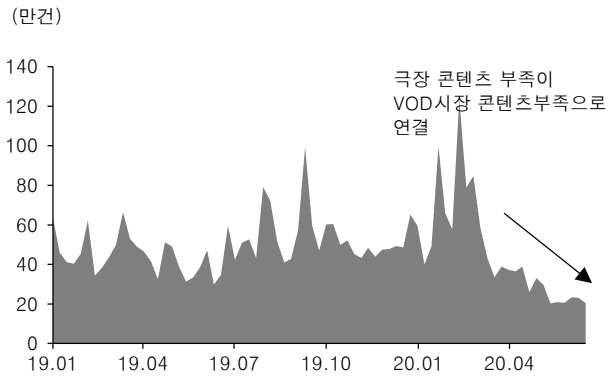
한국 박스오피스는 2020년 6월 로컬영화 신작의 개봉이 일부 있었으나 6월 관객수는 386만명(-83% YoY)을 기록해 여전히 매출절벽에 가까운 부진한 실적이 이어지고 있다. 최근 SO 플랫폼을 통한 영화 VOD 주간 이용건수도 부진한 편인데, 이는 양질의 극장 콘텐츠 부족현상에 기인한 것으로 판단된다.

[그림 32] SO 플랫폼을 통한 영화 VOD 연간 이용건수 추이



자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

[그림 33] SO 플랫폼을 통한 영화 VOD 주간 이용건수 추이



자료: 영진위, 유안타증권 리서치센터

2020년 7월 극장 라인업 중에서 기대작으로는 『부산행』을 연출했던 연상호 감독의 『반도』(7월 15일 개봉; 배급사 NEW)와 『강철비2 : 정상회담』(7월 29일 개봉; 배급사 롯데) 등 2개 작품이 있다. 『반도』는 해외선판매가 185개국에 걸쳐 이뤄진 관계로 총제작비 190억원의 대작임에도 불구하고 극장 손익분기점이 250만명 수준에 불과해 극장 개봉시점을 일찍부터 확정할 수 있었다. 반면, 『강철비2』의 총제작비는 154억원으로 손익분기점이 400만명 수준에 육박한다. 나머지 로컬영화 대작들은 모두 8월 이후로 개봉 시점을 잡고 있다. 이들의 개봉 일정은 언제든지 재차 연기될 수 있다. 극장 좌석간 띄워앉기, 코로나 확진세 증가에 따른 심리적 불안으로 인해 7월 개봉작들의 흥행성적이 저조할 경우이다. 사실상, **『반도』의 흥행성적이 다른 작품들의 개봉 결정에 큰 영향을 미칠 전망이다.** 『강철비2』도 『반도』의 성적이 저조할 경우 개봉 강행여부를 재고해야 할 수 있다. 이 경우, 극장 콘텐츠 부족현상은 생각 이상으로 장기화될 수 있다.

[그림 34] 2020 년 여름성수기의 첫번째 극장 개봉주자인 NEW 의 『반도』



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 9] 2020 년 하반기 국내 개봉 예정영화 라인업

영화명	장르	감독	감독 대표작 (관객수)	출연	배급사	개봉시점	시놉시스
반도	액션, 드라마	연상호	부산행 (1,157 만명)	강동원, 이정현	NEW	7 월 15 일	'부산행'의 시점으로부터 4 년이 지난 뒤 국가 기능이 멈추고 재난으로 폐허가 된 반도에서 탈출하기 위한 주인공들의 사투
강철비 2: 정상회담	드라마, 액션	양우석	변호인 (1,138 만명)	정우성, 곽도원	롯데	7 월 29 일	남북미 정상회담 중에 북의 쿠데타로 세 정상이 북의 핵잠수함에 납치된 후 벌어지는 전쟁 직전의 위기 상황
다만 악에서 구하소서	범죄, 액션	홍원찬	-	황정민, 이정재	CJ	8 월 5 일	마지막 청부살인 미션 때문에 새로운 사건에 휘말리게 되는 인남(황정민)과 그를 쫓는 무자비한 추격자 레이(이정재)의 처절한 추격과 사투를 그린 하드보일드 추격액션
오케이 마담	코미디, 액션	이철하	-	엄정화, 박성웅	메가박스	8 월	생애 첫 해외여행에서 난데없이 비행기 납치 사건에 휘말린 부부가 평범했던 과거는 접어두고 숨겨왔던 내공으로 구출 작전을 펼치는 액션 코미디
영웅	뮤지컬, 드라마	윤제균	국제시장 (1,425 만명)	정성화, 김고은	CJ	9~10 월	1909 년 10 월, 하얼빈에서 이토 히로부미를 사살한 뒤 일본 법정의 사형 판결을 받고 순국한 안중근 의사가 거사를 준비하던 때부터 죽음을 맞이하던 순간까지, 잊을 수 없는 마지막 1 년을 그린 영화
모가디슈	드라마	류승완	베테랑 (1,341 만명)	김윤석, 조인성	롯데	9~10 월	1990 년대 소말리아 내전으로 인해 고립되어 버린 남북대사관 공관원들의 목숨을 건 탈출 사건을 모티브
킹메이커	드라마	변성현	-	설경구, 이선균	메가박스	9~10 월	대통령을 꿈꾸는 정치인 '김운범'과 그의 뒤에서 뛰어난 선거전략을 펼친 '서창대'의 치열한 선거전쟁
싱크홀	드라마	김지훈	화려한 휴가 (686 만명)	차승원, 김성균	쇼박스	9~10 월	11 년 만에 마련한 내 집이 1 분만에 싱크홀로 추락하며 벌어지는 현실 재난 영화
승리호	SF	조성희	늑대소년 (707 만명)	송중기, 김태리	메리크리스마스	9~10 월 (추석)	2092 년, 우주쓰레기 청소선 '승리호'의 선원들이 대량살상무기로 알려진 인간형 로봇 '도로시'를 발견한 후 위험한 거래에 뛰어드는 이야기
경관의 피	범죄, 드라마	이규만	-	조진웅, 최우식	에이스메이커	9~10 월	서로 다른 방식의 사명감을 가진 두 경찰이 한 팀을 이루어 경찰 조직을 뒤흔들 사건을 만나게 되는 범죄 드라마
서복	SF, 액션	이용주	건축학개론 (411 만명)	공유, 박보검	CJ	12 월	죽음을 앞둔 전직 정보국 요원 기헌(공유 분)이 영생의 비밀을 지닌 인류 최초 복제인간 서복(박보검)과 그를 차지하려는 여러 세력의 추적 속에서 위험한 사건에 휘말리며 벌어지는 일을 그린 작품
인생은 아름다워	뮤지컬	최국희	국가부도의 날 (376 만명)	류승룡, 염정아	롯데	12 월	학창시절 자신의 첫사랑을 찾아달라는 기상천외한 생일 선물을 요구한 아내 '오세연'과 어쩔수 없이 함께 길을 떠나게 된 남편 '강진봉'의 이야기를 그린 뮤지컬 영화
야차	액션	나현	프리즌 (293 만명)	설경구, 박해수	쇼박스	12 월	스파이들의 최대 접전지 중국 선양에서 '야차'로 불리는 인물과 그곳으로 특별 감찰을 나선 검사가 만나며 벌어지는 첩보 액션 영화

주: 작품별 개봉시점엔 변동이 있을 수 있음
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

한편, 미국의 극장 영업재개 시점은 주별로, 극장 체인별로 상이하다. 조지아주와 텍사스주가 2020년 4월 말~5월 초, 캘리포니아주가 6월 12일에 극장 영업을 재개했다. **리갈 시네마는 7월 10일, AMC는 7월 말 영업재개를 앞두고 있다.** 이로 인해, 할리우드 신작 라인업들은 2020년 8월 이후로 포진하고 있다. 『Tenet』(8월 12일)을 필두로, 『Mulan』(8월 21일), 『The New Mutants』 (8월 28일) 등이 기대작이다. **한가지 우려되는 점은 미국의 코로나 신규 확진자수가 계속 증가하고 있어 극장 영업재개가 연기될 가능성이다. 미국 극장 영업재개가 연기되면, 할리우드 기대작들의 개봉시점도 동반 연기될 수 있기 때문이다.**

[표 10] 2020 년 북미시장 주요 라인업의 개봉일 변화

2019년 10월 13일 기준				2020년 6월 23일 기준			
개봉일	작품명	장르	배급사	개봉일	작품명	장르	배급사
2020-03-06	Onward	애니메이션	BV	2020-03-06	Onward	애니메이션	BV
2020-03-06	The Way Back	드라마	WB	2020-03-06	The Way Back	드라마	WB
2020-03-06	Monster Problems	액션, 어드밴처	Par.				
2020-03-13	Godzilla vs. Kong	액션	WB	2020-03-13	The Hunt	액션, 호러	Uni.
				2020-03-13	Bloodshot	액션, 드라마 SF	Sony
				2020-03-13	I Still Believe	드라마	LGF
2020-03-20	I Still Believe	드라마	LGF				
2020-03-20	Untitled 'A Quiet Place' Sequel	호러	Par.				
2020-03-27	Mulan (2020)	액션, 모험	BV				
2020-04-03	Peter Rabbit 2	가족	Sony				
2020-04-03	Untitled DC Film	액션	WB				
2020-04-03	Fatherhood	코미디	Sony				
2020-04-03	The Lovebirds	코미디	Par.				
2020-04-03	The New Mutants	액션	Fox				
				2020-04-10	Trolls World Tour	애니메이션	Uni.
2020-04-17	Trolls World Tour	애니메이션	Uni.				
2020-05-01	Black Widow (2020)	액션	BV				
2020-05-08	Greyhound	전쟁	Sony				
2020-05-15	Scooby	애니메이션	WB				
2020-05-15	Untitled Saw Film	호러	LGF				
2020-05-15	The Woman in the Window (2019)	스릴러	Fox				
2020-05-22	Fast & Furious 9	액션	Uni.				
2020-05-22	The SpongeBob Movie	애니메이션	Par.				
2020-05-29	Artemis Fowl	액션	BV				
2020-06-05	Wonder Woman 1984	액션	WB				
2020-06-12	Candyman (2020)	호러	Uni.				
2020-06-19	Soul	애니메이션	BV				
2020-06-26	In the Heights	음악극	WB				
2020-06-26	Top Gun Maverick	액션	Par.				
2020-07-03	Minions: The Rise of Gru	애니메이션	Uni.				
2020-07-03	Free Guy	액션, 코미디	Fox				
2020-07-10	Untitled Next Purge Chapter	스릴러	Uni.				
2020-07-10	Untitled Ghostbusters	액션, 코미디	Sony				
2020-07-17	Tenet	-	WB				
2020-07-17	Bob's Burgers	애니메이션	Fox				
2020-07-24	Jungle Cruise	어드밴처	BV				
2020-07-31	Barb and Star Go to Vista Del Mar	코미디	LGF				
2020-07-31	Sony/Marvel Morbius	액션, 호러	Sony				
2020-07-31	Rumble	애니메이션	Par.				
2020-08-07	Empty Man	범죄	Fox	2020-08-07	The Empty Man	범죄	Fox
2020-08-07	Infinite	SF	Par.	2020-08-07	The Broken Hearts Gallery	코미디, 로맨스	Sony
				2020-08-12	Tenet	액션, SF, 스릴러	WB
2020-08-14	The One and Only Ivan	-	BV				
2020-08-14	Escape Room 2	액션, 어드밴처	Sony				
				2020-08-21	Mullan	액션, 모험	BV
				2020-08-21	Antebellum	호러, 스릴러	LGF
2020-08-28	Spell	스릴러	Par.	2020-08-28	The New Mutants	액션, 호러, SF	Fox
2020-09-04	Monster Hunter	액션, 판타지	Sony	2020-09-04	A Quiet Place Part II	드라마, 호러, SF	Par
2020-09-11	Untitled Conjuring Universe Film (2020)	호러	WB	2020-09-11	The Conjuring 3	호러	WB
2020-09-18	Untitled Lord and Miller Animation	애니메이션	Sony	2020-09-18	The King's Man	액션, 모험	Fox
2020-09-18	Tom Clancy's Without Remorse	액션	Par.				
2020-09-25	Praise This	코미디	Uni.	2020-09-25	Candyman	호러, 스릴러	Uni.
2020-09-25	The Many Saints of Newark	범죄	WB				

자료: Box Office Mojo, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 2020 년 북미시장 주요 라인업의 개봉일 변화

2019년 10월 13일 기준				2020년 6월 23일 기준			
개봉일	작품명	장르	배급사	개봉일	작품명	장르	배급사
2020-10-02	Untitled Sony/Marvel Sequel (2020)	액션	Sony	2020-10-02	Wonder Woman 1984	액션	WB
2020-10-02	Bios	SF	Uni.				
2020-10-09	Death on the Nile (2020)	스릴러	Fox	2020-10-09	Death on the Nile	범죄, 드라마	Fox
2020-10-09	Fatale	스릴러	LGF				
2020-10-16	Halloween Kills	호러	Uni.	2020-10-16	Halloween Kills	호러	Uni.
2020-10-16	The Witches (2020)	호러	WB				
2020-10-16	GI Joe	액션	Par.				
2020-10-23	Everybody's Talking About Jamie	드라마	Fox	2020-10-23	Untitled Lord and Miller Animation	애니메이션	Sony
				2020-10-23	Untitled Universal Event Comedy	코미디	Uni.
				2020-10-23	Snake Eyes: G.I. Joe Origins	액션, 모험	Par.
				2020-10-30	Fatale	스릴러	LGF
2020-11-06	The Eternals	액션	BV	2020-11-06	Black Widow	액션, 모험	BV
2020-11-06	Vivo	애니메이션	Sony				
2020-11-06	Ron's Gone Wrong	애니메이션	Fox				
2020-11-13	Untitled Family Event Movie	가족	Par.	2020-11-13	Clifford the Big Red Dog	애니메이션	Par.
				2020-11-13	Deep Water	스릴러	Fox
				2020-11-13	Untitled Universal Event Film IV(2020)	-	Uni.
				2020-11-20	Untitled Amblin Project	-	Uni.
				2020-11-20	Soul	애니메이션	BV
2020-11-25	Raya and the Last Dragon	애니메이션	BV	2020-11-25	Voyagers	SF, 스릴러	LGF
2020-11-25	King Richard	드라마	WB				
				2020-12-11	Free Guy	액션, 모험	Fox
2020-12-18	Uncharted	액션, 어드밴처	Sony	2020-12-18	Coming 2 America	코미디	Par.
2020-12-18	West Side Story (2020)	범죄, 드라마	Fox	2020-12-18	West Side Story	범죄, 드라마	Fox
2020-12-18	Dune	액션	WB	2020-12-18	Dune	모험, 드라마	WB
2020-12-23	The Croods 2	애니메이션	Uni.	2020-12-23	The Croods 2	애니메이션	Uni.
				2020-12-23	Top Gun: Maverick	액션, 드라마	Par.
2020-12-25	News of the World	드라마	Uni.	2020-12-25	News of the World	드라마	Uni.
				2020-12-25	The Last Duel	드라마	Fox
				2020-12-30	Escape Room 2	액션, 모험	Sony

자료: Box Office Mojo, 유안타증권 리서치센터

[표 12] 글로벌 흥행 기대작들의 개봉일 변화 (북미시장 기준)

작품명	개봉 예정일	
	기존	신규
Mullan (2020)	2020-03-27	2020-08-21
The New Mutants	2020-04-03	2020-08-28
Black Widow (2020)	2020-05-01	2020-11-06
Fast & Furious 9	2020-05-22	2021-04-02
Minions: The Rise of Gru	2020-07-03	2021-07-02

자료: 유안타증권 리서치센터

[콘텐츠] 음악 비중 확대 권고

PwC에 의하면, **글로벌 음악시장은 2017년 502억달러 규모였으며, 이 중에서 공연이 260억달러, 레코드음악이 242억달러를 각각 기록했다.** 코로나19로 인해, 글로벌 음악시장의 절반 가량이 사라지게 된 것이다. 사업 포트폴리오가 레코드 음악 중심인 기업엔 별다른 타격이 없겠지만, 공연과 레코드 음악이 고르게 매출에 기여하고 있는 기업엔 절대적으로 불리한 영업환경인 것으로 볼 수 있다.

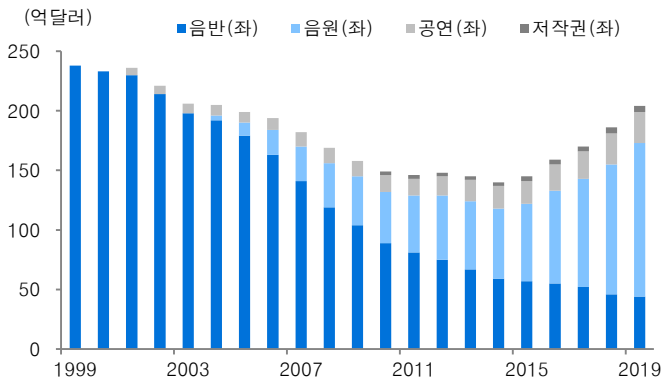
글로벌 레코드 음악시장은 2014년을 저점으로 견조한 성장국면에 진입한 상태이다. 이는 스트리밍 중심의 음원시장 급성장 때문이다. **글로벌 음원플랫폼 유료가입자는 2019년 3.4억명(+34% YoY)으로 급증했는데, 글로벌 스마트폰 이용자 대비 비중으로 보면 10.7%에 불과해 성장잠재력이 상당한 것으로 평가된다.** 참고로, 중국은 세계에서 7번째로 큰 음악시장임에도 불구하고 인구 대비 음원플랫폼 유료가입자가 2%에 불과하다.

[표 13] 글로벌 음악시장 규모 및 전망 (단위: 억달러)

		2013	2011	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
공연음악		236	241	247	252	260	269	278	288
	후원	53	53	54	55	56	57	59	60
	티켓판매	183	188	192	197	204	212	220	229
레코드음악		206	204	209	223	242	266	289	306
	음원	79	81	89	109	135	163	191	213
	- 다운로드	51	47	43	33	26	20	16	12
	- 스트리밍	20	28	40	69	102	137	170	196
	- 모바일	8	7	6	6	6	6	6	5
	음반	105	97	93	85	79	73	67	61
	공연권	19	22	23	25	25	26	27	28
	싱크로나이제이션	3	3	3	4	4	4	4	4
합계		442	444	456	475	502	535	567	594

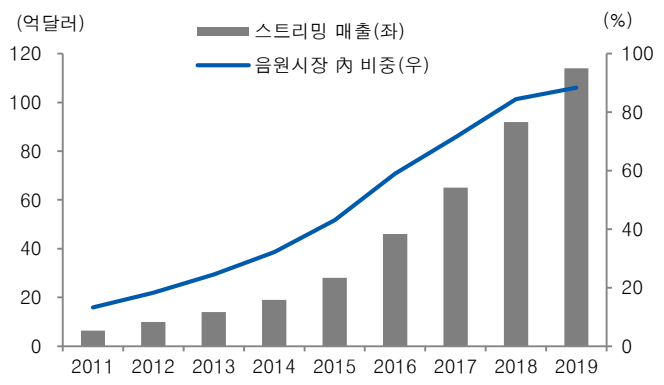
자료: PwC, 한국콘텐츠진흥원

[그림 35] 글로벌 음악산업 매출 추이 (레코드음악)



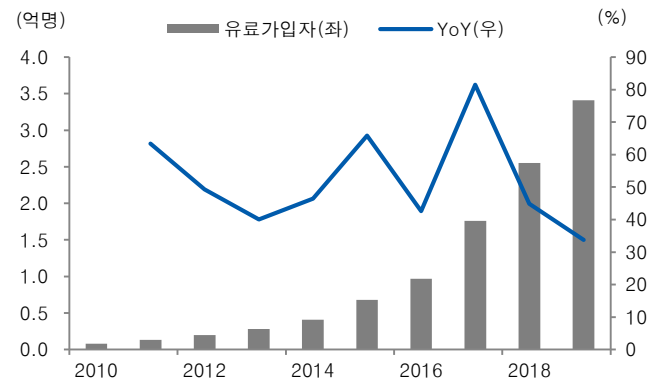
자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림 36] 글로벌 스트리밍 매출 추이



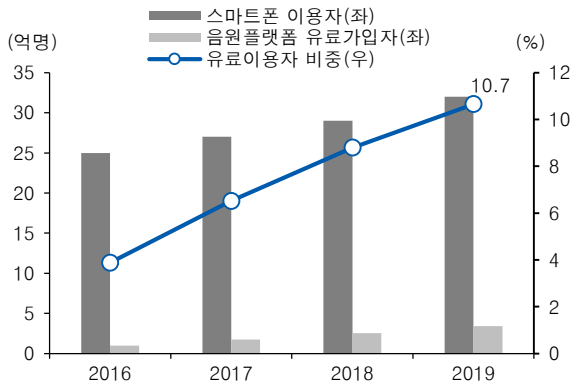
자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 글로벌 음원플랫폼 유료가입자 추이



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 글로벌 스마트폰 이용자 대비 음원플랫폼 유료가입자수 비중 추이



자료: Newzoo, IFPI, 유안타증권 리서치센터

1) 최근 상장된 워너뮤직이 주목받는 이유

미국의 워너뮤직은 2020년 6월 나스닥에 입성했다. 공모가 기준 시가총액은 128억달러였는데, 상장 이후 150억달러 수준의 시가총액을 유지하고 있다. 동사의 12MF PER은 50~55배 수준으로 높게 형성되어 있다. 글로벌 증시에 상장된 음악 콘텐츠 기업이 거의 없는 관계로, 워너뮤직이 높은 Valuation 을 부여받는 점은 한국의 음악 제작사들의 Valuation 평가와 관련해 참고 지표로 활용될 수 있다.

워너뮤직이 시장에서 높은 평가를 받는 핵심 이유는 **스트리밍 매출의 고속성장에 기인**한다. 동사의 스트리밍 매출 성장률(YoY)은 FY2019 +23% → FY1Q20(CY4Q19) +17% → FY2Q20(CY1Q20) +9% → 2020년 4월 +12%를 기록 중에 있다. 코로나 팬데믹 상황에서도 음원 청취에 대한 수요 성장은 두자릿수 수준이 유지되고 있다. 참고로, 글로벌 금융위기(2008~09) 당시엔 글로벌 레코드 음악시장이 연평균 6.8% 감소했고, 콘서트 시장도 2009년 북미시장 기준으로 7.1% 감소했던 바 있다. 워너뮤직은 매출의 절대 다수가 레코드 음악 및 저작권 관리에서 발생하고 있으며, **공연/MD/티켓팅 관련 매출인 Artist services & Expanded-rights의 매출 비중이 FY2019 기준 14%에 불과해 코로나 관련 피해가 제한적이다.**

[표 14] 워너뮤직의 연간 손익계산서 (단위: 백만달러)

	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2019 (YoY)
매출	**2,984**	**2,867**	**2,780**	**2,871**	**3,027**	**2,966**	**3,246**	**3,576**	**4,005**	**4,475**	**12%**
- Recorded Music	2,459	2,342	2,275	2,389	2,526	2,501	2,736	3,020	3,360	3,840	14%
Digital	713	768	864	997	1,103	1,145	1,364	1,692	2,019	2,343	16%
Streaming	-	-	-	-	-	-	908	1,342	1,733	2,129	23%
Artist Services & expanded rights	-	310	244	270	332	301	368	385	389	629	62%
Physical Sales	1,528	1,032	966	900	822	767	726	667	630	559	-11%
Licensing	218	232	201	222	269	288	278	276	322	309	-4%
- Music Publishing	556	544	524	503	517	482	524	572	653	643	-2%
Digital	59	60	67	83	97	99	141	187	237	271	14%
Performance	207	214	202	197	206	184	193	197	212	183	-14%
Synchronization	102	113	112	98	102	103	110	112	119	120	1%
Mechanical	177	142	129	113	101	86	70	65	72	55	-24%
Other	11	15	14	12	11	10	10	11	13	14	8%
- Corporate	-	-	-	-	-	-17	-14	-16	-8	-8	-
영업이익	**90**	**32**	**109**	**75**	**19**	**127**	**214**	**222**	**217**	**356**	**64%**
- Recorded Music	102	110	120	92	31	151	247	283	307	439	43%
- Music Publishing	86	73	85	81	94	77	68	81	84	92	10%
- Corporate	-98	-151	-96	-98	-106	-101	-101	-142	-174	-175	-
OPM	3%	1%	4%	3%	1%	4%	7%	6%	5%	8%	+2.5%p
- Recorded Music	4%	5%	5%	4%	1%	6%	9%	9%	9%	11%	+2.3%p
- Music Publishing	15%	13%	16%	16%	18%	16%	13%	14%	13%	14%	+1.4%p

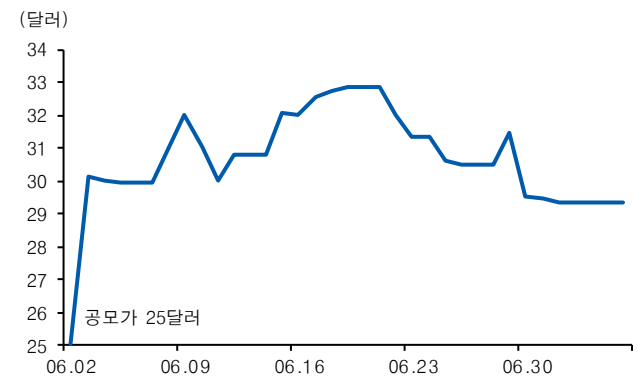
주: 워너뮤직은 9 월 결산법인임
자료: 워너뮤직, 유안타증권 리서치센터

[표 15] 워너뮤직의 분기 손익계산서 (단위: 백만달러)

	FY1Q18	FY2Q18	FY3Q18	FY4Q18	FY1Q19	FY2Q19	FY3Q19	FY4Q19	FY1Q20 (CY4Q19)	FY2Q20 (CY1Q20)	FY1H20 (YoY)
매출	**1,045**	**963**	**958**	**1,039**	**1,203**	**1,090**	**1,058**	**1,124**	**1,256**	**1,071**	**1%**
- Recorded Music	904	791	802	863	1,041	933	913	953	1,084	907	1%
Digital	481	491	519	528	563	597	584	599	633	626	9%
Streaming	404	415	448	466	502	537	540	550	589	586	13%
Artist Services & expanded rights	105	74	85	125	166	134	158	171	188	115	1%
Physical Sales	223	147	130	130	231	130	95	103	184	94	-23%
Licensing	95	79	68	80	81	72	76	80	79	72	-1%
- Music Publishing	143	174	159	177	165	158	147	175	173	166	5%
Digital	53	57	59	68	65	65	65	76	73	74	13%
Performance	43	59	51	59	53	46	36	48	46	41	-12%
Synchronization	27	35	28	29	29	31	29	31	36	34	17%
Mechanical	18	20	17	17	15	13	13	14	15	15	7%
Other	2	3	4	4	3	3	4	6	3	2	-17%
- Corporate	-2	-2	-3	-1	-3	-1	-2	-4	-1	-2	-25%
영업이익	**90**	**83**	**28**	**16**	**147**	**122**	**58**	**29**	**165**	**-49**	**-57%**
- Recorded Music	129	80	67	31	163	134	85	57	191	36	-24%
- Music Publishing	-1	41	5	39	22	27	18	25	14	30	-10%
- Corporate	-38	-38	-44	-54	-38	-39	-45	-53	-40	-115	-
OPM	9%	9%	3%	2%	12%	11%	5%	3%	13%	-5%	-7%pt
- Recorded Music	14%	10%	8%	4%	16%	14%	9%	6%	18%	4%	-4%pt
- Music Publishing	-1%	24%	3%	22%	13%	17%	12%	14%	8%	18%	-2%pt

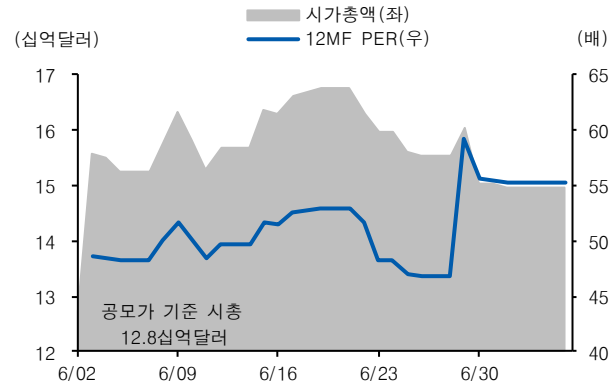
주: 워너뮤직은 9 월 결산법인임
자료: 워너뮤직, 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 워너뮤직 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 40] 워너뮤직 시가총액 및 12MF PER(컨센서스) 추이

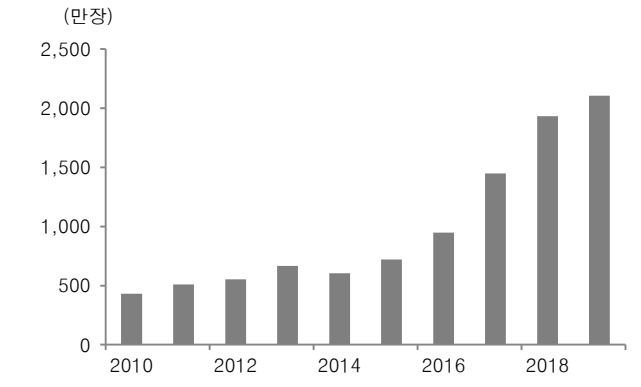


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2) 한국 제작사, 오프라인 활동 위축 피해

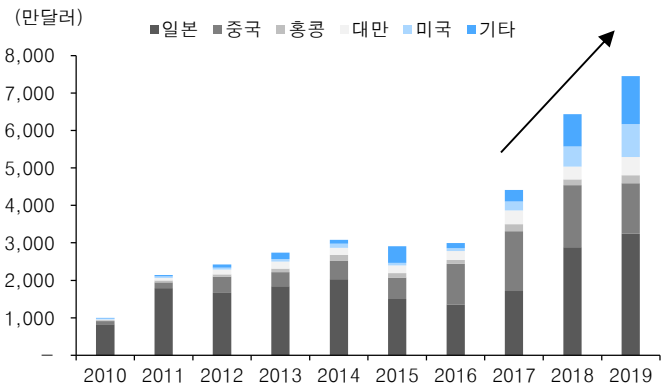
한국의 음악 제작사들도 스트리밍 시장의 고속성장 수혜를 받고 있다. 여기에, 유튜브와 SNS를 활용한 마케팅을 도입하면서 해외시장에서 팬들과 직접적으로 소통하는 방식으로 글로벌 시장에서의 존재감을 키우고 있다. 한국 음악 제작사들에 있어 음반판매량은 팬덤지표로 활용되고 있는데, K-pop 팬들에 있어 음반은 음원 재생을 위한 매체가 아니라 소장용 굿즈로 인식되고 있다. 한국의 음반판매량은 전세계적인 음반감소 추세와 달리 2016~17년부터 고속성장세를 보이고 있는데, 음반 수요증가의 상당부분은 해외시장 팬들로부터 발생하고 있는 점이 특징적이다. 방탄소년단의 글로벌 흥행이 주된 요인이겠지만, 최근 한국 음반 수출액의 월별 추이를 관찰해보면 방탄소년단의 신보가 출시되지 않은 시점에도 음반 수출액이 유의미하게 증가하는 경우가 있다. 방탄소년단 관련 낙수효과로 인해 K-pop의 다른 아티스트들에 대해서도 글로벌 팬덤이 굳건해지고 있는 상황인 것으로 추측된다.

[그림 41] 한국 음반 판매량 추이 (연간 Top 100 음반 기준)



자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

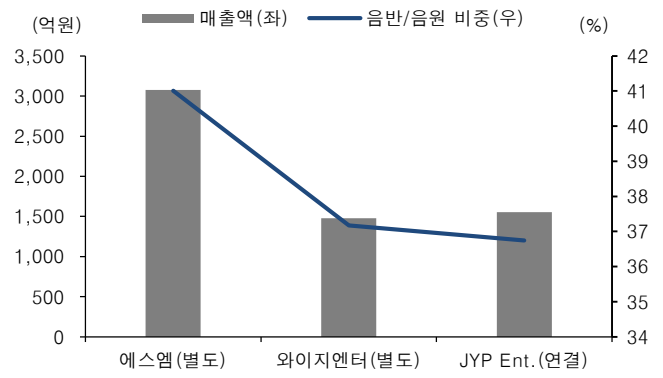
[그림 42] 한국 음반 수출액 추이



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

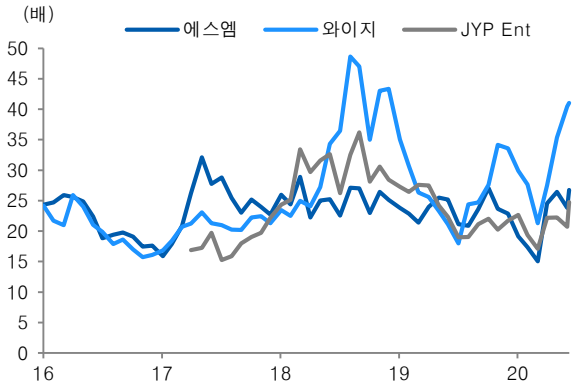
한국의 음악 제작사 주식은 코로나19로 인해 오프라인 공연이 제로인 상황이 이어지는 관계로 실적 측면에서의 투자자 우려가 크다. 한국 음악 제작 3사의 매출에서 음반/음원이 차지하는 비중은 2019년 기준 40% 전후 수준이며, 나머지 60%는 아티스트의 오프라인 활동(e.g. 콘서트, 팬미팅)과 이와 연계된 MD/팬클럽에서 발생한다. **워너뮤직과 비교해보면, 오프라인 활동 위축의 피해를 상대적으로 많이 받을 수 밖에 없는 구조에 있다.**

[그림 43] 국내 음악 제작사들의 음반/음원 매출 비중 (2019년 기준)



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 44] 국내 음악 제작사들의 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

3) 온라인 유료콘서트의 등장 – 에스엠과 빅히트의 성과

한국 음악 제작사들은 오프라인 콘서트의 대안으로써 에스엠을 필두로 온라인 유료콘서트를 추진하고 있다. 에스엠은 2020년 4~5월 네이버 V Live 와의 협업으로 라이브 콘서트 스트리밍 서비스인 Beyond Live 를 선보였다. 동 콘서트는 서울 올림픽홀을 대관해 팀당 1회씩 총 6회 진행됐다. 아티스트는 오프라인 공연장에서 무관중 콘서트를 진행하고, 카메라 워킹과 AR 합성기술을 조합해 온라인에서만 가능한 새로운 무대연출을 시현하고 실시간 댓글, 화상토크, 디지털 응원봉 등 디지털 기술을 활용해 팬들에게 새로운 공연경험을 선사하는 자리가 되었다. Beyond Live 의 공연 접속 요금은 3.3만원으로 일반 콘서트 티켓 대비 1/3 수준으로 책정됐으며, 디지털 응원봉은 별도 과금되는 형태이다. 공연 접속권은 Yes24를 통해 판매됐으며, 라이브 공연 접속권과 함께 VOD 관람권, AR 티켓 세트(공연 하이라이트와 아티스트 셀프카메라 영상을 볼 수 있는 AR 기술이 적용된 MD), 기타 MD(키링, 티셔츠, 에코백, 홀로그램 뱃지 등) 등을 결합한 패키지 결합상품도 선보였다.

에스엠의 Beyond Live 공연 동시접속자수는 공연당 7~12만명대를 기록한 것으로 파악된다. 1개 계정당 2개의 디바이스에서 관람 가능한 조건이었던 관계로, 실제 유료 구매자는 보수적으로 봤을 때 공연당 3~6만명대 수준이었던 것으로 유추해 볼 수 있다. 공연 접속권 요금이 일반 콘서트의 1/3 수준이었던 관계로 오프라인 콘서트 환산 기준의 관객수는 공연당 1~2만명 수준인 것으로 볼 수 있다.

[그림 45] 에스엠의 Beyond Live 콘서트와 연계해 판매되는 디지털 응원봉 및 패키지 상품

V Live 에서 판매되는 디지털 응원봉





공연 접속권을 연계한 다양한 패키지 상품

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 46] 동방신기 비욘드라이브 콘서트에서 등장한 고래 AR 그래픽



자료: 유안타증권 리서치센터

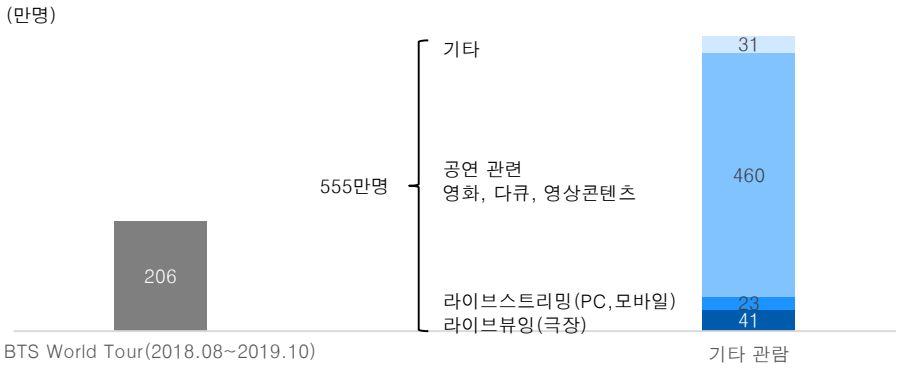
[그림 47] 슈퍼주니어 비욘드라이브 콘서트에서 등장한 최시원 3D 혼합현실 이미지



자료: 유안타증권 리서치센터

방탄소년단의 2018~19년 월드투어(2018.08~2019.10)는 62회에 걸쳐 진행되어 **관객 206만명**을 모객했다. 소속사 빅히트는 동 투어를 활용해 라이브 뷰잉(극장에서 실시간 공연 생중계) 41만명, 라이브 스트리밍(PC, 모바일로 실시간 공연 생중계) 23만명, 공연 관련 영화, 다큐멘터리, 영상 콘텐츠 460만명, 기타 31명 등 **555만명을 추가로 모객했다.** 별도의 콘텐츠 제작비를 크게 지출하지 않으면서도 관객수를 극대화함으로써 OSMU 효과를 발휘할 수 있었던 것이다. 온라인 콘서트는 오프라인 콘서트 생중계 형식을 활용시 수익성 측면에서 더 큰 성과를 기대할 수 있다.

[그림 48] 빅히트, 관람방식의 다변화를 통해 공연 수익 극대화



자료: 빅히트엔터테인먼트, 유안타증권 리서치센터

빅히트는 2019년 6월 1일, 네이버 V Live를 통해 방탄소년단 웸블리 스타디움 공연을 유료로 생중계해 동시 접속자 14만명을 모았다. 오프라인 투어에선 아티스트의 공연횟수를 무한정 늘릴 수 없고 방문 가능한 도시의 수에도 한계가 있지만, 온라인 생중계 방식을 활용하면 오프라인 공연의 시간적, 공간적 한계를 지우면서도 추가 비용이 거의 들지 않는 것이다.

[그림 49] BTS 의 웸블리 스타디움 공연 (2019.06.01) - V Live 로 생중계



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 50] BTS 의 방방콘 The Live (2020.06.14)



자료: beNX, 유안타증권 리서치센터

코로나19 이후의 방탄소년단 무관중 온라인 라이브 공연인 방방콘 The Live(2020.06.14)는 에스엠의 Beyond Live 이상의 고무적인 성과를 남겼다. 인천 파라다이스시티 대관을 통해 공연장 대관료를 낮추고, 자체 팬 커뮤니티 플랫폼 위버스를 통해 접속권 결제, 관람, 상품구매를 이뤄지게 함으로써 플랫폼 수수료 절감 및 상품수익 극대화가 가능했다. 공연 접속자는 6개의 각도로 중계되는 화면 중에서 원하는 화면을 클릭해 전체 화면으로 볼 수 있었는데, 온라인 공연만의 매력을 제공한 것으로 평가된다. **동 공연의 동시 접속자수는 75만명이었으며, 위버스숍을 통한 방방콘 관련 공식 상품 판매량은 60만개에 달했다.** 절대 매출 측면에선 오프라인 콘서트에 미치지 못하겠지만, 대관료를 포함한 공연제작비가 고정되어 있는 관계로 아티스트 정산 前 기준의 공연 이익률은 오프라인 콘서트의 이익률을 크게 상회할 것으로 추정된다.

글로벌 공연 티켓판매 매출은 2017년 기준 204억달러에 달한다. 단기간에, 온라인 공연이 오프라인 공연을 대체할만큼 성장하긴 어렵다. 2020년 7월엔 중소 음악 제작사들의 온라인 공연이 다수 예정되어 있다. 2020년 하반기엔 에스엠의 Beyond Live 공연횟수가 대폭 확대될 것으로 예상된다. **2020년은 온라인 콘서트에 대한 글로벌 팬들의 체험기간이 될 것이다.** 기술의 발달로 인해, 온라인 콘서트의 화질과 음질이 뛰어나고 AR, 디지털응원봉, 멀티뷰 등 공연콘텐츠의 엔터테인먼트 요소가 배가된 만큼 온라인 콘서트에 대한 수요는 빠르게 커져갈 것으로 예상된다. 코로나 국면이 종식되고 온/오프라인 콘서트를 병행할 수 있는 시점이 도래하면 한국 음악 제작사엔 매우 우호적인 영업환경이 펼쳐지게 될 것이다. 스트리밍 시장의 고속성장에 더해 온/오프라인 공연의 동반성장 구간으로 진입하게 되면, 한국 음악 제작사가 미국의 워너뮤직 대비 Multiple 측면에서 할인 받을 이유는 전혀 없다.

[표 16] 각사의 온라인 콘서트 일정 정리 (2020년 4~7월)

기업	아티스트	공연 일정	플랫폼	접속자수	공연 접속권 가격	비고
에스엠	SuperM	4월 26일	V Live	7.5만명	3.3만원	-
	WayV	5월 3일	V Live	-	3.3만원	-
	NCT Dream	5월 10일	V Live	-	3.3만원	-
	NCT 127	5월 17일	V Live	10.4만명	3.3만원	-
	동방신기	5월 24일	V Live	-	3.3만원	-
	슈퍼주니어	5월 31일	V Live	12.3만명	3.3만원	-
RBW	마마무 문별	5월 30일	V Live	1.3만명	3.3만원	콘서트 수익 4억원 이상 창출
빅히트	방탄소년단	6월 14일	Kiswe(미국)	75만명	회원 2.9만원, 비회원 3.9만원	위버스 접속 후, Kiswe 플랫폼으로 연결
CJ ENM	KCON(행사)	6월 20일~26일	유튜브, 티빙, 쇼피, AIS	유·무료관객 405만명	-	8년간 24회의 오프라인 KCON 누적관객수 대비 3.5배
FNC	정용화	6월 22일	V Live		2.2만원	팬미팅
판타지오	아스트로	6월 28일	-	-	3.2만원	-
드림캐처컴퍼니	드림캐쳐	7월 4일	마이뮤직테이스트		14.99달러	한국시간 23시 59분에 공연 시작
큐브	(여자)아이들	7월 5일	큐브TV	1.1만명	4만원	큐브TV는 Kiswe 플랫폼과 파트너쉽 체결 상태
	비투비 은광	7월 18일	큐브TV	-	3.9만원	상동
플레이엠	빅톤	7월 12일	V Live	-	3.3만원	MD 구성에 따라 가격 차등
	에이핑크	-	-	-	-	중국 대표 동영상 플랫폼 3곳에 동시 송출
스타쉽	몬스타엑스	7월 26일	LiveXLive(미국)	-	-	LiveXLive 홈페이지에서 접속권 판매
MLD 엔터	모모랜드	7월 25일	V Live	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

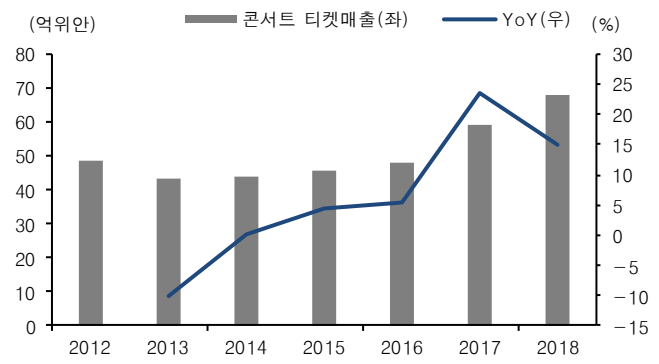
4) 한한령 해제시, 미래 가치평가 상승

중국 콘서트 시장은 2016년 4.81억위안 → 2018년 68.2억위안으로 증가해 CAGR 19.1%의 고속성장을 시현했다. 한한령 이전과 비교해 전체 시장규모가 급격하게 팽창한 것을 알 수 있다.

한국국제문화교류진흥원의 2019년 10월의 설문조사에 의하면, 중국에서 K-pop이 인기있다는 의견은 전체 응답자(500명; 15~59세)의 70.4%에 달했다. 한한령 해제가 현실화될 경우, 중국 현지에서 K-pop의 정상권 아티스트들에 대한 러브콜이 봇물처럼 터져나올 수 있다. 코로나 장기화 국면에서 즉각적인 공연 활동 재개는 어렵겠지만, 음악 제작사에 대한 미래 가치평가는 높아질 수 밖에 없을 것이다.(저금리 구간이므로, 미래 가치에 대한 할인률도 낮음)

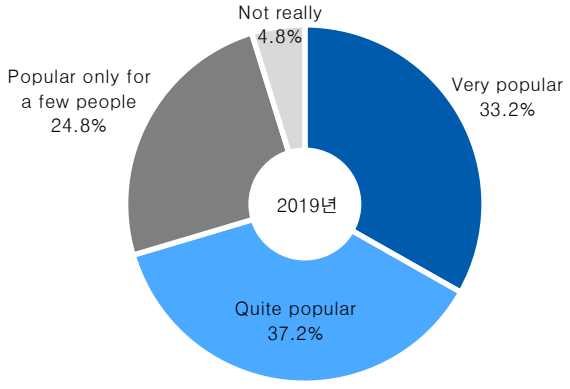
당사는 한한령 해제 기대감으로 인해 음악 제작사에 대해 Overweight 의견을 제시하며, Top-pick 으로 JYP Ent.를 제시한다. JYP Ent.는 간접비 부담이 적은 관계로 음반/음원 등의 고마진 매출원의 좋은 성과가 이익단으로 잘 연결되고 있어 기본 이익체력이 튼튼한 편이다. 최근 부각중인 온라인 콘서트는 중장기 성장 잠재력이 매우 크지만, 단기적 관점에선 오프라인 콘서트의 실적 공백을 대체하기엔 역부족이란 점을 고려해 회사의 기본 이익체력을 고려해서 종목을 선별해야 한다는 판단이다. JYP Ent.는 데뷔연차별 아티스트 포트폴리오와 신인 아티스트 모멘텀 측면에서도 3사 중 가장 이익을 창출하기에 좋은 구조를 갖고 있다. 동사는 현재의 주력 아티스트인 GOT7과 트와이스가 한한령 직전인 2016년 당시 신인급이었던 관계로 중국 시장에서 검증된 아티스트가 부족하다는 약점을 갖고 있으나, GOT7과 트와이스가 2020년 기준의 K-pop 정상급 아티스트란 점은 분명한 사실이고 2021년 중국인 남자그룹 Project C의 데뷔를 준비하고 있어 중국 수혜를 충분히 받을 수 있는 회사로 판단된다.

[그림 51] 중국 콘서트 티켓 매출액 추이



자료: 텐센트, 유안타증권 리서치센터

[그림 52] 중국 內 K-pop 인기 여부에 대한 설문조사 (2019 년 기준)

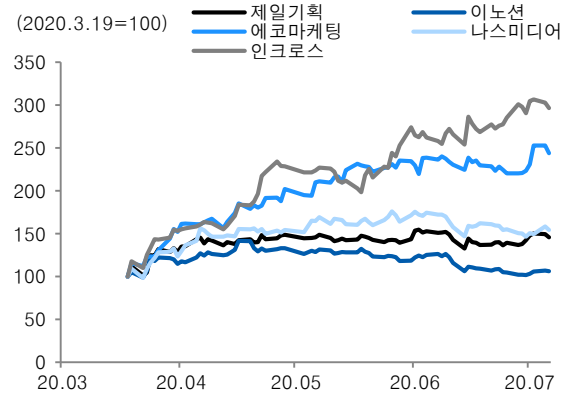


주: 설문조사기간 2019 년 10 월 4 일 ~ 10 월 20 일. 설문 응답자 15~59 세 500 명
자료: 한국국제문화교류진흥원, 유안타증권 리서치센터

[광고] 종목별 선별투자 필요

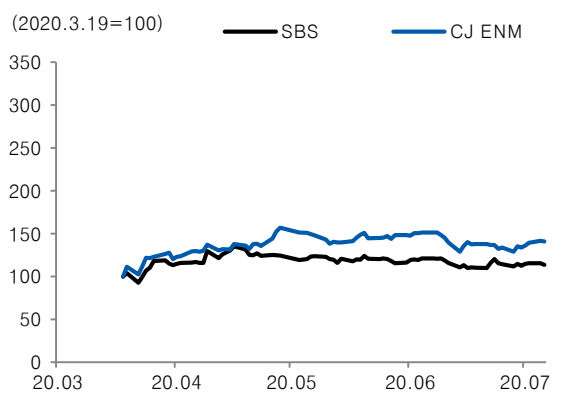
코로나19에 따른 경기침체로 인해 2Q20 광고업황은 TV와 디지털, 한국과 해외 모두 좋지 않다. 따라서, 광고업종은 종목별 선별투자가 필요하단 판단이다. 인크로스와 에코마케팅은 증시가 저점을 찍었던 2020년 3월 19일 이후 주가가 무려 2~3배 가량 급등해 있다. 이들 기업의 주가 상승은 광고와 커머스의 결합에 따른 실적개선(에코마케팅) 또는 신사업 기대감(인크로스)이 견인했다. 에코마케팅은 오호라(관계회사 상품)와 Klug(종속회사 상품)의 마케팅 성과물이 호실적으로 이어지는 점, 인크로스는 신규로 출시한 SNS 마케팅 기반의 광고상품에 대한 투자자들의 높은 기대치가 주가 상승으로 이어지고 있다. **에코마케팅과 인크로스에 대한 관심은 3Q20에도 유지할 필요가 있다.** 양사는 3Q20 추가적인 실적개선 여부(에코마케팅) 및 높은 Valuation(인크로스)에 대한 부담이 있지만, **공통적으로 데이터 기반의 타겟광고, 언택트 소비 등의 투자 테마와 연계되는 관계로 현재의 증시 컬러에 부합하기 때문이다.** 3Q20엔 이들 2개 회사에 더해 **제일기획을 포함시키는 포트폴리오 구성을 권고한다.** 제일기획은 2Q20 실적의 저점을 통과하는 가운데, Valuation 매력과 5% 수준의 배당수익율(2020E 870원)을 갖추고 있어 연말 배당시즌이 가까워질수록 투자자들의 높은 관심을 받게 될 것으로 예상된다.

[그림 53] 국내 증시 저점 기록 이후, 광고대행사/미디어렙 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 54] 국내 증시 저점 기록 이후, 방송국 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 17] 국가별 실질 GDP 성장률 컨센서스(YoY%) (단위: %)

	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
전세계	-	-	-	-	-	-	-	-	3.9	3.6	2.9	-3.7	5.0	3.3
북미	0.3	-10.4	-6.5	-5.1	-2.2	9.6	5.4	4.4	2.4	2.8	2.1	-5.8	4.0	2.8
남미	-1.1	-12.3	-7.3	-4.4	-1.5	8.9	4.2	2.8	2.0	1.5	1.1	-6.2	3.7	2.7
EU	-2.5	-15.1	-8.2	-5.6	-1.4	14.0	6.2	3.6	2.6	2.0	1.5	-7.7	5.3	2.4
일본	-1.7	-8.6	-6.0	-3.0	-1.4	5.2	3.7	2.4	2.2	0.3	0.7	-4.9	2.5	1.1
아시아(일본 제외)	-3.8	-2.4	2.1	3.9	9.6	8.4	5.7	4.8	6.4	6.0	5.3	1.3	5.5	5.3
- 한국	1.4	-1.8	-1.0	-0.9	1.3	4.2	3.6	2.9	3.2	2.7	2	-0.6	3.1	2.8
- 중국	-6.8	1.9	5.0	6.0	13.5	8.6	5.8	5.1	6.9	6.7	6.1	1.8	8.0	5.4
호주	1.4	-7.1	-5.4	-4.1	-2.0	6.3	5.0	4.2	2.5	2.8	1.8	-4.0	3.3	3.1
중동	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9	2.5	1.6	-3.6	2.9	-
아프리카	-	-	-	-	-	-	-	-	1.9	2.0	1.8	-2.9	3.4	3.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

광고섹터에 대한 투자판단을 위해, KAI 지수(선행지표), 방송사 시청점유율(동행지표), 1Q20 광고지표(후행지표) 등을 점검하도록 한다. 2Q20과 3Q20의 업황 흐름의 파악에 도움이 될 수 있을 것이다.

1) KAI 지수

KAI(Kobaco Advertising Index) 지수는 국내 600대 광고주를 대상(발표 초기엔 400대 광고주로 시작)으로 국내 광고시장 內 주요 매체들에 대한 광고집행 변화를 주기적으로 조사해 광고경기흐름을 진단하는 지표이다. 동 지수는 2009년에 출범한 이래 동월대비 익월에 대한 광고경기 전망을 지수화하고 있다. 100pt를 기준점으로 KAI 지수가 100pt를 상회하면 익월 광고비 증가를 예측하는 광고주가 많다는 의미, 100pt를 하회하면 반대의 의미로 해석된다.

$$KAI = \frac{(\text{광고비 증가 응답 업체수} - \text{광고비 감소 응답업체수})}{\text{전체 응답업체수}} \times 100 + 100$$

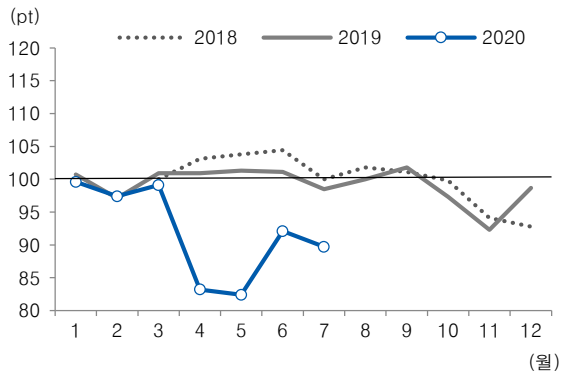
KAI 지수는 광고경기의 계절성을 고려하지 않는다는 점에서 투자판단의 효용성이 낮은 지표였다. 지수의 절대수치만으로는 경기의 방향성 여부를 해석하기 어려웠던 것이다. KOBACO는 2017년 6월부터 KAI 지수를 전년동기 대비 익월 전망조사로도 산출하기 시작했으며, 2018년부턴 동 지수를 외부에 공표하고 있다. 전년동기 대비 익월 전망조사로 보면, 100pt를 기준점으로 광고 경기의 방향성이 확연하게 드러나고 있어 유용하게 활용 가능하단 판단이다. 동 자료에선 전년동기 대비 익월 전망 기준으로 KAI 지수를 보기로 한다.

전년동기 대비 익월 전망 기준의 KAI 종합지수는 2020년 1~3월 100pt 근방에서 횡보 후 4~5월 80pt대로 급락하는 모습을 보였다. 한국의 코로나 확진자가 2월 하순부터 급증했다는 점을 감안시, 3월 지수는 실제 광고경기보다 높게 전망됐을 것으로 보인다. 6~7월 지수는 90pt 전후에서 움직이고 있는데, 광고경기의 저점은 통과 중이나 YoY 기준으로 보면 여전히 약세구간에 위치해 있음을 알 수 있다.

매체별로 보면, 지상파와 케이블TV(종편/PP)는 2020년 1~3월 90p대 중반에서 횡보 후 4~5월 하락세를 보였다. 5월 KAI 지수는 지상파 86.2p, 케이블TV 88.0p 로 연중 저점을 기록했다. 이후 6~7월 상승세를 보이고 있는데, 7월 KAI 지수는 지상파 101.6p, 케이블TV 100.7p를 각각 기록해 2018년 조사 시작 이래 최대치를 달성했다. **국내 TV광고 시장은 1Q20 약세 → 2Q20 급락 → 3Q20 회복의 방향성인 것으로 해석할 수 있다.**

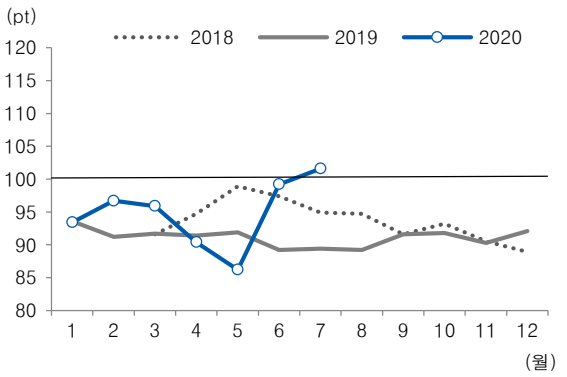
온라인/모바일은 2020년 1~3월 100pt를 상회했으나, 예년대비 절대 수치가 낮은 편이었다. 제로썸 게임 구조인 광고시장에서 온라인/모바일 매체가 M/S를 확대하는 플레이어란 점을 감안하면 1Q20 디지털 광고시장이 그다지 좋은 편은 아니었던 것으로 볼 수 있다. 이후 동 지수는 4월 93.7pt → 5월 89.7p → 6월 100.4p → 7월 103.4p의 흐름을 보이고 있다. **디지털 광고시장은 2Q20 역성장 → 3Q20 강보합 정도의 흐름이 예상된다.**

[그림 55] 광고경기전망지수(KAI) - 종합



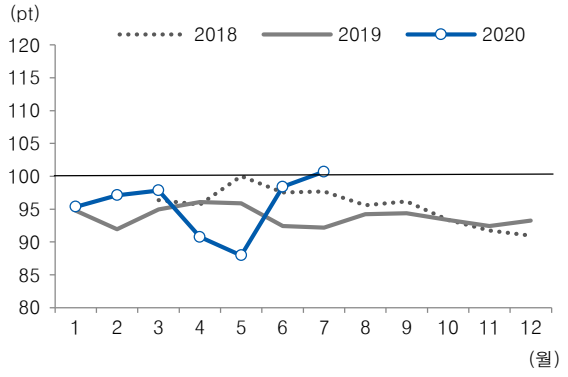
주: 전년동월대비 익월 조사결과
자료: KOBACO, 유안타증권 리서치센터

[그림 56] 광고경기전망지수(KAI) - 지상파방송



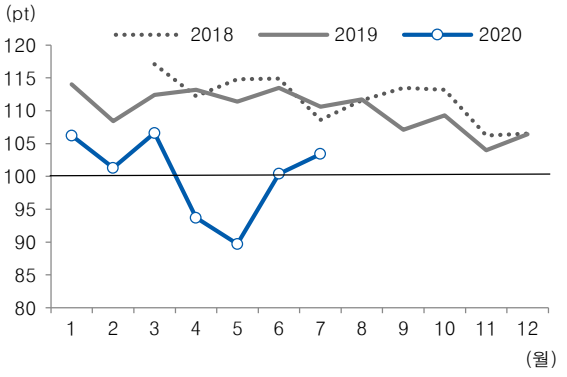
주: 전년동월대비 익월 조사결과
자료: KOBACO, 유안타증권 리서치센터

[그림 57] 광고경기전망지수(KAI) - 케이블방송(종편/PP)



주: 전년동월대비 익월 조사결과
자료: KOBACO, 유안타증권 리서치센터

[그림 58] 광고경기전망지수(KAI) - 온라인/모바일



주: 전년동월대비 익월 조사결과
자료: KOBACO, 유안타증권 리서치센터

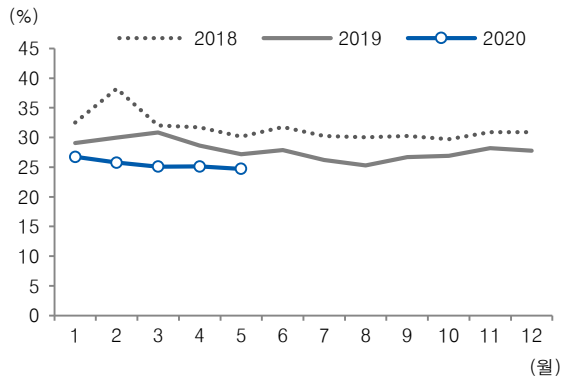
2) 방송사 시청점유율

Nielsen에 의하면, 지상파 방송국의 시청점유율은 2020년 1~5월 모두 YoY로 하락세를 보이고 있다. 코로나19에 따른 경기불안이 지속되는 상황에서 브랜드 광고 중심인 TV광고의 M/S는 하락세를 보일 것인데, 시청점유율 하락까지 더해지는 방송사는 광고매출이 심각하게 빠질 수 있다. 참고로, 1Q20 지상파 광고는 YoY로 18% 감소했다. MBC와 SBS는 4월 초에 4월 광고매출이 40~50% 가량 감소할 수 있다는 위기 의식을 피력한 바 있어 **2Q20 지상파 광고부진은 1Q20 대비 더욱 심각할 것으로 예상된다.**

JTBC는 2020년 1월 시청점유율 4.8%(-1.8%p YoY)로 전년대비 약세를 보였는데, 『스카이캐슬』 관련 기고효과로 해석된다. 2~3월 점유율은 전년대비 보합 수준이었고, 1Q20 광고 증감율은 -11%(YoY)를 기록해 주요 방송국 중에서 가장 선방하는 모습을 보였다. 4~5월엔 전년대비 점유율까지 급격히 상승하고 있어 TV방송국 중에서 가장 나은 실적을 보일 것으로 보여진다.

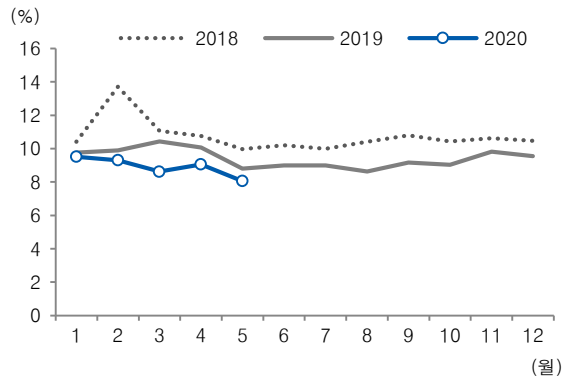
CJ ENM의 시청점유율은 2020년 1~5월 모두 YoY로 하락세에 있다. **CJ ENM은 1Q20의 광고부진(-29% YoY)에 이어 2Q20에도 상당한 광고실적 부진을 겪게 될 것으로 전망된다.**

[그림 59] 지상파 시청점유율 추이



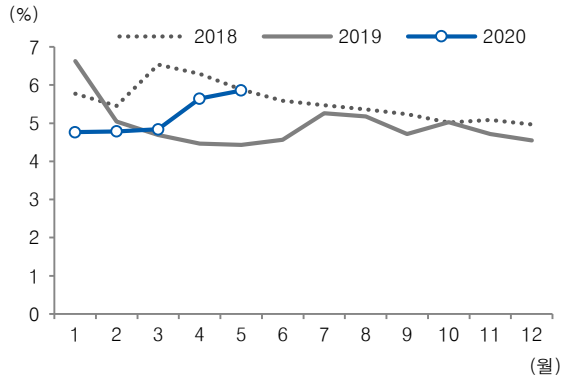
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 60] SBS 시청점유율 추이



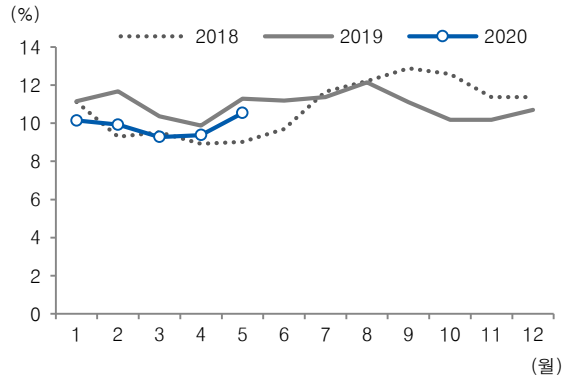
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 61] JTBC 시청점유율 추이



자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 62] CJ ENM 계열 PP 의 시청점유율 추이



자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

3) 1Q20 광고 Review 및 2Q20 전망

코로나19 이후의 광고시장 분위기를 짐작하기 위해선 1Q20 광고시장을 복기해볼 필요가 있다. 1Q20의 시장 레벨을 기반으로 2Q20의 KAI 지수흐름과 기업별 분위기 파악을 병행하면 대략적인 흐름을 추정할 수 있기 때문이다.

국내 실질 GDP 성장률(YoY)은 1Q20 1.4% → 2Q20(e) -1.8%로 한층 낮아질 전망이다. 국내 광고시장의 코로나19 타격은 2020년 3~4월에 가장 극심했던 것으로 파악되는데, 1~2월 광고업황보단 5~6월의 광고업황이 나쁜 관계로 국내 광고시장 성장률(YoY)은 "1Q20 〉 2Q20"의 흐름을 보일 것이다. 이런 흐름은 TV광고와 디지털광고시장에서 공통적으로 나타날 것인데, 전체적인 분위기는 **"동영상 〉 SA 〉 DA 〉 TV광고"**의 순으로 동영상광고가 가장 좋고 TV광고가 가장 나쁜 모습을 보일 것으로 예상된다.

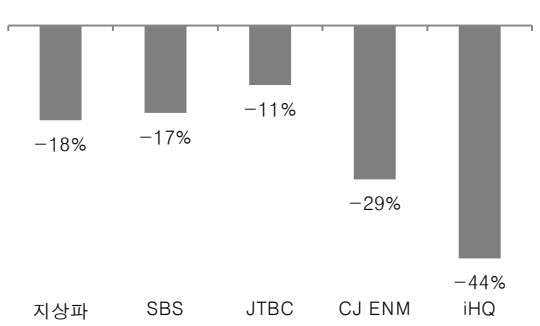
▶**TV광고** : 1Q20 TV방송국들은 일제히 광고매출 감소(YoY) 현상을 겪었다. "JTBC(-11% YoY) 〉 SBS(-17% YoY) 〉 CJ ENM(-29% YoY) 〉 iHQ(-44% YoY)"의 순서로 JTBC가 가장 선방, iHQ가 가장 부진한 모습이었다. CJ ENM 광고 급감은 프로듀스 시리즈 스캔들 관련 신뢰도 저하, 프로그램 화제성 약화, 기고효과 등의 영향이 컸고, iHQ 광고 급감은 매체력이 약한 채널의 광고가 광고불황기에 우선적으로 빠지는 특성에 기인한 것으로 보인다. TV 광고시장 성장률(YoY)은 "1Q20 〉 2Q20"의 흐름을 보일 전망이다. **방송국별로 보면, 2Q20 TV광고는 JTBC 선방, SBS 부진 심화, CJ ENM 소폭 개선(QoQ 기준)**이 예상된다.

▶**디지털광고** : 1Q20 10% 수준의 성장(YoY)을 달성한 것으로 추정된다. 1Q20 네이버 광고 증감률(YoY)은 광고(DA, 동영상) +1.3%, 비즈플랫폼(SA) +12.0%를 각각 기록했다. 네이버가 SA 시장을 대표하는 플랫폼인 점을 감안하면, 1Q20 SA 광고시장은 상당히 양호한 흐름이었다. 나스미디어와 인크로스의 1Q20 미디어렙도 각각 +12.8%, +9.6%로 각각 10% 전후의 성장률을 달성했다. 이들의 DA시장 점유율이 높은 만큼, 1Q20 DA시장은 나쁘지 않았던 것으로 추정된다. **2Q20 디지털광고는 약보합세가 예상**되는데, "SA 〉 DA"의 흐름이 예상된다. 광고 불황기에는 퍼포먼스 광고의 특성을 가진 SA가 브랜드 광고의 특성을 가진 DA 대비 상대 우위를 보이기 때문이다.

▶**동영상광고** : 동영상 광고시장의 전체 성장률(YoY)은 파악되지 않는다. 다만, 동영상 광고시장의 1인자인 **유튜브 광고증감율(YoY)은 1Q20 +53.1%, 2020년 4~5월 +55.5%로 매우 높았다.** 반면, 1Q20 페이스북과 네이버 광고는 (-)성장을 기록했고, 4~5월에도 페이스북, 인스타그램, 네이버는 모두 (-)성장을 이어가고 있다. 경기불안으로 인해, 2위권 이하의 동영상 매체에 광고가 붙지 않고 있는 것이다.

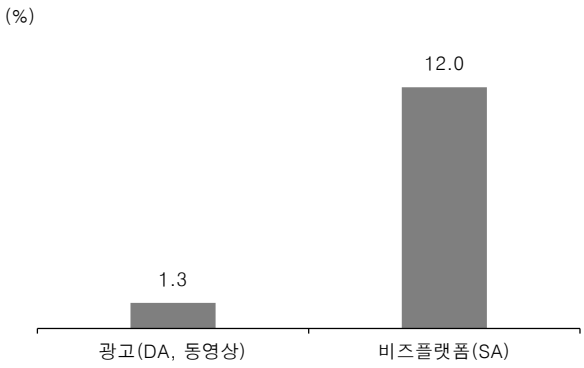
▶**광고대행사** : 1Q20 제일기획과 이노션(웰콤 연결효과 제거)은 계열 (+)성장, 비계열 (-)성장을 기록했다. 2Q20엔 양사는 글로벌 팬데믹으로 인해 계열과 비계열 모두 (-)성장을 보일 전망이다. 3Q20엔 글로벌 경기가 저점을 통과하면서 계열 (+)성장, 비계열 (-)성장을 보일 것으로 예상된다. 에코마케팅은 1Q20까진 핵심성장 전략변화에 따른 과도기 성장정체 현상을 겪었으나, 2Q20부턴 퍼포먼스 광고에 유리한 시장분위기와 기저효과가 맞물리면서 고속성장 구간으로 재진입할 전망이다.

[그림 63] 1Q20 TV 방송국별 광고 매출증감율(YoY)



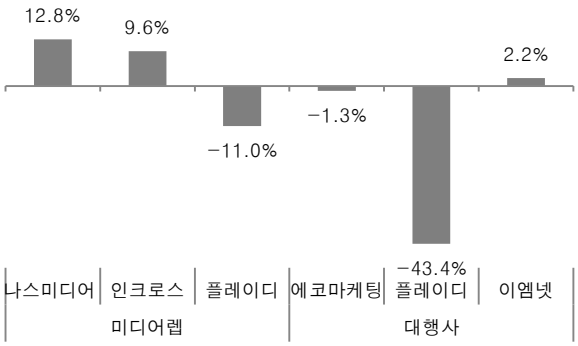
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 64] 1Q20 네이버 광고매출 증감율(YoY)



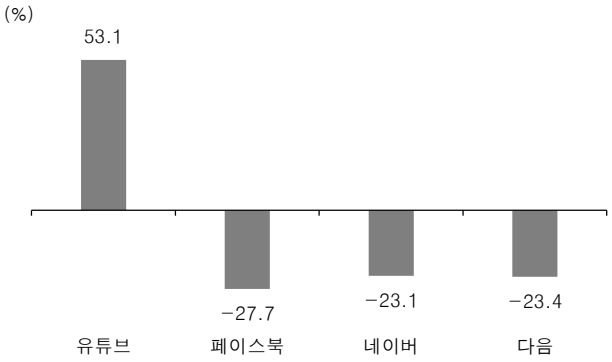
자료: Naver, 유안타증권 리서치센터

[그림 65] 1Q20 디지털 광고대행사, 미디어렙 매출증감율(YoY) 비교



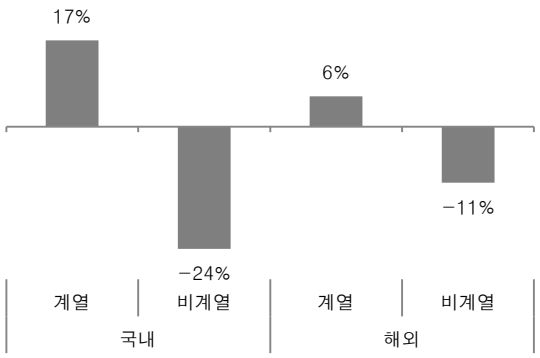
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 66] 1Q20 동영상광고 플랫폼별 광고증감율(YoY) 비교



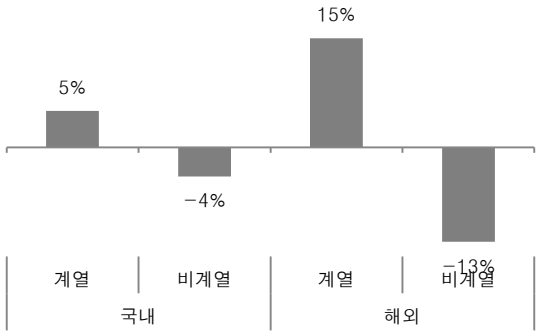
자료: 리서치애드, 유안타증권 리서치센터

[그림 67] 1Q20 제일기획 외형성장률(YoY) : 계열 vs 비계열



자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

[그림 68] 1Q20 이노션 외형성장률(YoY) : 계열 vs 비계열



주: 웰콤 연결효과 제거 기준
자료: 이노션, 유안타증권 리서치센터





기업별 실적 테이블

(1) 제일기획 분기별 실적 추이 및 전망

[표 18] 제일기획 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	8,119	9,104	8,690	8,865	8,120	8,633	8,429	9,074	6,812	7,357	8,745	9,569	34,779	34,256	32,484	35,768
영업총이익	**2,353**	**2,728**	**2,625**	**3,121**	**2,527**	**3,079**	**2,842**	**3,201**	**2,571**	**2,915**	**2,949**	**3,376**	**10,828**	**11,649**	**11,812**	**13,021**
본사	583	802	719	906	546	836	714	931	584	802	728	959	3,009	3,027	3,074	3,241
자회사	1,770	1,926	1,907	2,215	1,980	2,243	2,129	2,270	1,987	2,113	2,221	2,417	7,818	8,622	8,738	9,780
- 유럽	634	668	677	762	701	791	751	821	714	712	773	862	2,742	3,063	3,061	-
- 중국	473	546	493	670	521	596	530	608	433	572	541	626	2,182	2,255	2,173	-
- 인도	156	160	161	163	171	183	185	184	176	174	191	193	641	723	734	-
- 북미	118	130	139	157	137	156	142	165	166	164	163	190	544	600	683	-
- 동남아	112	123	134	142	129	140	137	132	139	133	147	141	511	538	560	-
- 중남미	113	119	120	126	138	162	162	149	156	154	166	164	479	613	641	-
- 중동	73	92	78	95	86	120	101	121	104	114	111	139	338	428	468	-
- CIS	38	38	52	36	37	41	48	48	46	39	53	55	166	175	193	-
- 아프리카	17	18	18	23	21	21	23	21	25	20	25	24	76	86	94	-
- 기타	35	31	34	41	39	33	49	21	28	31	51	22	140	141	132	-
판관비	2,093	2,146	2,164	2,614	2,205	2,385	2,316	2,685	2,266	2,359	2,300	2,690	9,017	9,591	9,615	10,160
SG&A / GP	89%	79%	82%	84%	87%	77%	81%	84%	88%	81%	78%	80%	83%	82%	81%	78%
- 인건비	1,403	1,440	1,505	1,830	1,527	1,670	1,671	1,883	1,622	1,679	1,690	1,923	6,178	6,752	6,914	7,387
- 경비	690	706	659	784	678	715	645	802	644	680	610	767	2,839	2,840	2,701	2,773
영업이익	**260**	**582**	**461**	**507**	**322**	**694**	**527**	**516**	**305**	**556**	**650**	**686**	**1,811**	**2,058**	**2,197**	**2,861**
OP / GP	11%	21%	18%	16%	13%	23%	19%	16%	12%	19%	22%	20%	17%	18%	19%	22%
세전이익	272	649	471	513	358	667	539	534	358	565	657	692	1,905	2,098	2,272	2,900
RP / GP	12%	24%	18%	16%	14%	22%	19%	17%	14%	19%	22%	20%	18%	18%	19%	22%
지배순이익	**194**	**456**	**311**	**336**	**229**	**440**	**348**	**364**	**240**	**357**	**415**	**437**	**1,297**	**1,381**	**1,448**	**1,837**
NP / GP	8%	17%	12%	11%	9%	14%	12%	11%	9%	12%	14%	13%	12%	12%	12%	14%
[성장률; YoY]																
영업총이익	10%	7%	6%	6%	7%	13%	8%	3%	2%	-5%	4%	5%	7%	8%	1%	10%
본사	7%	11%	1%	9%	-6%	4%	-1%	3%	7%	-4%	2%	3%	7%	1%	2%	5%
자회사	11%	5%	8%	4%	12%	16%	12%	2%	0%	-6%	4%	6%	7%	10%	1%	12%
- 유럽	12%	5%	10%	14%	11%	18%	11%	8%	2%	-10%	3%	5%	10%	12%	0%	-
- 중국	7%	3%	5%	-8%	10%	9%	7%	-9%	-17%	-4%	2%	3%	0%	3%	-4%	-
- 인도	22%	4%	2%	4%	9%	14%	15%	13%	3%	-5%	3%	5%	7%	13%	1%	-
- 북미	46%	37%	21%	28%	16%	20%	2%	5%	21%	5%	15%	15%	32%	10%	14%	-
- 동남아	9%	1%	8%	4%	16%	13%	3%	-7%	8%	-5%	7%	7%	5%	5%	4%	-
- 중남미	24%	16%	11%	16%	22%	36%	35%	18%	13%	-5%	2%	10%	17%	28%	5%	-
- 중동	-14%	-4%	-11%	1%	17%	30%	30%	28%	21%	-5%	10%	15%	-7%	27%	9%	-
- CIS	3%	-8%	18%	-17%	-3%	8%	-8%	32%	22%	-5%	10%	15%	-1%	6%	10%	-
- 아프리카	-19%	-32%	1%	4%	23%	15%	27%	-6%	20%	-5%	10%	15%	-13%	13%	10%	-
- 기타	3%	-1%	12%	25%	11%	7%	46%	-50%	-28%	-5%	5%	5%	10%	1%	-6%	-
영업이익	12%	11%	31%	11%	23%	19%	14%	2%	-5%	-20%	23%	33%	16%	14%	7%	30%
지배순이익	15%	22%	-24%	8%	18%	-4%	12%	8%	5%	-19%	19%	20%	2%	6%	5%	27%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 19] 제일기획 영업총이익 추이 (삼성 vs 비삼성)

(단위: 억원)

			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
영업총이익	연결	전체	2,353	2,728	2,625	3,121	2,527	3,079	2,842	3,201	2,571	10,125	10,828	11,649
		삼성	1,647	1,910	1,915	2,216	1,743	2,181	1,990	2,241	1,877	6,987	7,688	8,155
		비삼성	706	818	711	905	783	898	853	960	694	3,139	3,140	3,495
	본사	전체	583	802	719	906	546	836	714	931	584	2,811	3,009	3,027
		삼성	408	617	553	709	415	663	536	717	485	2,052	2,287	2,331
		비삼성	175	185	166	196	131	173	178	214	99	759	722	696
	연결 자회사	전체	1,770	1,926	1,907	2,215	1,980	2,243	2,129	2,270	1,987	7,316	7,818	8,622
		삼성	1,239	1,274	1,353	1,450	1,307	1,523	1,426	1,521	1,391	4,902	5,316	5,777
		비삼성	531	652	554	765	673	720	702	749	596	2,414	2,502	2,845
YoY	연결	전체	10%	7%	6%	6%	7%	13%	8%	3%	2%	2%	7%	8%
		삼성	9%	2%	12%	17%	6%	14%	4%	1%	8%	6%	10%	6%
		비삼성	14%	18%	-7%	-15%	11%	9%	20%	6%	-11%	-7%	0%	11%
	본사	전체	7%	11%	1%	9%	-6%	4%	-1%	3%	7%	-1%	7%	1%
		삼성	4%	16%	7%	17%	2%	7%	-3%	1%	17%	0%	11%	2%
		비삼성	15%	-2%	-14%	-13%	-25%	-7%	7%	9%	-24%	-5%	-5%	-4%
	연결 자회사	전체	11%	5%	8%	4%	12%	16%	12%	2%	0%	3%	7%	10%
		삼성	11%	-3%	12%	15%	5%	19%	5%	5%	6%	9%	8%	9%
		비삼성	11%	26%	-2%	-11%	27%	12%	27%	-2%	-11%	-8%	4%	14%

주: 제일기획이 제공한 삼성/비삼성 비중 데이터를 기반으로 금액 및 증가율을 역산함

자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

[표 20] 제일기획 영업총이익 부문별 추이

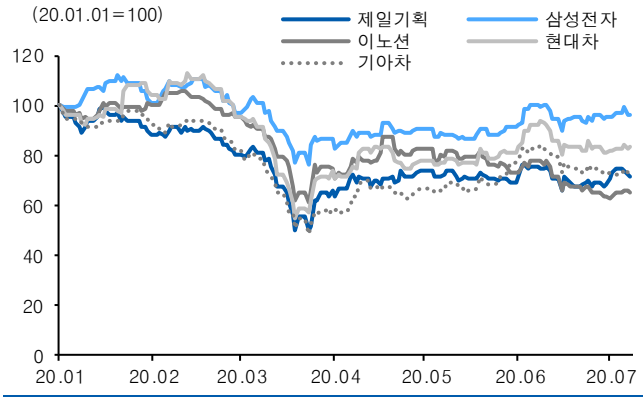
(단위: 억원)

			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
영업총이익	전체		2,353	2,728	2,625	3,121	2,527	3,079	2,842	3,201	2,571	10,125	10,828	11,649
	디지털		753	873	917	1,138	935	1,195	1,080	1,333	1,054	3,038	3,681	4,543
	BTL		1,059	1,228	1,104	1,373	1,086	1,268	1,194	1,228	1,003	4,556	4,764	4,776
		리테일	541	627	604	610	657	632	738	652	591	2,329	2,382	2,679
		기타	518	600	501	764	430	636	456	576	411	2,531	2,382	2,097
	ATL		541	627	604	610	505	616	568	640	514	2,531	2,382	2,330
YoY	전체		10%	7%	6%	6%	7%	13%	8%	3%	2%	2%	7%	8%
	디지털		60%	-2%	28%	19%	24%	33%	18%	17%	13%	2%	21%	23%
	BTL		-8%	22%	3%	3%	3%	3%	8%	-11%	-8%	6%	5%	0%
		리테일	15%	3%	6%	-10%	21%	1%	22%	7%	-10%	17%	2%	12%
		기타	1%	-9%	-28%	15%	-17%	6%	-9%	-25%	-4%	10%	-6%	-12%
	ATL		6%	-5%	-13%	-9%	-7%	-2%	-6%	5%	2%	-6%	-6%	-2%
비중	디지털		32%	32%	35%	36%	37%	39%	38%	42%	41%	30%	34%	39%
	BTL		45%	45%	42%	44%	43%	41%	42%	38%	39%	45%	44%	41%
		리테일	23%	23%	23%	20%	26%	21%	26%	20%	23%	23%	22%	23%
		기타	22%	22%	19%	24%	17%	21%	16%	18%	16%	25%	22%	18%
	ATL		23%	23%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	25%	22%	20%

주: 제일기획이 제공한 부문별 비중 데이터를 기반으로 금액 및 증가율을 역산함

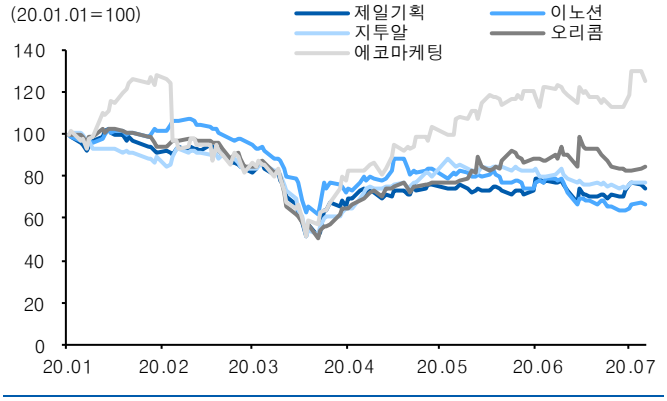
자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

[그림 69] 제일기획 Peer 주가 추이



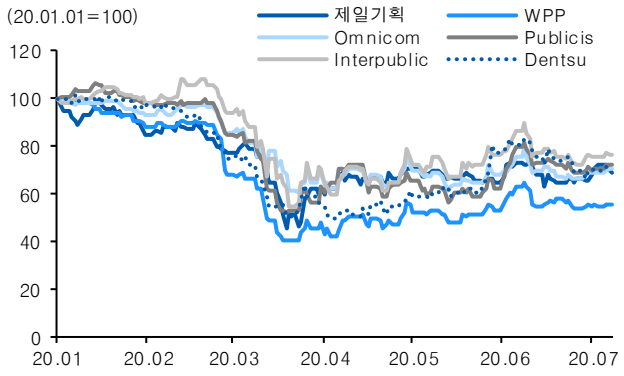
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 70] 한국 광고대행사 주가 추이



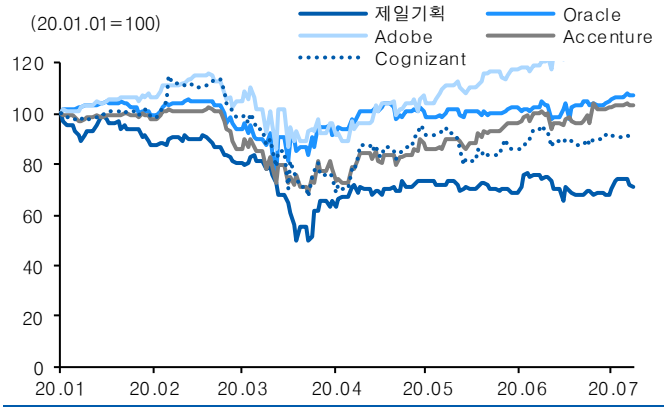
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 71] 해외 광고대행사 주가 추이



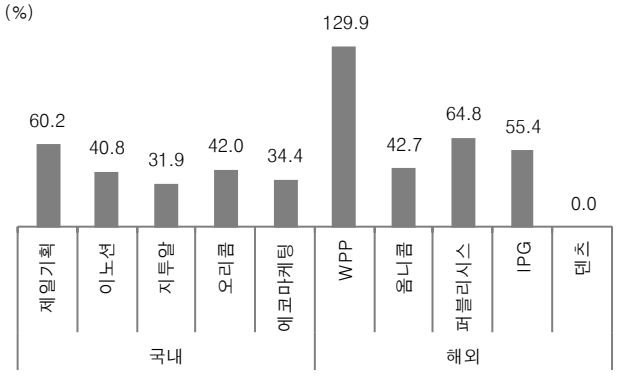
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 72] 해외 IT/컨설팅 기업 주가 추이



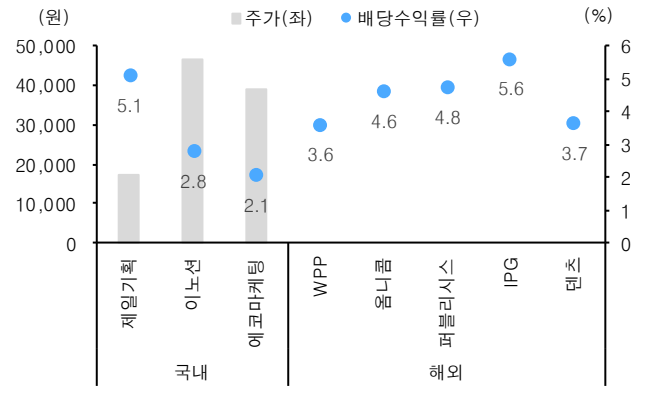
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 73] 국내외 주요 광고대행사 배당성향 비교 (2019 년 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 74] 국내외 주요 광고대행사 배당수익률 비교 (2020E DPS 기준)



주: 한국대행사 3사의 2020E DPS 는 당사 추정치 기준. 해외 Peer 는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

제일기획 (030000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**34,779**	**34,217**	**32,484**	**35,768**	**38,184**
매출원가	23,951	22,567	20,672	22,747	24,283
매출총이익	10,828	11,649	11,812	13,021	13,901
판관비	9,017	9,591	9,615	10,160	10,781
영업이익	**1,811**	**2,058**	**2,197**	**2,861**	**3,120**
EBITDA	2,186	2,377	2,503	4,065	3,408
영업외손익	94	40	74	39	39
외환관련손익	13	-5	34	0	0
이자손익	76	37	12	19	19
관계기업관련손익	-3	1	-3	0	0
기타	7	8	31	20	20
법인세비용차감전순손익	1,905	2,098	2,272	2,900	3,158
법인세비용	586	704	757	979	1,066
계속사업순손익	1,319	1,395	1,515	1,921	2,092
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,319	1,395	1,515	1,921	2,092
지배지분순이익	**1,297**	**1,381**	**1,448**	**1,837**	**2,001**
포괄순이익	1,224	1,420	1,603	2,009	2,181
지배지분포괄이익	1,214	1,402	1,546	1,939	2,104

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**18,016**	**17,699**	**21,114**	**22,522**	**23,980**
현금및현금성자산	3,678	4,081	3,038	3,388	3,748
매출채권 및 기타채권	12,078	11,310	14,672	15,683	16,734
재고자산	398	307	660	706	753
비유동자산	3,705	4,829	4,660	3,627	3,509
유형자산	971	935	899	0	0
관계기업등 지분관련자산	23	25	22	22	22
기타투자자산	674	439	437	437	437
자산총계	**21,721**	**22,528**	**25,774**	**26,149**	**27,489**
유동부채	11,657	10,982	13,522	13,939	14,373
매입채무 및 기타채무	8,217	8,364	8,442	8,859	9,292
단기차입금	132	140	170	170	170
유동성장기부채	11	0	0	0	0
비유동부채	1,135	1,977	1,957	1,957	1,957
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**12,793**	**12,960**	**15,479**	**15,896**	**16,330**
지배지분	8,826	9,466	10,191	10,149	11,056
자본금	230	230	230	230	230
자본잉여금	1,239	1,239	1,239	1,239	1,239
이익잉여금	11,429	11,958	12,575	12,445	13,351
비지배지분	102	102	104	103	103
자본총계	**8,928**	**9,568**	**10,295**	**10,252**	**11,159**
순차입금	**-4,401**	**-3,940**	**-3,081**	**-3,432**	**-3,791**
총차입금	176	1,297	1,344	1,344	1,344

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**2,240**	**2,000**	**-777**	**2,819**	**2,050**
당기순이익	1,319	1,395	1,515	1,921	2,092
감가상각비	193	165	171	1,070	171
외환손익	7	-1	-16	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	381	-406	-3,203	-923	-948
기타현금흐름	340	848	757	752	735
투자활동 현금흐름	**-875**	**-241**	**-108**	**-163**	**-163**
투자자산	-51	1	-8	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-203	-234	-163	-171	-171
유형자산 감소	10	3	0	0	0
기타현금흐름	-632	-10	64	8	8
재무활동 현금흐름	**-964**	**-1,357**	**-1,308**	**-1,389**	**-1,602**
단기차입금	-19	4	23	0	0
사채 및 장기차입금	-2	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-781	-785	-836	-886	-1,099
기타현금흐름	-162	-576	-496	-503	-503
연결범위변동 등 기타	-1	0	1,149	-917	74
현금의 증감	**399**	**403**	**-1,043**	**351**	**360**
기초 현금	3,279	3,678	4,081	3,038	3,388
기말 현금	3,678	4,081	3,038	3,388	3,748
NOPLAT	**1,811**	**2,058**	**2,197**	**2,861**	**3,120**
FCF	**1,807**	**1,046**	**-1,595**	**2,006**	**1,236**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,128	1,200	1,259	1,597	1,739
BPS	8,715	9,347	10,063	10,021	10,916
EBITDAPS	1,900	2,066	2,175	3,534	2,963
SPS	30,232	29,743	28,237	31,091	33,192
DPS	770	820	870	1,080	1,180
PER	**18.0**	**21.1**	**13.7**	**10.8**	**9.9**
PBR	**2.3**	**2.7**	**1.7**	**1.7**	**1.6**
EV/EBITDA	**8.7**	**10.6**	**6.7**	**4.0**	**4.7**
PSR	**0.7**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**0.5**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**3.0**	**-1.6**	**-5.1**	**10.1**	**6.8**
영업이익 증가율 (%)	**15.7**	**13.6**	**6.8**	**30.2**	**9.0**
지배순이익 증가율 (%)	**2.0**	**6.4**	**4.9**	**26.8**	**8.9**
매출총이익률 (%)	31.1	34.0	36.4	36.4	36.4
영업이익률 (%)	**5.2**	**6.0**	**6.8**	**8.0**	**8.2**
지배순이익률 (%)	3.7	4.0	4.5	5.1	5.2
EBITDA 마진 (%)	6.3	6.9	7.7	11.4	8.9
ROIC	26.4	30.2	25.3	27.7	29.9
ROA	5.9	6.2	6.0	7.1	7.5
ROE	**15.0**	**15.1**	**14.7**	**18.1**	**18.9**
부채비율 (%)	143.3	135.4	150.4	155.1	146.3
순차입금/자기자본 (%)	-49.9	-41.6	-30.2	-33.8	-34.3
영업이익/금융비용 (배)	230.8	36.5	35.6	46.1	50.3

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(2) 이노션 분기별 실적 추이 및 전망

[표 21] 이노션 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,077	2,965	3,027	3,323	3,111	3,020	3,017	3,595	3,440	3,602	3,849	4,406	12,392	12,743	15,298	18,067
매출총이익	**1,077**	**1,150**	**1,195**	**1,296**	**1,142**	**1,247**	**1,255**	**1,531**	**1,445**	**1,370**	**1,476**	**1,746**	**4,719**	**5,175**	**6,036**	**6,605**
본사	268	373	356	406	248	288	290	469	252	271	276	455	1,404	1,295	1,253	1,414
자회사	809	778	841	901	894	959	965	1,062	1,194	1,099	1,200	1,291	3,329	3,879	4,784	5,191
- 유럽	140	126	126	131	150	144	141	124	193	173	175	173	523	558	714	764
- 미주	576	539	606	644	660	694	706	727	785	731	830	886	2,365	2,788	3,233	3,491
- 중국	19	23	25	27	13	28	23	31	20	27	22	29	93	95	97	100
- 신흥시장	75	91	84	99	70	93	94	113	195	168	172	203	348	370	739	835
판관비	834	853	891	958	894	959	970	1,134	1,173	1,196	1,214	1,338	3,537	3,958	4,922	5,138
SG&A / GP	77%	74%	75%	74%	78%	77%	77%	74%	81%	87%	82%	77%	75%	76%	82%	78%
- 인건비	633	644	675	737	689	722	729	830	905	920	934	1,018	2,689	2,969	3,777	3,941
- 경비	201	209	216	221	206	237	241	305	268	276	281	320	848	989	1,144	1,197
영업이익	**243**	**297**	**304**	**338**	**248**	**288**	**285**	**397**	**272**	**174**	**262**	**408**	**1,182**	**1,217**	**1,115**	**1,468**
본사	26	133	84	140	6	30	27	160	7	19	15	167	383	222	209	336
자회사	217	164	219	197	242	258	257	237	263	154	246	241	798	993	905	1,131
OP / GP	23%	26%	25%	26%	22%	23%	23%	26%	19%	13%	18%	23%	25%	24%	18%	22%
세전이익	272	334	330	350	285	330	319	348	307	189	282	420	1,287	1,281	1,198	1,527
RP / GP	25%	29%	28%	27%	25%	26%	25%	23%	21%	14%	19%	24%	27%	25%	20%	23%
지배순이익	**153**	**220**	**202**	**192**	**151**	**187**	**178**	**223**	**171**	**109**	**164**	**241**	**768**	**739**	**684**	**884**
NP / GP	14%	19%	17%	15%	13%	15%	14%	15%	12%	8%	11%	14%	16%	14%	11%	13%
[성장률; YoY]																
매출총이익	16%	17%	24%	22%	6%	8%	5%	18%	27%	10%	18%	14%	20%	10%	17%	9%
본사	5%	12%	20%	8%	-7%	-23%	-19%	15%	1%	-6%	-5%	-3%	11%	-8%	-3%	13%
자회사	20%	20%	26%	30%	10%	23%	15%	18%	34%	15%	24%	22%	24%	17%	23%	9%
- 유럽	10%	6%	8%	10%	7%	14%	12%	-6%	29%	21%	24%	39%	9%	7%	28%	7%
- 미주	25%	28%	31%	42%	15%	29%	17%	13%	19%	5%	18%	22%	32%	18%	16%	8%
- 중국	-25%	-29%	51%	-15%	-28%	23%	-8%	12%	51%	-5%	-5%	-5%	-11%	1%	3%	3%
- 신흥시장	17%	15%	13%	14%	-6%	3%	13%	83%	179%	81%	83%	12%	15%	26%	69%	13%
영업이익	13%	15%	20%	40%	2%	-3%	-6%	17%	10%	-40%	-8%	3%	22%	3%	-8%	32%
지배순이익	54%	0%	30%	39%	-1%	-15%	-13%	16%	13%	-42%	-8%	8%	25%	-4%	-7%	29%

자료: 유안타증권 리서치센터

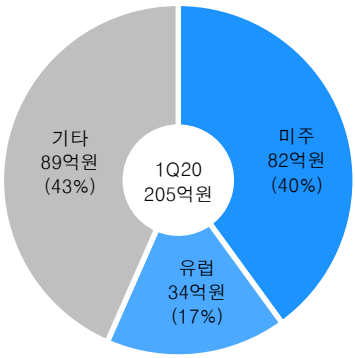
[표 22] 이노션 영업총이익 추이 (계열 vs 비계열) (단위: 억원)

			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
영업총이익	연결	전체	1,077	1,150	1,195	1,296	1,142	1,247	1,255	1,531	1,446	3,947	4,719	5,175
		계열	889	972	904	1,015	903	998	981	1,140	1,023	3,331	3,780	4,022
		비계열	188	179	293	292	238	249	274	390	423	616	952	1,152
	본사	전체	268	373	356	406	248	288	290	469	252	1,262	1,404	1,295
		계열	177	239	212	256	144	183	161	277	151	808	884	764
		비계열	91	133	145	150	104	105	130	192	101	455	519	531
	연결 자회사	전체	809	778	841	901	894	959	965	1,062	1,194	2,685	3,329	3,879
		계열	712	732	693	760	759	815	820	864	872	2,523	2,896	3,258
		비계열	97	46	149	141	134	144	145	198	322	161	433	621
YoY	연결	전체	16%	17%	24%	22%	6%	8%	5%	18%	27%	3%	20%	10%
		계열	12%	14%	6%	22%	2%	3%	8%	12%	13%	-2%	11%	-8%
		비계열	39%	33%	159%	25%	27%	39%	-6%	34%	78%	6%	24%	17%
	본사	전체	5%	12%	20%	8%	-7%	-23%	-19%	15%	1%	3%	13%	6%
		계열	19%	15%	0%	7%	-19%	-24%	-24%	8%	5%	-7%	9%	-14%
		비계열	-16%	7%	70%	10%	14%	-21%	-10%	28%	-4%	6%	15%	13%
	연결 자회사	전체	20%	20%	26%	30%	10%	23%	15%	18%	34%	6%	55%	21%
		계열	10%	14%	8%	28%	7%	11%	18%	14%	15%	7%	14%	2%
		비계열	260%	408%	430%	45%	38%	214%	-3%	40%	141%	6%	168%	43%

주: IR 자료 기준으로 역산해 추정

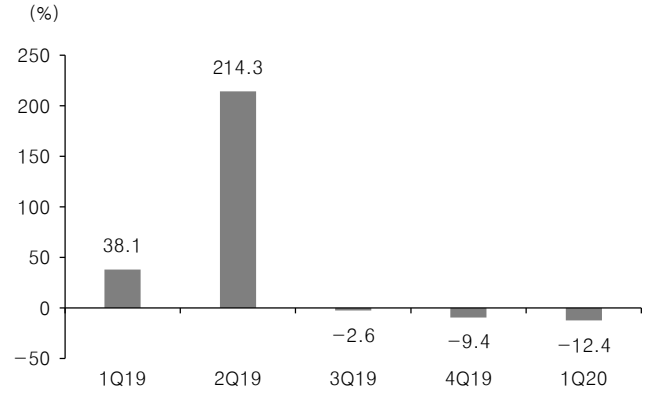
자료: 이노션, 유안타증권 리서치센터

[그림 75] 1Q20 Wellcom 매출총이익 구성



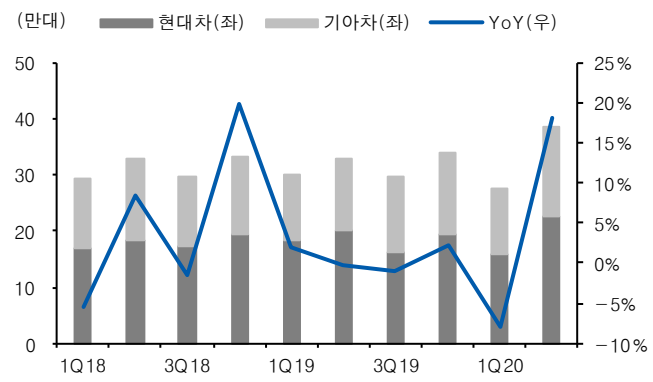
자료: 이노션, 유안타증권 리서치센터

[그림 76] 해외 비계열 매출총이익 증감율(YoY) 추이 - Wellcom 인수효과 제거



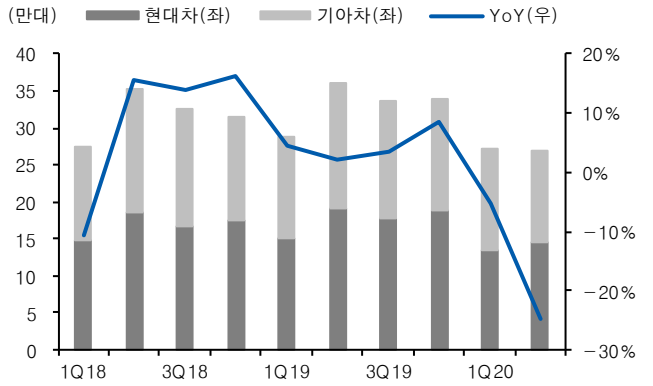
자료: 이노션, 유안타증권 리서치센터

[그림 77] 현대/기아차 한국시장 분기 리테일 판매대수 추이



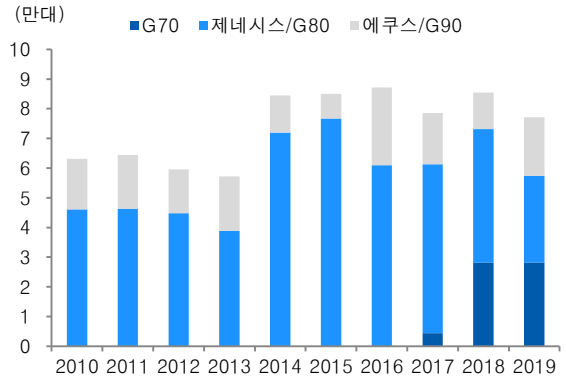
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 78] 현대/기아차 미국시장 분기 리테일 판매대수 추이



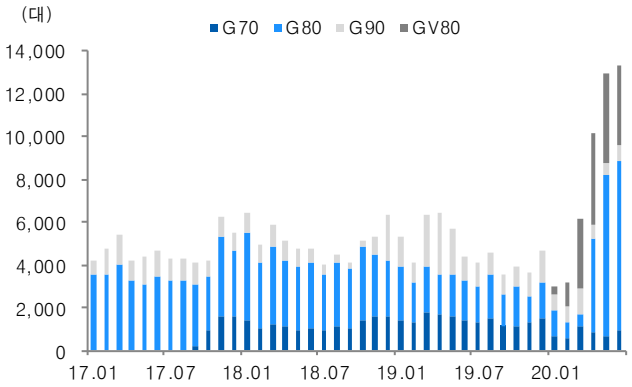
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 79] 제네시스 국내공장 출하대수 추이



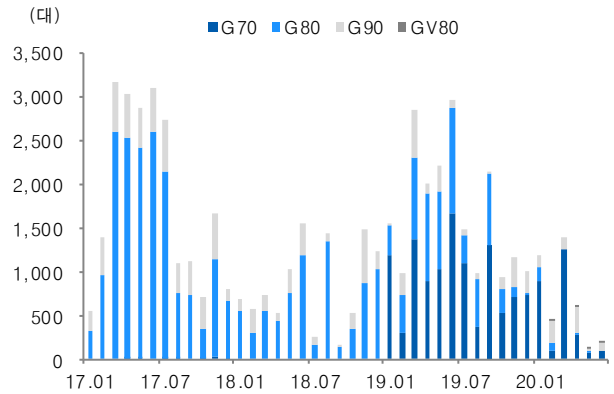
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 80] 제네시스 내수판매 추이



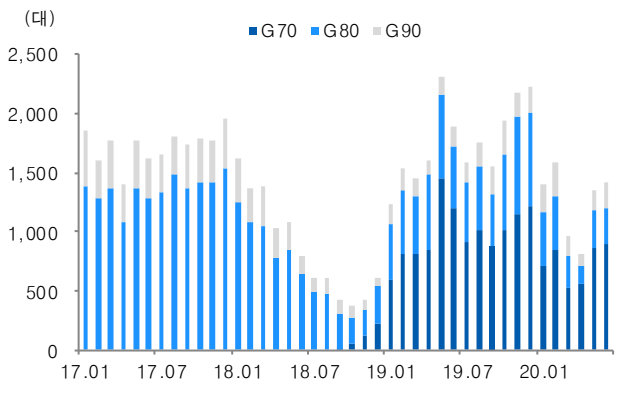
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 81] 제네시스 국내공장 수출판매 추이



자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 82] 미국시장 제네시스 소매판매 추이



자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

이노션 (214320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**12,392**	**12,743**	**15,298**	**18,067**	**19,409**
매출원가	7,673	7,583	9,262	11,461	12,312
매출총이익	4,719	5,160	6,036	6,605	7,097
판관비	3,537	3,941	4,922	5,138	5,529
영업이익	**1,182**	**1,219**	**1,115**	**1,468**	**1,568**
EBITDA	1,255	1,452	1,504	1,857	2,218
영업외손익	105	62	83	60	78
외환관련손익	4	3	24	0	0
이자손익	107	107	60	64	77
관계기업관련손익	-2	14	-1	-4	1
기타	-4	-61	0	0	0
법인세비용차감전순손익	1,287	1,281	1,198	1,527	1,645
법인세비용	363	335	316	397	428
계속사업순손익	924	946	882	1,130	1,218
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	924	946	882	1,130	1,218
지배지분순이익	**768**	**736**	**684**	**884**	**952**
포괄순이익	909	1,058	656	904	992
지배지분포괄이익	745	836	461	653	716

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**15,757**	**15,713**	**16,130**	**16,727**	**17,955**
현금및현금성자산	3,570	3,892	4,681	4,747	5,679
매출채권 및 기타채권	8,197	8,919	8,907	9,438	9,734
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,652	5,042	4,878	4,870	4,535
유형자산	259	318	314	314	53
관계기업등 지분관련자산	145	149	95	88	76
기타투자자산	79	107	105	105	105
자산총계	**17,409**	**20,755**	**21,007**	**21,597**	**22,490**
유동부채	9,340	10,630	10,811	11,436	11,712
매입채무 및 기타채무	8,932	9,836	10,114	10,739	11,015
단기차입금	0	23	0	0	0
유동성장기부채	0	0	96	96	96
비유동부채	651	2,315	2,190	2,190	2,190
장기차입금	0	81	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**9,991**	**12,945**	**13,001**	**13,626**	**13,902**
지배지분	7,275	7,637	7,817	7,784	8,386
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	1,328	1,328	1,324	1,324	1,324
이익잉여금	6,149	6,551	6,935	7,128	7,730
비지배지분	144	173	190	187	202
자본총계	**7,418**	**7,810**	**8,006**	**7,971**	**8,588**
순차입금	**-6,789**	**-4,275**	**-5,089**	**-5,155**	**-6,086**
총차입금	207	1,753	1,751	1,751	1,751

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**45**	**1,364**	**1,350**	**2,072**	**2,301**
당기순이익	924	946	882	1,130	1,218
감가상각비	54	210	325	325	586
외환손익	1	3	-18	0	0
종속,관계기업관련손익	2	-14	1	4	-1
자산부채의 증감	-1,101	67	-105	400	286
기타현금흐름	165	152	265	212	212
투자활동 현금흐름	**551**	**-517**	**-310**	**-382**	**-318**
투자자산	19	-9	-56	7	7
유형자산 증가 (CAPEX)	-87	-81	-252	-325	-325
유형자산 감소	113	2	0	0	0
기타현금흐름	507	-428	-2	-64	0
재무활동 현금흐름	**-340**	**-612**	**-698**	**-656**	**-746**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-340	-467	-486	-446	-536
기타현금흐름	0	-146	-212	-210	-210
연결범위변동 등 기타	12	89	447	-968	-305
현금의 증감	**268**	**323**	**789**	**66**	**932**
기초 현금	3,302	3,570	3,892	4,681	4,747
기말 현금	3,570	3,892	4,681	4,747	5,679
NOPLAT	**1,182**	**1,219**	**1,115**	**1,468**	**1,568**
FCF	**-267**	**1,119**	**853**	**1,550**	**1,770**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,842	3,681	3,420	4,419	4,762
BPS	36,374	38,184	39,084	38,919	41,931
EBITDAPS	6,273	7,260	7,521	9,284	11,088
SPS	61,959	63,714	76,490	90,333	97,046
DPS	1,500	1,500	1,300	1,750	1,900
PER	**16.1**	**18.6**	**13.6**	**10.5**	**9.8**
PBR	**1.7**	**1.8**	**1.2**	**1.2**	**1.1**
EV/EBITDA	**4.6**	**6.6**	**2.9**	**2.3**	**1.5**
PSR	**1.0**	**1.1**	**0.6**	**0.5**	**0.5**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**8.8**	**2.8**	**20.1**	**18.1**	**7.4**
영업이익 증가율 (%)	**22.2**	**3.1**	**-8.5**	**31.6**	**6.8**
지배순이익 증가율 (%)	**25.0**	**-4.2**	**-7.1**	**29.2**	**7.7**
매출총이익률 (%)	38.1	40.5	39.5	36.6	36.6
영업이익률 (%)	**9.5**	**9.6**	**7.3**	**8.1**	**8.1**
지배순이익률 (%)	6.2	5.8	4.5	4.9	4.9
EBITDA 마진 (%)	10.1	11.4	9.8	10.3	11.4
ROIC	672.2	64.5	35.8	49.3	57.9
ROA	4.6	3.9	3.3	4.1	4.3
ROE	**11.0**	**9.9**	**8.9**	**11.3**	**11.8**
부채비율 (%)	134.7	165.8	162.4	170.9	161.9
순차입금/자기자본 (%)	-93.3	-56.0	-65.1	-66.2	-72.6
영업이익/금융비용 (배)	1,605.6	68.0	32.9	43.3	46.3

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(3) 에코마케팅 분기별 실적 추이 및 전망

[표 23] 에코마케팅 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	**88**	**107**	**198**	**227**	**241**	**249**	**363**	**261**	**296**	**485**	**480**	**517**	**621**	**1,114**	**1,779**	**2,247**
- 본사	51	61	72	106	102	88	106	111	101	135	141	144	290	407	521	610
- 자회사	37	46	126	121	139	160	257	150	195	350	340	373	331	707	1,258	1,638
영업이익	**20**	**28**	**43**	**78**	**103**	**81**	**115**	**79**	**79**	**162**	**152**	**167**	**169**	**379**	**559**	**744**
- 본사	20	27	38	66	65	48	61	62	51	86	86	90	151	236	313	398
- 자회사	0	1	4	12	39	33	54	17	28	76	66	76	17	143	247	345
OPM	23%	26%	21%	34%	43%	33%	32%	30%	27%	33%	32%	32%	27%	34%	31%	33%
세전이익	24	36	49	88	114	94	136	79	106	180	171	186	196	423	643	829
RPM	27%	34%	25%	39%	47%	38%	38%	30%	36%	37%	36%	36%	32%	38%	36%	37%
지배 순이익	**18**	**31**	**37**	**67**	**85**	**68**	**104**	**58**	**84**	**134**	**128**	**139**	**154**	**315**	**486**	**619**
NIM	21%	29%	19%	30%	35%	27%	29%	22%	29%	28%	27%	27%	25%	28%	27%	28%
[성장률; YoY]																
영업수익	90%	115%	197%	192%	172%	132%	83%	15%	23%	95%	32%	98%	158%	79%	60%	26%
영업이익	17%	51%	97%	260%	413%	192%	171%	1%	-24%	99%	32%	111%	114%	125%	48%	33%
지배 순이익	4%	78%	77%	219%	363%	120%	182%	-14%	0%	96%	23%	137%	100%	105%	54%	28%

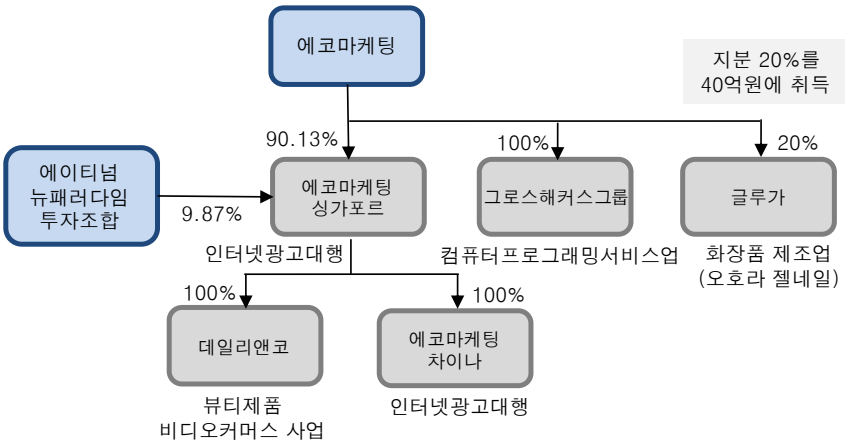
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 24] 에코마케팅 본사 및 연결자회사(데일리앤코) 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
본사 영업수익	**51**	**61**	**72**	**106**	**102**	**88**	**106**	**111**	**101**	**135**	**141**	**144**	**290**	**407**	**521**	**610**
(YoY)	13%	25%	38%	92%	100%	46%	47%	4%	-1%	53%	33%	30%	44%	40%	28%	17%
본사 영업비용	31	33	34	41	37	40	45	48	50	50	55	54	139	171	208	211
- 종업원급여	16	17	20	19	22	21	22	17	22	21	24	24	73	89	91	91
- 지급수수료	6	6	4	4	4	4	4	4	4	4	6	4	20	18	18	19
- 기타	9	10	9	17	12	15	19	27	24	24	25	25	46	64	99	102
본사 영업이익	**20**	**27**	**38**	**66**	**65**	**48**	**61**	**62**	**51**	**86**	**86**	**90**	**151**	**236**	**313**	**398**
OPM	39%	45%	53%	62%	63%	55%	57%	56%	50%	63%	61%	63%	52%	58%	60%	65%
본사 직원수(명)	130	142	153	166	171	185	189	204	178	180	185	195	166	196	195	199
[연결 자회사 합산실적]																
영업수익	**37**	**46**	**126**	**121**	**139**	**160**	**257**	**150**	**195**	**350**	**340**	**373**	**331**	**707**	**1,258**	**1,638**
(YoY)	-	-	783%	440%	271%	246%	104%	24%	41%	118%	32%	148%	801%	114%	78%	30%
영업비용	37	46	122	109	100	127	203	134	167	274	274	297	314	564	1,011	1,292
- 제품매출원가	7	8	32	31	33	52	82	57	65	116	119	131	78	219	430	573
- 종업원급여	2	4	3	4	3	4	4	15	3	3	3	3	13	16	14	15
- 지급수수료	2	2	5	6	8	13	15	12	13	13	13	13	15	55	52	52
- 광고선전비	14	18	66	49	42	40	72	27	57	105	102	112	147	194	376	491
- 운반비	4	4	6	4	5	8	13	7	8	18	17	19	18	27	61	82
- 기타	8	9	8	15	10	10	15	15	18	18	18	18	41	47	72	74
영업이익	**0**	**1**	**4**	**12**	**39**	**33**	**54**	**17**	**28**	**76**	**66**	**76**	**17**	**143**	**247**	**345**
OPM	1%	1%	3%	10%	28%	21%	21%	11%	15%	22%	19%	20%	5%	20%	20%	21%

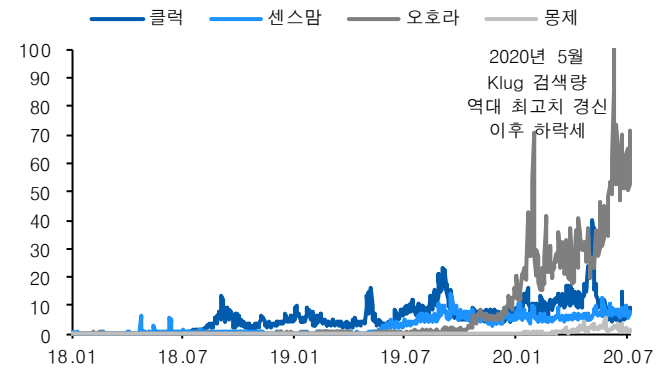
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 83] 에코마케팅 계열회사 및 지분구조



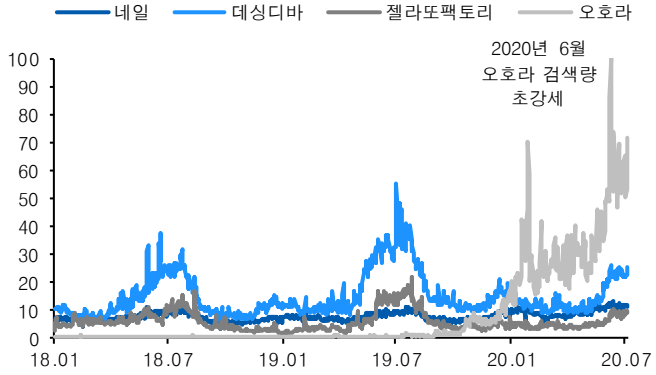
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 84] 에코마케팅 관련 브랜드들의 네이버 검색어 트렌드



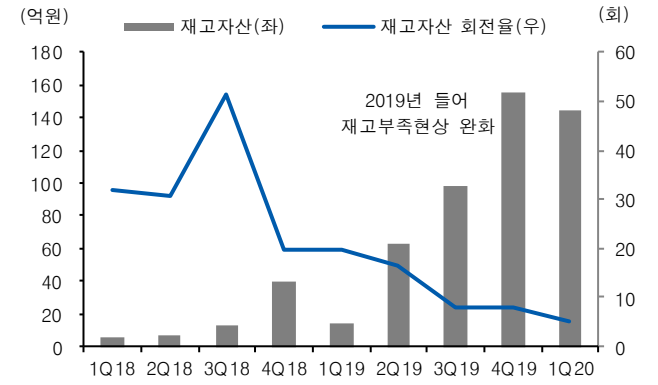
주: 조회기간 최다 검색량=100
자료: Naver, 유안타증권 리서치센터

[그림 85] 네일시장 관련 네이버 검색어 트렌드



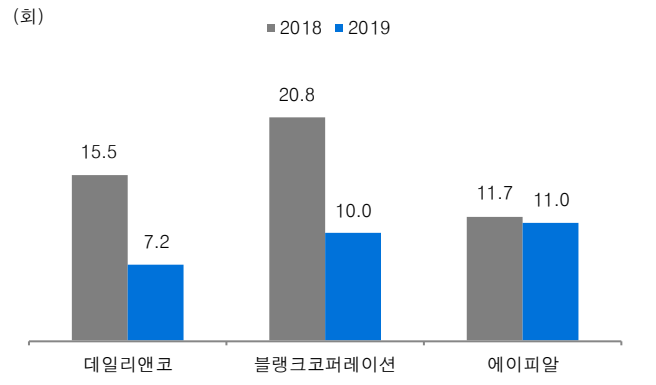
주: 조회기간 최다 검색량=100
자료: Naver, 유안타증권 리서치센터

[그림 86] 데일리앤코, 재고자산 및 재고자산 회전율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 87] 2018~19 년 미디어커머스 기업들의 재고자산회전율 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 25] 비디오 커머스 Peer : 블랭크코퍼레이션 비용 구조

	실적(억원)			비중(%)		
	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
매출	478	1,168	1,074	100.0	100.0	100.0
- 제품	477	1,167	1,072	99.8	99.9	99.8
- 수수료	1	1	2	0.2	0.1	0.2
매출원가	139	397	454	29.1	34.0	42.3
판관비	262	642	708	54.8	54.3	65.9
- 인건비	35	75	130	7.3	6.4	12.1
- 광고선전비	155	347	281	32.5	29.7	26.2
- 운반비	32	92	73	6.7	7.9	6.8
- 기타비용	40	128	224	8.3	11.0	20.9
영업이익	77	130	-89	16.2	11.1	-8.3
순이익	131	8	-109	27.4	0.7	-10.1

자료: 블랭크코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

[표 26] 비디오 커머스 Peer : 에이피알 비용 구조

	실적(억원)			비중(%)		
	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
매출	481	774	1,187	100.0	100.0	100.0
- 제품	460	772	1,134	95.7	99.7	95.5
- 수수료	21	2	53	4.3	0.3	4.5
매출원가	146	254	298	30.3	32.8	25.1
판관비	315	591	866	65.5	76.4	73.0
- 인건비	66	94	112	13.7	12.1	9.4
- 광고선전비	139	219	366	28.9	28.3	30.8
- 운반비	25	58	81	5.2	7.5	6.8
- 기타비용	85	220	81	17.7	28.4	25.9
영업이익	19	-70	23	4.0	-9.0	1.9
순이익	16	-65	-11	3.3	-8.4	-0.9

자료: 에이피알, 유안타증권 리서치센터

[표 27] 비디오 커머스 Peer : 브랜드엑스코퍼레이션 비용 구조

	실적(억원)			비중(%)		
	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
매출	-	217	569	-	100.0	100.0
- 젝시믹스	-	217	556	-	100.0	97.6
- 기타	-	-	13	-	-	2.4
매출원가	-	81	223	-	37.3	39.1
판관비	-	91	243	-	41.8	42.7
- 인건비	-	7	25	-	3.4	4.4
- 광고선전비	-	58	124	-	26.7	21.7
- 운반비	-	2	21	-	1.1	3.7
- 기타비용	-	23	73	-	10.5	12.8
영업이익	-	45	104	-	20.9	18.2
순이익	-	36	79	-	16.5	13.9

자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

에코마케팅 (230360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**621**	**1,114**	**1,779**	**2,247**	**2,439**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	621	1,114	1,779	2,247	2,439
판관비	452	735	1,220	1,504	1,545
영업이익	**169**	**378**	**559**	**744**	**894**
EBITDA	178	395	575	759	909
영업외손익	27	43	84	86	95
외환관련손익	1	15	11	0	0
이자손익	7	9	8	11	19
관계기업관련손익	0	-2	6	0	0
기타	20	20	58	75	75
법인세비용차감전순손익	196	421	643	829	988
법인세비용	36	88	137	182	217
계속사업순손익	160	334	506	647	771
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	334	506	647	771
지배지분순이익	**154**	**316**	**486**	**619**	**739**
포괄순이익	162	338	506	647	771
지배지분포괄이익	156	320	488	624	744

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**1,029**	**1,194**	**1,546**	**1,690**	**2,247**
현금및현금성자산	130	397	412	502	1,012
매출채권 및 기타채권	221	289	498	524	547
재고자산	43	158	254	281	305
비유동자산	144	202	204	201	201
유형자산	15	30	27	27	27
관계기업등 지분관련자산	0	38	44	44	44
기타투자자산	21	26	26	26	26
자산총계	**1,174**	**1,396**	**1,750**	**1,891**	**2,448**
유동부채	243	293	270	270	270
매입채무 및 기타채무	198	197	186	186	186
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	52	9	8	8	8
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**295**	**302**	**279**	**279**	**279**
지배지분	867	1,067	1,434	1,571	2,129
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	326	328	328	328	328
이익잉여금	509	685	1,044	1,182	1,739
비지배지분	12	28	37	41	41
자본총계	**879**	**1,094**	**1,471**	**1,612**	**2,170**
순차입금	**-642**	**-646**	**-732**	**-821**	**-1,332**
총차입금	47	4	4	4	4

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**145**	**213**	**273**	**703**	**834**
당기순이익	160	334	506	647	771
감가상각비	2	12	12	12	12
외환손익	2	0	-9	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-48	-199	-240	22	29
기타현금흐름	29	66	3	22	22
투자활동 현금흐름	**-125**	**263**	**-82**	**-17**	**-20**
투자자산	-154	93	14	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-6	-9	-12	-12
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	31	176	-87	-5	-8
재무활동 현금흐름	**-27**	**-208**	**-135**	**-135**	**-146**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-139	-126	-126	-138
기타현금흐름	-7	-69	-9	-9	-9
연결범위변동 등 기타	-2	-1	-40	-461	-157
현금의 증감	**-8**	**267**	**15**	**90**	**511**
기초 현금	138	130	397	412	502
기말 현금	130	397	412	502	1,013
NOPLAT	**169**	**378**	**559**	**744**	**894**
FCF	**97**	**111**	**206**	**605**	**730**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	949	1,949	2,998	3,824	4,562
BPS	5,353	6,585	8,850	9,700	13,142
EBITDAPS	1,098	2,437	3,547	4,685	5,612
SPS	3,834	6,874	10,981	13,874	15,057
DPS	390	670	820	1,120	1,310
PER	**11.7**	**14.4**	**12.9**	**10.1**	**8.5**
PBR	**2.1**	**4.3**	**4.4**	**4.0**	**3.0**
EV/EBITDA	**6.3**	**10.0**	**9.7**	**7.3**	**5.5**
PSR	**2.9**	**4.1**	**3.5**	**2.8**	**2.6**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**157.8**	**79.3**	**59.7**	**26.3**	**8.5**
영업이익 증가율 (%)	**113.8**	**124.4**	**47.8**	**32.9**	**20.2**
지배순이익 증가율 (%)	**99.6**	**105.4**	**53.8**	**27.6**	**19.3**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**27.2**	**34.0**	**31.4**	**33.1**	**36.6**
지배순이익률 (%)	24.7	28.3	27.3	27.6	30.3
EBITDA 마진 (%)	28.6	35.4	32.3	33.8	37.3
ROIC	62.5	94.8	81.6	82.1	92.3
ROA	14.6	24.6	30.9	34.0	34.1
ROE	**19.5**	**32.6**	**38.8**	**41.2**	**39.9**
부채비율 (%)	33.5	27.6	19.0	17.3	12.9
순차입금/자기자본 (%)	-74.0	-60.5	-51.0	-52.3	-62.6
영업이익/금융비용 (배)	8,432,098.0	1,014.9	8,581.7	0.0	0.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(4) SBS 분기별 실적 추이 및 전망

[표 28] SBS 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**2,178**	**2,664**	**2,017**	**2,281**	**1,676**	**2,212**	**1,852**	**2,436**	**1,765**	**2,161**	**1,816**	**2,166**	**9,140**	**8,177**	**7,908**	**9,271**
- 본사	2,092	2,610	1,907	2,116	1,532	2,049	1,648	2,275	1,615	1,826	1,611	1,987	8,725	7,505	7,040	8,286
(자회사 및 내부거래)	87	54	110	165	143	163	204	161	150	335	204	179	416	672	868	986
영업이익	**-21**	**-32**	**-102**	**205**	**-278**	**43**	**36**	**325**	**-62**	**-24**	**102**	**180**	**51**	**126**	**196**	**530**
- 본사	-24	-46	-133	210	-257	72	-42	287	-80	-33	50	168	7	60	104	424
(자회사 및 내부거래)	4	14	31	-5	-21	-29	78	38	19	9	52	12	44	66	92	107
OPM	-1%	-1%	-5%	9%	-17%	2%	2%	13%	-3%	-1%	6%	8%	1%	2%	2%	6%
세전이익	-11	-23	-74	187	-119	45	227	120	-105	-18	108	186	79	274	170	554
RPM	0%	1%	2%	0%	-1%	-1%	4%	2%	1%	0%	3%	1%	0%	1%	1%	1%
지배순이익	**-10**	**-23**	**-62**	**143**	**-58**	**-1**	**170**	**85**	**-164**	**-24**	**77**	**136**	**49**	**197**	**24**	**395**
NIM	0%	-1%	-4%	8%	-7%	2%	12%	5%	-6%	-1%	6%	9%	1%	3%	2%	6%
[성장률; YoY]																
매출액	34%	32%	23%	-6%	-23%	-17%	-8%	7%	5%	-2%	-2%	-11%	18%	-11%	-3%	17%
영업이익	적지	적전	적지	10%	적지	흑전	흑전	58%	적지	적전	181%	-45%	-73%	147%	56%	171%
지배순이익	적지	적전	적지	-2%	적지	적지	흑전	-40%	적지	적지	-55%	59%	-68%	304%	-88%	1521%

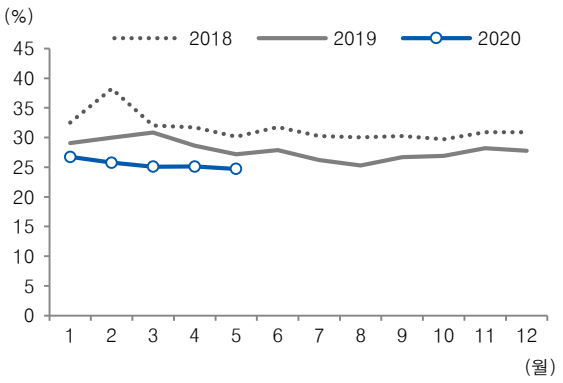
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 29] SBS 별도 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	**2,092**	**2,610**	**1,907**	**2,116**	**1,532**	**2,049**	**1,648**	**2,275**	**1,615**	**1,826**	**1,611**	**1,987**	**8,725**	**7,505**	**7,040**	**8,286**
- 방송광고	1,027	1,184	991	1,129	830	1,088	881	1,085	749	762	705	868	4,330	3,883	3,083	3,561
- 사업수익	1,065	1,426	917	987	703	961	767	1,190	866	1,065	907	1,119	4,395	3,622	3,957	4,725
영업수익(YoY)	33%	36%	17%	-6%	-27%	-21%	-14%	8%	5%	-11%	-2%	-13%	18%	-14%	-6%	18%
- 방송광고	4%	-4%	1%	-24%	-19%	-8%	-11%	-4%	-10%	-30%	-20%	-20%	-7%	-10%	-21%	15%
- 사업수익	82%	107%	42%	27%	-34%	-33%	-16%	21%	23%	11%	18%	-6%	63%	-18%	9%	19%
영업비용	2,116	2,656	2,040	1,906	1,790	1,978	1,690	1,988	1,696	1,860	1,562	1,819	8,718	7,445	6,936	7,862
- 방송제작비	1,725	2,202	1,630	1,429	1,398	1,505	1,328	1,512	1,356	1,516	1,255	1,409	6,987	5,743	5,536	6,334
제작비 추정치	1,282	1,315	1,249	1,368	1,371	1,460	1,269	1,385	1,334	1,481	1,201	1,318	5,214	5,485	5,333	5,656
(YoY)	2%	-5%	3%	-3%	7%	11%	2%	1%	-3%	1%	-5%	-5%	-1%	5%	-3%	6%
중계비 추정치	443	887	382	61	27	45	59	127	22	35	54	91	1,773	258	203	678
- 사업비	70	103	97	132	97	129	101	160	86	119	91	150	402	488	447	469
- 판관비	321	350	313	345	295	343	261	315	254	224	216	260	1,329	1,214	954	1,059
영업이익	**-24**	**-46**	**-133**	**210**	**-257**	**72**	**-42**	**287**	**-80**	**-33**	**50**	**168**	**7**	**60**	**104**	**424**
OPM	-1%	-2%	-7%	10%	-17%	3%	-3%	13%	-5%	-2%	3%	8%	0%	1%	1%	5%

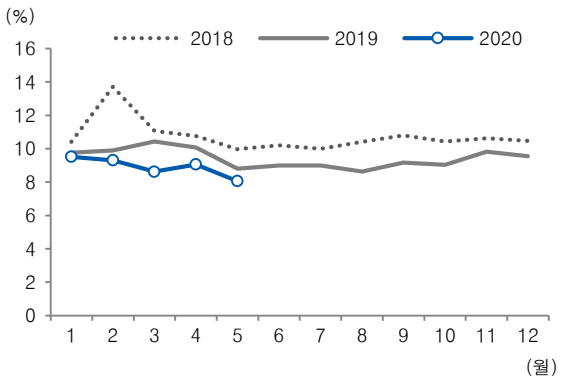
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 88] 지상파 시청점유율 추이



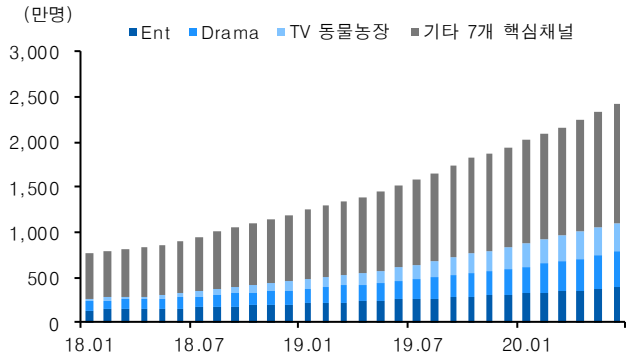
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 89] SBS 시청점유율 추이



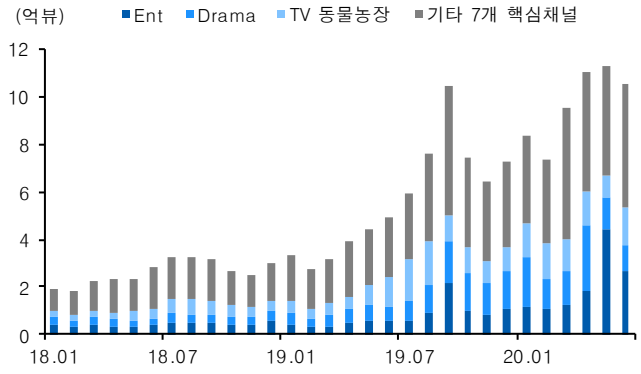
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 90] SBS 유튜브 핵심 채널 구독자수 추이



자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[그림 91] SBS 유튜브 핵심 채널 조회수 추이



자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[표 30] SBS 드라마 라인업 및 시청률 (2018~20 년)

	드라마	회차	방송기간	제작사	연출	작가	출연	시청률	
								평균	최고
월화드라마	의문의 일승	40	2017.11.27 ~ 2018.01.30	래몽래인	신경수	이현주	윤균성, 정혜성	6.7%	9.0%
	키스먼저 할까요	40	2018.02.20 ~ 2018.04.24	SM C&C	손정현	배유미	김우성, 김선아	9.5%	11.6%
	EXIT	4	2018.04.30 ~ 2018.05.01	스튜디오 S	정동윤	박연혁	최태준, 우현	4.9%	5.0%
	기름진 멜로	38	2018.05.07 ~ 2018.07.17	SM C&C	박선호, 함준호	서숙향	이준호, 장혁	6.2%	8.6%
	서른이지만 열일곱입니다.	32	2018.07.23 ~ 2018.09.18	본팩토리	조수원, 김영환	조성희	신혜선, 양세종	8.6%	10.4%
	여우각시별	32	2018.10.01 ~ 2018.11.26	삼화네트웍스, 김종학P.	신우철	강은경	이제훈, 채수빈	8.0%	9.7%
	사의 찬미	6	2018.11.27 ~ 2018.12.04	스튜디오 S	박수진	조수진	이종석, 신혜선	6.1%	7.8%
	복수가 돌아왔다	32	2018.12.10 ~ 2019.02.04	슈퍼문픽쳐스, 애니플러스	박선호, 함준호	김윤영	유승호, 조보아	5.5%	8.1%
	해치	48	2019.02.11 ~ 2019.04.30	김종학프로덕션	이용석	김이영	정일우, 고아라, 권율	6.8%	8.4%
	초면에 사랑합니다.	32	2019.04.26 ~ 2019.07.13	비욘드제이	이광영	김아정	김영광, 진기주	3.4%	4.6%
	17세의 조건	2	2019.08.05 ~ 2019.08.06	스튜디오 S	조영민	류보리	윤찬영, 박시은	2.9%	3.0%
	VIP	16	2019.10.28 ~ 2019.12.24	스튜디오 S	이정림	차해원	장나라, 이상윤, 이청아	9.8%	15.9%
	낭만닥터 김사부 2	16	2020.01.06 ~ 2020.02.25	삼화네트웍스	유인식,이길복	강은경	한석규, 안효섭, 이성경	18.3%	27.1%
	아무도 모른다	16	2020.03.02 ~ 2020.04.21	스튜디오 S	이정흠	김은향	김서형, 류덕환, 박훈	8.6%	10.1%
	굿캐스팅	16	2020.04.27 ~ 2020.06.16	박스미디어	최영훈	박지하	최강희, 이상엽, 유인영	8.5%	12.3%
	브람스를 좋아하세요?	16	2020.08.31 ~	스튜디오 S	조영민	류보리	박은빈, 김민재	-	-
수목드라마	리턴	34	2018.01.17 ~ 2018.03.22	스튜디오 S	주동민, 이정림	최경미	박진희, 이진욱, 신성록	13.7%	17.4%
	스위치 – 세상을 바꿔라	32	2018.03.28 ~ 2018.05.17	씨제스프로덕션	남태진, 조영민	백운철, 김류현	장근석, 한예리	6.2%	7.9%
	훈남정음	32	2018.05.23 ~ 2018.07.19	몽작소, 51K	김유진, 이광영	이재윤	남궁민, 황정음	3.6%	5.3%
	친애하는 판사님께	32	2018.07.25 ~ 2018.09.20	스튜디오 S, IHQ	부성철	천성일	윤시윤, 이유영	7.0%	8.6%
	흉부외과 – 심장을 훔친 의사들	32	2018.09.27 ~ 2018.11.15	스튜디오 S	조영광	최수진, 최창환	고수, 엄기준	7.1%	8.8%
	황후의 품격	52	2018.11.21 ~ 2019.02.21	에스엠라이프디자인그룹	주동민, 이정림	김순옥	장나라, 신성록	10.5%	17.9%
	빅이슈	32	2019.03.26 ~ 2019.05.02	HB 엔터테인먼트	이동훈	장혁린	주진모, 한예슬	3.4%	4.8%
	절대 그이	36	2019.05.15 ~ 2019.07.18	아폴로픽쳐스, IHQ	정정화	양혁문, 장아미	여진구, 방민아	2.5%	3.5%
	닥터 탐정	16	2019.07.17 ~ 2019.09.05	스튜디오 S	박준우	송윤희	박진희, 봉태규	4.1%	5.7%
	시크릿 부티크	16	2019.09.18 ~ 2019.11.28	스튜디오 S	박형기	허선희	김선아, 장미희, 박희본	4.4%	6.0%
주말드라마	브라보 마이 라이프	56	2017.10.21 ~ 2018.02.03	스튜디오드래곤, 화앤담픽처스	정효	정지우	도지원, 박상민, 연정훈	6.5%	8.9%
	착한마녀전	40	2018.03.03 ~ 2018.05.05	후너스 엔터테인먼트	오세강	윤영미	이다혜, 류수영	7.7%	11.7%
	시크릿 마더	32	2018.05.12 ~ 2018.07.07	스튜디오 S	박용순, 이정흠	황예진	송윤아, 김소연	6.0%	8.1%
	그녀로 말할 것 같으면	40	2018.07.14 ~ 2018.09.29	SBS 플러스, 신영이엔씨	박경렬	박언희	남상미, 김재원	7.9%	12.7%
	미스 마 – 복수의 여신	32	2018.10.06 ~ 2018.11.24	굿프로덕션	민연홍	박진우	김윤진, 정웅인	5.9%	9.1%
	운명과 분노	40	2018.12.01 ~ 2019.02.09	(주)호박덩쿨, IHQ	정동윤	이제인	주상욱, 이민정	6.9%	9.3%
금토드라마	열혈사제	40	2019.02.15 ~ 2019.04.20	삼화네트웍스	이명우	박재범	김남길, 김성균	16.1%	22.0%
	녹두꽃	48	2019.04.26 ~ 2019.07.13	씨제스엔터테인먼트	신경수	정현민	조정석, 윤시윤	6.6%	11.5%
	의사요한	16	2019.07.19 ~ 2019.09.07	KPJ	조수원	김지운	지성, 이세영	8.3%	12.3%
	배가본드	16	2019.09.20 ~ 2019.11.23	셀트리온엔터테인먼트	유인식	장영철	이승기, 수지, 신성록	9.3%	13.0%
	스토브리그	16	2019.12.13 ~ 2020.02.14	길픽쳐스	정동윤	이신화	남궁민, 박은빈, 오정세	12.5%	19.1%
	하이에나	16	2020.02.21 ~ 2020.04.11	키이스트	장태유	김루리	김혜수, 주지훈	10.1%	14.6%
	더 킹 : 영원의 군주	16	2020.04.17 ~ 2020.06.12	스튜디오드래곤, 화앤담픽처스	백상훈	김은숙	이민호, 김고은, 우도환	7.7%	11.6%
	편의점 샛별이(방영중)	16	2020.06.19 ~ 2020.08.08	태원엔터테인먼트	이명우	손근주	김유정, 지창욱	5.8%	8.3%
	앨리스	16	2020.08 ~	스튜디오 S	백수찬	김규원, 강철규	김희선, 주원	-	-
	펜트하우스	20	2020.10 ~	스튜디오 S, 초록뱀미디어	주동민	김순옥	유진, 김소연, 이지아	-	-

주: 주말드라마 슬롯은 『운명과 분노』를 마지막으로 폐지. 이후, 금토드라마 슬롯 신설.

자료: 유안타증권 리서치센터

SBS (034120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**9,140**	**8,177**	**7,908**	**9,271**	**10,607**
매출원가	7,563	6,573	6,698	7,682	9,006
매출총이익	1,577	1,604	1,210	1,590	1,602
판관비	1,527	1,478	1,014	1,059	1,242
영업이익	**51**	**126**	**196**	**530**	**360**
EBITDA	330	405	471	797	641
영업외손익	29	148	-26	23	42
외환관련손익	-3	2	5	0	0
이자손익	10	-5	-17	-17	2
관계기업관련손익	-4	-84	-30	0	0
기타	26	235	16	40	40
법인세비용차감전순손익	79	274	170	554	402
법인세비용	21	64	121	137	97
계속사업순손익	58	209	49	416	304
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	58	209	49	416	304
지배지분순이익	**49**	**197**	**24**	**395**	**283**
포괄순이익	-15	215	-12	355	243
지배지분포괄이익	-25	204	-14	315	216

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**4,935**	**7,170**	**6,212**	**6,771**	**7,668**
현금및현금성자산	132	914	1,032	1,260	2,015
매출채권 및 기타채권	2,280	3,165	2,548	2,875	3,012
재고자산	26	26	30	33	38
비유동자산	4,641	5,308	5,655	5,575	5,481
유형자산	3,051	3,131	3,049	2,996	2,927
관계기업등 지분관련자산	286	194	155	142	129
기타투자자산	597	1,084	935	935	935
자산총계	**9,576**	**12,478**	**11,868**	**12,346**	**13,149**
유동부채	2,102	3,930	2,695	3,025	3,572
매입채무 및 기타채무	1,528	1,828	1,508	1,551	1,812
단기차입금	263	64	220	507	794
유동성장기부채	0	1,299	700	700	700
비유동부채	1,790	2,076	2,746	2,746	2,746
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,598	1,796	1,797	1,797	1,797
부채총계	**3,892**	**6,006**	**5,440**	**5,771**	**6,318**
지배지분	5,600	5,804	5,772	5,905	6,161
자본금	913	913	913	913	913
자본잉여금	672	672	701	701	701
이익잉여금	4,175	4,309	4,301	4,495	4,751
비지배지분	85	667	655	671	671
자본총계	**5,685**	**6,471**	**6,427**	**6,575**	**6,831**
순차입금	**-301**	**242**	**-154**	**-95**	**-564**
총차입금	1,861	3,222	2,771	3,058	3,345

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**551**	**-610**	**427**	**127**	**434**
당기순이익	58	209	49	416	304
감가상각비	268	267	261	253	269
외환손익	3	4	-1	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	58	-1,203	-281	-936	-530
기타현금흐름	164	113	398	393	391
투자활동 현금흐름	**-59**	**139**	**261**	**-12**	**-12**
투자자산	-115	-375	24	13	13
유형자산 증가 (CAPEX)	-202	-121	-176	-200	-200
유형자산 감소	1	7	1	0	0
기타현금흐름	258	628	412	175	175
재무활동 현금흐름	**-486**	**1,254**	**-555**	**208**	**208**
단기차입금	0	0	0	287	287
사채 및 장기차입금	-442	1,295	-448	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-44	-16	-43	-43	-43
기타현금흐름	1	-25	-65	-36	-36
연결범위변동 등 기타	0	-1	-16	-95	125
현금의 증감	**6**	**781**	**118**	**228**	**756**
기초 현금	126	132	914	1,032	1,260
기말 현금	132	914	1,032	1,260	2,015
NOPLAT	**51**	**126**	**196**	**530**	**360**
FCF	**172**	**-948**	**-125**	**-470**	**-176**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	267	1,079	134	2,167	1,549
BPS	31,654	32,810	32,630	33,378	34,827
EBITDAPS	1,807	2,220	2,581	4,369	3,512
SPS	50,077	44,797	43,327	50,795	58,115
DPS	0	150	150	150	150
PER	**84.5**	**19.2**	**125.0**	**7.7**	**10.8**
PBR	**0.7**	**0.6**	**0.5**	**0.5**	**0.5**
EV/EBITDA	**11.8**	**11.6**	**7.5**	**4.5**	**4.9**
PSR	**0.5**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.3**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**18.2**	**-10.5**	**-3.3**	**17.2**	**14.4**
영업이익 증가율 (%)	**-72.8**	**147.4**	**55.8**	**170.7**	**-32.1**
지배순이익 증가율 (%)	**-67.6**	**304.5**	**-87.6**	**1,521.1**	**-28.5**
매출총이익률 (%)	17.3	19.6	15.3	17.1	15.1
영업이익률 (%)	**0.6**	**1.5**	**2.5**	**5.7**	**3.4**
지배순이익률 (%)	0.5	2.4	0.3	4.3	2.7
EBITDA 마진 (%)	3.6	5.0	6.0	8.6	6.0
ROIC	0.9	2.1	1.2	8.1	5.5
ROA	0.5	1.8	0.2	3.3	2.2
ROE	**0.9**	**3.5**	**0.4**	**6.8**	**4.7**
부채비율 (%)	68.5	92.8	84.6	87.8	92.5
순차입금/자기자본 (%)	-5.4	4.2	-2.7	-1.6	-9.2
영업이익/금융비용 (배)	1.0	2.0	2.8	7.7	4.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(5) CJ ENM 분기별 실적 추이 및 전망

[표 31] CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망 (Pro-forma basis) (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**7,784**	**7,902**	**7,809**	**9,593**	**8,602**	**10,055**	**9,099**	**10,141**	**8,108**	**8,348**	**9,203**	**10,322**	**33,089**	**37,897**	**35,981**	**40,009**
- 미디어	3,404	3,695	4,068	4,512	3,800	4,264	4,269	4,451	3,408	4,139	4,525	4,773	15,678	16,784	16,846	18,657
- 커머스	3,019	3,182	2,709	4,033	3,241	3,576	3,358	4,099	3,759	3,862	3,626	4,427	12,944	14,273	15,673	16,771
- 영화	800	360	450	523	1,041	678	843	931	542	100	659	730	2,132	3,493	2,030	2,972
- 음악	562	665	582	526	521	1,538	629	660	398	248	392	392	2,335	3,348	1,431	1,610
매출원가	4,438	4,581	4,825	5,327	5,034	6,168	5,648	6,426	4,733	5,208	5,724	6,395	19,171	23,276	22,060	24,854
판관비	2,587	2,685	2,421	3,765	2,778	3,012	2,848	3,288	2,978	2,565	2,819	3,150	11,458	11,927	11,512	12,242
영업이익	**759**	**637**	**563**	**501**	**790**	**874**	**603**	**427**	**397**	**576**	**659**	**777**	**2,461**	**2,694**	**2,409**	**2,914**
- 미디어	246	292	372	205	137	365	161	46	39	259	354	288	1,115	709	939	890
- 커머스	414	342	182	306	420	360	294	418	379	389	318	452	1,244	1,492	1,537	1,761
- 영화	72	-39	-23	-19	188	100	158	-10	-20	-70	-20	30	-9	436	-80	160
- 음악	27	42	33	9	46	49	-10	-28	0	-2	8	8	111	56	13	103
OPM	10%	8%	7%	5%	9%	9%	7%	4%	5%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	7%
- 미디어	7%	8%	9%	5%	4%	9%	4%	1%	1%	6%	8%	6%	7%	4%	6%	5%
- 커머스	14%	11%	7%	8%	13%	10%	9%	10%	10%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
- 영화	9%	-11%	-5%	-4%	18%	15%	19%	-1%	-4%	-70%	-3%	4%	0%	12%	-4%	5%
- 음악	5%	6%	6%	2%	9%	3%	-2%	-4%	0%	-1%	2%	2%	5%	2%	1%	6%
세전이익	1,111	873	558	103	771	892	539	-323	391	671	765	687	2,645	1,879	2,514	3,080
RPM	14%	11%	7%	1%	9%	9%	6%	-3%	5%	8%	8%	7%	8%	5%	7%	8%
순이익 (지배주주)	**918**	**725**	**420**	**373**	**425**	**632**	**290**	**-293**	**269**	**445**	**527**	**460**	**2,436**	**1,055**	**1,701**	**2,038**
NIM	12%	9%	5%	4%	5%	6%	3%	-3%	3%	5%	6%	4%	7%	3%	5%	5%

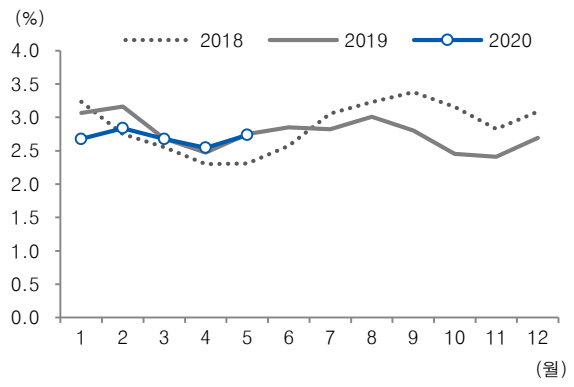
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 32] CJ ENM 미디어부문 실적 Breakdown 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
미디어 매출액	**3,404**	**3,695**	**4,068**	**4,512**	**3,800**	**4,264**	**4,269**	**4,451**	**3,408**	**4,139**	**4,525**	**4,773**	**15,678**	**16,784**	**16,846**	**18,657**
- 광고	1,196	1,419	1,453	1,582	1,398	1,723	1,465	1,544	988	1,292	1,392	1,544	5,650	6,130	5,216	5,770
- 수신료	502	501	496	586	530	527	525	614	578	527	525	614	2,085	2,196	2,244	2,244
- 기타	1,706	1,774	2,120	2,344	1,872	2,015	2,279	2,294	1,842	2,320	2,609	2,615	7,944	8,460	9,386	10,643
미디어 매출액(YoY)	19%	11%	28%	26%	12%	15%	5%	-1%	-10%	-3%	6%	7%	21%	7%	0%	11%
- 광고	10%	10%	24%	12%	17%	21%	1%	-2%	-29%	-25%	-5%	0%	14%	8%	-15%	11%
- 수신료	3%	2%	-3%	8%	6%	5%	6%	5%	9%	0%	0%	0%	2%	5%	2%	0%
- 기타	33%	15%	43%	43%	10%	14%	8%	-2%	-2%	15%	14%	14%	34%	6%	11%	13%
미디어 영업이익	**246**	**292**	**372**	**205**	**137**	**365**	**161**	**46**	**39**	**259**	**354**	**288**	**1,115**	**709**	**939**	**890**
미디어 기타매출	1,706	1,774	2,120	2,344	1,872	2,015	2,279	2,294	1,842	-	-	-	7,944	8,460	-	-
- 콘텐츠판매	774	539	880	770	848	926	859	696	915	-	-	-	2,963	3,329	-	-
(드래곤)	321	288	634	378	562	603	600	428	669	-	-	-	1,621	2,193	-	-
(예능/자체드라마)	453	251	246	392	286	323	259	268	246	-	-	-	1,342	1,136	-	-
- 기타	932	1,235	1,240	1,574	1,024	1,089	1,420	1,598	927	-	-	-	4,981	5,131	-	-
(디지털광고)	392	521	545	609	547	690	678	613	706	-	-	-	2,068	2,528	-	-
(해외/기타매출)	539	714	695	965	477	399	742	985	221	-	-	-	2,913	2,603	-	-
드래곤 실적																
영업이익	107	73	215	4	110	108	109	-40	116	150	97	136	399	287	500	716
미디어 실적(드래곤 제외)																
영업이익	139	219	157	201	27	257	51	86	-77	109	256	151	716	422	439	174

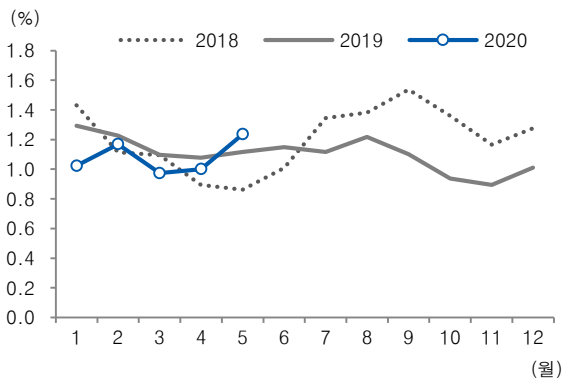
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 92] CJ ENM 15 개 PP 합산 시청률 추이



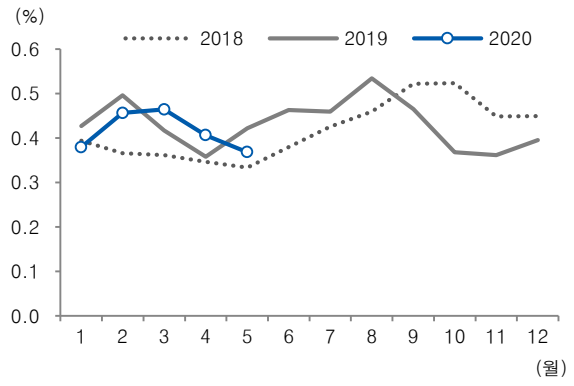
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 93] tvN 시청률 추이



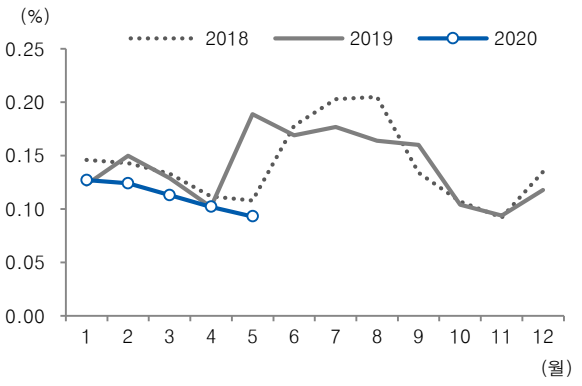
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 94] OCN 시청률 추이



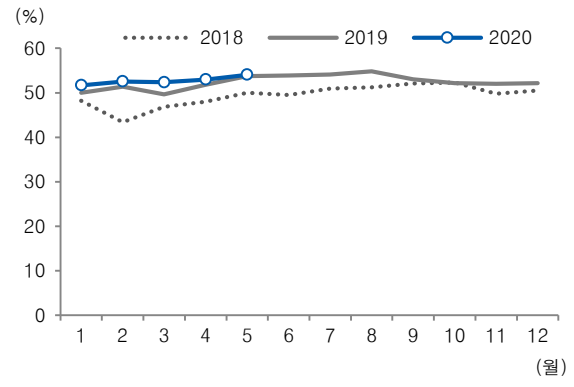
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 95] Mnet 시청률 추이



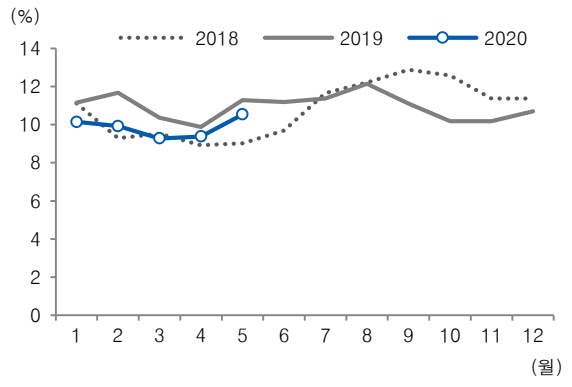
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 96] 케이블채널 시청점유율 추이



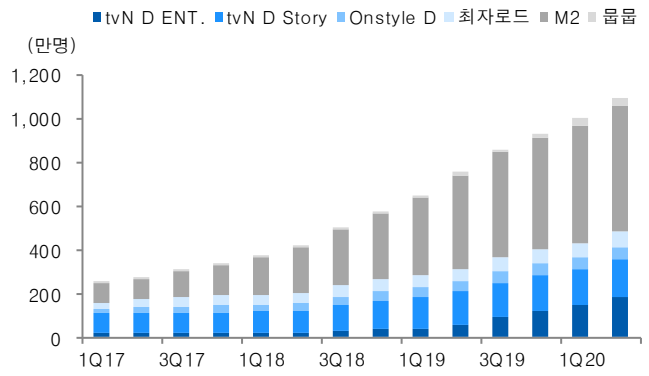
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 97] CJ ENM 계열 PP 시청점유율 추이



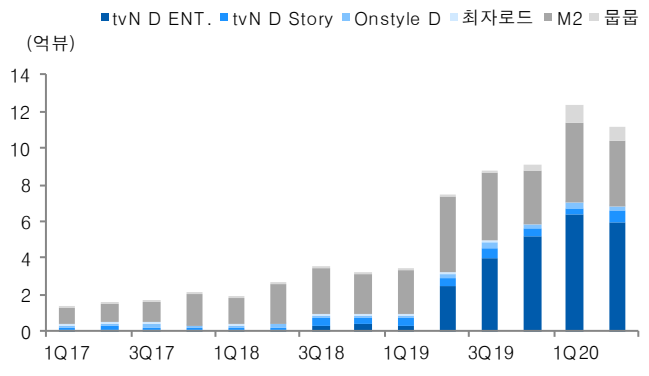
자료: Nielsen, 유안타증권 리서치센터

[그림 98] CJ ENM 디지털 스튜디오, 유튜브 구독자수 추이



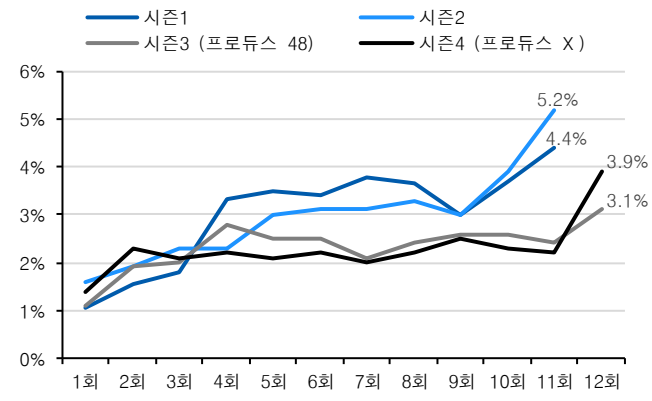
자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[그림 99] CJ ENM 디지털 스튜디오, 유튜브 조회수 추이



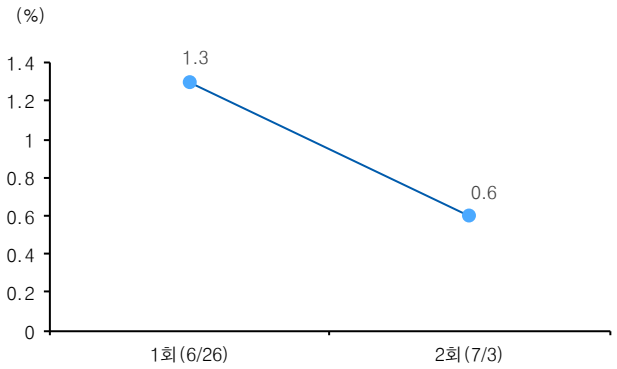
자료: Social Blade, 유안타증권 리서치센터

[그림 100] 역대 『프로듀스』 시리즈 시청률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 101] I-LAND(빌리프랩 프로젝트)의 1~2 회 시청률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

CJ ENM (035760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**23,604**	**37,897**	**35,981**	**40,009**	**42,926**
매출원가	12,338	23,276	22,060	24,854	26,673
매출총이익	11,265	14,621	13,921	15,155	16,253
판관비	9,445	11,927	11,512	12,242	13,138
영업이익	**1,821**	**2,694**	**2,409**	**2,914**	**3,116**
EBITDA	7,084	10,283	7,760	8,297	8,499
영업외손익	-182	-798	105	167	361
외환관련손익	-10	88	0	0	0
이자손익	-102	-207	-180	-240	-240
관계기업관련손익	-23	392	610	607	801
기타	-47	-1,071	-325	-200	-200
법인세비용차감전순손익	1,639	1,896	2,514	3,080	3,476
법인세비용	210	853	673	847	956
계속사업순손익	1,429	1,043	1,841	2,233	2,520
중단사업순손익	413	-456	0	0	0
당기순이익	1,842	586	1,841	2,233	2,520
지배지분순이익	**1,626**	**1,042**	**1,701**	**2,038**	**2,274**
포괄순이익	1,337	762	2,141	2,533	2,820
지배지분포괄이익	1,132	1,228	1,775	2,076	2,312

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**18,066**	**16,761**	**19,139**	**19,109**	**20,033**
현금및현금성자산	4,534	2,698	4,153	3,225	3,300
매출채권 및 기타채권	9,413	8,852	10,028	10,827	11,583
재고자산	942	1,205	1,182	1,281	1,374
비유동자산	49,484	37,588	41,084	42,677	44,405
유형자산	13,982	9,477	9,661	9,661	9,661
관계기업등 지분관련자산	12,408	13,326	15,294	16,887	18,614
기타투자자산	2,764	2,512	2,747	2,747	2,747
자산총계	**67,549**	**54,349**	**60,223**	**61,786**	**64,437**
유동부채	20,218	16,606	20,384	21,282	22,131
매입채무 및 기타채무	9,406	9,247	8,581	8,878	9,121
단기차입금	6,928	1,374	7,389	7,989	8,596
유동성장기부채	2,009	2,904	2,002	2,002	2,002
비유동부채	13,075	6,224	5,410	4,710	4,710
장기차입금	2,705	249	295	295	295
사채	7,623	2,644	1,864	1,164	1,164
부채총계	**33,293**	**22,830**	**25,793**	**25,991**	**26,840**
지배지분	27,632	29,465	31,192	32,140	33,942
자본금	1,106	1,106	1,106	1,106	1,106
자본잉여금	22,450	23,296	23,295	23,295	23,295
이익잉여금	10,699	11,455	12,881	13,528	15,330
비지배지분	6,624	2,054	3,237	3,655	3,655
자본총계	**34,256**	**31,519**	**34,429**	**35,795**	**37,597**
순차입금	**13,842**	**4,245**	**7,029**	**7,856**	**8,388**
총차입금	19,328	8,075	12,391	12,291	12,898

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**5,867**	**7,434**	**2,852**	**4,232**	**4,318**
당기순이익	1,842	586	1,841	2,233	2,520
감가상각비	1,802	2,166	640	640	640
외환손익	37	-10	-32	0	0
종속,관계기업관련손익	21	-387	-610	-607	-801
자산부채의 증감	-1,488	-2,578	-4,296	-3,929	-3,936
기타현금흐름	3,654	7,656	5,309	5,895	5,895
투자활동 현금흐름	**-1,584**	**-2,877**	**-7,780**	**-6,501**	**-6,501**
투자자산	80	-450	-1,851	-1,121	-1,121
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,292	-2,823	-653	-640	-640
유형자산 감소	34	45	5	0	0
기타현금흐름	595	352	-5,280	-4,741	-4,741
재무활동 현금흐름	**-889**	**-6,413**	**4,824**	**528**	**1,117**
단기차입금	1,309	-5,548	5,981	600	607
사채 및 장기차입금	-106	-1,412	-1,674	-700	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-208	-262	-302	-380	-498
기타현금흐름	-1,885	809	819	1,009	1,009
연결범위변동 등 기타	-3	23	1,559	813	1,140
현금의 증감	**3,391**	**-1,834**	**1,455**	**-927**	**75**
기초 현금	1,143	4,534	2,700	4,153	3,225
기말 현금	4,534	2,700	4,153	3,225	3,300
NOPLAT	**1,821**	**2,694**	**2,409**	**2,914**	**3,116**
FCF	**3,071**	**3,669**	**2,166**	**2,927**	**3,067**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	11,514	4,754	7,755	9,296	10,368
BPS	140,757	150,072	158,871	163,696	172,876
EBITDAPS	50,152	46,892	35,387	37,837	38,758
SPS	167,103	172,821	164,077	182,447	195,751
DPS	1,200	1,400	1,800	2,400	2,600
PER	**20.0**	**39.1**	**15.9**	**13.3**	**11.9**
PBR	**1.6**	**1.2**	**0.8**	**0.8**	**0.7**
EV/EBITDA	**7.3**	**4.6**	**4.8**	**4.6**	**4.6**
PSR	**1.4**	**1.1**	**0.8**	**0.7**	**0.6**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**4.4**	**60.6**	**-5.1**	**11.2**	**7.3**
영업이익 증가율 (%)	**-18.9**	**48.0**	**-10.6**	**20.9**	**6.9**
지배순이익 증가율 (%)	**24.3**	**-35.9**	**63.1**	**19.9**	**11.5**
매출총이익률 (%)	47.7	38.6	38.7	37.9	37.9
영업이익률 (%)	**7.7**	**7.1**	**6.7**	**7.3**	**7.3**
지배순이익률 (%)	6.9	2.8	4.7	5.1	5.3
EBITDA 마진 (%)	30.0	27.1	21.6	20.7	19.8
ROIC	6.3	5.5	7.9	8.7	9.1
ROA	3.4	1.7	3.0	3.3	3.6
ROE	**8.6**	**3.7**	**5.6**	**6.4**	**6.9**
부채비율 (%)	97.2	72.4	74.9	72.6	71.4
순차입금/자기자본 (%)	50.1	14.4	22.5	24.4	24.7
영업이익/금융비용 (배)	12.3	9.1	10.7	9.7	10.4

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

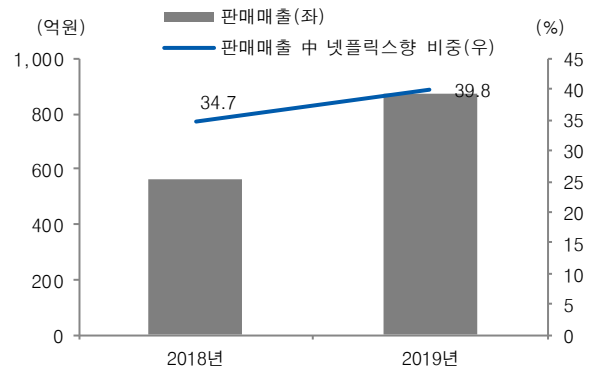
(6) 스튜디오드래곤 분기별 실적 추이 및 전망

[표 33] 스튜디오드래곤 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
총제작편수(편)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26	28	31	36
매출액	**799**	**743**	**1,237**	**1,017**	**1,118**	**1,282**	**1,312**	**974**	**1,203**	**1,590**	**1,158**	**1,451**	**3,796**	**4,686**	**5,402**	**6,502**
- 편성	407	341	489	544	441	581	608	457	452	600	482	438	1,781	2,087	1,973	2,092
- 판매	321	288	634	378	562	603	600	428	669	887	567	920	1,621	2,193	3,043	4,004
- 기타	71	114	114	95	115	98	104	89	82	103	109	93	395	406	387	406
매출액(YoY)	6%	20%	60%	42%	40%	73%	6%	-4%	8%	24%	-12%	49%	32%	23%	15%	20%
- 편성	54%	41%	17%	40%	8%	71%	24%	-16%	3%	3%	-21%	-4%	36%	17%	-5%	6%
- 판매	-12%	9%	172%	47%	75%	109%	-5%	13%	19%	47%	-5%	115%	45%	35%	39%	32%
- 기타	-43%	-2%	-8%	33%	63%	-14%	-9%	-7%	-29%	5%	5%	5%	-10%	3%	-5%	5%
국내판매	94	123	172	130	136	181	161	111	141	-	-	-	519	588	-	-
해외판매	227	165	462	248	426	422	439	317	528	-	-	-	1,102	1,604	-	-
매출원가	662	637	989	952	968	1,128	1,159	951	1,036	1,386	1,007	1,247	3,240	4,207	4,676	5,548
COGS Ratio	83%	86%	80%	94%	87%	88%	88%	98%	86%	87%	87%	86%	85%	90%	87%	85%
매출총이익	**137**	**106**	**248**	**65**	**150**	**154**	**153**	**22**	**167**	**204**	**151**	**204**	**556**	**479**	**727**	**955**
GPM	17%	14%	20%	6%	13%	12%	12%	2%	14%	13%	13%	14%	15%	10%	13%	15%
판관비	30	33	33	60	40	46	44	62	51	54	54	68	157	191	227	239
SG&A Ratio	4%	4%	3%	6%	4%	4%	3%	6%	4%	3%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
영업이익	**107**	**73**	**215**	**4**	**110**	**108**	**109**	**-40**	**116**	**150**	**97**	**136**	**399**	**287**	**500**	**716**
OPM	13%	10%	17%	0%	10%	8%	8%	-4%	10%	9%	8%	9%	11%	6%	9%	11%
세전이익	108	110	221	17	132	119	131	-51	120	162	109	148	457	331	540	757
RPM	14%	15%	18%	2%	12%	9%	10%	-5%	10%	10%	9%	10%	12%	7%	10%	12%
순이익	**79**	**89**	**173**	**17**	**92**	**73**	**115**	**-16**	**85**	**123**	**83**	**112**	**358**	**265**	**403**	**574**
NIM	10%	12%	14%	2%	8%	6%	9%	-2%	7%	8%	7%	8%	9%	6%	7%	9%
[성장률; YoY]																
매출액	6%	20%	60%	42%	40%	73%	6%	-4%	8%	24%	-12%	49%	32%	23%	15%	20%
영업이익	-24%	-18%	223%	-87%	3%	47%	-49%	적전	5%	39%	-11%	흑전	21%	-28%	74%	43%
순이익	-41%	217%	206%	-13%	17%	-17%	-34%	적전	-7%	68%	-28%	흑전	50%	-26%	52%	42%

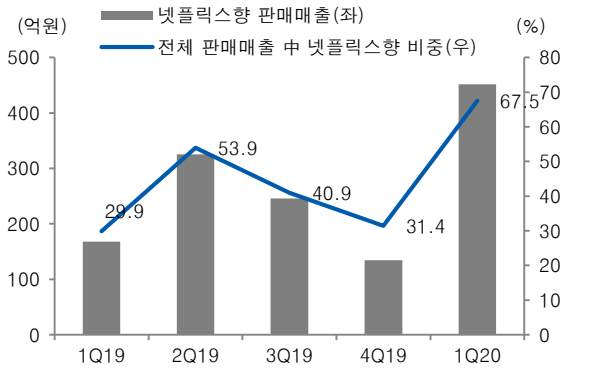
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 102] 스튜디오드래곤의 드라마 판매매출 中 넷플릭스향 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 103] 스튜디오드래곤의 드라마 판매매출 中 넷플릭스향 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 34] 스튜디오드래곤 tvN 채널 라인업 및 시청률

	드라마	회차	방송기간	제작사	연출	작가	출연	시청률	
								평균	최고
tvN 월화	왕이 된 남자	16	2019.01.07~2019.02.26	스튜디오드래곤, 지티스트	김희원	김선덕, 신하은	여진구, 이세영, 김상경	7.9%	9.5%
	사이코메트리 그녀석	16	2019.03.11~2019.04.30	제이에스픽쳐스	김병수	양진아	박진영, 신예은, 김권	2.4%	2.8%
	어비스	16	2019.05.06~2019.06.25	네오엔터테인먼트	유제원	문수연	박보영, 안효섭	2.7%	3.9%
	60일, 지정생존자	16	2019.07.01~2019.08.20	DK E&M	유종선	김태희	지진희, 손석구, 김규리	4.1%	4.4%
	위대한 쇼	16	2019.08.26~2019.10.15	화이브라더스	신용휘	설준석	송승헌, 이선빈	2.6%	3.2%
	유령을 잡아라	16	2019.10.21~2019.12.10	로고스 필름	신윤섭	소원, 이영주	문근영, 김선호	3.6%	4.1%
	블랙독	16	2019.12.16~2020.02.04	스튜디오드래곤	황준혁	박주연	서현진, 라미란, 하준	4.5%	5.5%
	방법	16	2020.02.10~2020.03.17	스튜디오드래곤, 레진 스튜디오	김용완	연상호	엄지원, 성동일, 조민수	4.2%	6.7%
	반의 반	12	2020.03.23~2020.04.28	스튜디오드래곤, 더유니콘	이상엽	이숙연	정해인, 채수빈, 이하나	1.4%	2.4%
	(아는 건 별로 없지만)가족입니다**(방영 중)**	16	2020.06.01~2020.07.21	스튜디오드래곤	권영일	김은정	한예리, 추자현	3.7%	4.7%
	청춘기록: 기억하고 함께해줘	16	2020년 하반기	스튜디오드래곤, 팬엔터	안길호	하명희	박보검, 박소담	-	-
tvN 수목	진심이 닿다	16	2019.02.06~2019.03.28	메가몬스터, 콘텐츠 지음	박준화	이명숙, 최보림	이동욱, 유인나	4.0%	4.7%
	그녀의 사생활	16	2019.04.10~2019.05.30	본스토리, 스튜디오드래곤	홍종찬	김혜영	박민영, 김재욱, 이규형	2.7%	3.1%
	검색어를 입력하세요 WWW	16	2019.06.05~2019.07.25	화앤담픽쳐스	정지현, 권영일	권도은	임수정, 장기용, 이다희	3.5%	4.2%
	악마가 너의 이름을 부를 때	16	2019.07.31~2019.09.19	더문씨앤엠	민진기	노혜영, 고내리	정경호, 박성웅, 이설	1.9%	3.1%
	청일전자 미쓰리	16	2019.09.25~2019.11.14	스튜디오드래곤	한동화	박전화	이혜리, 김상경, 엄현경	2.8%	3.9%
	싸이코패스 다이어리	16	2019.11.20~2020.01.09	스튜디오드래곤, 키이스트	이종재	류용재, 김환채	윤시윤, 정인선, 박성훈	2.2%	3.0%
	머니게임	16	2020.01.15~2020.03.05	제이에스픽쳐스	김상호	이영미	고수, 이성민, 심은경	2.0%	3.5%
	메모리스트	16	2020.03.11~2020.04.30	스튜디오드래곤, 스튜디오605	김휘, 소재현	안도하, 황하나	유승호, 이세영	2.8%	3.4%
	오 마이 베이비	16	2020.05.13~2020.07.02	스튜디오드래곤, 스튜디오앤뉴	남기훈	노선재	장나라, 고준, 박병은	2.0%	3.0%
	악의 꽃	16	2020.07.22~2020.09.10	스튜디오드래곤, 몬스터유니온	김철규	유정희	이준기, 문채원	-	-
	구미호뎐	16	2020.09.30~2020.11.19	스튜디오드래곤, 하우픽쳐스	강신효	한우리	이동욱, 조보아	-	-
tvN 토일	로맨스는 별책부록	16	2019.01.26~2019.03.17	글앤그림미디어	이정효	정현정	이종석, 이나영, 위하준	5.2%	6.7%
	자백	16	2019.03.23~2019.05.12	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	김철규, 윤형기	임희철	이준호, 유재명, 신현빈	4.8%	6.3%
	아스달 연대기(1~12회)	18	2019.06.01~2019.07.07	스튜디오드래곤, KPJ	김원석	김영현, 박상연	송중기, 장동건, 김지원	6.6%	7.7%
	호텔 델루나	16	2019.07.13~2019.09.01	지티스트	오충환	홍자매	아이유, 여진구, 조현철	8.9%	12.0%
	아스달 연대기(13~18회)	18	2019.09.07~2019.09.22	스튜디오드래곤, KPJ	김원석	김영현, 박상연	송중기, 장동건, 김지원	6.5%	7.4%
	날 녹여주오	16	2019.09.28~2019.11.17	스튜디오드래곤, 스토리피닉스	신우철	백미경	지창욱, 원진아, 윤세아	2.3%	3.2%
	사랑의 불시착	16	2019.12.14~2020.02.16	스튜디오드래곤, 문화창고	이정효	박지은	현빈, 손예진	12.1%	21.7%
	하이바이, 마마!	16	2020.02.22~2020.04.19	스튜디오드래곤, 엠아이	유제원	권혜주	김태희, 이규형	5.5%	6.5%
	화양연화	16	2020.04.25~2020.06.14	스튜디오드래곤, 본팩토리	손정현	전희영	유지태, 이보영	4.3%	5.4%
	사이코지만 괜찮아 **(방영 중)**	16	2020.06.20~2020.08.09	스튜디오드래곤, 스토리티비	박신우	조용	김수현, 서예지	5.4%	6.0%
	비밀의 숲 2	16	2020.08.15~2020.10.04	스튜디오드래곤, 에이스팩토리	박현석	이수연	조승우, 배두나	-	-
	스타트업	-	2020년 하반기	스튜디오드래곤, 하이스토리	오충환	박혜련	남주혁, 배수지	-	-
슬롯 미정	여신강림	-	2020년 하반기	스튜디오N, 본팩토리	김상협	이시은	차은우	-	-
	루카	-	2020년 하반기	스튜디오드래곤, 테이크원	김홍선	천성일	김래원, 이다희	-	-
	철인왕후	-	2020년 하반기	YG Studio, 크레이브웍스	윤성식	박계옥	신혜선, 김정현	-	-
	마우스	-	2020년 하반기	-	강철우	최란	이승기	-	-
	낮과 밤	-	2020년 하반기	-	김정현	신유담	남궁민, 설현, 이청아		

주: 파란색 음영 표시작은 대작드라마로 분류되는 작품. 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 35] 스튜디오드래곤 OCN/지상파/넷플릭스향 라인업 및 시청률

	드라마	회차	방송기간	제작사	연출	작가	출연	시청률	
								평균	최고
OCN 수목	손: The Guest	16	2018.09.12~2018.11.01	스튜디오드래곤	김홍선	권소라, 서재원	정은채, 김재욱, 김동욱	2.9%	3.9%
	신의 퀴즈5	16	2018.11.14~2018.01.10	스튜디오드래곤, 큐로홀딩스	김종혁	강은선	류덕환, 윤주희, 박준면	2.3%	2.7%
	빙의	16	2019.03.06~2019.04.25	데이드림엔터테인먼트	최도훈	박희강	송새벽, 고준희, 연정훈	1.9%	2.7%
	구해줘2	16	2019.05.08~2019.06.27	히든시퀀스	이권	서주연	이솜, 엄태구, 천호진	2.2%	3.7%
	미스터 기간제	16	2019.07.17~2019.09.05	제이에스픽쳐스	성용일	장홍철	윤균상, 금새록, 이준영	3.3%	4.8%
	달리는 조사관	16	2019.09.18~2019.11.07	데이드림엔터테인먼트	김용수	백정철	이요원, 최귀화	0.90%	1.30%
OCN 토일	나쁜 녀석들 : 악의 도시	16	2017.12.16~2018.02.04	얼반웍스미디어	한동화	한정훈	박중훈, 주진모, 양익준	3.6%	4.6%
	작은 신의 아이들	16	2018.03.03~2018.04.22	스튜디오드래곤, KPJ	강신효	한우리	강지환, 김옥빈, 심희섭	3.0%	3.8%
	미스트리스	12	2018.04.28~2018.06.03	스튜디오드래곤, 초록뱀	한지승	고정운 등	한가인, 신현빈, 최희서	1.2%	1.6%
	라이프 온 마스	16	2018.06.09~2018.08.05	스튜디오드래곤, 프로덕션 K	이정효	이대일	정경호, 박성웅, 고아성	4.0%	5.6%
	보이스2	12	2018.08.11~2018.09.16	콘텐츠케이	이승영	마진원	이하나, 이진욱, 손은서	4.8%	6.8%
	플레이어	14	2018.09.29~2018.11.11	스튜디오드래곤, 아이윌미디어	고재현	신재형	송승헌, 정수정, 이시언	4.4%	4.9%
	프리스트	16	2018.11.24~2019.01.20	크레이브웍스	김종현	문만세	연우진, 정유미, 박용우	1.9%	2.5%
	트랩	7	2019.02.09~2019.03.03	필름몬스터	박신우	남상욱, 박신우	이서진, 성동일, 임화영	3.3%	4.0%
	킬잇	12	2019.03.23~2019.04.28	크레이브웍스	남성우, 안지숙	손현수, 최명진	장기용, 나나	1.7%	2.8%
	보이스3 -공범들의 도시	16	2019.05.11~2019.06.30	키이스트	남기훈	마진원	이하나, 이진욱, 손은서	4.3%	5.5%
	왓쳐	16	2019.07.06~2019.08.25	스튜디오드래곤	안길호	한상윤	한석규, 김현주, 서강준	4.5%	6.6%
	타인은 지옥이다	10	2019.08.31~2019.10.06	영화사 우상, 스튜디오 N	이창희	정이도	임시완, 이동욱	3.0%	3.9%
	모두의 거짓말	16	2019.10.12~2019.12.01	스튜디오드래곤	이윤정	전영신, 원유정	이민기, 이유영, 온주완	1.4%	2.2%
	본 대로 말하라	16	2020.02.01~2020.03.22	스튜디오드래곤, 에이치하우스	김상훈	고영재, 한기현	장혁, 수영, 진서연	2.9%	4.4%
	루갈	16	2020.03.28~2020.05.17	리엔루갈, 스튜디오드래곤	강철우	도현	최진혁, 박성웅	2.2%	3.9%
	트레인: 열차의 땅	16	2020.07.11~2020.08.30	스튜디오드래곤, 두프레임	류승진	박가연	윤시윤, 경수진	-	-
	미쓩: 그들이 있었다	16	2020.09.05~2020.10.25	스튜디오드래곤, 메이스	김성수	반기리, 정소영	고수, 허준호	-	-
슬롯 미정	제5열	-	2020년 ~	-	이승영	남상욱, 황인호	-	-	-
	걸캅스	-	2020년 ~	-	-	-	-	-	-
	다크홀	-	2020년 ~	-	-	정이도	-	-	-
	소유	-	2020년 ~	-	방은진	-	-	-	-
	아일랜드	-	2020년 ~	-	-	-	-	-	-
	조사관	-	2020년 ~	-	-	김현정	-	-	-
MBC 수목	봄밤	32	2019.05.22~2019.07.11	제이에스픽쳐스	안판석	김은	한지민, 정해인, 김준한	6.4%	9.5%
KBS 토일	한 번 다녀왔습니다 (방영 중)	100	2020.03.28~2020.09.13	스튜디오드래곤, 본팩터리	이재상	양희승,안아름	천호진, 차화연, 이민정	25.2%	29.9%
SBS 금토	의사요한	32	2019.07.19~2019.09.07	KPJ	조수원	김지운	지성, 이세영, 이규형	8.3%	12.3%
	더 킹 : 영원의 군주	16	2020.04.17~2020.06.06	화앤담픽쳐스, 스튜디오드래곤	백상훈	김은숙	이민호, 김고은, 우도환	9.2%	11.6%
넷플릭스 오리지널	좋아하면 울리는	8	2019.08.22~2019.08.22	스튜디오드래곤	이나정	이아연, 서보라	김소현, 정가람, 송강	-	-
	나 홀로 그대	12	2020.02.07~	스튜디오드래곤	이상엽	류용재	윤현민, 고성희	-	-
	스위트홈	-	2020년 4분기	스튜디오드래곤, 스튜디오 N	이응복	홍소리,	송강, 이진욱, 이시영	-	-
방송사 미정	HERE	-	2020년 하반기	스튜디오드래곤, 지티스트	-	노희경	이병헌, 한지민, 신민아	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**3,796**	**4,687**	**5,402**	**6,502**	**7,360**
매출원가	3,240	4,208	4,676	5,548	6,206
매출총이익	556	479	727	955	1,154
판관비	157	192	227	239	251
영업이익	**399**	**287**	**500**	**716**	**903**
EBITDA	1,152	1,455	1,637	2,021	2,377
영업외손익	57	44	39	42	56
외환관련손익	26	28	52	0	0
이자손익	34	30	26	27	42
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-14	-39	14	14
법인세비용차감전순손익	456	331	540	757	960
법인세비용	98	66	136	183	232
계속사업순손익	358	264	403	574	727
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	358	264	403	574	727
지배지분순이익	**358**	**264**	**403**	**574**	**727**
포괄순이익	347	257	427	597	750
지배지분포괄이익	347	257	427	597	750

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,472**	**2,445**	**2,777**	**3,046**	**3,822**
현금및현금성자산	1,530	598	824	1,179	1,802
매출채권 및 기타채권	690	838	1,253	1,168	1,320
재고자산	6	0	0	0	0
비유동자산	2,652	3,371	3,635	3,635	3,634
유형자산	10	12	13	12	12
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	37	134	258	258	258
자산총계	**5,124**	**5,816**	**6,412**	**6,681**	**7,457**
유동부채	1,082	1,451	1,621	1,609	1,657
매입채무 및 기타채무	599	662	646	634	682
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	29	82	82	82	82
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**1,111**	**1,533**	**1,703**	**1,691**	**1,739**
지배지분	4,013	4,283	4,709	4,990	5,718
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	3,201	3,217	3,217	3,217	3,217
이익잉여금	676	935	1,339	1,597	2,324
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**4,013**	**4,283**	**4,709**	**4,990**	**5,718**
순차입금	**-1,573**	**-1,084**	**-921**	**-1,276**	**-1,900**
총차입금	21	79	80	80	80

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**-291**	**-122**	**812**	**1,795**	**1,939**
당기순이익	358	264	403	574	727
감가상각비	3	18	23	23	23
외환손익	-5	6	-37	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,394	-1,429	-744	-110	-287
기타현금흐름	747	1,019	1,167	1,307	1,476
투자활동 현금흐름	**1,406**	**-810**	**-608**	**-1,305**	**-1,474**
투자자산	-5	-188	-134	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-6	-19	-22	-22
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	1,414	-616	-455	-1,283	-1,451
재무활동 현금흐름	**-97**	**0**	**-1**	**3**	**3**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-100	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	3	0	-1	3	3
연결범위변동 등 기타	-1	0	22	-138	155
현금의 증감	**1,017**	**-932**	**225**	**355**	**623**
기초 현금	513	1,530	598	824	1,179
기말 현금	1,530	598	824	1,179	1,802
NOPLAT	**399**	**287**	**500**	**716**	**903**
FCF	**-330**	**-37**	**748**	**1,716**	**1,849**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,278	941	1,436	2,044	2,589
BPS	14,305	15,242	16,760	17,761	20,350
EBITDAPS	4,108	5,185	5,828	7,194	8,461
SPS	13,539	16,698	19,228	23,143	26,194
DPS	0	0	0	0	0
PER	**75.9**	**82.9**	**64.4**	**45.3**	**35.7**
PBR	**6.8**	**5.1**	**5.5**	**5.2**	**4.5**
EV/EBITDA	**22.2**	**14.3**	**15.3**	**12.2**	**10.1**
PSR	**7.2**	**4.7**	**4.8**	**4.0**	**3.5**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**32.4**	**23.5**	**15.3**	**20.4**	**13.2**
영업이익 증가율 (%)	**21.0**	**-28.1**	**74.3**	**43.1**	**26.2**
지배순이익 증가율 (%)	**50.3**	**-26.3**	**52.7**	**42.3**	**26.7**
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	13.5	14.7	15.7
영업이익률 (%)	**10.5**	**6.1**	**9.3**	**11.0**	**12.3**
지배순이익률 (%)	9.4	5.6	7.5	8.8	9.9
EBITDA 마진 (%)	30.3	31.1	30.3	31.1	32.3
ROIC	19.3	11.5	15.3	20.4	25.6
ROA	7.4	4.8	6.6	8.8	10.3
ROE	**9.3**	**6.4**	**9.0**	**11.8**	**13.6**
부채비율 (%)	27.7	35.8	36.2	33.9	30.4
순차입금/자기자본 (%)	-39.2	-25.3	-19.6	-25.6	-33.2
영업이익/금융비용 (배)	343.0	58.1	344.6	0.0	0.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(7) CJ CGV 분기별 실적 추이 및 전망

[표 36] CJ CGV 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결매출액	**4,412**	**4,048**	**4,730**	**4,504**	**4,646**	**4,819**	**4,975**	**4,983**	**2,433**	**472**	**2,902**	**3,090**	**17,694**	**19,423**	**8,897**	**19,028**
본사	2,202	2,214	2,820	2,512	2,488	2,663	2,821	2,567	1,278	369	1,768	1,620	9,748	10,539	5,036	9,552
4DX	218	294	374	339	209	319	283	318	214	32	85	95	1,225	1,129	426	1,229
중국 본사/상영관/광고	900	702	863	697	971	847	925	886	145	0	414	570	3,139	3,629	1,129	3,178
베트남 상영관	320	403	345	308	457	534	451	419	303	71	271	251	1,376	1,861	896	1,805
인도네시아 상영관	192	233	234	258	239	323	305	329	205	0	183	197	917	1,196	585	1,181
터키 상영관	627	317	212	521	387	263	256	550	337	0	154	330	1,677	1,456	821	1,435
연결영업이익	**192**	**3**	**326**	**256**	**235**	**235**	**310**	**452**	**-716**	**-1,211**	**-344**	**-162**	**777**	**1,220**	**-2,434**	**1,122**
본사	11	-12	256	106	73	93	265	254	-329	-477	-24	-50	361	684	-881	564
4DX	-3	40	60	38	-5	46	16	-44	-32	-90	-50	-40	135	13	-212	36
중국 본사/상영관/광고	75	-28	76	13	92	19	33	38	-328	-333	-235	-143	134	182	-1,038	-26
베트남 상영관	22	52	11	-6	72	64	41	25	6	-69	25	23	79	202	-16	188
인도네시아 상영관	-10	15	19	31	2	64	42	59	-17	-84	15	35	55	167	-50	171
터키 상영관	128	-33	-68	100	23	-29	-50	122	5	-119	-42	46	127	66	-110	77
연결 EBITDA	599	400	719	653	1,109	1,200	1,256	1,345	184	-308	601	783	2,371	4,910	1,260	4,814
본사	160	133	429	271	484	564	699	619	26	-119	366	330	994	2,365	603	2,107
4DX	15	53	76	55	14	65	47	-25	4	-62	-19	-10	199	101	-86	172
중국 본사/상영관/광고	174	73	175	113	307	248	273	325	-24	-53	54	157	535	1,153	134	1,198
베트남 상영관	53	84	46	31	156	159	136	120	102	33	129	128	214	571	392	635
인도네시아 상영관	27	55	58	71	53	128	100	94	38	-25	72	92	211	375	176	429
터키 상영관	168	2	-39	130	102	44	27	193	75	-45	33	120	261	366	184	383
연결순이익(지배주주)	**-53**	**-170**	**14**	**-1,197**	**-69**	**-88**	**18**	**-1,387**	**-955**	**-1,556**	**-725**	**-584**	**-1,407**	**-1,526**	**-3,820**	**-526**
NIM	-1%	-4%	0%	-27%	-1%	-2%	0%	-28%	-39%	-329%	-25%	-19%	-8%	-8%	-43%	-4%
본사 매출액	**2,202**	**2,214**	**2,820**	**2,512**	**2,488**	**2,663**	**2,821**	**2,567**	**1,278**	**369**	**1,768**	**1,620**	**9,748**	**10,539**	**5,036**	**9,552**
상영	1,487	1,471	1,903	1,629	1,687	1,717	1,849	1,656	792	236	1,175	1,066	6,490	6,910	3,270	6,421
매점	376	371	494	410	445	482	517	467	217	66	320	288	1,652	1,910	891	1,781
광고	211	231	281	281	186	276	293	285	169	28	176	171	1,003	1,040	543	850
기타	128	141	143	192	169	188	161	158	101	39	97	95	603	677	331	501
본사 매출총이익	**1,156**	**1,159**	**1,509**	**1,335**	**998**	**1,059**	**1,246**	**1,137**	**440**	**-112**	**692**	**592**	**5,158**	**4,440**	**1,612**	**4,165**
GPM	52%	52%	54%	53%	40%	40%	44%	44%	34%	-30%	39%	37%	53%	42%	32%	44%
본사 영업이익	**11**	**-12**	**256**	**106**	**73**	**93**	**265**	**254**	**-329**	**-477**	**-24**	**-50**	**361**	**684**	**-881**	**564**
OPM	1%	-1%	9%	4%	3%	3%	9%	10%	-26%	-129%	-1%	-3%	4%	6%	-17%	6%
[점포수]																
국내 직영점(개)	102	102	104	108	110	111	112	115	115	115	118	120	108	115	120	122
중국 점포(개)	100	101	107	118	120	125	134	141	140	142	145	147	118	141	147	154
베트남 점포(개)	55	57	63	71	73	76	77	82	84	84	88	90	71	82	90	98
인도네시아 점포(개)	46	46	47	57	57	61	62	67	68	68	73	77	57	67	77	87
터키 점포(개)	97	99	101	106	107	107	107	108	108	108	111	112	106	108	112	116
4DX 글로벌 스크린수(개)	498	540	562	612	630	656	679	730	737	737	780	800	612	730	800	900

주: 연결대상 중국실적은 중국 CGV 실적에서 JV 사이트 실적을 차감해 산출
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 37] CJ CGV 별도기준 사채 및 차입금 관련 정보

구분	만기일	이자율	금액(억원)
사채	2020-10-20	2.91	300
	2020-11-27	2.54	500
	2022-10-20	3.34	200
	2023-01-31	3.56	400
원화차입금	2021-11-22	2.43	1,500
외화차입금	2020-10-28	3M LIBOR + 1.79	58
	2022-05-23	3M LIBOR + 1.77	324

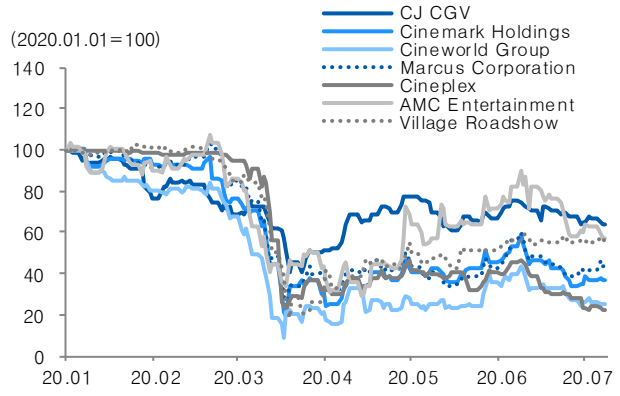
주: 1Q20 별도기준 분기보고서에 기재된 정보임.
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[표 38] CJ CGV 연결기준 사채 및 차입금 관련 정보

구분	만기일	이자율	금액(억원)	구분	만기일	이자율	금액(억원)
사채	2020-10-20	2.91	300	외화사채	2022-07-22	3M LIBOR + 0.95	289
	2020-11-27	2.54	500	원화차입금	2020-02-25	4.60	30
	2022-10-20	3.34	200		2020-10-13	단기한도대출금리+2.10	18
	2023-01-31	3.56	400		2021-11-22	2.43	1,500
	2020-02-28	4.21	150		2020-12-07	3.37	170
	2020-03-29	4.20	100		2023-04-26	3.50	320
	2020-07-27	4.20	200				
	2021-07-23	4.05	200				
외화차입금	2020-01-01	3.20	143	외화차입금	2020-07-25	3M LIBOR + 1.70	232
	2020-01-10	1M HIBOR +1.90	305		2020-08-04	Revolving Loan	117
	2020-01-14	5.50	15		2020-08-09	3.02	2
	2020-01-20	7.60	12		2020-09-28	3M LIBOR +1.80	220
	2020-01-29	3M LIBOR +1.79	58		2020-09-29	Revolving Loan	292
	2020-01-30	3M LIBOR +1.20	107		2020-10-13	3M LIBOR + 1.40	32
	2020-02-11	3M LIBOR +1.15	14		2020-10-15	3.03	116
	2020-03-31	6.80~6.90	267		2020-10-18	3M LIBOR +1.15	232
	2020-04-17	3M LIBOR +1.65	116		2020-10-31	3M LIBOR + 1.10	46
	2020-04-26	PBOC(1Y) * 1.08	20		2020-11-01	3M LIBOR +1.95	87
	2020-05-19	3M LIBOR +1.68	29		2020-12-14	1M HIBOR +0.80	74
	2020-05-31	1M LIBOR +1.50	15		2020-12-16	3M LIBOR +1.95	116
	2020-06-12	3M LIBOR +1.73	35		2020-12-18	2.3 ~ 3.80	178
	2020-06-26	PBOC(1~5Y)	41		2020-12-24	1M LIBOR + 1.10	41
	2020-07-17	1M HIBOR +0.80	149		2021-04-08	6.8	288
	2020-07-20	3M HIBOR +1.40	126		2022-05-23	3M LIBOR +1.17	324

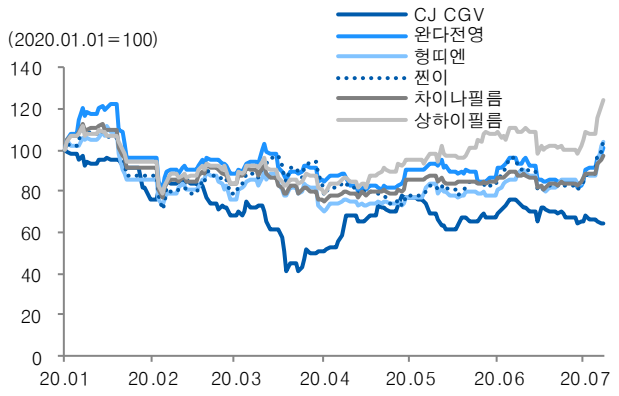
주: 1Q20 연결기준 사업보고서에 기재된 정보임.
자료: CJ CGV, 유안타증권 리서치센터

[그림 104] 선진국 상영관 주가 추이



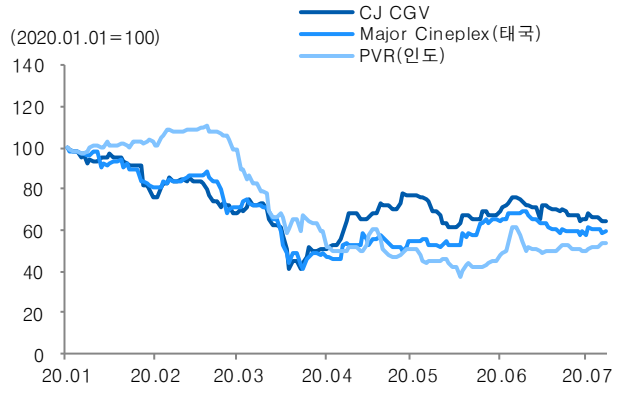
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 105] 중국 상영관 주가 추이



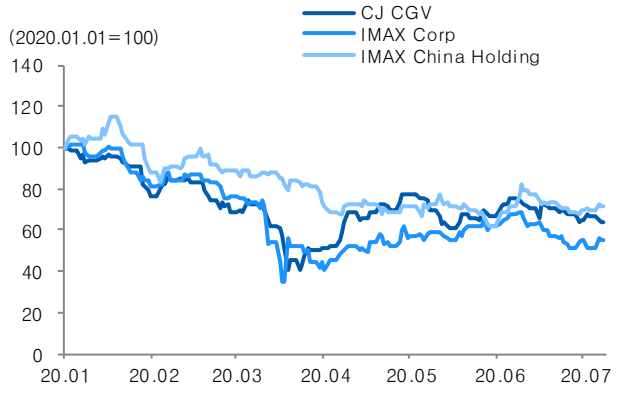
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 106] 신흥국 상영관 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 107] IMAX 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV (079160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**17,694**	**19,423**	**8,897**	**19,028**	**21,644**
매출원가	8,570	11,573	4,445	9,757	10,635
매출총이익	9,123	7,850	4,453	9,270	11,010
판관비	8,346	6,630	6,887	8,148	8,995
영업이익	**777**	**1,220**	**-2,434**	**1,122**	**2,014**
EBITDA	2,371	4,898	1,260	5,037	6,102
영업외손익	-2,882	-3,505	-1,689	-1,560	-1,589
외환관련손익	-16	-3	0	0	0
이자손익	-419	-1,516	-1,170	-1,560	-1,639
관계기업관련손익	47	49	-59	0	0
기타	-2,494	-2,035	-460	0	50
법인세비용차감전순손익	-2,105	-2,286	-4,123	-438	426
법인세비용	-219	105	-20	52	131
계속사업순손익	-1,885	-2,391	-4,104	-490	294
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,885	-2,391	-4,104	-490	294
지배지분순이익	**-1,407**	**-1,526**	**-3,820**	**-526**	**245**
포괄순이익	-3,601	-2,469	-4,182	-490	294
지배지분포괄이익	-1,996	-1,484	-2,960	-345	207

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**4,970**	**6,770**	**6,515**	**8,387**	**15,191**
현금및현금성자산	1,853	3,517	3,528	4,146	10,563
매출채권 및 기타채권	1,903	2,031	1,287	2,319	2,638
재고자산	188	216	275	495	563
비유동자산	17,372	38,470	36,392	33,748	30,930
유형자산	8,998	9,242	7,072	4,554	1,863
관계기업등 지분관련자산	501	544	412	286	159
기타투자자산	472	648	755	755	755
자산총계	**22,342**	**45,240**	**42,907**	**42,134**	**46,121**
유동부채	8,628	11,202	11,999	11,999	11,999
매입채무 및 기타채무	2,904	3,123	1,170	1,170	1,170
단기차입금	1,963	2,355	5,448	5,448	5,448
유동성장기부채	2,336	2,652	2,166	2,166	2,166
비유동부채	8,211	28,027	27,534	27,534	30,534
장기차입금	3,033	2,129	2,299	5,299	8,299
사채	1,847	1,086	-98	-98	-98
부채총계	**16,839**	**39,229**	**39,533**	**39,533**	**42,533**
지배지분	2,598	2,704	1,185	645	889
자본금	106	106	176	176	176
자본잉여금	899	899	3,234	3,234	3,234
이익잉여금	1,817	153	-3,683	-4,223	-3,979
비지배지분	2,906	3,307	2,189	1,956	2,699
자본총계	**5,503**	**6,011**	**3,374**	**2,601**	**3,588**
순차입금	**9,648**	**28,575**	**30,584**	**29,965**	**26,548**
총차입금	11,556	32,149	34,395	34,395	37,395

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**1,087**	**2,833**	**-2,083**	**1,652**	**3,475**
당기순이익	-1,885	-2,391	-4,104	-490	294
감가상각비	1,386	3,256	3,503	3,718	3,891
외환손익	19	-12	75	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	30	0	0
자산부채의 증감	-1,038	-499	-1,789	-1,780	-914
기타현금흐름	2,606	2,480	202	204	204
투자활동 현금흐름	**-434**	**-2,285**	**-1,005**	**-1,270**	**-1,270**
투자자산	13	-181	138	126	126
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,453	-1,993	-975	-1,200	-1,200
유형자산 감소	2,099	141	15	0	0
기타현금흐름	-93	-252	-183	-196	-196
재무활동 현금흐름	**-58**	**1,050**	**5,923**	**5,759**	**5,759**
단기차입금	-450	337	3,034	0	0
사채 및 장기차입금	-775	-1,404	-1,591	3,000	3,000
자본	0	0	2,404	0	0
현금배당	-121	-121	-78	-78	-78
기타현금흐름	1,289	2,238	2,154	2,837	2,837
연결범위변동 등 기타	-68	65	-2,823	-5,523	-1,547
현금의 증감	**528**	**1,663**	**11**	**618**	**6,417**
기초 현금	1,326	1,853	3,517	3,528	4,146
기말 현금	1,853	3,517	3,528	4,146	10,563
NOPLAT	**777**	**1,276**	**-2,434**	**1,257**	**2,014**
FCF	**-1,202**	**2,462**	**-1,493**	**2,192**	**3,366**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-6,022	-6,535	-10,242	-1,410	656
BPS	11,117	11,575	3,178	1,728	2,384
EBITDAPS	11,204	23,146	3,590	14,352	17,386
SPS	75,753	83,156	23,856	51,018	58,035
DPS	181	0	0	0	0
PER	**-9.1**	**-5.3**	**-2.0**	**-14.3**	**30.7**
PBR	**4.9**	**3.0**	**6.3**	**11.7**	**8.5**
EV/EBITDA	**10.7**	**8.2**	**29.4**	**7.2**	**5.5**
PSR	**0.7**	**0.4**	**0.8**	**0.4**	**0.3**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**3.2**	**9.8**	**-54.2**	**113.9**	**13.8**
영업이익 증가율 (%)	**-9.9**	**57.0**	**적전**	**흑전**	**79.5**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**-146.5**
매출총이익률 (%)	51.6	40.4	50.0	48.7	50.9
영업이익률 (%)	**4.4**	**6.3**	**-27.4**	**5.9**	**9.3**
지배순이익률 (%)	-7.9	-7.9	-42.9	-2.8	1.1
EBITDA 마진 (%)	13.4	25.2	14.2	26.5	28.2
ROIC	5.0	10.9	-22.5	12.9	17.5
ROA	-6.0	-4.5	-8.7	-1.2	0.6
ROE	**-49.5**	**-57.6**	**-196.4**	**-57.5**	**31.9**
부채비율 (%)	306.0	652.6	1,171.5	1,519.9	1,185.4
순차입금/자기자본 (%)	371.4	1,056.9	2,580.1	4,648.5	2,985.7
영업이익/금융비용 (배)	1.6	0.8	-2.0	0.7	1.2

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(8) 제이콘텐트리 분기별 실적 추이 및 전망

[표 39] 제이콘텐트리 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**1,096**	**1,113**	**1,570**	**1,334**	**1,263**	**1,311**	**1,430**	**1,538**	**1,030**	**693**	**1,446**	**1,234**	**5,113**	**5,542**	**4,403**	**6,677**
방송	387	460	547	535	519	625	508	686	515	589	912	738	1,929	2,209	2,753	3,686
영화	704	648	1,022	797	738	820	915	806	412	105	534	496	2,990	3,206	1,546	2,991
영업이익	**40**	**82**	**182**	**42**	**110**	**163**	**153**	**-72**	**-156**	**-79**	**90**	**64**	**347**	**354**	**-82**	**640**
방송	3	59	35	25	56	8	56	-101	-26	98	94	66	122	14	233	342
영화	30	16	150	17	55	156	111	68	-122	-177	-4	-2	216	392	-306	298
OPM	4%	7%	12%	3%	9%	12%	11%	-5%	-15%	-11%	6%	5%	7%	6%	-2%	10%
방송	1%	13%	6%	5%	11%	1%	11%	-15%	-5%	17%	10%	9%	6%	1%	8%	9%
영화	4%	2%	15%	2%	7%	19%	12%	8%	-30%	-170%	-1%	0%	7%	12%	-20%	10%
지배 순이익	**46**	**25**	**97**	**32**	**40**	**71**	**42**	**-141**	**-144**	**-60**	**37**	**22**	**185**	**11**	**-145**	**306**
NIM	4%	2%	6%	2%	3%	5%	3%	-9%	-14%	-9%	3%	2%	4%	0%	-3%	5%
[성장률; YoY]																
영업수익	26%	15%	36%	10%	15%	18%	-9%	15%	-18%	-47%	1%	-20%	22%	8%	-21%	52%
영업이익	-23%	-8%	71%	-51%	176%	96%	-16%	적전	적전	적전	-41%	흑전	4%	2%	적전	흑전
지배 순이익	32%	-21%	흑전	108%	-13%	185%	-57%	적전	적전	적전	-12%	흑전	187%	-94%	적전	흑전

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 40] 제이콘텐트리 방송부문 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**387**	**460**	**547**	**535**	**525**	**491**	**508**	**686**	**515**	**589**	**912**	**738**	**1,929**	**2,209**	**2,753**	**3,686**
방영권	132	68	202	151	210	158	184	179	121	200	293	293	553	732	906	1,190
유통	161	289	237	266	277	299	308	436	365	354	604	374	953	1,320	1,696	2,343
- 국내	126	158	132	145	177	140	186	192	184	142	156	156	560	696	638	940
- 해외	35	132	105	121	100	158	122	244	181	212	448	218	393	624	1,058	1,403
기타	93	103	108	118	38	34	15	71	28	35	15	72	422	158	151	154
매출총이익	**70**	**145**	**104**	**117**	**133**	**96**	**130**	**2**	**80**	**204**	**204**	**174**	**437**	**361**	**663**	**800**
GPM	18%	32%	19%	22%	25%	20%	26%	0%	16%	35%	22%	24%	23%	16%	24%	22%
영업이익	**3**	**59**	**35**	**25**	**57**	**10**	**47**	**-101**	**-26**	**98**	**94**	**66**	**122**	**14**	**233**	**342**
OPM	1%	13%	6%	5%	11%	2%	9%	-15%	-5%	17%	10%	9%	6%	1%	8%	9%
[제이콘텐트리 본사]																
매출액	**174**	**138**	**199**	**187**	**172**	**206**	**181**	**175**	**137**	**-**	**-**	**-**	**699**	**734**	**-**	**-**
- JTBC 향	130	60	119	100	110	125	122	94	84	-	-	-	409	451	-	-
- JTBC 콘텐트허브향	38	72	71	73	54	74	37	84	38	-	-	-	254	249	-	-
- 기타	6	6	9	14	8	7	22	-4	15	-	-	-	36	34	-	-
영업이익	**2**	**24**	**8**	**16**	**7**	**-33**	**10**	**-124**	**-19**	**-**	**-**	**-**	**50**	**-140**	**-**	**-**
OPM	1%	18%	4%	9%	4%	-16%	6%	-71%	-14%	-	-	-	7%	-19%	-	-
[JTBC 스튜디오]																
매출액	**301**	**503**	**355**	**457**	**453**	**432**	**406**	**598**	**434**	**-**	**-**	**-**	**1,617**	**1,889**	**-**	**-**
영업이익	**5**	**42**	**21**	**3**	**48**	**41**	**38**	**14**	**-7**	**-**	**-**	**-**	**71**	**140**	**-**	**-**
OPM	2%	8%	6%	1%	11%	9%	9%	2%	-2%	-	-	-	4%	7%	-	-

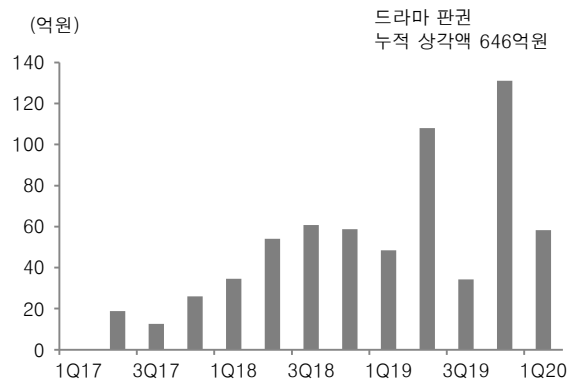
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 108] 제이콘텐트리 본사 판권 잔액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 109] 제이콘텐트리 본사 판권 상각비 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 41] 제이콘텐트리 영화부문(메가박스) 실적 추이 및 전망

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
[실적 지표]																
한국 극장관객수(만명)	5,130	4,506	6,686	5,317	5,507	5,425	6,147	5,592	2,605	637	3,688	3,355	21,638	22,671	10,285	20,484
메가박스 직영점 관객수(만명)	575	515	762	636	593	614	688	648	296	72	413	389	2,489	2,544	1,169	2,302
한국 극장관객수(YoY)	-2%	0%	5%	-9%	7%	20%	-8%	5%	-53%	-88%	-40%	-40%	-2%	5%	-55%	99%
메가박스 직영점 관객수(YoY)	3%	9%	17%	-3%	3%	19%	-10%	2%	-50%	-88%	-40%	-40%	6%	2%	-54%	97%
메가박스 직영점 점포수(개)	40	40	41	39	38	40	42	43	44	44	45	46	39	43	46	47
[메가박스 실적]																
매출액	**660**	**639**	**937**	**755**	**731**	**800**	**869**	**806**	**412**	**105**	**534**	**496**	**2,990**	**3,206**	**1,546**	**2,991**
상영	389	366	542	444	421	461	481	453	227	55	309	293	1,742	1,816	883	1,731
매점	120	124	175	132	142	155	162	158	68	17	96	90	551	616	271	535
광고	77	80	100	87	70	99	122	106	49	10	85	74	344	397	218	380
배급/투자	9	2	27	9	7	8	8	8	7	0	5	6	48	30	19	36
기타	65	66	92	82	91	78	97	82	60	23	39	33	305	347	155	310
매출총이익	**424**	**414**	**604**	**482**	**462**	**523**	**554**	**518**	**249**	**58**	**327**	**312**	**1,924**	**2,057**	**946**	**1,920**
GPM	64%	65%	64%	64%	63%	65%	64%	64%	61%	55%	61%	63%	64%	64%	61%	64%
판관비	402	391	450	465	408	366	441	450	372	235	331	315	1,708	1,664	1,252	1,622
SG&A Ratio	61%	61%	48%	62%	56%	46%	51%	56%	90%	225%	62%	63%	57%	52%	81%	54%
영업이익	**23**	**23**	**154**	**17**	**54**	**156**	**113**	**68**	**-122**	**-177**	**-4**	**-2**	**216**	**392**	**-306**	**298**
OPM	3%	4%	16%	2%	7%	20%	13%	8%	-30%	-170%	-1%	0%	7%	12%	-20%	10%
EBITDA	**66**	**66**	**198**	**62**	**171**	**276**	**233**	**188**	**-3**	**-58**	**116**	**118**	**393**	**869**	**173**	**778**
Margin	10%	10%	21%	8%	23%	35%	27%	23%	-1%	-55%	22%	24%	13%	27%	11%	26%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 42] JTBC 드라마 라인업

편성 슬롯	드라마타이틀	횟수 (회)	편성기간	연출	극본	출연	시청률		JTBC 스튜디오 제작
							평균	최고	
월화	그냥 사랑하는 사이	16	2017.12.11~2018.01.30	김진원	유보라	이준호, 원진아, 이기우	1.7%	2.4%	X
	으라차차 와이키키	20	2018.02.05~2018.04.17	이창민	김기호	김정현, 이이경, 손승원	1.8%	2.2%	O
	미스 함무라비	16	2018.05.21~2018.07.10	곽정환	문유석	고아라, 김명수, 성동일	4.4%	5.3%	X
	라이프	16	2018.07.23~2018.09.11	홍종찬	이수연	이동욱, 조승우, 원진아	4.7%	5.6%	X
	뷰티 인사이드	16	2018.10.01~2018.11.20	송현욱	임메아리	서현진, 이민기, 류화영	4.2%	5.3%	X
	일단 뜨겁게 청소하라	16	2018.11.26~2019.02.04	노종찬	한희정	김유정, 안효섭, 송재림	2.8%	3.6%	O
	눈이 부시게	12	2019.02.11~2019.03.19	김석윤	이남규, 김수진	김혜자, 한지민, 남주혁	6.3%	9.7%	O
	으라차차 와이키키 2	16	2019.03.25~2019.05.14	이창민	김기호 등	김선호, 이이경, 신현수	1.6%	2.1%	O
	바람이 분다	16	2019.05.27~2019.07.16	정정화	황주하	김우성, 김하늘	3.7%	4.7%	O
	열여덟의 순간	16	2019.07.22~2019.09.10	심나연	윤경아	옹성우, 김향기, 신승호	3.4%	3.9%	O
	꽃파당: 조선혼담공작소	16	2019.09.16~2019.11.05	김가람	김이랑	김민재, 공승연, 서지훈	3.3%	4.3%	X
	보좌관 시즌2	10	2019.11.11~2019.12.10	곽정환	이대일	이정재, 신민아, 이엘리야	4.3%	5.3%	X
	검사내전	16	2019.12.16~2020.02.11	이태곤	박연선 등	이선균, 정려원, 이성재	3.8%	5.0%	X
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	16	2020.02.24~2020.04.21	한지승	한가람	박민영, 서강준, 문정희	2.3%	2.7%	X
	아식남녀	12	2020.05.25~2020.06.30	송지원	박승혜	정일우, 강지영	0.8%	1.5%	X
	모범형사 **(방영중)**	16	2020.07.06~	조남국	최진원	손현주, 장승조, 이엘리야	-	-	O
	18 어게인	-	2020년 하반기	하병훈	김도연, 안은빈,	김하늘, 윤상현	-	-	O
금토	힘쎈여자 도봉순	16	2017.02.24~2017.04.15	이형민	백미경	박보영, 박형식, 지수	7.6%	9.7%	O
	맨투맨	16	2017.04.21~2017.06.10	이창민	김원석	박해진, 박성웅, 김민정	3.2%	4.1%	O
	품위있는 그녀	20	2017.06.16~2017.08.19	김윤철	백미경	김희선, 김선아, 정상훈	6.6%	12.1%	O
	청춘시대 2	14	2017.08.25~2017.10.07	이태곤, 김상호	박연선	한예리, 한승연, 박은빈	2.8%	4.1%	O
	더 패키지	12	2017.10.13~2017.11.18	전창근	천성일	정용화, 이연희	1.8%	2.4%	O
	언터처블	16	2017.11.24~2018.01.20	조남국	최진원	진구, 김성균, 정은지	2.8%	4.0%	O
	미스티	16	2018.02.02~2018.03.24	모완일	제인	김남주, 지진희, 전혜진	6.3%	8.5%	X
	밥 잘 사주는 예쁜 누나	16	2018.03.30~2018.05.19	안판석	김은	손예진, 정해인, 길해연	5.5%	7.3%	O
	스케치	16	2018.05.25~2018.07.14	임태우	강현성	비, 이동건, 이선빈	2.8%	3.7%	O
	내 아이디는 강남미인	16	2018.07.27~2018.09.15	최성범	최수영	임수향, 차은우, 조우리	4.2%	5.8%	X
	제3의 매력	16	2018.09.28~2018.11.17	표민수	박희권, 박은영	서강준, 이솜, 양동근	2.6%	3.4%	X
	Sky 캐슬	20	2018.11.23~2019.02.01	조현탁	유현미	염정아, 이태란, 윤세아	12.5%	23.8%	O
	리갈하이	16	2019.02.08~2019.03.30	김정현	박성진	진구, 서은수, 윤박	2.5%	3.3%	X
	아름다운 세상	16	2019.04.05~2019.05.25	박찬홍	김지우	박희순, 추자현, 오만석	3.8%	5.8%	X
	보좌관 시즌1	10	2019.06.14~2019.07.13	곽정환	이대일	이정재, 신민아, 이엘리야	4.5%	5.3%	X
	멜로가 체질	16	2019.08.09~2019.09.28	이병헌, 김혜영	이병헌, 김영영	천우희, 전여빈	1.5%	1.8%	X
	나의 나라	16	2019.10.04~2019.11.23	김진원	채승대	양세종, 우도환, 김설현	4.3%	5.0%	X
	초콜릿	16	2019.11.29~2020.01.18	이형민	이경희	윤계상, 하지원	4.2%	4.6%	O
	이태원 클라쓰	16	2020.01.31~2020.03.21	김성윤	조광진	박서준, 김다미, 권나라	11.9%	16.5%	콘텐츠지음
	부부의 세계	16	2020.03.27~2020.05.16	모완일	주현	김희애, 박해준, 박선영	18.8%	28.4%	O
	우아한 친구들	16	2020.07.10~	송현욱	박효연, 김경선	유준상, 송윤아, 김성오	-	-	X
	경우의 수	16	2020.09~	최성범	조승희	옹성우, 신예은, 표지훈	-	-	O
	괴물	16	2020.11~	심나연	김수진	여진구	-	-	-
수목	쌍갑포차	12	2020.05.20~2020.06.25	전창근	하윤아	황정음, 육성재, 최원영	2.9%	3.7%	O
	우리, 사랑했을까 **(방영중)**	16	2020.07.08~	김도형	이승진	송지효, 손호준, 송종호	-	-	O
	사생활	16	2020년 하반기	남건	유성열	서현, 고경표, 김효진	-	-	X
슬롯미정	허쉬	-	2020년 하반기	최규식	김정민	황정민, 임윤아	-	-	X
	런 온	-	2020년 하반기	이재훈	박민숙	임시완, 신세경	-	-	콘텐츠지음
	영거	-	2020년~	-	-	-	-	-	-
넷플릭스	지금 우리 학교는 **(넷플릭스 오리지널)**	12~16	2020년 ~	이재규	천성일	윤찬영, 박지후	-	-	필름몬스터

자료: 유안타증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**5,113**	**5,542**	**4,403**	**6,677**	**7,081**
매출원가	2,738	3,145	2,671	3,622	3,744
매출총이익	2,375	2,397	1,732	3,055	3,337
판관비	2,027	2,043	1,814	2,415	2,496
영업이익	**347**	**354**	**-82**	**640**	**841**
EBITDA	770	1,238	653	1,444	1,724
영업외손익	-12	-146	-104	-101	-73
외환관련손익	4	2	3	0	0
이자손익	-35	-77	-101	-101	-73
관계기업관련손익	-1	-6	0	0	0
기타	20	-65	-6	0	0
법인세비용차감전순손익	336	208	-186	539	767
법인세비용	80	102	2	130	186
계속사업순손익	256	106	-188	408	581
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	256	106	-188	408	581
지배지분순이익	**184**	**11**	**-145**	**306**	**436**
포괄순이익	299	127	-187	409	583
지배지분포괄이익	223	34	-142	310	441

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**3,421**	**2,368**	**2,428**	**2,638**	**3,165**
현금및현금성자산	1,416	640	580	527	977
매출채권 및 기타채권	912	1,014	761	1,024	1,075
재고자산	329	256	422	422	448
비유동자산	4,791	9,249	9,606	9,606	9,209
유형자산	2,085	2,579	2,661	2,661	2,582
관계기업등 지분관련자산	4	113	113	113	113
기타투자자산	818	880	918	918	918
자산총계	**8,212**	**11,616**	**12,034**	**12,244**	**12,374**
유동부채	2,711	3,392	3,830	4,093	3,987
매입채무 및 기타채무	1,295	1,187	1,002	1,025	1,105
단기차입금	629	723	1,960	2,201	2,442
유동성장기부채	560	991	407	407	407
비유동부채	1,292	4,018	4,148	3,948	3,748
장기차입금	432	100	474	474	474
사채	371	406	0	-200	-400
부채총계	**4,003**	**7,411**	**7,978**	**8,041**	**7,735**
지배지분	3,370	3,188	3,095	3,213	3,649
자본금	720	720	819	819	819
자본잉여금	1,583	1,545	1,545	1,545	1,545
이익잉여금	955	834	689	805	1,242
비지배지분	839	1,018	961	990	990
자본총계	**4,209**	**4,206**	**4,056**	**4,203**	**4,639**
순차입금	**237**	**4,624**	**5,413**	**5,507**	**5,098**
총차입금	2,215	5,570	6,342	6,383	6,424

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**248**	**398**	**-392**	**140**	**636**
당기순이익	256	106	-188	408	581
감가상각비	177	486	420	486	565
외환손익	-2	0	-2	0	0
종속,관계기업관련손익	1	6	0	0	0
자산부채의 증감	-535	-594	-910	-1,074	-829
기타현금흐름	353	393	288	319	319
투자활동 현금흐름	**-478**	**-1,012**	**-599**	**-819**	**-501**
투자자산	-26	-148	-8	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-288	-699	-417	-486	-486
유형자산 감소	4	38	1	0	0
기타현금흐름	-169	-202	-176	-333	-15
재무활동 현금흐름	**1,152**	**-162**	**336**	**-33**	**-33**
단기차입금	25	90	238	241	241
사채 및 장기차입금	-383	-86	162	-200	-200
자본	1,548	0	0	0	0
현금배당	-13	-13	-13	-13	-13
기타현금흐름	-25	-153	-51	-61	-61
연결범위변동 등 기타	0	0	596	658	347
현금의 증감	**922**	**-776**	**-59**	**-53**	**450**
기초 현금	494	1,416	640	580	527
기말 현금	1,416	640	580	527	977
NOPLAT	**347**	**354**	**-83**	**640**	**841**
FCF	**-137**	**-229**	**-676**	**-271**	**205**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,448	78	-886	1,869	2,662
BPS	23,637	22,374	19,074	19,799	22,486
EBITDAPS	604	8,590	3,983	8,813	10,519
SPS	40,127	38,468	26,874	40,752	43,214
DPS	0	0	0	0	0
PER	**43.1**	**574.4**	**-37.6**	**17.8**	**12.5**
PBR	**2.6**	**2.0**	**1.7**	**1.7**	**1.5**
EV/EBITDA	**11.4**	**9.8**	**18.1**	**8.3**	**6.7**
PSR	**1.6**	**1.2**	**1.2**	**0.8**	**0.8**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**21.6**	**8.4**	**-20.5**	**51.6**	**6.0**
영업이익 증가율 (%)	**4.2**	**1.9**	**적전**	**흑전**	**31.3**
지배순이익 증가율 (%)	**186.6**	**-93.9**	**적전**	**흑전**	**42.4**
매출총이익률 (%)	46.4	43.3	39.3	45.8	47.1
영업이익률 (%)	**6.8**	**6.4**	**-1.9**	**9.6**	**11.9**
지배순이익률 (%)	3.6	0.2	-3.3	4.6	6.2
EBITDA 마진 (%)	15.1	22.3	14.8	21.6	24.3
ROIC	9.7	5.5	-2.1	11.5	14.7
ROA	2.5	0.1	-1.2	2.5	3.5
ROE	**7.4**	**0.3**	**-4.6**	**9.7**	**12.7**
부채비율 (%)	95.1	176.2	196.7	191.3	166.7
순차입금/자기자본 (%)	7.0	145.0	174.9	171.4	139.7
영업이익/금융비용 (배)	4.2	2.5	-0.5	4.1	5.3

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(9) 에스엠 분기별 실적 추이 및 전망

[표 43] 에스엠 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**1,106**	**1,244**	**1,687**	**2,085**	**1,308**	**1,596**	**1,735**	**1,940**	**1,447**	**1,292**	**1,304**	**1,573**	**6,122**	**6,578**	**5,616**	**7,422**
SME	594	605	657	959	570	646	837	1,022	684	639	545	653	2,815	3,075	2,521	3,289
SM Japan	263	163	204	319	149	160	201	284	143	49	52	85	949	794	329	656
Dream Maker	67	124	179	213	163	140	294	199	54	69	92	116	583	796	331	870
SM C&C	375	525	445	625	352	427	398	488	338	392	390	490	1,970	1,666	1,610	1,778
키이스트	-	-	384	214	234	333	217	219	315	323	357	387	598	1,003	1,381	1,384
연결 영업이익	**104**	**100**	**121**	**152**	**28**	**38**	**199**	**138**	**17**	**33**	**12**	**25**	**477**	**404**	**86**	**518**
SME	93	84	74	167	86	19	157	110	78	97	38	37	418	372	251	450
SM Japan	60	29	45	44	20	42	36	39	-3	-5	-3	7	178	136	-5	83
Dream Maker	3	9	25	11	20	5	33	3	0	0	0	2	48	60	2	77
SM C&C	-30	-3	4	9	-21	9	25	36	-35	-6	10	21	-21	48	-11	25
키이스트	-	-	8	-32	-12	7	-5	-5	24	-1	18	9	-24	-15	50	63
(기타 및 내부거래)	-22	-19	-35	-47	-64	-44	-45	-44	-46	-51	-51	-51	-123	-197	-200	-180
OPM	9%	8%	7%	7%	2%	2%	11%	7%	1%	3%	1%	2%	8%	6%	2%	7%
SME	16%	14%	11%	17%	15%	3%	19%	11%	11%	15%	7%	6%	15%	12%	10%	14%
SM Japan	23%	18%	22%	14%	13%	26%	18%	14%	-2%	-10%	-6%	8%	19%	17%	-1%	13%
Dream Maker	4%	7%	14%	5%	12%	3%	11%	2%	0%	0%	0%	2%	8%	8%	0%	9%
SM C&C	-8%	-1%	1%	1%	-6%	2%	6%	7%	-10%	-2%	2%	4%	-1%	3%	-1%	1%
키이스트	-	-	2%	-15%	-5%	2%	-2%	-2%	8%	0%	5%	2%	-4%	-1%	4%	5%
지배주주순이익	**112**	**51**	**64**	**80**	**-10**	**5**	**83**	**-169**	**4**	**35**	**-26**	**-28**	**306**	**-91**	**-23**	**301**
NIM	10%	4%	4%	4%	-1%	0%	5%	-9%	0%	3%	-2%	-2%	5%	-1%	0%	4%
[본사 실적]																
매출액	**594**	**605**	**657**	**959**	**570**	**646**	**837**	**1,022**	**683**	**639**	**545**	**653**	**2,816**	**3,075**	**2,521**	**3,289**
음반	116	121	88	342	84	133	176	249	189	239	141	185	667	642	526	687
음원	98	106	94	153	152	134	162	171	189	201	194	212	451	619	507	662
매니지먼트	381	378	475	464	334	378	499	602	305	198	211	256	1,699	1,813	1,487	1,940
매출총이익	242	228	229	395	238	201	313	366	230	249	191	235	1,093	1,119	930	1,230
GPM	41%	38%	35%	41%	42%	31%	37%	36%	34%	39%	35%	36%	39%	36%	37%	37%
영업이익	**93**	**84**	**74**	**167**	**86**	**19**	**157**	**110**	**77**	**97**	**38**	**37**	**419**	**372**	**251**	**450**
OPM	16%	14%	11%	17%	15%	3%	19%	11%	11%	15%	7%	6%	15%	12%	10%	14%
[C&C 실적]																
매출액	**375**	**525**	**445**	**623**	**352**	**427**	**398**	**488**	**338**	**392**	**390**	**490**	**1,970**	**1,666**	**1,610**	**1,778**
영상콘텐츠	96	182	38	63	46	35	30	63	32	42	36	75	379	173	185	221
매니지먼트	53	50	55	53	53	54	60	65	56	57	63	69	210	232	244	257
여행	21	27	30	20	29	26	28	27	15	3	3	3	99	110	23	86
광고대행	205	266	322	488	223	309	277	330	233	291	288	343	1,280	1,139	1,156	1,213
영업이익	**-30**	**-3**	**4**	**8**	**-21**	**9**	**25**	**36**	**-35**	**-6**	**10**	**21**	**-21**	**48**	**-11**	**25**
OPM	-8%	-1%	1%	1%	-6%	2%	6%	7%	-10%	-2%	2%	4%	-1%	3%	-1%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 44] 에스엠 온라인 전용 콘서트 '비욘드 라이브' 진행 상황

공연일	아티스트	공연명	관객수 (만명)
2020-04-26	SuperM	Beyond the Future	7.5
2020-05-03	WayV	Beyond the Vision	미공개
2020-05-10	NCT Dream	Beyond the Dream Show	미공개
2020-05-17	NCT 127	Beyond the Origin	10.4
2020-05-24	동방신기	Beyond the T	미공개
2020-05-31	슈퍼주니어	Beyond the Super Show	12.3

자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 110] 동방신기 비욘드라이브 콘서트에서 등장한 고래 AR 그래픽



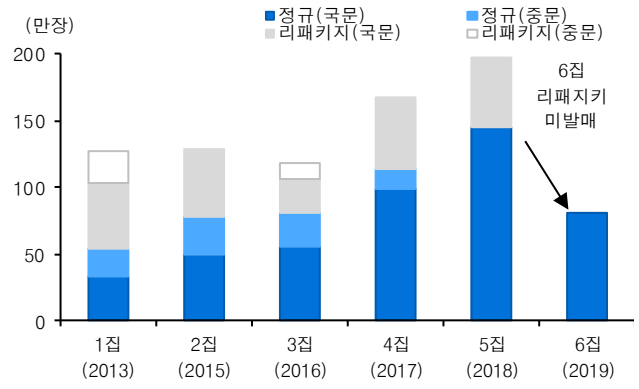
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 111] 슈퍼주니어 비욘드라이브 콘서트에서 등장한 최시원 3D 혼합현실 이미지



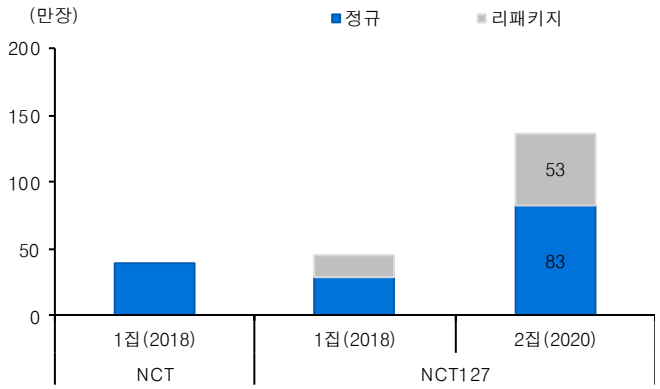
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 112] EXO 정규앨범 및 리패키지앨범 판매량 추이



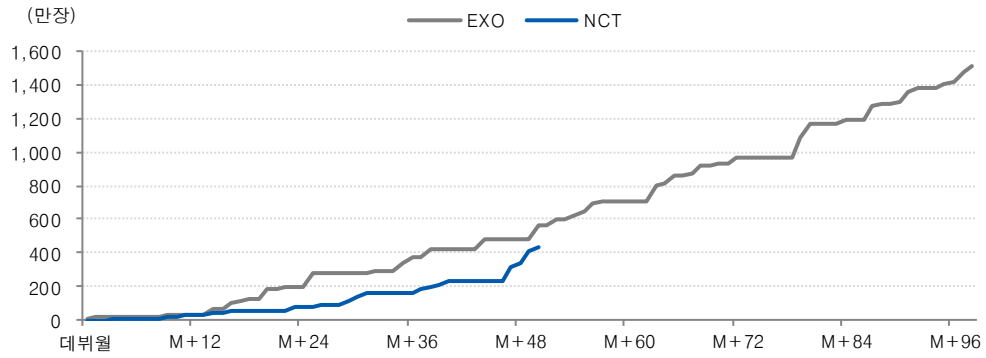
자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

[그림 113] NCT 정규앨범 및 리패키지앨범 판매량 추이



자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

[그림 114] EXO 및 NCT 누적 음반판매량 추이



자료: 가온차트, 유안타증권 리서치센터

[표 45] 키이스트 2020 년 드라마 라인업 - **연간 5~7 편**

편성 여부	드라마	플랫폼	회차	편성 기간	연출	작가	출연	비고
확정	하이에나	SBS	16	2020.02.21 ~ 2020.04.11	장태유	김루리	김혜수, 주지훈	IP 확보 작품
	보건교사 안은영	넷플릭스	6	2020년 3분기	이경미	정세랑	정유미, 남주혁	넷플릭스 오리지널 (시즌제)
	나의 위험한 아내	MBN	16	2020년 3분기	이형민	황다은	김정은, 최원영	-
	HUSH	JTBC	16	2020년 4분기	최규식	김정민	황정민, 임윤아	-
	학원물 (제목미정)	JTBC	16	2020년 4분기	-	-	-	플레이리스트 공동제작
미확정	네 이웃의 속삭임	국내 OTT	8	2020년 하반기	-	-	-	시즌제
	K-POP 드라마 (제목미정)	넷플릭스	-	2020년 하반기	-	김세랑	-	-

자료: 키이스트, 유안타증권 리서치센터

에스엠 (041510) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**6,122**	**6,578**	**5,616**	**7,422**	**8,558**
매출원가	4,095	4,422	3,828	5,059	5,833
매출총이익	2,027	2,156	1,788	2,363	2,725
판관비	1,550	1,752	1,702	1,846	1,941
영업이익	**477**	**404**	**86**	**518**	**784**
EBITDA	877	1,041	526	852	1,118
영업외손익	-18	-294	-5	3	18
외환관련손익	48	29	49	0	0
이자손익	0	1	-12	-12	-7
관계기업관련손익	-64	-108	-40	-30	-20
기타	-2	-216	-2	45	45
법인세비용차감전순손익	460	110	82	520	801
법인세비용	226	271	91	167	257
계속사업순손익	234	-162	-10	353	544
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	234	-162	-10	353	544
지배지분순이익	**306**	**-91**	**-23**	**301**	**482**
포괄순이익	270	-122	214	577	767
지배지분포괄이익	345	-64	153	416	553

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**5,374**	**6,287**	**5,427**	**6,504**	**7,311**
현금및현금성자산	2,373	2,850	2,452	2,974	3,491
매출채권 및 기타채권	1,887	1,955	1,577	2,063	2,316
재고자산	115	148	167	236	272
비유동자산	4,651	4,869	4,830	4,830	4,800
유형자산	933	1,057	1,069	1,069	1,069
관계기업등 지분관련자산	1,011	655	641	641	611
기타투자자산	505	439	447	447	447
자산총계	**10,025**	**11,156**	**10,257**	**11,334**	**12,110**
유동부채	3,942	4,370	3,334	3,912	4,207
매입채무 및 기타채무	2,900	3,055	2,031	2,609	2,903
단기차입금	73	69	97	97	97
유동성장기부채	364	356	357	357	357
비유동부채	321	459	438	438	438
장기차입금	33	27	24	24	24
사채	69	93	95	95	95
부채총계	**4,263**	**4,829**	**3,772**	**4,350**	**4,644**
지배지분	4,242	4,442	4,616	4,989	5,471
자본금	115	117	117	117	117
자본잉여금	2,191	2,453	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	1,742	1,645	1,621	1,772	2,254
비지배지분	1,519	1,886	1,870	1,995	1,995
자본총계	**5,761**	**6,328**	**6,485**	**6,984**	**7,466**
순차입금	**-2,282**	**-2,970**	**-2,500**	**-3,022**	**-3,539**
총차입금	539	793	800	800	800

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**1,200**	**919**	**207**	**1,256**	**1,418**
당기순이익	234	-162	-10	353	544
감가상각비	129	255	334	334	334
외환손익	0	-1	-35	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	30	30	20
자산부채의 증감	524	-48	-616	73	55
기타현금흐름	313	875	503	465	465
투자활동 현금흐름	**-1,270**	**-529**	**-360**	**-393**	**-393**
투자자산	-320	50	2	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-104	-135	-278	-334	-334
유형자산 감소	7	4	1	0	0
기타현금흐름	-854	-449	-85	-58	-58
재무활동 현금흐름	**460**	**59**	**-140**	**-147**	**-147**
단기차입금	-65	-44	20	0	0
사채 및 장기차입금	-11	119	0	0	0
자본	350	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	186	-16	-160	-147	-147
연결범위변동 등 기타	29	28	-105	-194	-361
현금의 증감	**419**	**476**	**-398**	**522**	**517**
기초 현금	1,955	2,373	2,850	2,452	2,974
기말 현금	2,373	2,850	2,452	2,974	3,491
NOPLAT	**477**	**404**	**86**	**518**	**784**
FCF	**1,064**	**-141**	**-464**	**425**	**586**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,361	-390	-98	1,281	2,055
BPS	18,450	18,970	19,711	21,307	23,365
EBITDAPS	3,902	4,467	2,244	3,633	4,767
SPS	27,227	28,215	23,951	31,652	36,494
DPS	0	0	0	0	0
PER	**31.8**	**-100.5**	**-321.8**	**24.6**	**15.3**
PBR	**2.3**	**2.1**	**1.6**	**1.5**	**1.3**
EV/EBITDA	**10.2**	**7.7**	**12.8**	**7.5**	**5.2**
PSR	**1.6**	**1.4**	**1.3**	**1.0**	**0.9**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**67.6**	**7.4**	**-14.6**	**32.2**	**15.3**
영업이익 증가율 (%)	**336.4**	**-15.4**	**-78.6**	**499.8**	**51.4**
지배순이익 증가율 (%)	**606.9**	**적전**	**적지**	**흑전**	**60.4**
매출총이익률 (%)	33.1	32.8	31.8	31.8	31.8
영업이익률 (%)	**7.8**	**6.1**	**1.5**	**7.0**	**9.2**
지배순이익률 (%)	5.0	-1.4	-0.4	4.0	5.6
EBITDA 마진 (%)	14.3	15.8	9.4	11.5	13.1
ROIC	13.8	-32.2	-0.5	14.1	21.4
ROA	3.4	-0.9	-0.2	2.8	4.1
ROE	**8.0**	**-2.1**	**-0.5**	**6.3**	**9.2**
부채비율 (%)	74.0	76.3	58.2	62.3	62.2
순차입금/자기자본 (%)	-53.8	-66.9	-54.2	-60.6	-64.7
영업이익/금융비용 (배)	18.7	10.4	1.8	10.6	16.1

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(10) 와이지엔터테인먼트 분기별 실적 추이 및 전망

[표 46] 와이지엔터테인먼트 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**773**	**627**	**652**	**807**	**647**	**781**	**637**	**580**	**528**	**629**	**608**	**732**	**2,858**	**2,645**	**2,497**	**4,382**
본사	575	371	373	392	417	379	352	330	351	261	338	438	1,711	1,477	1,388	2,647
YG Plus	154	281	277	312	240	413	313	280	193	368	270	294	1,023	1,245	1,125	1,204
연결 영업이익	**19**	**18**	**23**	**36**	**-23**	**2**	**-30**	**71**	**-21**	**-27**	**-10**	**9**	**95**	**20**	**-48**	**394**
본사	14	20	31	24	9	-1	3	65	19	-9	14	21	89	76	45	319
YG Plus	-14	1	9	12	-14	21	-4	9	-22	-1	-6	-6	9	12	-36	11
OPM	2%	3%	4%	4%	-3%	0%	-5%	12%	-4%	-4%	-2%	1%	3%	1%	-2%	9%
본사	3%	5%	8%	6%	2%	0%	1%	20%	5%	-3%	4%	5%	5%	5%	3%	12%
YG Plus	-9%	0%	3%	4%	-6%	5%	-1%	3%	-12%	0%	-2%	-2%	1%	1%	-3%	1%
지배주주 순이익	**23**	**-1**	**20**	**145**	**84**	**-61**	**-48**	**-190**	**-42**	**-18**	**-3**	**11**	**178**	**-215**	**-52**	**264**
NIM	3%	0%	3%	18%	13%	-8%	-8%	-33%	-8%	-3%	-1%	2%	6%	-8%	-2%	6%
[본사 실적]																
매출액	**575**	**371**	**373**	**392**	**417**	**379**	**352**	**330**	**351**	**261**	**338**	**438**	**1,711**	**1,477**	**1,388**	**2,647**
음반/음원	136	173	176	144	147	149	135	118	131	132	195	163	629	549	621	942
- 앨범/DVD	20	42	28	27	23	48	28	22	17	21	63	21	117	120	122	196
- 디지털콘텐츠	110	127	139	114	114	97	99	95	99	103	123	141	490	404	466	710
- 굿즈(기타)	6	4	9	3	11	4	9	1	15	8	9	1	22	25	34	37
매니지먼트	406	194	184	229	261	229	216	222	220	129	142	275	1,012	927	767	1,705
방송제작	34	4	13	19	9	1	1	-	-	-	-	-	70	11	0	0
매출총이익	112	116	108	128	103	109	98	161	127	99	124	131	465	471	481	752
GPM	20%	31%	29%	33%	25%	29%	28%	49%	36%	38%	37%	30%	27%	32%	35%	28%
영업이익	**14**	**20**	**31**	**24**	**9**	**-1**	**3**	**65**	**19**	**-9**	**14**	**21**	**89**	**76**	**45**	**319**
OPM	3%	5%	8%	6%	2%	0%	1%	20%	5%	-3%	4%	5%	5%	5%	3%	12%

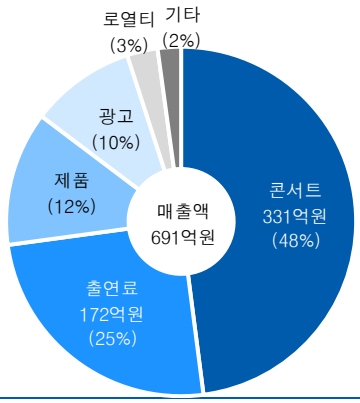
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 47] YG Plus 본사 및 연결 자회사 실적 추이 (단위: 억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
본사 매출액		53	55	46	37	50	87	110	152	130	190	145	164	132	192	398	629
광고		9	19	14	11	3	2	2	9	1	1	0	0	0	53	17	3
상품/제품		37	29	26	20	30	73	43	-46	34	31	22	16	11	110	101	102
용역		7	7	7	7	16	12	65	188	94	158	123	148	121	28	281	523
본사 영업이익		-5	-4	-7	-9	-4	-5	0	6	-4	8	-2	1	-4	-25	-4	3
OPM		-10%	-8%	-16%	-24%	-7%	-6%	0%	4%	-3%	4%	-1%	0%	-3%	-13%	-1%	1%
연결자회사 매출액	YG 케이플러스	36	38	29	47	49	41	45	38	38	35	30	46	17	150	173	150
	코드코스메인터내셔널	22	21	13	15	4	14	30	52	11	25	38	36	2	70	101	110
	와이지푸즈	20	20	19	19	25	28	34	1	20	20	17	42	0	77	88	99
	와이지스포츠	13	83	66	78	27	111	59	71	41	144	83	91	42	241	268	359
	YG 인베스트먼트	-	2	3	0	4	3	3	3	5	3	3	3	5	5	14	15
연결자회사 순이익	YG 케이플러스	8	0	2	1	6	3	2	1	3	-1	1	0	-4	11	11	4
	코드코스메인터내셔널	-12	-11	-13	-30	-12	-9	-9	5	-11	-5	-10	-12	-15	-66	-25	-38
	와이지푸즈	-4	2	-1	-13	-3	-3	-8	-20	-9	-6	-5	-14	0	-16	-33	-34
	와이지스포츠	-3	4	6	-1	-9	16	6	3	-5	17	9	2	-6	6	16	23
	YG 인베스트먼트	-1	1	2	3	2	-6	1	-5	3	1	-2	5	2	5	-7	7

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 115] 와이지엔터, 2016 년 중국 매출 구성



자료: 와이지엔터테인먼트, 유안타증권 리서치센터

[그림 116] 와이지엔터, 2016 년 중국 활동 아티스트 내역

아티스트	공연명	시기	공연 횟수(회)
빅뱅	Made V.I.P Tour	1Q16	10
		2Q16	6
		3Q16	13
아이콘	2016 iKoncert : Showtime Tour	2Q16	4

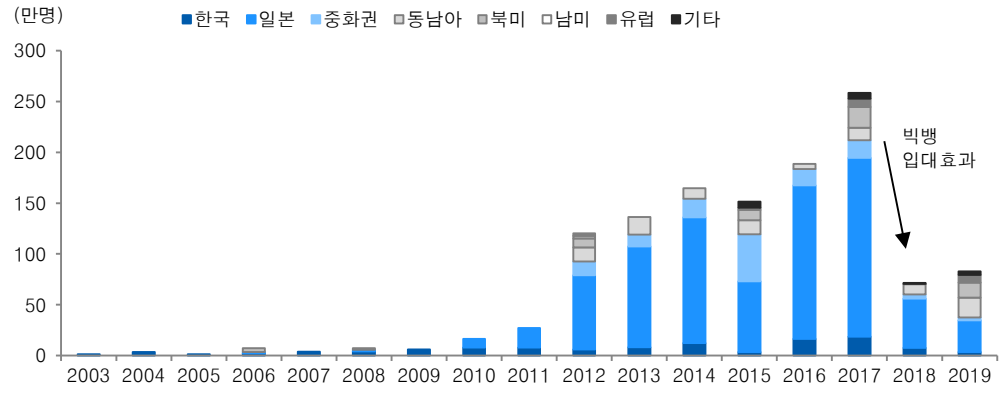
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 117] 지드래곤, 중국 농푸샨췐(农夫山泉)의 유명 음료 브랜드 '차파이'(茶π) 광고 모델 계약 체결



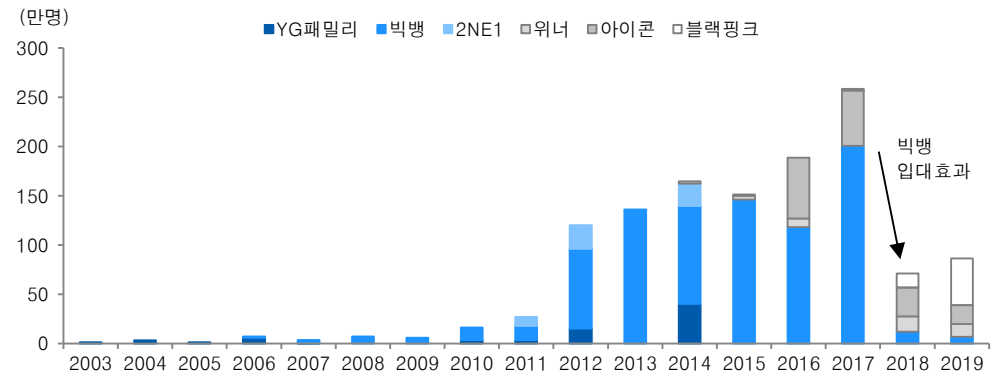
자료: 와이지엔터테인먼트

[그림 118] 와이지엔터, 지역별 콘서트 관객수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 119] 와이지엔터, 뮤지션별 글로벌 콘서트 관객수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 48] K-pop M/V 의 역대 최다 조회수 기록 (공개후 24 시간 기준)

순위	아티스트	M/V 제목	조회수(백만뷰)	M/V 공개일
1	블랙핑크	How You Like That	86.3	2020-06-26
2	방탄소년단 (ft. Halsey)	작은 것들을 위한 시	74.6	2019-04-12
3	블랙핑크	Kill This Love	56.7	2019-04-05
4	방탄소년단	ON (Kinetic Manifesto Film ver.)	46.5	2020-02-21
5	방탄소년단	Idol	45.9	2018-08-24
6	방탄소년단	ON	43.8	2020-02-27
7	트와이스	Fancy	42.1	2019-04-22
8	블랙핑크	뚜두뚜두	36.2	2018-06-15
9	싸이	Gentleman	36.0	2013-04-13
10	방탄소년단	Fake Love	35.9	2018-05-18

자료: Youtube, 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 (122870) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**2,690**	**2,645**	**2,497**	**4,382**	**4,782**
매출원가	1,790	1,841	1,811	3,067	3,347
매출총이익	900	804	685	1,315	1,435
판관비	702	795	738	921	927
영업이익	**198**	**9**	**-52**	**394**	**507**
EBITDA	277	199	213	655	774
영업외손익	175	-29	-22	12	24
외환관련손익	5	4	4	0	0
이자손익	47	17	12	12	24
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	124	-50	-38	0	0
법인세비용차감전순손익	373	-20	-75	406	531
법인세비용	122	116	-1	138	175
계속사업순손익	251	-136	-73	267	357
중단사업순손익	-91	-111	-29	0	0
당기순이익	159	-246	-102	267	357
지배지분순이익	**178**	**-215**	**-52**	**264**	**353**
포괄순이익	170	-238	-43	327	416
지배지분포괄이익	186	-206	2	275	350

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,327**	**1,605**	**2,119**	**3,001**	**3,987**
현금및현금성자산	586	478	750	1,004	1,874
매출채권 및 기타채권	310	192	404	781	850
재고자산	232	161	258	511	557
비유동자산	3,616	3,559	3,185	3,163	3,278
유형자산	1,054	1,491	1,569	1,569	1,562
관계기업등 지분관련자산	243	228	200	178	155
기타투자자산	1,639	1,194	762	762	930
자산총계	**5,943**	**5,163**	**5,304**	**6,164**	**7,265**
유동부채	627	767	959	1,588	2,253
매입채무 및 기타채무	372	386	412	570	766
단기차입금	34	20	158	628	1,098
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	822	180	182	182	182
장기차입금	68	77	76	76	76
사채	38	27	28	28	28
부채총계	**1,449**	**947**	**1,141**	**1,769**	**2,434**
지배지분	3,598	3,368	3,374	3,565	3,918
자본금	93	93	93	93	93
자본잉여금	2,095	2,099	2,101	2,101	2,101
이익잉여금	1,397	1,152	1,100	1,232	1,586
비지배지분	897	849	790	830	912
자본총계	**4,494**	**4,217**	**4,163**	**4,395**	**4,830**
순차입금	**-601**	**-800**	**-914**	**-698**	**-1,098**
총차입금	837	187	327	797	1,266

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**225**	**596**	**323**	**508**	**1,151**
당기순이익	251	-136	-73	267	357
감가상각비	37	144	236	236	244
외환손익	0	0	-3	0	0
종속,관계기업관련손익	5	-10	5	0	0
자산부채의 증감	-25	433	-108	-289	260
기타현금흐름	-43	165	265	293	290
투자활동 현금흐름	**-656**	**122**	**16**	**-223**	**-198**
투자자산	-391	499	290	22	22
유형자산 증가 (CAPEX)	-232	-406	-281	-236	-236
유형자산 감소	-2	1	0	0	0
기타현금흐름	-32	27	7	-9	16
재무활동 현금흐름	**14**	**-834**	**-193**	**176**	**176**
단기차입금	26	-7	138	470	470
사채 및 장기차입금	49	-652	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-29	-29	0	0	0
기타현금흐름	-32	-147	-331	-294	-294
연결범위변동 등 기타	14	9	127	-207	-259
현금의 증감	**-403**	**-108**	**273**	**254**	**870**
기초 현금	989	586	478	750	1,004
기말 현금	586	478	750	1,004	1,874
NOPLAT	**197**	**138**	**-48**	**394**	**507**
FCF	**-44**	**344**	**-175**	**-5**	**631**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	968	-1,184	-285	1,451	1,941
BPS	18,544	18,656	18,679	19,739	21,695
EBITDAPS	1,419	1,034	1,171	3,596	4,250
SPS	13,764	13,729	13,714	24,071	26,267
DPS	150	0	0	0	0
PER	**36.2**	**-26.5**	**-141.7**	**27.8**	**20.8**
PBR	**1.9**	**1.7**	**2.2**	**2.0**	**1.9**
EV/EBITDA	**24.0**	**28.9**	**33.9**	**11.4**	**9.3**
PSR	**2.5**	**2.3**	**2.9**	**1.7**	**1.5**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-23.1**	**-1.7**	**-5.6**	**75.5**	**9.1**
영업이익 증가율 (%)	**-21.8**	**-89.7**	**적전**	**흑전**	**28.9**
지배순이익 증가율 (%)	**0.0**	**적전**	**적지**	**흑전**	**33.7**
매출총이익률 (%)	33.5	30.4	27.5	30.0	30.0
영업이익률 (%)	**7.3**	**0.8**	**-1.9**	**9.0**	**10.6**
지배순이익률 (%)	6.6	-8.1	-2.1	6.0	7.4
EBITDA 마진 (%)	10.3	7.5	8.5	14.9	16.2
ROIC	7.3	7.0	-2.2	10.4	12.7
ROA	3.0	-3.9	-1.0	4.6	5.3
ROE	**5.1**	**-6.2**	**-1.5**	**7.6**	**9.4**
부채비율 (%)	32.2	22.5	27.4	40.3	50.4
순차입금/자기자본 (%)	-16.7	-23.7	-27.1	-19.6	-28.0
영업이익/금융비용 (배)	10.3	1.0	-5.8	48.0	38.9

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(11) JYP Ent. 분기별 실적 추이 및 전망

[표 49] JYP Ent. 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**230**	**316**	**339**	**363**	**264**	**392**	**456**	**443**	**340**	**328**	**245**	**370**	**1,248**	**1,554**	**1,283**	**1,581**
음반/음원	95	106	136	156	96	148	161	166	104	191	124	214	492	571	634	672
매니지먼트	91	143	96	128	91	121	171	117	56	61	45	80	457	515	241	428
- 콘서트	11	71	40	39	21	47	100	45	13	13	0	35	161	213	60	150
- 광고	46	45	39	36	38	28	46	45	35	39	39	39	166	172	151	190
- 출연료	34	26	17	53	32	46	24	27	8	9	6	6	130	129	30	87
기타	45	67	107	80	76	108	124	161	179	76	76	76	299	469	407	482
매출총이익	97	152	152	161	122	171	233	235	202	164	123	185	562	761	673	806
GPM	42%	48%	45%	44%	46%	44%	51%	53%	59%	50%	50%	50%	45%	49%	53%	51%
영업이익	**14**	**91**	**85**	**99**	**58**	**94**	**148**	**135**	**134**	**96**	**55**	**107**	**287**	**435**	**393**	**497**
OPM	6%	29%	25%	27%	22%	24%	32%	30%	40%	29%	22%	29%	23%	28%	31%	31%
순이익(지배주주)	**18**	**73**	**65**	**82**	**64**	**68**	**117**	**63**	**113**	**79**	**48**	**88**	**238**	**313**	**327**	**404**
NIM	8%	23%	19%	23%	24%	17%	26%	14%	33%	24%	19%	24%	19%	20%	26%	26%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 50] K-pop 3 사의 핵심 아티스트 데뷔연차 비교 (단위: 데뷔연차)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
SM	동방신기	12	13	14	15	16	17	18	19
	슈퍼주니어	10	11	12	13	14	15	16	17
	샤이니	7	8	9	10	11	12	13	14
	EXO	3	4	5	6	7	8	9	10
	레드벨벳	1	2	3	4	5	6	7	8
	NCT			1	2	3	4	5	6
	신인그룹(남자)							1	2
	신인그룹(여자)							1	2
YG	빅뱅	9	10	11	12	13	14	15	16
	위너	1	2	3	4	5	6	7	8
	아이콘		1	2	3	4	5	6	7
	블랙핑크			1	2	3	4	5	6
	트레저							1	2
	신인그룹(여자)								1
JYP	GOT7	1	2	3	4	5	6	7	8
	DAY6		1	2	3	4	5	6	7
	TWICE		1	2	3	4	5	6	7
	스트레이키즈					1	2	3	4
	보이스토리(중국)					1	2	3	4
	ITZY						1	2	3
	NiziU(일본)							1	2
	Project C(중국)								1

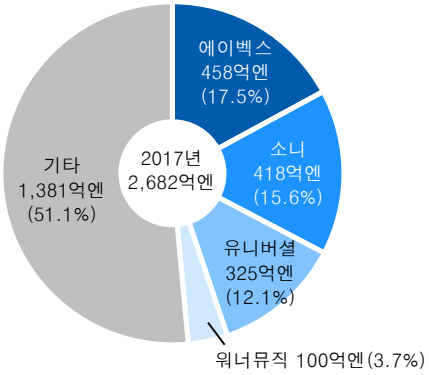
주: 파란색 음영은 데뷔 8 년차 이상을 의미
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 120] Nizi 프로젝트 시즌 2 참가자 - 총 13 명의 참가자 中 9 명이 걸그룹 NiziU 로 데뷔 (진한 말풍선으로 표시된 멤버가 데뷔조)



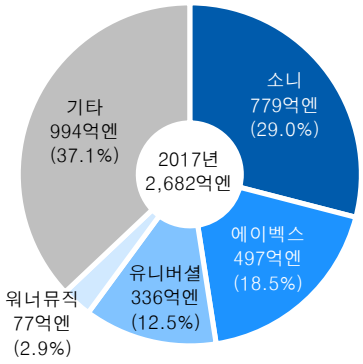
자료: Nizi Project 공식 홈페이지

[그림 121] 일본 음반 제작회사 M/S (2017 년 기준)



자료: 오리콘리서치, 유안타증권 리서치센터

[그림 122] 일본 음반 유통회사 M/S (2017 년 기준)



자료: 오리콘리서치, 유안타증권 리서치센터

[표 51] 2014~19 년 일본 뮤지션별 콘서트 모객수

2014 년					2015 년				
순위	뮤지션	관객수(만명)	공연수(회)	공연당 관객수(만명)	순위	뮤지션	동원력(만명)	공연수(회)	공연당 관객수(만명)
1	EXILE TRIBE	105	31	3.4	1	Mr.Children	111.9	36	3.1
2	빅뱅	93	29	3.2	2	아라시	103.5	21	4.9
3	ARASHI	89	18	5.0	3	산다이메 J Soul Brothers	100.2	21	4.8
4	SMAP	84	19	4.4	4	EXILE	98.8	20	4.9
5	간쟈니에이트	78	16	4.9	5	칸자니에이토	92.3	38	2.4
7	동방신기	69	29	2.4	6	동방신기	78.6	16	4.9
20	EXO	32	14	2.3	8	빅뱅	70.8	14	5.1
21	소녀시대	31	18	1.7	11	2PM	45.5	30	1.5
27	슈퍼주니어	28	5	5.5	12	EXO	44.5	13	3.4
29	샤이니	25	33	0.8	26	슈퍼주니어	28.8	21	1.4
34	2PM	20	14	1.4	47	CNBLUE	18.1	18	1.0
39	FT 아일랜드	18	16	1.1					
41	대성(빅뱅)	17	15	1.1					
49	초신성	15	14	1.1					
2016 년					2017 년				
순위	뮤지션	관객수(만명)	공연수(회)	공연당 관객수(만명)	순위	뮤지션	동원력(만명)	공연수(회)	공연당 관객수(만명)
1	빅뱅	185.9	60	3.1	1	산다이메 J Soul Brothers	180	37	4.9
2	아라시	93.9	32	2.9	2	빅뱅	102	20	5.1
3	칸자니에이토	87.5	35	2.5	3	간자니에이토	99	20	5.0
4	모모이로크로바 Z	63.6	21	3.0	4	아라시	84	18	4.7
5	산다이메 J Soul Brothers	63.4	13	4.9	5	Hey!Say! JUMP	83	37	2.2
11	EXO	46.5	20	2.3	7	동방신기	57	11	5.2
12	샤이니	45.8	25	1.8	8	샤이니	54	29	1.9
19	아이콘	34.1	30	1.1	12	아이콘	46	33	1.4
24	2PM	30.7	17	1.8	26	방탄소년단	31	15	2.1
40	CNBLUE	18.7	18	1.0	30	대성(빅뱅)	27	43	0.6
					34	지드래곤(빅뱅)	26	5	5.2
					42	CNBLUE	20	20	1.0
2018 년					2019 년				
순위	뮤지션	관객수(만명)	공연수(회)	공연당 관객수(만명)	순위	뮤지션	관객수(만명)	공연수(회)	공연당 관객수(만명)
1	동방신기	128	48	2.7	1	아라시	182	36	5.1
2	B'z	109	35	3.1	2	산다이메 J Soul Brothers	112	24	4.7
3	아라시	89	18	5.0	3	AAA	73	30	2.4
4	아무로나미에	85	17	5.0	4	사잔 올 스타즈	66	22	3.0
5	Kis-My-ft2	82	17	4.8	5	Kis-My-Ft2	62	13	4.7
19	방탄소년단	38	11	3.4	9	동방신기	57	11	5.2
31	샤이니	28	5	5.5	13	방탄소년단	53	12	4.4
35	EXO	26	9	2.9	14	세븐틴	45	29	1.5
41	아이콘	23	19	1.2	19	트와이스	40	16	2.5
44	세븐틴	20	11	1.8	38	아이콘	25	44	0.6
50	트와이스	18	21	0.9	44	태민	23	17	1.3

주: K-Pop 뮤지션은 파란색 음영으로 표시
자료: 닛케이엔터테인먼트, 유안타증권 리서치센터

JYP Ent. (035900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,248**	**1,554**	**1,283**	**1,581**	**2,018**
매출원가	687	794	609	776	1,010
매출총이익	562	761	673	806	1,008
판관비	274	326	280	308	339
영업이익	**287**	**435**	**393**	**497**	**669**
EBITDA	299	470	429	533	705
영업외손익	15	-4	31	34	114
외환관련손익	3	2	7	0	0
이자손익	3	14	16	19	27
관계기업관련손익	-3	-1	0	0	72
기타	11	-20	8	15	15
법인세비용차감전순손익	302	430	424	531	783
법인세비용	59	118	98	129	172
계속사업순손익	243	312	327	403	611
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	312	327	403	611
지배지분순이익	**238**	**313**	**327**	**404**	**613**
포괄순이익	245	319	371	447	655
지배지분포괄이익	240	319	370	448	657

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**826**	**1,163**	**1,526**	**1,726**	**2,356**
현금및현금성자산	450	387	696	838	1,393
매출채권 및 기타채권	134	143	202	259	330
재고자산	15	7	8	10	13
비유동자산	767	916	909	909	906
유형자산	365	388	391	391	391
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	105	221	208	208	208
자산총계	**1,593**	**2,078**	**2,434**	**2,635**	**3,262**
유동부채	305	431	462	475	579
매입채무 및 기타채무	146	186	205	219	323
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	23	23	23	23
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**314**	**455**	**484**	**498**	**602**
지배지분	1,268	1,589	1,908	2,091	2,614
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	705	769	769	769	769
이익잉여금	483	755	1,031	1,170	1,693
비지배지분	11	34	42	46	46
자본총계	**1,280**	**1,623**	**1,950**	**2,137**	**2,660**
순차입금	**-609**	**-973**	**-1,266**	**-1,407**	**-1,962**
총차입금	0	11	10	10	10

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**226**	**509**	**373**	**545**	**758**
당기순이익	243	312	345	403	611
감가상각비	9	33	34	34	34
외환손익	-2	-1	-5	0	0
종속,관계기업관련손익	3	0	0	0	-72
자산부채의 증감	-42	61	19	81	157
기타현금흐름	15	105	-20	27	27
투자활동 현금흐름	**-139**	**-588**	**2**	**-31**	**-29**
투자자산	15	-130	15	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-128	-17	-33	-34	-34
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-26	-440	20	2	4
재무활동 현금흐름	**105**	**10**	**-65**	**-76**	**-103**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	35	0	0	0	0
현금배당	0	-40	-51	-63	-89
기타현금흐름	70	50	-14	-13	-13
연결범위변동 등 기타	3	5	0	-296	-70
현금의 증감	**196**	**-63**	**310**	**141**	**555**
기초 현금	254	450	387	696	838
기말 현금	450	387	696	838	1,393
NOPLAT	**287**	**435**	**393**	**497**	**669**
FCF	**73**	**394**	**325**	**460**	**681**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	685	883	922	1,137	1,726
BPS	3,848	4,801	5,764	6,318	7,899
EBITDAPS	859	1,326	1,209	1,502	1,985
SPS	3,586	4,383	3,614	4,455	5,686
DPS	122	155	190	270	290
PER	**36.8**	**28.4**	**30.2**	**24.5**	**16.2**
PBR	**6.6**	**5.2**	**4.8**	**4.4**	**3.5**
EV/EBITDA	**27.4**	**16.9**	**20.2**	**16.0**	**11.3**
PSR	**7.0**	**5.7**	**7.7**	**6.3**	**4.9**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**22.1**	**24.5**	**-17.5**	**23.3**	**27.6**
영업이익 증가율 (%)	**47.7**	**51.2**	**-9.5**	**26.5**	**34.5**
지배순이익 증가율 (%)	**47.4**	**31.3**	**4.6**	**23.3**	**51.7**
매출총이익률 (%)	45.0	48.9	52.5	50.9	49.9
영업이익률 (%)	**23.0**	**28.0**	**30.7**	**31.5**	**33.1**
지배순이익률 (%)	19.1	20.1	25.5	25.5	30.3
EBITDA 마진 (%)	24.0	30.3	33.4	33.7	34.9
ROIC	48.8	62.8	65.7	74.2	101.3
ROA	16.8	17.1	14.5	15.9	20.8
ROE	**22.5**	**21.9**	**18.7**	**20.2**	**26.0**
부채비율 (%)	24.5	28.0	24.8	23.3	22.6
순차입금/자기자본 (%)	-48.0	-61.3	-66.3	-67.3	-75.1
영업이익/금융비용 (배)	0.0	884.3	174.7	224.4	301.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(12) 강원랜드 분기별 실적 추이 및 전망

[표 52] 강원랜드 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
[카지노지표]																
카지노방문객(만명)	73	66	78	68	75	67	78	70	43	-	-	-	285	290	-	-
(YoY)	-8%	-9%	-5%	-13%	2%	1%	1%	2%	-42%	-	-	-	-8%	2%	-	-
드롭액(억원)	15,509	14,750	15,906	15,180	15,678	15,898	17,206	16,520	10,115	-	-	-	61,345	65,302	-	-
(YoY)	-11%	-10%	-4%	-5%	1%	8%	8%	9%	-35%	-	-	-	-8%	6%	-	-
홀드율	23.5%	23.2%	22.1%	22.6%	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	21.9%	-	-	-	20.8%	20.6%	-	-
매출액	**3,784**	**3,387**	**3,691**	**3,519**	**3,774**	**3,643**	**4,055**	**3,728**	**2,360**	**267**	**1,820**	**1,875**	**14,381**	**15,201**	**6,322**	**11,757**
카지노	3,640	3,418	3,509	3,434	3,621	3,631	3,900	3,665	2,220	183	1,708	1,812	14,001	14,817	5,922	11,926
일반테이블	1,645	1,516	1,545	1,553	1,639	1,621	1,719	1,611	1,018	0	662	725	6,259	6,590	2,405	5,138
VIP 테이블	543	544	577	564	612	616	655	599	329	183	393	359	2,228	2,482	1,264	2,119
머신	1,452	1,358	1,387	1,317	1,370	1,394	1,526	1,455	873	0	653	728	5,514	5,745	2,253	4,669
비카지노	455	274	515	399	484	352	530	412	360	102	276	234	1,643	1,778	972	1,279
영업비용	2,524	2,237	2,451	2,861	2,524	1,915	2,663	3,077	4,228	1,314	1,800	2,409	10,074	10,179	9,750	9,653
콤프	34	25	29	21	23	26	26	23	13	2	16	17	109	97	49	106
인건비	595	559	567	1,105	643	94	574	1,111	639	503	510	1,142	2,826	2,422	2,795	3,191
감가상각비	163	154	151	154	144	164	169	169	162	162	162	162	622	646	649	649
관광진흥개발기금	359	342	351	343	357	363	390	366	217	17	154	164	1,395	1,476	551	1,048
개별소비세	150	178	182	179	149	189	203	191	76	9	82	87	689	731	254	555
폐광지역개발기금	356	358	357	177	389	358	429	280	2,360	0	102	0	1,248	1,455	2,462	672
기타	868	621	814	881	769	721	872	936	704	621	772	836	3,184	3,299	2,934	3,432
영업이익	**1,260**	**1,150**	**1,239**	**658**	**1,251**	**1,728**	**1,392**	**651**	**-1,868**	**-1,047**	**20**	**-534**	**4,307**	**5,022**	**-3,429**	**2,001**
OPM	33%	34%	34%	19%	33%	47%	34%	17%	-79%	-391%	1%	-28%	30%	33%	-54%	17%
순이익	**904**	**946**	**933**	**191**	**1,024**	**509**	**1,286**	**530**	**-1,561**	**-517**	**121**	**-368**	**2,972**	**3,351**	**-2,326**	**1,613**
NIM	24%	28%	25%	5%	27%	14%	32%	14%	-66%	-194%	7%	-20%	21%	22%	-37%	14%
성장성(YoY)																
매출액	-8%	-9%	-3%	-9%	0%	8%	10%	6%	-37%	-93%	-55%	-50%	-7%	6%	-58%	86%
카지노	-8%	-9%	-7%	-9%	-1%	6%	11%	7%	-39%	-95%	-56%	-51%	-8%	6%	-60%	101%
일반테이블	-7%	-9%	-9%	-9%	0%	7%	11%	4%	-38%	-100%	-62%	-55%	-9%	5%	-64%	114%
VIP 테이블	-22%	-18%	1%	-13%	13%	13%	14%	6%	-46%	-70%	-40%	-40%	-14%	11%	-49%	68%
머신	-1%	-3%	-7%	-7%	-6%	3%	10%	10%	-36%	-100%	-57%	-50%	-5%	4%	-61%	107%
비카지노	56%	128%	181%	78%	6%	29%	3%	3%	-26%	-71%	-48%	-43%	101%	8%	-45%	32%
영업이익	-22%	-15%	-10%	-31%	-1%	50%	12%	-1%	적전	적전	-99%	적전	-19%	17%	적전	흑전
당기순이익	-30%	-14%	-22%	-76%	13%	-46%	38%	178%	적전	적전	-91%	적전	-32%	13%	적전	흑전

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 53] 한국광해관리공단 손익계산서 - 정부보조금과 강원랜드 배당금으로 운영비용 충당 (단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**3,417**	**3,768**	**2,937**	**2,525**	**2,044**	**2,563**
용역제공	47	46	42	44	64	67
- 회관임대	38	38	38	40	43	45
- 검사수수료	1	1	0	0	1	0
- 검정용역	0	0	0	0	0	0
- 광해용역	8	8	4	4	20	21
수탁사업	15	12	30	35	19	31
이전수입(정부보조금)	3,354	3,707	2,863	2,444	1,959	2,463
- 가격지원금	2,365	2,150	2,029	-	-	-
- 폐광대책사업보조금	161	671	35	433	285	748
- 광해관리공단출연수입	709	755	650	1,921	1,431	1,388
- 저소득층연탄보조업	119	131	147	88	242	327
- 직장어린이집 보조금	-	1	1	1	1	1
로열티	0	0	0	0	0	0
이자	2	2	2	2	2	2
영업비용	3,796	4,128	3,426	3,375	2,960	3,134
직접사업비용	3,506	3,799	3,056	2,992	2,600	2,737
수탁사업비용	7	12	30	35	19	31
관리운영비	282	316	341	348	341	366
영업이익	**-378**	**-360**	**-489**	**-850**	**-917**	**-517**
영업외손익	1,029	1,655	1,708	1,642	1,115	1,285
배당금수익	566	659	760	768	768	698
지분법이익	1,011	1,639	1,689	1,627	1,098	1,273
세전이익	651	1,295	1,219	792	197	714
순이익	547	858	910	583	-302	557

자료: 한국광해관리공단, 유안타증권 리서치센터

[표 54] 한국광해관리공단 부문별 사업비용 추이 (단위: 억원)

사업 구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
광해방지사업	820	867	800	815	640	784
탄가안정대책보조사업	2,365	2,150	2,029	1,759	1,518	996
폐광대책사업	161	671	35	433	285	748
저소득층연탄보조사업	119	131	147	88	242	327
직장어린이집보조사업	-	-	1	1	1	1
광해관리공단자체사업	160	105	222	147	98	96

[광해방지사업] 광산개발 과정에서 발생된 광해요인을 제거하고 훼손된 자연환경을 복원하여 국민의 건강보호 및 지역주민의 생활환경 개선, 광산개발 초기단계부터 광해발생의 차단을 통해 친환경적 광산개발을 도모하고 지속적인 사후관리로 광해의 재발 방지

[탄가안정대책사업] 서민생활보호 및 석탄산업 기반유지를 위해 석탄과 연탄의 판매가격을 고시가격으로 지정, 생산원가와 판매가격의 차액 보전

[폐광대책사업] 석탄생산규모 축소로 정부 재정부담 경감과 폐광, 감산 이직근로자의 생활안정 도모

[저소득층연탄보조사업] '07년부터 시작된 정부의 급격한 연탄가격인상정책에 대한 보완조치로서 연탄사용 저소득층(기초생활수급, 차상위, 소외계층 가구)에 대해 연탄가격인상분만큼의 쿠폰지원을 통하여 난방비 부담 완화 및 에너지복지에 기여

[직장어린이집보조사업] 고용보험법시행규칙 제59조에 따라 직장어린이집으로서의 요건을 충족하는 경우 교재교구비의 일부와 직장어린이집의 보육교사 등에 대한 인건비의 일부를 지원

[광해관리공단자체사업] 탄광근로자 자녀학자금 지원 및 광산지역 진흥사업, 석탄에너지 공급관리사업 등

자료: 한국광해관리공단, 유안타증권 리서치센터

[표 55] 폐광지역 개발 지원에 관한 특별법 일부 개정안 (미래통합당 이철규 의원 등 34인 제안, 강원도 지역구 의원 전원 참여)

[참여 의원]

정당	성명	선수	지역구	정당	성명	선수	지역구
미래통합당	이철규(대표발의)	재선	강원 동해·태백·삼척·정선	미래통합당	윤두현	초선	경북 경산시
	이명수	4선	충남 아산 갑		윤주경	초선	비례대표
	김태흠	3선	충남 보령·서천		윤창현	초선	비례대표
	박덕흠	3선	충북 보은·옥천·영동·괴산		이종성	초선	비례대표
	한기호	3선	강원 춘천·철원·화천·양구 을		정경희	초선	비례대표
	김석기	재선	경북 경주		조태용	초선	비례대표
	김정재	재선	경북 포항 북구		최승재	초선	비례대표
	류성걸	재선	대구 동구 갑		태영호	초선	서울 강남구 갑
	박완수	재선	경남 창원 의창구	더불어민주당	박범계	3선	대전 서구 을
	이만희	재선	경북 영천 청도군		이광재	3선	강원 원주 갑
	이양수	재선	강원 속초·인제·고성·양양		김철민	재선	경기 안산 상록구 을
	정점식	재선	경남 통영·고성		송기헌	재선	강원 원주 을
	추경호	재선	대구 달성		신정훈	재선	전남 나주·화순
	구자근	초선	경북 구미 갑		임종성	재선	경기 광주 을
	서정숙	초선	비례대표		한병도	재선	전북 익산을
	신원식	초선	비례대표		허영	초선	강원 춘천·철원·화천·양구 갑
	유상범	초선	강원 홍천·횡성·영월·평창	무소속	권성동	4선	강원 강릉시

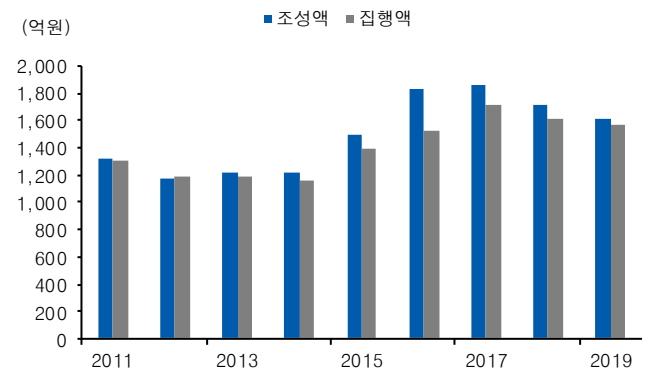
[법안 주요내용]

1) 폐광지역 내 허가를 받은 카지노업과 그 카지노업을 경영하기 위한 관광호텔업 및 종합유원시설업에서 발생되는 이익금 중 폐광지역개발기금에 내야 하는 납부금 한도를 현행 25%에서 30%로 상향조정함

2) 이 법의 적용시한인 2025년 12월 31일까지 효력을 가진다는 규정 및 유효기간 만료에 따른 경과조치를 삭제함

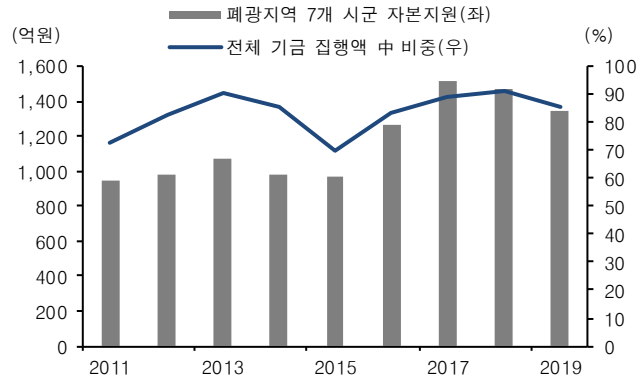
자료: 대한민국 국회

[그림 123] 폐광지역개발기금 추이



자료: 강원도청, 유안타증권 리서치센터

[그림 124] 폐광지역개발기금 中 7개 폐광시군 자본지원액 추이



자료: 강원도청, 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**14,381**	**15,201**	**6,322**	**11,757**	**16,918**
매출원가	7,296	7,367	5,529	6,975	6,591
매출총이익	7,085	7,834	792	4,782	10,326
판관비	2,778	2,823	4,221	2,780	5,032
영업이익	**4,307**	**5,012**	**-3,429**	**2,001**	**5,294**
EBITDA	4,968	5,735	-2,672	2,758	6,120
영업외손익	-200	-122	68	87	139
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	438	416	386	350	403
관계기업관련손익	-1	2	0	0	0
기타	-637	-541	-317	-263	-263
법인세비용차감전순손익	4,107	4,889	-3,361	2,088	5,433
법인세비용	1,135	1,543	-1,035	475	1,395
계속사업순손익	2,972	3,347	-2,326	1,613	4,038
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,972	3,347	-2,326	1,613	4,038
지배지분순이익	**2,973**	**3,347**	**-2,326**	**1,613**	**4,038**
포괄순이익	2,863	3,262	-2,464	1,475	3,900
지배지분포괄이익	2,864	3,262	-2,464	1,475	3,900

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**17,590**	**18,782**	**19,435**	**18,596**	**21,288**
현금및현금성자산	489	607	127	1,228	3,871
매출채권 및 기타채권	439	343	281	310	333
재고자산	11	36	26	57	83
비유동자산	24,722	25,599	23,503	23,094	22,616
유형자산	13,140	13,706	13,259	12,856	12,382
관계기업등 지분관련자산	529	531	528	528	528
기타투자자산	9,280	9,831	7,542	7,542	7,542
자산총계	**42,312**	**44,381**	**42,938**	**41,690**	**43,904**
유동부채	6,360	6,513	9,186	9,186	9,186
매입채무 및 기타채무	4,595	5,064	7,783	7,783	7,783
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	84	690	760	760	760
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**6,445**	**7,204**	**9,945**	**9,945**	**9,945**
지배지분	35,867	37,177	32,992	31,744	33,958
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	35,245	36,555	32,370	31,122	33,336
비지배지분	0	1	0	0	1
자본총계	**35,868**	**37,178**	**32,993**	**31,745**	**33,958**
순차입금	**-16,998**	**-17,618**	**-18,153**	**-17,254**	**-19,898**
총차입금	0	656	626	626	626

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**3,639**	**4,079**	**-49**	**3,891**	**6,397**
당기순이익	2,972	3,347	-2,326	1,613	4,038
감가상각비	660	721	751	751	821
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-392	-401	1,968	1,705	1,716
기타현금흐름	398	413	-443	-178	-179
투자활동 현금흐름	**-2,020**	**-2,113**	**646**	**1,650**	**-350**
투자자산	-17,228	-16,500	-2,098	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,033	-796	-385	-348	-348
유형자산 감소	2	0	0	0	0
기타현금흐름	16,238	15,183	3,128	1,998	-2
재무활동 현금흐름	**-2,024**	**-1,848**	**-1,829**	**-1,827**	**-1,827**
단기차입금	-2	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-14	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2,007	-1,825	-1,825	-1,825	-1,825
기타현금흐름	0	-22	-4	-2	-2
연결범위변동 등 기타	-162	0	752	-2,613	-1,576
현금의 증감	**-567**	**118**	**-480**	**1,101**	**2,644**
기초 현금	1,056	489	607	127	1,228
기말 현금	489	607	127	1,228	3,871
NOPLAT	**4,307**	**5,012**	**-3,429**	**2,001**	**5,294**
FCF	**2,354**	**2,957**	**-33**	**3,659**	**6,129**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,390	1,564	-1,087	754	1,888
BPS	17,691	18,337	16,273	15,658	16,750
EBITDAPS	2,322	2,681	-1,249	1,289	2,861
SPS	6,722	7,105	2,955	5,496	7,908
DPS	900	900	900	900	1,000
PER	**20.9**	**19.8**	**-21.3**	**30.8**	**12.3**
PBR	**1.6**	**1.7**	**1.4**	**1.5**	**1.4**
EV/EBITDA	**9.1**	**8.5**	**-11.8**	**11.7**	**4.9**
PSR	**4.3**	**4.4**	**7.9**	**4.2**	**2.9**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-7.1**	**5.7**	**-58.4**	**86.0**	**43.9**
영업이익 증가율 (%)	**-18.9**	**16.4**	**적전**	**흑전**	**164.5**
지배순이익 증가율 (%)	**-32.1**	**12.6**	**적전**	**흑전**	**150.3**
매출총이익률 (%)	49.3	51.5	12.5	40.7	61.0
영업이익률 (%)	**30.0**	**33.0**	**-54.2**	**17.0**	**31.3**
지배순이익률 (%)	20.7	22.0	-36.8	13.7	23.9
EBITDA 마진 (%)	34.5	37.7	-42.3	23.5	36.2
ROIC	44.1	45.3	-37.8	33.5	93.2
ROA	7.1	7.7	-5.3	3.8	9.4
ROE	**8.4**	**9.2**	**-6.6**	**5.0**	**12.3**
부채비율 (%)	18.0	19.4	30.1	31.3	29.3
순차입금/자기자본 (%)	-47.4	-47.4	-55.0	-54.4	-58.6
영업이익/금융비용 (배)	1,834.7	255.6	-184.5	108.3	286.5

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(13) 파라다이스 분기별 실적 추이 및 전망

[표 56] 파라다이스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액(억원)	**1,795**	**1,811**	**2,105**	**2,166**	**2,017**	**2,339**	**2,744**	**2,695**	**1,847**	**708**	**832**	**906**	**7,876**	**9,794**	**4,294**	**8,696**
본사	967	970	1,028	1,073	912	1,067	1,134	1,133	803	362	346	388	4,038	4,246	1,898	3,635
P-씨티	652	643	844	877	907	1,058	1,353	1,315	897	239	306	346	3,016	4,633	1,789	4,169
호텔 (부산+올랜도)	176	198	233	215	198	214	257	246	147	107	180	172	822	915	606	892
영업이익(억원)	**48**	**-1**	**108**	**-131**	**-63**	**47**	**411**	**125**	**48**	**-453**	**-363**	**-309**	**24**	**520**	**-1,077**	**814**
본사	35	15	43	61	-16	61	123	19	47	-180	-163	-138	154	187	-434	132
P-씨티	9	-23	18	-225	-71	-50	245	77	25	-255	-200	-167	-221	200	-597	599
호텔 (부산+올랜도)	4	7	47	32	24	35	43	29	-23	-18	0	-4	91	132	-46	83
감가상각비(억원)	175	177	190	179	272	277	245	310	267	267	267	267	721	1,109	1,068	1,068
본사	49	50	50	22	80	80	61	109	83	83	83	83	171	330	331	331
P-씨티	40	40	39	11	154	161	23	32	150	150	150	150	421	645	602	602
호텔 (부산+올랜도)	87	87	101	146	39	36	161	169	34	34	34	34	129	134	136	136
EBITDA(억원)	**212**	**177**	**298**	**45**	**210**	**324**	**656**	**439**	**316**	**-186**	**-96**	**-42**	**732**	**1,629**	**-9**	**1,882**
본사	84	65	92	84	64	142	184	127	129	-98	-80	-55	325	517	-103	463
P-씨티	96	64	119	-79	82	112	406	246	175	-104	-49	-17	200	846	5	1,201
호텔 (부산+올랜도)	32	48	86	40	63	71	66	66	11	16	33	30	207	266	90	218
지배주주순이익(억원)	**31**	**-17**	**47**	**-271**	**-75**	**-21**	**342**	**-97**	**-25**	**-403**	**-320**	**-305**	**-210**	**150**	**-1,053**	**91**
NIM	2%	-1%	2%	-13%	-4%	-1%	12%	-4%	-1%	-57%	-38%	-34%	-3%	2%	-25%	1%
[본사 실적]																
영업수익(억원)	**967**	**970**	**1,028**	**1,073**	**912**	**1,067**	**1,134**	**1,133**	**803**	**362**	**346**	**388**	**4,038**	**4,246**	**1,898**	**3,635**
카지노	926	935	971	1,042	867	1,037	1,077	1,102	783	356	306	357	3,873	4,083	1,802	3,472
기타	41	35	57	31	45	30	57	30	20	6	40	30	164	163	96	163
영업비용	932	955	985	1,012	928	1,005	1,011	1,114	756	542	509	525	3,883	4,059	2,333	3,503
콤프	157	151	173	162	170	183	178	178	104	43	42	47	643	707	236	582
인건비	268	263	267	308	260	274	286	360	233	189	166	166	1,107	1,180	752	1,029
관광진흥개발기금	79	92	96	107	71	102	107	111	64	36	31	36	374	392	166	347
개별소비세	30	28	28	34	25	30	31	33	22	5	2	3	120	120	33	94
판매촉진비	65	68	74	90	82	72	79	84	40	12	12	17	297	317	81	259
광고선전비	21	26	29	30	25	26	25	27	16	8	8	8	107	103	41	43
감가상각비	49	50	50	22	80	80	61	109	83	83	83	83	158	330	331	331
기타	262	276	268	258	215	237	244	213	194	166	166	166	1,076	909	693	818
영업이익(억원)	**35**	**15**	**43**	**61**	**-16**	**61**	**123**	**19**	**47**	**-180**	**-163**	**-138**	**154**	**187**	**-434**	**132**
OPM	4%	2%	4%	6%	-2%	6%	11%	2%	6%	-50%	-47%	-35%	4%	4%	-23%	4%
[파라다이스세가사미]																
매출액	**652**	**643**	**844**	**877**	**907**	**1,058**	**1,353**	**1,315**	**897**	**239**	**306**	**346**	**3,016**	**4,633**	**1,789**	**4,169**
카지노	557	535	677	718	748	864	1,079	1,066	758	160	235	282	2,487	3,756	1,434	3,380
호텔	96	109	163	135	132	151	212	197	109	65	72	64	503	692	310	585
펀시티	-	-	4	24	27	43	64	53	31	14	0	0	28	187	45	203
매출원가	583	586	726	962	887	935	973	1,116	784	-	-	-	2,857	3,911	2,147	3,212
COGS Ratio	89%	91%	86%	110%	89%	88%	72%	85%	87%	-	-	-	95%	84%	120%	77%
매출총이익	70	58	117	-86	20	123	380	199	113	-	-	-	159	722	-358	956
GPM	11%	9%	14%	-10%	11%	12%	28%	15%	13%	-	-	-	5%	16%	-20%	23%
판관비	61	81	99	139	91	173	135	122	88	-	-	-	380	522	240	357
SG&A Ratio	9%	13%	12%	16%	9%	16%	10%	9%	10%	-	-	-	13%	11%	13%	9%
영업이익	**9**	**-23**	**18**	**-225**	**-71**	**-50**	**245**	**77**	**25**	**-255**	**-200**	**-167**	**-221**	**200**	**-597**	**599**
OPM	1%	-4%	2%	-26%	1%	-5%	18%	6%	3%	-106%	-65%	-48%	-7%	4%	-33%	14%
EBITDA	96	64	119	-79	82	112	406	246	175	-104	-49	-17	200	846	5	1,201
감가상각비	87	88	100	145	154	161	161	169	150	150	150	150	420	645	602	602

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 57] 파라다이스, 점포별 카지노 지표 추이 (단위: 억원, %)

		2019~20년						YoY					
		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
워커힐	드롭액	6,589	7,031	6,392	5,799	4,289	1,876	2%	21%	16%	-5%	-35%	-73%
	매출액	672	724	737	768	601	292	-12%	4%	8%	-5%	-11%	-60%
	홀드율	9.7	9.4	10.6	12.3	12.7	14.1						
부산	드롭액	2,078	2,201	1,908	1,945	1,309	262	22%	4%	-10%	-7%	-37%	-88%
	매출액	131	223	219	206	107	53	15%	11%	8%	28%	-18%	-76%
	홀드율	5.9	9.6	11.2	8.5	7	17.5						
제주그랜드	드롭액	738	1,186	1,003	971	707	78	76%	148%	48%	43%	-4%	-93%
	매출액	63	90	121	129	75	11	23%	137%	49%	112%	19%	-88%
	홀드율	8.1	7.3	11.9	13.0	10.2	12.9						
3개점계 (별도반영)	드롭액	9,405	10,418	9,303	8,715	6,305	2,216	9%	24%	12%	-2%	-33%	-79%
	매출액	866	1,037	1,078	1,103	783	356	-6%	11%	11%	6%	-10%	-66%
	홀드율	8.7	9.2	10.9	11.5	11.3	14.5						
P-시티 (舊 인천)	드롭액	5,913	7,155	7,145	6,479	5,327	1,411	30%	41%	27%	3%	-10%	-80%
	매출액	748	864	1,079	1,066	760	160	34%	62%	59%	49%	2%	-81%
	홀드율	11.9	9.7	13.8	15.3	12.7	10.1						
4개점계 (연결반영)	드롭액	15,318	17,574	16,448	15,194	11,632	3,627	16%	31%	18%	0%	-24%	-79%
	매출액	1,614	1,901	2,157	2,169	1,543	516	9%	29%	31%	23%	-4%	-73%
	홀드율	9.9	9.4	12.1	13.1	12.0	12.0						

자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[표 58] 본사 및 인천점(P-씨티)의 월간 카지노 매출액 추이 (단위: 억원)

			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
드롭액	본사	2018년	2,844	2,567	3,200	2,820	2,979	2,598	2,642	2,928	2,760	3,319	2,653	2,887
		2019년	3,153	3,106	3,146	3,639	3,236	3,543	3,171	3,359	2,773	3,253	2,833	2,629
		2020년	2,981	2,520	804	325	1,194	698						
	인천 (P-시티)	2018년	1,405	1,478	1,681	1,662	1,657	1,745	1,765	1,914	1,966	2,019	2,259	2,012
		2019년	2,094	1,841	1,977	2,285	2,612	2,258	2,206	2,627	2,312	2,269	2,046	2,163
		2020년	2,422	2,420	484	243	672	496						
홀드율	본사	2018년	10.2%	9.1%	10.0%	9.1%	11.5%	10.4%	12.7%	10.0%	9.5%	12.3%	9.5%	11.1%
		2019년	8.5%	9.0%	8.6%	9.4%	9.8%	8.5%	12.3%	9.0%	11.4%	12.6%	11.2%	10.6%
		2020년	10.3%	11.4%	14.3%	12.1%	16.8%	11.7%						
	인천 (P-시티)	2018년	15.4%	10.7%	8.8%	4.1%	9.6%	14.4%	12.7%	9.2%	11.2%	13.4%	10.0%	9.2%
		2019년	11.7%	13.0%	11.1%	7.8%	8.1%	13.5%	14.1%	12.1%	15.6%	15.2%	14.5%	16.2%
		2020년	14.6%	10.5%	14.1%	12.4%	11.0%	7.8%						
매출액	본사	2018년	323	262	341	278	362	295	361	326	284	440	271	332
		2019년	284	307	275	360	344	334	410	330	338	437	358	308
		2020년	337	325	121	45	219	92						
	인천 (P-시티)	2018년	214	172	170	105	156	274	262	183	232	261	241	216
		2019년	277	246	224	211	267	385	327	360	391	368	309	389
		2020년	377	316	67	34	79	47						

주: 드롭액과 홀드율은 테이블 기준. 매출액은 테이블, 슬롯 및 정켓 합산 기준
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

[표 59] 파라다이스의 월간 VIP 입장객 추이 (단위: 명)

			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
워커힐	중국 VIP	2018년	1,136	1,144	901	1,030	913	930	967	1,018	1,027	1,586	1,049	1,157
		2019년	1,209	1,117	1,280	1,243	1,313	1,415	1,158	1,140	1,175	1,564	1,021	1,185
		2020년	1,217	792	271	107	224	225						
	일본 VIP	2018년	2,386	1,649	2,171	2,061	2,357	1,915	2,061	2,151	1,895	1,910	2,070	2,299
		2019년	2,192	1,629	2,357	2,281	2,466	2,276	2,125	2,202	2,065	1,759	2,116	2,226
		2020년	2,438	1,572	206	7	12	8						
부산	중국 VIP	2018년	3,443	2,805	3,026	2,854	2,896	2,782	675	673	581	973	501	722
		2019년	2,982	3,070	3,225	2,778	2,884	3,040	646	781	475	880	739	859
		2020년	2,798	2,331	1,908	1,108	2,396	2,216						
	일본 VIP	2018년	355	355	381	643	452	452	1,145	1,293	1,065	1,118	990	995
		2019년	655	711	566	410	589	476	933	1,059	871	708	875	823
		2020년	527	456	31	5	29	20						
제주그랜드	중국 VIP	2018년	1,023	758	875	967	1,135	1,055	438	337	512	706	414	279
		2019년	1,117	855	972	1,086	1,188	1,008	729	782	430	731	560	515
		2020년	1,026	554	14	0	8	16						
	일본 VIP	2018년	343	351	379	456	457	322	225	172	153	106	173	77
		2019년	341	310	417	343	337	282	174	260	221	225	133	125
		2020년	340	263	144	69	208	220						
3개점계 (별도반영)	중국 VIP	2018년	274	363	315	321	466	332	2,080	2,028	2,120	3,265	1,964	2,158
		2019년	590	554	473	576	617	681	2,533	2,703	2,080	3,175	2,320	2,559
		2020년	550	260	84	21	68	57						
	일본 VIP	2018년	180	129	126	185	100	131	3,431	3,616	3,113	3,134	3,233	3,371
		2019년	108	101	93	261	211	282	3,232	3,521	3,157	2,692	3,124	3,174
		2020년	153	116	4	0	0	0						
P-시티 (舊 인천)	중국 VIP	2018년	81	142	82	76	66	80	1,045	1,103	1,274	1,894	1,122	1,494
		2019년	179	166	139	148	113	130	1,206	1,464	1,085	1,929	1,267	1,228
		2020년	282	159	61	105	50	31						
	일본 VIP	2018년	1,765	1,862	1,597	1,994	1,831	1,714	3,008	3,588	3,060	2,684	4,130	3,490
		2019년	2,454	2,382	2,319	2,229	2,519	2,572	3,497	3,939	3,424	3,016	3,162	3,516
		2020년	2,294	1,508	386	133	321	302						
4개점계 (연결반영)	중국 VIP	2018년	3,589	2,536	3,172	3,213	3,592	3,101	3,125	3,131	3,394	5,159	3,086	3,652
		2019년	3,417	2,585	3,422	3,628	3,865	3,566	3,739	4,167	3,165	5,104	3,587	3,787
		2020년	3,617	2,242	224	7	20	24						
	일본 VIP	2018년	3,867	3,298	3,487	3,386	3,419	3,184	6,439	7,204	6,173	5,818	7,363	6,861
		2019년	3,502	3,546	3,781	3,269	3,334	3,452	6,729	7,460	6,581	5,708	6,286	6,690
		2020년	3,420	2,753	2,113	1,282	2,654	2,467						

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**7,876**	**9,794**	**4,294**	**8,696**	**11,379**
매출원가	7,090	8,399	4,858	7,094	8,225
매출총이익	786	1,395	-564	1,602	3,154
판관비	762	877	513	788	914
영업이익	**24**	**519**	**-1,077**	**814**	**2,240**
EBITDA	745	1,626	-9	1,882	3,375
영업외손익	-453	-364	-361	-366	-346
외환관련손익	10	12	11	0	0
이자손익	-291	-478	-462	-467	-447
관계기업관련손익	-11	207	0	0	0
기타	-161	-105	90	101	101
법인세비용차감전순손익	-429	155	-1,438	448	1,895
법인세비용	13	88	28	222	459
계속사업순손익	-441	67	-1,466	226	1,436
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-441	67	-1,466	226	1,436
지배지분순이익	**-210**	**151**	**-1,053**	**91**	**994**
포괄순이익	2,964	-134	-1,682	9	1,220
지배지분포괄이익	2,865	25	-1,043	15	2,050

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**3,275**	**5,322**	**2,553**	**2,766**	**4,706**
현금및현금성자산	2,071	2,216	154	643	2,487
매출채권 및 기타채권	275	343	130	280	344
재고자산	66	62	31	105	137
비유동자산	28,232	29,382	28,915	28,514	27,978
유형자산	22,626	21,970	21,521	21,120	20,651
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	234	239	297	297	297
자산총계	**31,508**	**34,704**	**31,469**	**31,279**	**32,684**
유동부채	4,218	6,324	4,506	4,730	4,954
매입채무 및 기타채무	1,181	1,183	773	777	782
단기차입금	878	774	671	890	1,109
유동성장기부채	209	2,429	1,409	1,409	1,409
비유동부채	11,029	12,337	12,269	12,119	12,119
장기차입금	7,975	7,262	7,168	7,018	7,018
사채	999	997	997	997	997
부채총계	**15,247**	**18,662**	**16,775**	**16,849**	**17,073**
지배지분	12,722	12,663	11,374	11,112	12,021
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	2,950	2,950	2,972	2,972	2,972
이익잉여금	6,432	6,443	5,304	5,258	6,167
비지배지분	3,539	3,379	3,319	3,319	3,591
자본총계	**16,261**	**16,042**	**14,693**	**14,431**	**15,611**
순차입금	**7,379**	**9,147**	**10,437**	**10,518**	**8,893**
총차입금	10,073	13,545	12,285	12,355	12,574

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**1,064**	**1,568**	**-540**	**1,479**	**2,882**
당기순이익	-441	67	-1,466	226	1,436
감가상각비	625	1,004	1,002	1,002	1,068
외환손익	-8	-6	-3	0	0
종속,관계기업관련손익	10	-207	0	0	0
자산부채의 증감	289	118	-527	-219	-93
기타현금흐름	589	592	454	471	471
투자활동 현금흐름	**-2,237**	**-2,225**	**-99**	**-167**	**-600**
투자자산	-4	233	12	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,710	-849	-470	-600	-600
유형자산 감소	5	7	1	0	0
기타현금흐름	473	-1,616	358	433	0
재무활동 현금흐름	**1,513**	**796**	**-1,589**	**-279**	**-129**
단기차입금	0	0	-97	219	219
사채 및 장기차입금	1,151	1,074	-1,130	-150	0
자본	447	0	0	0	0
현금배당	-85	-85	-85	-86	-86
기타현금흐름	0	-193	-277	-262	-262
연결범위변동 등 기타	10	6	166	-544	-309
현금의 증감	**351**	**145**	**-2,063**	**489**	**1,844**
기초 현금	1,720	2,071	2,216	154	643
기말 현금	2,071	2,216	154	643	2,487
NOPLAT	**25**	**519**	**-1,098**	**814**	**2,240**
FCF	**-1,675**	**602**	**-1,027**	**659**	**2,140**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-231	166	-1,158	100	1,094
BPS	14,935	14,865	13,298	12,991	14,054
EBITDAPS	819	1,788	-10	2,070	3,712
SPS	8,661	10,770	4,721	9,562	12,513
DPS	100	100	100	100	300
PER	**-87.9**	**107.1**	**-11.1**	**129.2**	**11.8**
PBR	**1.4**	**1.2**	**1.0**	**1.0**	**0.9**
EV/EBITDA	**39.5**	**17.7**	**-2,886.8**	**13.6**	**7.2**
PSR	**2.3**	**1.7**	**2.7**	**1.3**	**1.0**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**17.9**	**24.4**	**-56.2**	**102.5**	**30.9**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**2,054.2**	**적전**	**흑전**	**175.3**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**적전**	**흑전**	**995.2**
매출총이익률 (%)	10.0	14.2	-13.1	18.4	27.7
영업이익률 (%)	**0.3**	**5.3**	**-25.1**	**9.4**	**19.7**
지배순이익률 (%)	-2.7	1.5	-24.5	1.0	8.7
EBITDA 마진 (%)	9.5	16.6	-0.2	21.6	29.7
ROIC	0.1	1.0	-4.9	1.8	7.7
ROA	-0.8	0.5	-3.2	0.3	3.1
ROE	**-1.9**	**1.2**	**-8.8**	**0.8**	**8.6**
부채비율 (%)	93.8	116.3	114.2	116.8	109.4
순차입금/자기자본 (%)	58.0	72.2	91.8	94.7	74.0
영업이익/금융비용 (배)	0.1	1.0	-2.2	1.7	4.6

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(14) GKL 분기별 실적 추이 및 전망

[표 60] GKL 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결 매출액	**1,219**	**1,161**	**1,304**	**1,118**	**1,092**	**1,174**	**1,334**	**1,308**	**1,115**	**245**	**387**	**448**	**4,803**	**4,908**	**2,195**	**4,189**
연결 영업이익	**314**	**347**	**309**	**81**	**170**	**264**	**306**	**228**	**269**	**-226**	**-311**	**-238**	**1,051**	**968**	**-505**	**489**
본사	314	347	309	81	166	261	303	234	270	-229	-314	-231	1,051	964	-504	490
자회사	-	-	-	0	4	3	3	-6	-1	3	3	-6	0	4	-1	-1
지배주주 순이익	**174**	**272**	**264**	**68**	**87**	**201**	**253**	**183**	**147**	**-220**	**-309**	**-239**	**777**	**724**	**-621**	**322**
[본사 실적]																
매출액	**1,219**	**1,161**	**1,304**	**1,118**	**1,092**	**1,174**	**1,334**	**1,308**	**1,115**	**245**	**387**	**448**	**4,803**	**4,908**	**2,195**	**4,189**
카지노	1,204	1,146	1,289	1,102	1,077	1,157	1,317	1,292	1,106	229	370	431	4,742	4,843	2,136	4,130
기타	15	15	15	17	15	16	17	17	9	16	17	17	62	65	59	59
영업비용	905	815	995	1,038	926	912	1,031	1,075	845	474	701	680	3,753	3,944	2,700	3,699
콤프	121	123	138	154	131	136	133	132	78	15	23	27	535	532	143	434
인건비	299	212	301	336	310	258	311	371	311	161	319	337	1,148	1,250	1,128	1,315
복리후생비	37	38	75	45	41	45	83	58	41	46	85	60	194	226	232	239
임차료	79	78	80	82	17	15	14	11	10	10	10	10	319	58	41	41
관광진흥개발기금	118	113	126	109	105	114	130	128	107	23	37	43	466	477	210	413
개별소비세	36	34	40	28	32	35	41	36	33	0	1	3	138	144	37	116
판매촉진비	62	65	79	117	71	92	90	95	41	12	12	12	323	348	78	274
광고선전비	14	14	15	17	12	15	16	15	10	9	9	9	61	58	38	58
감가상각비	26	26	26	26	79	75	80	82	83	83	83	83	104	316	332	332
지급수수료	47	49	48	56	66	68	69	76	70	61	62	25	200	279	218	230
기타	66	61	67	69	61	59	65	71	60	53	58	71	264	255	242	247
영업이익	**314**	**347**	**309**	**81**	**166**	**261**	**303**	**234**	**270**	**-229**	**-314**	**-231**	**1,051**	**964**	**-504**	**490**
OPM	26%	30%	24%	7%	15%	22%	23%	18%	24%	-94%	-81%	-52%	22%	20%	-23%	12%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 61] GKL, 점포별 카지노 지표 추이 (단위: 억원, %)

		2019~20년						YoY					
		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
강남점	드롭액	5,475	4,926	5,317	6,147	3,886	1,052	42%	35%	15%	-21%	-29%	-79%
	매출액	430	399	489	562	545	92	-15%	-10%	-13%	30%	27%	-77%
	홀드율	7.8	8.1	9.2	9.1	14.0	8.7						
힐튼점	드롭액	3,789	3,940	3,965	3,991	2,624	827	26%	23%	12%	-16%	-31%	-79%
	매출액	466	551	645	552	413	110	-3%	14%	18%	6%	-11%	-80%
	홀드율	12.3	14	16.3	13.8	15.7	13.3						
부산점	드롭액	2,061	2,031	1,876	1,945	1,165	211	15%	18%	18%	-24%	-43%	-90%
	매출액	187	227	207	215	144	27	-20%	-4%	9%	17%	-23%	-88%
	홀드율	9.1	11.2	11.1	11.1	12.4	12.6						
3개점 합계	드롭액	11,325	10,898	11,157	12,082	7,675	2,091	31%	27%	14%	-20%	-32%	-81%
	매출액	1,083	1,177	1,341	1,330	1,102	228	-11%	1%	3%	17%	2%	-81%
	홀드율	9.6	10.8	12.00	11.0	14.4	10.9						

자료: GKL, 유안타증권 리서치센터

[표 62] GKL 의 월간 카지노 지표 추이 (단위: 억원)

			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
드롭액	강남점	2018년	1,489	1,125	1,232	1,228	1,156	1,278	1,161	1,662	1,805	1,973	2,489	3,280
		2019년	1,815	1,671	1,988	1,506	1,810	1,611	1,665	1,833	1,818	2,312	1,888	1,946
		2020년	1,917	1,476	498	0	525	527						
	힐튼점	2018년	1,118	855	1,041	1,189	1,063	948	1,109	1,215	1,203	1,263	1,536	1,946
		2019년	1,311	1,189	1,288	1,366	1,369	1,205	1,274	1,444	1,246	1,219	1,306	1,465
		2020년	1,279	939	406	0	404	423						
	부산점	2018년	608	548	638	562	568	596	549	515	530	685	1,079	784
		2019년	740	711	611	613	723	695	577	708	591	620	584	741
		2020년	665	428	72	0	83	128						
	3개점 합계	2018년	3,215	2,528	2,911	2,979	2,787	2,822	2,819	3,391	3,538	3,921	5,104	6,010
		2019년	3,866	3,571	3,887	3,485	3,902	3,511	3,516	3,985	3,656	4,152	3,778	4,152
		2020년	3,861	2,843	976	0	1,012	1,078						
홀드율	강남점	2018년	12.3%	12.1%	15.3%	11.9%	14.5%	10.3%	13.8%	14.2%	9.4%	8.5%	6.1%	3.5%
		2019년	7.2%	6.8%	9.3%	8.9%	7.0%	8.6%	8.9%	11.7%	7.0%	6.1%	10.0%	11.9%
		2020년	13.6%	16.1%	9.5%	-	8.0%	9.4%						
	힐튼점	2018년	15.3%	19.5%	13.5%	13.7%	15.1%	17.0%	13.6%	15.5%	17.1%	10.9%	13.8%	8.8%
		2019년	11.8%	12.6%	12.5%	14.8%	14.6%	12.4%	16.6%	16.0%	16.2%	13.6%	14.1%	13.7%
		2020년	17.0%	14.7%	14.3%	-	13.0%	13.6%						
	부산점	2018년	16.6%	11.3%	11.1%	15.3%	13.6%	12.3%	10.6%	16.1%	9.1%	8.2%	4.7%	9.7%
		2019년	8.2%	7.7%	11.7%	9.5%	9.3%	14.6%	9.1%	11.8%	12.1%	9.0%	13.1%	11.2%
		2020년	10.2%	15.0%	16.2%	-	10.7%	13.8%						
	3개점 합계	2018년	14.2%	14.4%	13.7%	13.3%	14.6%	13.0%	13.1%	15.0%	12.0%	9.2%	8.1%	6.0%
		2019년	9.0%	8.9%	10.7%	11.3%	10.1%	11.1%	11.7%	13.3%	10.9%	8.8%	11.9%	12.4%
		2020년	14.2%	15.5%	12.0%	-	10.2%	11.6%						
매출액	강남점	2018년	183	136	188	146	168	131	160	236	170	168	153	113
		2019년	132	113	184	134	127	138	148	215	127	142	189	231
		2020년	261	237	47	0	42	49						
	힐튼점	2018년	171	167	141	163	161	161	151	189	206	137	212	171
		2019년	155	150	161	202	200	150	211	231	202	166	185	201
		2020년	217	138	58	0	53	58						
	부산점	2018년	101	62	71	86	77	73	58	83	48	56	51	76
		2019년	61	55	72	58	67	102	52	84	71	56	76	83
		2020년	68	64	12	0	9	18						
	3개점 합계	2018년	455	365	400	395	406	366	369	507	424	361	416	361
		2019년	347	318	417	393	394	390	411	530	400	365	450	515
		2020년	546	440	117	0	104	125						

자료: GKL, 유안타증권 리서치센터

[표 63] GKL 의 월간 VIP 입장객 추이 (단위: 명)

			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
GKL 강남점	중국 VIP	2018년	2,032	1,819	1,692	1,768	1,554	1,788	1,739	1,823	1,970	2,446	2,087	2,285
		2019년	2,037	2,088	2,093	2,003	2,686	2,307	2,383	2,411	2,360	2,744	2,230	2,713
		2020년	2,544	2,173	1,010	0	940	1,048						
	일본 VIP	2018년	1,116	1,076	888	1,093	1,200	1,042	1,440	1,360	1,226	1,140	1,100	1,174
		2019년	1,439	1,278	1,107	992	1,059	1,115	1,118	1,371	1,068	938	1,146	1,251
		2020년	1,209	917	100	0	28	43						
GKL 힐튼점	중국 VIP	2018년	1,521	1,291	1,473	1,525	1,683	1,400	1,412	1,552	1,371	1,493	1,425	1,796
		2019년	1,511	1,431	1,772	1,939	2,020	2,092	2,035	1,886	1,976	1,999	2,053	2,458
		2020년	2,344	1,760	1,148	0	1,232	1,563						
	일본 VIP	2018년	1,612	969	1,402	1,514	1,599	1,445	1,520	1,536	1,582	1,545	1,684	1,655
		2019년	1,721	1,175	1,290	1,604	1,656	1,411	1,558	1,388	1,215	1,140	1,462	1,458
		2020년	1,557	925	91	0	25	27						
GKL 부산점	중국 VIP	2018년	346	454	503	643	621	594	704	606	530	691	663	591
		2019년	628	679	532	512	784	689	612	759	509	833	656	869
		2020년	704	375	95	0	112	192						
	일본 VIP	2018년	1,549	1,087	1,249	1,257	1,397	1,366	1,249	1,433	1,176	1,119	1,225	1,258
		2019년	1,499	1,095	1,248	1,269	1,317	1,388	1,188	1,237	1,116	957	1,253	1,237
		2020년	1,322	860	35	0	1	0						
합계	중국 VIP	2018년	3,899	3,564	3,668	3,936	3,858	3,782	3,855	3,981	3,871	4,630	4,175	4,672
		2019년	4,176	4,198	4,397	4,454	5,490	5,088	5,030	5,056	4,845	5,576	4,939	6,040
		2020년	5,592	4,308	2,253	0	2,284	2,803						
	일본 VIP	2018년	4,277	3,132	3,539	3,864	4,196	3,853	4,209	4,329	3,984	3,804	4,009	4,087
		2019년	4,659	3,548	3,645	3,865	4,032	3,914	3,864	3,996	3,399	3,035	3,861	3,946
		2020년	4,088	2,702	226	0	54	70						

자료: GKL, 유안타증권 리서치센터

GKL (114090) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**4,803**	**4,908**	**2,195**	**4,189**	**5,730**
매출원가	3,398	3,566	2,475	3,404	3,833
매출총이익	1,406	1,341	-280	785	1,897
판관비	355	373	225	296	400
영업이익	**1,051**	**968**	**-505**	**489**	**1,496**
EBITDA	1,213	1,339	-157	824	1,831
영업외손익	-11	-11	-63	-29	5
외환관련손익	2	7	9	0	0
이자손익	102	63	41	-1	33
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-115	-82	-113	-28	-28
법인세비용차감전순손익	1,040	957	-568	460	1,501
법인세비용	262	233	53	139	363
계속사업순손익	777	724	-621	322	1,138
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	777	724	-621	322	1,138
지배지분순이익	**777**	**724**	**-621**	**322**	**1,138**
포괄순이익	752	712	-621	322	1,138
지배지분포괄이익	752	712	-621	322	1,138

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**4,556**	**4,571**	**3,824**	**3,637**	**4,465**
현금및현금성자산	1,312	1,322	771	455	1,214
매출채권 및 기타채권	143	207	58	153	204
재고자산	25	25	16	50	68
비유동자산	3,102	4,524	4,538	4,535	4,535
유형자산	857	807	772	772	772
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1,776	2,303	2,297	2,297	2,297
자산총계	**7,658**	**9,094**	**8,362**	**8,172**	**9,000**
유동부채	1,686	2,118	2,303	2,303	2,303
매입채무 및 기타채무	1,447	1,563	1,763	1,763	1,763
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2	0	2	2	2
비유동부채	351	1,125	1,155	1,155	1,155
장기차입금	0	0	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**2,037**	**3,243**	**3,458**	**3,458**	**3,458**
지배지분	5,621	5,852	4,904	4,714	5,542
자본금	309	309	309	309	309
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	5,099	5,330	4,382	4,192	5,020
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**5,621**	**5,852**	**4,904**	**4,714**	**5,542**
순차입금	**-4,379**	**-3,566**	**-2,908**	**-2,592**	**-3,351**
총차입금	2	765	768	768	768

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**928**	**1,176**	**-175**	**651**	**1,527**
당기순이익	777	724	-621	322	1,138
감가상각비	159	367	345	332	332
외환손익	-1	2	-7	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-24	-94	-13	-175	-115
기타현금흐름	18	177	121	172	172
투자활동 현금흐름	**-419**	**-516**	**-208**	**-339**	**-342**
투자자산	-329	-423	105	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-79	-55	-298	-332	-332
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-11	-37	-16	-7	-10
재무활동 현금흐름	**-453**	**-650**	**-525**	**-506**	**-586**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-2	-2	5	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-452	-439	-327	-309	-390
기타현금흐름	0	-209	-202	-197	-197
연결범위변동 등 기타	1	-1	358	-122	160
현금의 증감	**58**	**9**	**-550**	**-316**	**759**
기초 현금	1,254	1,312	1,322	771	455
기말 현금	1,312	1,322	771	455	1,214
NOPLAT	**1,051**	**968**	**-552**	**489**	**1,496**
FCF	**845**	**954**	**-515**	**170**	**1,022**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,257	1,170	-1,004	520	1,839
BPS	9,087	9,460	7,928	7,621	8,960
EBITDAPS	1,961	2,165	-254	1,332	2,961
SPS	7,765	7,934	3,549	6,772	9,264
DPS	710	659	500	500	1,080
PER	**20.3**	**18.3**	**-12.7**	**24.5**	**6.9**
PBR	**2.8**	**2.3**	**1.6**	**1.7**	**1.4**
EV/EBITDA	**9.4**	**7.2**	**-31.6**	**6.4**	**2.5**
PSR	**3.3**	**2.7**	**3.6**	**1.9**	**1.4**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-4.2**	**2.2**	**-55.3**	**90.8**	**36.8**
영업이익 증가율 (%)	**-2.9**	**-7.9**	**적전**	**흑전**	**205.9**
지배순이익 증가율 (%)	**-3.5**	**-6.9**	**적전**	**흑전**	**253.6**
매출총이익률 (%)	29.3	27.3	-12.7	18.7	33.1
영업이익률 (%)	**21.9**	**19.7**	**-23.0**	**11.7**	**26.1**
지배순이익률 (%)	16.2	14.8	-28.3	7.7	19.9
EBITDA 마진 (%)	25.3	27.3	-7.2	19.7	32.0
ROIC	-149.1	-111.1	60.2	-33.8	-124.3
ROA	10.4	8.6	-7.1	3.9	13.3
ROE	**14.2**	**12.6**	**-11.5**	**6.7**	**22.2**
부채비율 (%)	36.2	55.4	70.5	73.4	62.4
순차입금/자기자본 (%)	-77.9	-60.9	-59.3	-55.0	-60.5
영업이익/금융비용 (배)	11,370.0	25.4	-13.7	13.3	40.6

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(15) 하나투어 분기별 실적 추이 및 전망

[표 64] 하나투어 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결매출액	**2,293**	**1,967**	**2,084**	**1,938**	**2,229**	**1,937**	**1,832**	**1,635**	**1,105**	**78**	**117**	**112**	**8,283**	**7,632**	**1,412**	**5,525**
본사	1,586	1,259	1,376	1,200	1,497	1,146	1,074	913	662	7	8	9	5,421	4,629	686	3,683
국내 자회사	422	501	485	511	470	549	579	585	355	65	104	98	1,919	2,183	622	1,072
SM 면세점	224	251	269	270	272	311	350	364	227	46	85	78	1,014	1,297	437	357
기타	197	250	216	241	198	238	229	222	128	19	19	19	905	886	186	716
해외 자회사	366	320	269	309	328	331	256	211	129	11	11	11	1,294	1,126	160	1,003
연결영업이익	**120**	**48**	**52**	**29**	**132**	**36**	**-28**	**-81**	**-275**	**-400**	**-353**	**-352**	**249**	**59**	**-1,380**	**-154**
본사	139	38	72	17	129	-9	-25	-38	-102	-140	-84	-141	266	57	-467	-59
국내 자회사	-70	-32	-25	-11	-25	8	12	26	-92	-116	-125	-67	-138	21	-401	-56
SM 면세점	-49	-40	-26	-24	-10	-7	-7	-9	-65	-79	-87	-30	-138	-33	-261	-80
기타	-22	8	1	12	-15	15	19	35	-28	-38	-38	-38	0	54	-140	24
해외 자회사	51	42	4	22	27	37	-10	-66	-85	-144	-144	-144	119	-12	-515	-39
OPM	5%	2%	2%	1%	6%	2%	-2%	-5%	-25%	-515%	-300%	-315%	3%	1%	-98%	-3%
본사	9%	3%	5%	1%	9%	-1%	-2%	-4%	-15%	-2021%	-1067%	-1587%	5%	1%	-68%	-2%
국내 자회사	-17%	-6%	-5%	-2%	-5%	1%	2%	4%	-26%	-178%	-120%	-69%	-7%	1%	-64%	-5%
SM 면세점	-22%	-16%	-10%	-9%	-4%	-2%	-2%	-3%	-29%	-171%	-102%	-38%	-14%	-3%	-60%	-23%
기타	-11%	3%	0%	5%	-7%	6%	8%	16%	-21%	-195%	-195%	-195%	0%	6%	-75%	3%
해외 자회사	14%	13%	2%	7%	8%	11%	-4%	-31%	-66%	-1362%	-1362%	-1362%	9%	-1%	-322%	-4%
연결순이익(지배주주)	**67**	**18**	**45**	**-42**	**91**	**-24**	**-58**	**-90**	**-275**	**-375**	**-327**	**-334**	**87**	**-80**	**-1,310**	**-323**
NIM	3%	1%	2%	-2%	4%	-1%	-3%	-5%	-25%	-483%	-279%	-299%	1%	-1%	-93%	-6%
[본사 실적 추정]																
[여행객 지표]																
패키지 송객수(만명)	110	89	82	90	96	76	62	56	24	0	0	0	370	291	24	279
(YoY)	17%	7%	-12%	-7%	-12%	-14%	-24%	-38%	-75%	-100%	-100%	-100%	1%	-21%	-92%	1049%
패키지 ASP(만원)	61.9	67.2	71.7	65.0	67.4	71.9	80.9	83.5	101.2	-	-	-	66.1	74.5	101.2	66.8
(YoY)	-6%	0%	14%	-1%	9%	7%	13%	28%	50%	-	-	-	0%	13%	35%	-34%
매출전환율(패키지)	14.8%	14.7%	15.3%	13.8%	15.1%	14.3%	14.4%	14.0%	14.9%	-	-	-	14.7%	14.5%	14.9%	14.4%
본사 매출액	**1,586**	**1,259**	**1,376**	**1,200**	**1,497**	**1,146**	**1,074**	**913**	**662**	**7**	**8**	**9**	**5,421**	**4,629**	**686**	**3,683**
항공권대매수익	28	22	21	25	16	16	14	17	6	0	0	0	96	63	7	73
국제관광알선수익	1,008	880	896	807	981	786	720	654	413	1	1	2	3,591	3,141	417	2,675
전세기수익	403	185	324	201	344	156	212	105	114	0	0	0	1,112	818	114	524
기타수익	148	172	153	168	155	201	129	137	129	6	6	6	640	621	147	412
본사 영업비용	1,447	1,221	1,303	1,183	1,368	1,154	1,099	951	763	147	92	150	5,154	4,573	1,153	3,743
급여 및 성과급	274	237	253	229	262	244	241	225	227	82	24	82	994	972	414	985
광고선전비	48	112	52	57	35	65	31	34	10	0	0	0	269	165	10	115
여행비지급수수료	436	386	385	380	439	368	333	316	176	5	8	8	1,588	1,456	197	1,234
전세기비용	403	185	324	207	342	158	210	113	103	0	0	0	1,119	823	103	524
기타	286	300	289	309	290	319	285	263	248	60	60	60	1,184	1,157	428	884
본사 영업이익	**139**	**38**	**72**	**17**	**129**	**-9**	**-25**	**-38**	**-102**	**-140**	**-84**	**-141**	**266**	**57**	**-467**	**-59**
OPM	9%	3%	5%	1%	9%	-1%	-2%	-4%	-15%	-2021%	-1067%	-1587%	5%	1%	-68%	-2%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 65] SM 면세점 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2017	2018	2019	2020E
매출액	**224**	**251**	**269**	**270**	**272**	**311**	**350**	**364**	**227**	**46**	**85**	**78**	**913**	**1,014**	**1,297**	**437**
매출원가	129	138	131	142	148	165	186	189	142	30	68	39	556	540	688	160
COGS Ratio	58%	55%	49%	53%	54%	53%	53%	52%	62%	65%	80%	50%	61%	53%	53%	45%
매출총이익	95	113	137	128	124	146	164	174	86	16	17	39	357	474	609	196
GPM	42%	45%	51%	47%	46%	47%	47%	48%	38%	35%	20%	50%	39%	47%	47%	55%
판관비	144	154	163	151	134	153	170	185	150	95	104	69	633	612	643	276
SG&A Ratio	64%	61%	61%	56%	49%	49%	49%	51%	66%	206%	122%	88%	69%	60%	50%	78%
- 인건비	21	20	21	18	19	19	21	20	14	14	11	8	71	80	79	31
- 광고선전비	3	3	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	67	10	8	9
- 유/무형상각비	11	12	15	11	79	6	7	6	6	6	3	1	53	49	25	6
- 지급수수료	25	27	39	24	19	23	23	26	11	2	4	2	131	114	90	9
- 지급임차료	76	82	81	86	9	94	109	119	107	61	74	51	276	324	405	203
- 기타	8	11	6	10	6	9	10	12	9	9	9	5	34	35	35	18
영업이익	**-49**	**-40**	**-26**	**-24**	**-10**	**-7**	**-7**	**-9**	**-65**	**-79**	**-87**	**-30**	**-276**	**-138**	**-33**	**-80**
OPM	-22%	-16%	-10%	-9%	-4%	-2%	-2%	-3%	-29%	-171%	-102%	-38%	-30%	-14%	-3%	-23%
상품재고자산	**119**	**108**	**95**	**94**	**90**	**86**	**133**	**130**	**133**	-	-	-	**103**	**94**	**130**	-

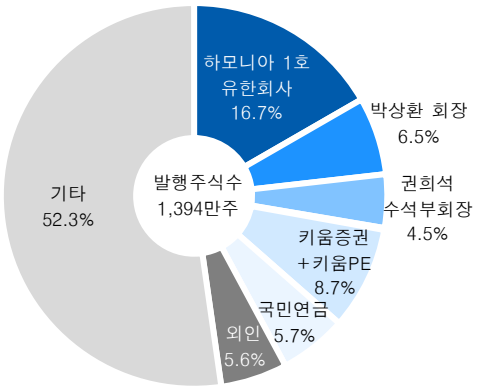
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 66] 일본 주요 자회사 실적 추이 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	2016	2017	2018	2019
본사 일본향 패키지	47.2	34.5	27.9	32.1	34.5	25.4	10.7	5.6	2.7	0	-	-	111	146	141	76.2
(YoY)	34%	5%	-27%	-20%	-27%	-26%	-62%	-82%	-92%	-100%	-	-	60%	31%	-3%	-46%
매출액 (억원)																
- 하나투어재팬	140	109	93	91	78	67	42	0	20	-	-	-	182	227	434	1,297
- 유아이관광버스	57	59	52	57	59	62	46	43	19	-	-	-	152	213	225	209
- 스타샵	102	77	50	59	81	67	30	11	-	-	-	-	202	351	288	189
- 아레그록스(호텔)	-	-	-	-	47	50	57	51	30	-	-	-	-	-	-	205
영업이익 (억원)																
- 하나투어재팬	27	23	8	10	13	12	-5	-15	-74	-	-	-	69	97	69	5
- 유아이관광버스	2	5	-6	2	9	11	-2	0	-20	-	-	-	36	20	3	17
- 스타샵	15	7	-1	-1	-5	1	-8	-29	-	-	-	-	24	48	20	-42
- 아레그록스(호텔)	-	-	-	-	3	6	10	-3	-18	-	-	-	-	-	-	16

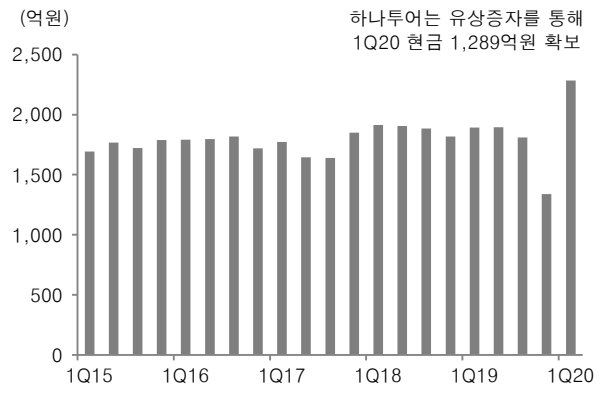
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 125] 하나투어 주주 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 126] 하나투어 본사 자본총계 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 67] 하나투어 패키지상품 송객수 추이

하나투어	패키지상품 송객수(만명)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2011	139.2	20.2	43.4	51.9	9.0	10.4	4.3	5%	-42%	9%	40%	-1%	30%	24%
2012	159.5	25.7	47.8	60.7	9.6	11.1	4.7	15%	27%	10%	17%	7%	6%	10%
2013	181.9	35.1	46.1	70.8	10.2	14.6	5.2	14%	36%	-4%	17%	6%	32%	10%
2014	190.2	41.6	44.2	69.3	10.2	19.3	5.5	5%	19%	-4%	-2%	1%	32%	5%
2015	230.1	69.5	47.5	76.4	11.4	18.8	6.6	21%	67%	7%	10%	11%	-3%	21%
2016	304.4	111.4	59.9	91.9	14.8	18.5	8.0	32%	60%	26%	20%	30%	-2%	22%
2017	366.7	146.3	41.1	128.5	17.7	23.5	9.7	20%	31%	-32%	40%	20%	27%	21%
2018	370.2	141.2	47.0	130.5	16.5	26.9	8.1	1%	-3%	15%	2%	-7%	15%	-16%
2019	290.7	76.2	39.1	127.6	14.5	25.5	7.8	-21%	-46%	-17%	-2%	-12%	-5%	-4%
1Q18	110.0	47.0	11.2	40.3	4.5	5.2	1.9	17%	34%	-18%	17%	2%	11%	8%
2Q18	88.9	34.4	12.5	27.8	4.2	7.9	2.1	7%	5%	73%	-6%	-2%	11%	-6%
3Q18	82.1	27.9	11.4	28.4	4.2	8.1	2.0	-11%	-27%	14%	-7%	-7%	25%	-21%
4Q18	89.7	32.1	12.0	34.2	3.6	5.7	2.1	-7%	-20%	17%	1%	-19%	11%	-33%
1Q19	96.4	34.5	10.6	40.3	4.0	5.5	1.6	-12%	-27%	-5%	0%	-11%	5%	-16%
2Q19	76.5	25.3	11.6	26.0	3.5	8.0	2.0	-14%	-26%	-7%	-7%	-16%	1%	-4%
3Q19	62.0	10.7	9.4	28.9	3.6	7.4	2.2	-24%	-62%	-17%	2%	-15%	-8%	7%
4Q19	55.8	5.6	7.6	32.5	3.4	4.6	2.0	-38%	-82%	-37%	-5%	-5%	-18%	-4%
1Q20	23.9	2.7	1.4	14.9	1.7	2.3	0.8	-75%	-92%	-86%	-63%	-57%	-58%	-49%
2Q20	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2019.01	37.2	14.5	3.8	15.1	1.4	1.9	0.6	-10%	-14%	-14%	-6%	-20%	6%	-21%
2019.02	32.2	11.9	3.3	13.5	1.3	1.6	0.6	-13%	-34%	8%	7%	-3%	13%	-7%
2019.03	27.0	8.1	3.5	11.7	1.3	1.9	0.5	-14%	-34%	-6%	2%	-8%	-3%	-19%
2019.04	26.7	9.0	4.0	9.5	1.1	2.5	0.6	-15%	-28%	-8%	-5%	-23%	3%	4%
2019.05	24.4	8.1	3.8	7.8	1.2	2.8	0.7	-16%	-28%	-9%	-9%	-8%	-1%	-9%
2019.06	25.3	8.2	3.8	8.7	1.2	2.8	0.7	-11%	-22%	-6%	-6%	-16%	2%	-4%
2019.07	24.1	6.6	3.1	9.7	1.3	2.7	0.7	-15%	-36%	-14%	2%	-11%	5%	0%
2019.08	20.6	2.4	3.6	10.3	1.3	2.4	0.6	-30%	-77%	-12%	0%	-15%	-16%	27%
2019.09	17.3	1.7	2.7	8.9	1.0	2.2	0.8	-27%	-76%	-27%	4%	-20%	-14%	2%
2019.10	19.5	1.7	3.1	10.4	1.1	2.2	1.0	-32%	-82%	-30%	1%	-15%	-11%	-2%
2019.11	18.3	2.0	2.6	10.7	1.1	1.3	0.5	-38%	-80%	-37%	-8%	-5%	-22%	-10%
2019.12	18.0	1.9	1.8	11.4	1.2	1.1	0.5	-42%	-84%	-45%	-7%	5%	-26%	1%
2020.01	18.7	2.1	1.4	12.2	1.1	1.5	0.4	-50%	-86%	-63%	-19%	-21%	-21%	-28%
2020.02	4.9	0.6	0.0	2.6	0.6	0.8	0.3	-85%	-95%	-100%	-80%	-56%	-52%	-45%
2020.03	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-99%	-99%	-100%	-99%	-96%	-99%	-91%
2020.04	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020.05	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020.06	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: 하나투어, 유안타증권 리서치센터

하나투어 (039130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**8,283**	**7,632**	**1,412**	**5,525**	**6,762**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,283	7,632	1,412	5,525	6,762
판관비	8,034	7,573	2,792	5,680	6,041
영업이익	**249**	**59**	**-1,380**	**-154**	**721**
EBITDA	473	801	-917	55	952
영업외손익	-25	-116	-142	-101	-98
외환관련손익	-20	-61	-44	0	0
이자손익	24	-75	-91	-98	-94
관계기업관련손익	-5	-28	-4	0	0
기타	-25	48	-3	-3	-3
법인세비용차감전순손익	223	-57	-1,522	-255	623
법인세비용	117	63	-3	86	185
계속사업순손익	106	-120	-1,519	-342	439
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	106	-120	-1,519	-342	439
지배지분순이익	**87**	**-80**	**-1,310**	**-323**	**406**
포괄순이익	144	-87	-1,370	-194	587
지배지분포괄이익	108	-60	-1,150	-163	495

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**4,977**	**4,082**	**2,616**	**2,791**	**3,303**
현금및현금성자산	1,577	1,108	891	599	987
매출채권 및 기타채권	1,037	976	238	704	816
재고자산	531	338	55	55	67
비유동자산	2,184	5,993	5,978	5,952	5,873
유형자산	1,095	4,702	1,475	1,475	1,449
관계기업등 지분관련자산	101	62	36	10	2
기타투자자산	443	368	384	384	384
자산총계	**7,161**	**10,076**	**8,594**	**8,744**	**9,176**
유동부채	4,136	4,075	2,556	2,780	2,834
매입채무 및 기타채무	1,667	1,224	473	697	750
단기차입금	696	908	987	987	987
유동성장기부채	23	34	32	32	32
비유동부채	627	3,822	3,853	3,853	3,853
장기차입금	104	887	901	901	901
사채	23	14	15	15	15
부채총계	**4,762**	**7,897**	**6,409**	**6,633**	**6,686**
지배지분	1,999	1,808	1,877	1,816	2,142
자본금	58	58	70	70	70
자본잉여금	1,113	1,113	2,391	2,391	2,391
이익잉여금	1,182	969	-385	-594	-268
비지배지분	400	371	308	295	347
자본총계	**2,399**	**2,179**	**2,185**	**2,111**	**2,490**
순차입금	**-1,725**	**2,345**	**2,691**	**2,983**	**2,596**
총차입금	1,197	4,639	4,744	4,744	4,744

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**202**	**286**	**-1,926**	**-1,461**	**-487**
당기순이익	106	-120	-1,519	-342	439
감가상각비	183	700	413	160	186
외환손익	18	53	46	0	0
종속,관계기업관련손익	-1	28	4	0	0
자산부채의 증감	-142	-594	-1,183	-1,635	-1,462
기타현금흐름	39	219	311	355	350
투자활동 현금흐름	**-1,310**	**-1,127**	**-379**	**-245**	**-195**
투자자산	-62	-100	9	8	8
유형자산 증가 (CAPEX)	-129	-1,109	-304	-160	-160
유형자산 감소	8	181	3	0	0
기타현금흐름	-1,127	-100	-87	-93	-43
재무활동 현금흐름	**369**	**286**	**729**	**-551**	**-739**
단기차입금	578	178	28	0	0
사채 및 장기차입금	9	779	8	0	0
자본	0	0	1,289	0	0
현금배당	-182	-148	-59	-15	-203
기타현금흐름	-37	-523	-537	-536	-536
연결범위변동 등 기타	32	86	1,359	1,965	1,808
현금의 증감	**-707**	**-469**	**-217**	**-292**	**387**
기초 현금	2,284	1,577	1,108	891	599
기말 현금	1,577	1,108	891	599	987
NOPLAT	**249**	**125**	**-1,380**	**-207**	**721**
FCF	**71**	**-837**	**-2,401**	**-1,791**	**-884**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	753	-691	-9,400	-2,314	2,913
BPS	18,060	16,334	14,020	13,566	15,998
EBITDAPS	4,071	6,895	-6,575	397	6,829
SPS	71,303	65,701	10,129	39,638	48,509
DPS	1,300	1,000	0	600	1,500
PER	**117.9**	**-81.2**	**-3.9**	**-15.9**	**12.7**
PBR	**4.9**	**3.4**	**2.6**	**2.7**	**2.3**
EV/EBITDA	**19.0**	**11.5**	**-8.9**	**152.0**	**8.5**
PSR	**1.2**	**0.9**	**3.6**	**0.9**	**0.8**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**3.0**	**-7.9**	**-81.5**	**291.3**	**22.4**
영업이익 증가율 (%)	**-39.5**	**-76.1**	**적전**	**적지**	**-566.7**
지배순이익 증가율 (%)	**-33.6**	**적전**	**적지**	**적지**	**-225.9**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**3.0**	**0.8**	**-97.7**	**-2.8**	**10.7**
지배순이익률 (%)	1.1	-1.1	-92.8	-5.8	6.0
EBITDA 마진 (%)	5.7	10.5	-64.9	1.0	14.1
ROIC	-48.8	5.9	-49.4	-14.2	32.1
ROA	1.3	-0.9	-14.0	-3.7	4.5
ROE	**4.3**	**-4.2**	**-71.1**	**-17.5**	**20.5**
부채비율 (%)	198.5	362.4	293.3	314.2	268.6
순차입금/자기자본 (%)	-86.3	129.7	143.4	164.2	121.2
영업이익/금융비용 (배)	19.8	0.6	-12.3	-1.4	6.4

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

(16) 모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

[표 68] 모두투어 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
연결매출액	**1,098**	**834**	**973**	**744**	**923**	**706**	**693**	**649**	**442**	**27**	**31**	**36**	**3,650**	**2,972**	**536**	**2,520**
본사	943	704	823	638	780	574	560	514	374	2	4	6	3,109	2,428	386	2,034
자회사	155	130	150	106	143	132	133	135	69	24	27	30	541	544	150	486
모두투어인터	0	0	1	1	0	2	2	4	2	0	0	0	3	7	2	5
자유투어	111	66	96	66	93	77	72	52	30	2	1	1	340	294	34	217
크루즈인터	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	2	2	2	2
모두투어 REITs	11	11	12	14	12	14	16	35	16	11	11	11	48	76	49	55
모두스테이	28	40	39	45	39	46	53	55	29	9	12	12	152	193	61	167
다낭호텔	4	4	5	5	6	5	5	6	3	2	2	6	18	21	13	24
모두투어재팬	8	8	3	6	8	4	3	4	1	0	0	0	24	19	1	17
연결영업이익	**91**	**40**	**25**	**10**	**91**	**-2**	**-22**	**-36**	**-14**	**-103**	**-73**	**-77**	**166**	**32**	**-267**	**-3**
본사	105	46	36	25	93	4	-13	-30	20	-70	-36	-41	212	54	-128	34
자회사	-14	-6	-11	-15	-1	-6	-9	-5	-34	-33	-37	-35	-46	-22	-140	-37
모두투어인터	-2	-2	-1	-1	-2	-1	-1	1	0	-3	-2	-3	-6	-2	-8	-4
자유투어	-5	-8	-1	-22	3	-3	-7	-21	-14	-12	-14	-12	-36	-27	-53	-9
크루즈인터	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
모두투어 REITs	5	5	5	7	6	7	8	26	8	5	2	2	23	47	18	15
모두스테이	-6	-4	-9	-6	-13	-11	-7	-12	-25	-20	-20	-20	-24	-44	-83	-43
다낭호텔	1	1	1	1	2	1	1	1	0	0	0	0	5	5	-1	-1
모두투어재팬	3	2	-3	0	3	-3	-2	1	-2	-3	-3	-3	2	-1	-12	5
OPM	8%	5%	3%	1%	10%	0%	-3%	-5%	-3%	-383%	-235%	-216%	5%	1%	-50%	0%
본사	11%	7%	4%	4%	12%	1%	-2%	-6%	5%	-2958%	-848%	-741%	7%	2%	-33%	2%
자회사	-9%	-5%	-7%	-14%	-1%	-5%	-7%	-4%	-49%	-135%	-138%	-118%	-9%	-4%	-93%	-8%
연결순이익(지배주주)	**74**	**26**	**12**	**8**	**81**	**-7**	**0**	**-56**	**-9**	**-65**	**-49**	**-50**	**126**	**18**	**-173**	**-6**
NIM	7%	3%	1%	1%	9%	-1%	0%	-9%	-2%	-243%	-156%	-142%	3%	1%	-32%	0%
[본사 실적 추정]																
[여행객 지표]																
패키지 송객수(만명)	45	38	34	39	42	37	31	36	17	0	0	0	155	145	17	122
(YoY)	7%	13%	-5%	-2%	-7%	-2%	-8%	-9%	-60%	-100%	-100%	-100%	3%	-6%	-88%	624%
패키지 ASP(만원)	87.2	86.2	93.6	83.3	85.6	80.2	86.1	79.6	98.5	-	-	-	87.4	82.9	98.5	84.0
(YoY)	0%	-6%	0%	-5%	-2%	-7%	-8%	-4%	15%	-	-	-	-3%	-5%	19%	-15%
매출전환율(패키지)	13.8%	14.3%	13.7%	12.7%	14.1%	12.3%	13.0%	12.5%	15.7%	-	-	-	13.6%	13.1%	15.7%	14.1%
본사 매출액	**943**	**704**	**823**	**638**	**780**	**574**	**560**	**514**	**374**	**2**	**4**	**6**	**3,109**	**2,428**	**386**	**2,034**
항공권대매수익	50	35	40	41	41	39	47	42	24	2	3	3	167	168	33	117
국제관광알선수익	772	577	678	509	644	437	447	417	317	0	1	2	2,536	1,946	319	1,709
기타수익	118	93	104	88	95	98	65	55	33	0	0	0	403	313	33	208
본사 매출원가	233	111	246	94	137	74	99	62	59	0	0	0	684	372	59	255
본사 영업비용	605	547	540	520	550	496	474	463	295	72	41	47	2,212	1,982	455	1,745
급여 및 성과급	166	169	158	147	161	173	156	145	130	52	18	23	640	636	223	629
광고선전비	70	57	56	57	52	58	47	53	19	0	0	1	240	209	21	211
지급수수료	293	244	249	220	253	212	219	205	115	5	7	8	1,006	889	135	710
기타	76	77	77	95	84	53	52	60	31	15	15	15	326	249	76	196
본사 영업이익	**105**	**46**	**36**	**25**	**93**	**4**	**-13**	**-30**	**20**	**-70**	**-36**	**-41**	**212**	**54**	**-128**	**34**
OPM	15%	8%	6%	4%	14%	1%	-3%	-7%	6%	-2958%	-848%	-741%	9%	3%	-39%	2%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 69] 모두투어 패키지상품 송객수 추이

	패키지상품 송객수(만명)							YoY						
	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	전체	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2011	78.5	7.8	23.4	34.7	5.4	4.6	2.6	7%	-54%	15%	45%	-9%	17%	31%
2012	87.4	9.1	24.9	39.2	6.6	4.8	2.9	11%	16%	6%	13%	23%	6%	11%
2013	93.2	12.6	22.5	41.8	7.6	5.6	3.0	7%	39%	-10%	7%	15%	16%	4%
2014	97.9	15.0	26.4	38.7	6.8	7.9	3.2	5%	19%	17%	-8%	-10%	40%	6%
2015	122.9	27.1	29.0	46.9	7.7	9.1	3.2	25%	80%	10%	21%	13%	16%	0%
2016	134.4	26.1	35.1	51.3	9.3	8.2	4.3	9%	-4%	21%	10%	22%	-10%	35%
2017	150.0	31.4	24.1	67.2	10.7	11.7	4.8	12%	20%	-31%	31%	15%	43%	12%
2018	155.0	30.7	29.0	69.7	9.5	12.4	3.7	3%	-2%	20%	4%	-11%	6%	-24%
2019	144.5	16.6	29.7	72.7	9.1	13.0	3.4	-7%	-46%	2%	4%	-4%	5%	-8%
1Q18	44.9	10.3	6.3	22.1	2.7	2.5	0.9	7%	20%	-17%	15%	-1%	-2%	-17%
2Q18	37.6	8.1	7.7	15.0	2.5	3.4	1.0	13%	12%	72%	3%	0%	3%	-19%
3Q18	33.5	5.8	6.7	14.1	2.2	3.6	1.0	-5%	-14%	18%	-6%	-18%	7%	-31%
4Q18	39.2	6.5	8.2	18.5	2.1	2.8	0.9	-2%	-26%	31%	1%	-24%	17%	-28%
1Q19	42.0	7.4	7.2	21.4	2.2	3.0	0.8	-7%	-28%	13%	-3%	-20%	19%	-11%
2Q19	36.8	6.4	8.7	15.0	2.1	3.6	0.8	-2%	-21%	13%	0%	-15%	6%	-20%
3Q19	31.1	2.1	7.0	15.1	2.1	4.3	0.8	-8%	-64%	4%	7%	-5%	0%	-13%
4Q19	35.6	0.6	6.8	21.3	2.7	2.8	1.0	-9%	-90%	-17%	15%	29%	1%	9%
1Q20	16.6	0.6	1.4	10.5	1.6	1.8	0.6	-60%	-92%	-80%	-51%	-27%	-41%	-26%
2Q20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
2019.01	14.2	2.7	2.2	7.3	0.8	1.0	0.3	-16%	-32%	1%	-15%	-20%	12%	-15%
2019.02	14.0	2.5	2.3	7.3	0.7	0.9	0.3	4%	-24%	33%	8%	-13%	46%	7%
2019.03	13.6	2.2	2.7	6.8	0.7	1.1	0.2	-6%	-27%	10%	0%	-27%	7%	-26%
2019.04	12.6	2.0	3.0	5.4	0.6	1.1	0.3	-4%	-33%	18%	3%	-26%	7%	-18%
2019.05	11.7	2.2	2.8	4.4	0.7	1.3	0.3	-6%	-17%	9%	-9%	-18%	5%	-17%
2019.06	12.4	2.2	2.8	5.1	0.8	1.3	0.2	3%	-10%	12%	6%	-2%	6%	-25%
2019.07	11.0	1.5	2.2	4.9	0.7	1.3	0.3	-1%	-26%	9%	5%	0%	4%	-24%
2019.08	10.2	0.5	2.5	5.0	0.7	1.2	0.2	-13%	-79%	7%	2%	-5%	-2%	-5%
2019.09	9.9	0.2	2.3	5.1	0.7	1.1	0.3	-9%	-90%	-2%	14%	-8%	-2%	-6%
2019.10	11.8	0.1	2.7	6.3	0.9	1.3	0.4	-12%	-94%	-14%	14%	6%	11%	3%
2019.11	11.8	0.2	2.3	7.2	0.9	0.8	0.3	-13%	-91%	-22%	9%	31%	-6%	7%
2019.12	12.0	0.3	1.8	7.8	1.0	0.7	0.3	-2%	-85%	-15%	22%	65%	-9%	39%
2020.01	13.0	0.5	1.4	8.6	1.0	1.0	0.3	-9%	-82%	-36%	18%	27%	3%	7%
2020.02	3.5	0.1	0.0	1.8	0.5	0.7	0.2	-75%	-95%	-99%	-75%	-22%	-22%	-18%
2020.03	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-99%	-100%	-100%	-100%	-95%	-98%	-87%
2020.04	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
2020.05	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
2020.06	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%

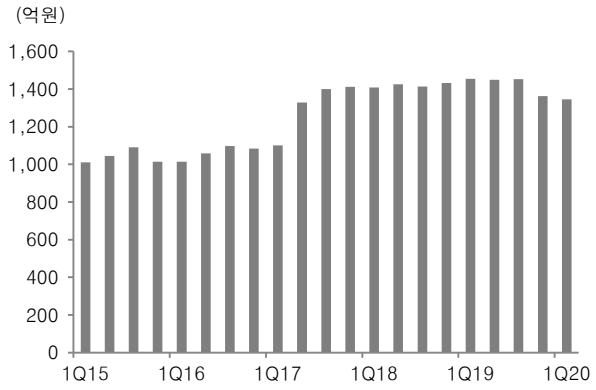
자료: 모두투어, 유안타증권 리서치센터

[표 70] 하나투어/모두투어/노랑풍선 패키지 송객증가율(YoY) 및 예약률 추이

	하나투어				모두투어				노랑풍선				
	패키지 송객 증가율(YoY)	예약률			패키지 송객 증가율(YoY)	예약률			패키지 송객 증가율(YoY)	예약률			
		M+1	M+2	M+3		M+1	M+2	M+3		M+1	M+2	M+3	M+4
2019.01	-10%	-1%	-7%	-1%	-16%	10%	-10%	1%	-12%	-	-	-	-
2019.02	-13%	-12%	-4%	3%	4%	-4%	4%	3%	9%	-	-	-	-
2019.03	-14%	-15%	-9%	4%	-6%	-3%	-4%	20%	-2%	-	-	-	-
2019.04	-15%	-15%	-5%	-1%	-4%	-6%	5%	10%	-6%	-	-	-	-
2019.05	-16%	-13%	-7%	-15%	-6%	5%	-2%	-3%	-7%	6%	31%	23%	51%
2019.06	-12%	-4%	-14%	-8%	3%	1%	-14%	1%	1%	23%	14%	42%	32%
2019.07	-14%	-18%	-13%	-15%	-1%	-11%	-1%	-11%	8%	-4%	12%	12%	59%
2019.08	-30%	-22%	-22%	-19%	-13%	-5%	-17%	-26%	-10%	1%	2%	41%	57%
2019.09	-27%	-28%	-22%	-7%	-9%	-13%	-16%	-3%	-13%	-4%	21%	61%	68%
2019.10	-33%	-28%	-14%	-12%	-12%	-14%	-1%	2%	-12%	-6%	28%	40%	8%
2019.11	-38%	-24%	-21%	-17%	-13%	-3%	-3%	4%	-13%	1%	2%	-9%	2%
2019.12	-42%	-32%	-18%	-18%	-2%	-3%	11%	-6%	-8%	-9%	-8%	12%	-
2020.01	-50%	-65%	-54%	-23%	-9%	-43%	-39%	-13%	-18%	-31%	-23%	19%	-
2020.02	-85%	-97%	-81%	-67%	-75%	-97%	-84%	-70%	-73%	-95%	-75%	-64%	-
2020.03	-99%	-100%	-98%	-91%	-99%	-100%	-97%	-91%	-	-	-	-	-
2020.04	-100%	-100%	-97%	-92%	-100%	-100%	-97%	-89%	-	-	-	-	-
2020.05	-100%	-99%	-97%	-94%	-100%	-100%	-98%	-97%	-	-	-	-	-
2020.06	-100%	-100%	-99%	-94%	-100%	-100%	-100%	-98%	-	-	-	-	-

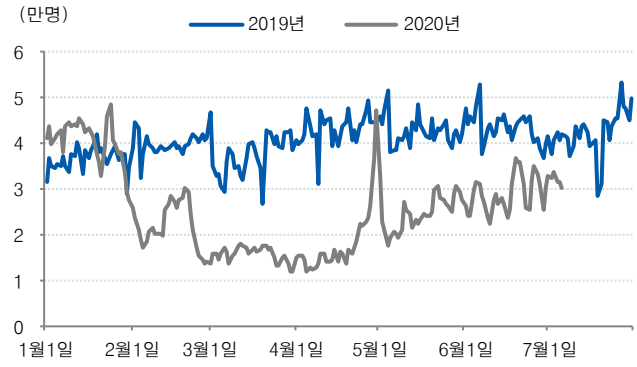
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 127] 모두투어 본사 자본총계 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 128] 내국인 제주 일간 입도객 추이



자료: 제주도특별자치도관광협회, 유안타증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**3,650**	**2,972**	**536**	**2,520**	**3,344**
매출원가	870	531	199	396	421
매출총이익	2,780	2,440	337	2,124	2,923
판관비	2,614	2,408	604	2,128	2,525
영업이익	**166**	**32**	**-267**	**-3**	**398**
EBITDA	206	125	-166	98	496
영업외손익	-9	31	-17	-15	-16
외환관련손익	12	7	-5	0	0
이자손익	10	-12	-28	-31	-32
관계기업관련손익	1	14	-1	0	0
기타	-32	22	16	16	16
법인세비용차감전순손익	158	63	-285	-18	382
법인세비용	56	41	-53	-9	87
계속사업순손익	102	23	-232	-9	296
중단사업순손익	20	0	0	0	0
당기순이익	122	23	-232	-9	296
지배지분순이익	**126**	**18**	**-173**	**-6**	**221**
포괄순이익	121	21	-247	-24	280
지배지분포괄이익	124	18	-200	-18	209

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,006**	**2,037**	**883**	**930**	**1,256**
현금및현금성자산	572	570	133	101	199
매출채권 및 기타채권	293	296	103	139	152
재고자산	109	98	2	45	60
비유동자산	1,340	2,169	2,221	2,218	2,219
유형자산	1,006	1,833	1,849	1,849	1,850
관계기업등 지분관련자산	65	67	15	14	14
기타투자자산	150	173	258	258	258
자산총계	**3,346**	**4,206**	**3,104**	**3,148**	**3,474**
유동부채	1,468	1,394	578	658	738
매입채무 및 기타채무	596	602	279	279	279
단기차입금	0	3	5	85	165
유동성장기부채	228	18	14	14	14
비유동부채	266	1,287	1,308	1,308	1,308
장기차입금	71	531	536	536	536
사채	168	175	185	185	185
부채총계	**1,734**	**2,681**	**1,886**	**1,966**	**2,046**
지배지분	1,333	1,241	991	962	1,163
자본금	95	95	95	95	95
자본잉여금	292	290	290	290	290
이익잉여금	1,203	1,156	953	940	1,141
비지배지분	278	284	227	220	266
자본총계	**1,612**	**1,525**	**1,218**	**1,182**	**1,428**
순차입금	**-1,068**	**-313**	**613**	**725**	**508**
총차입금	494	1,285	1,305	1,386	1,466

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**344**	**261**	**-703**	**38**	**391**
당기순이익	122	23	-232	-9	296
감가상각비	35	89	98	98	97
외환손익	-11	7	6	0	0
종속,관계기업관련손익	-1	-14	1	0	0
자산부채의 증감	182	102	-558	-49	4
기타현금흐름	17	54	-18	-3	-6
투자활동 현금흐름	**-182**	**-362**	**245**	**-154**	**-354**
투자자산	-61	-77	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-29	-267	-79	-98	-98
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-93	-18	323	-56	-256
재무활동 현금흐름	**-128**	**80**	**-109**	**58**	**37**
단기차입금	-128	-5	3	80	80
사채 및 장기차입금	153	259	-1	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-85	-66	-25	-4	-25
기타현금흐름	-67	-108	-86	-18	-18
연결범위변동 등 기타	7	19	130	26	24
현금의 증감	**40**	**-2**	**-437**	**-32**	**98**
기초 현금	531	572	570	133	101
기말 현금	572	570	133	101	199
NOPLAT	**166**	**32**	**-267**	**-3**	**398**
FCF	**300**	**-61**	**-754**	**-48**	**311**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	664	95	-918	-34	1,171
BPS	7,441	7,018	5,705	5,542	6,696
EBITDAPS	1,090	659	-878	518	2,622
SPS	19,311	15,723	2,836	13,332	17,694
DPS	350	120	0	120	400
PER	**44.5**	**206.5**	**-11.3**	**-303.2**	**8.8**
PBR	**4.0**	**2.8**	**1.8**	**1.9**	**1.5**
EV/EBITDA	**23.3**	**29.4**	**-16.8**	**29.6**	**5.5**
PSR	**1.5**	**1.2**	**3.6**	**0.8**	**0.6**

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-1.9**	**-18.6**	**-82.0**	**370.1**	**32.7**
영업이익 증가율 (%)	**-51.1**	**-80.7**	**적전**	**적지**	**-12,015.1**
지배순이익 증가율 (%)	**-49.5**	**-85.8**	**적전**	**적지**	**-3,529.4**
매출총이익률 (%)	76.2	82.1	62.8	84.3	87.4
영업이익률 (%)	**4.6**	**1.1**	**-49.9**	**-0.1**	**11.9**
지배순이익률 (%)	3.4	0.6	-32.4	-0.3	6.6
EBITDA 마진 (%)	5.6	4.2	-31.0	3.9	14.8
ROIC	33.3	2.0	-17.4	-0.1	18.8
ROA	3.7	0.5	-4.7	-0.2	6.7
ROE	**9.3**	**1.4**	**-15.5**	**-0.7**	**20.8**
부채비율 (%)	107.6	175.8	154.9	166.3	143.3
순차입금/자기자본 (%)	-80.1	-25.2	61.9	75.4	43.7
영업이익/금융비용 (배)	11.9	0.9	-6.5	-0.1	8.7

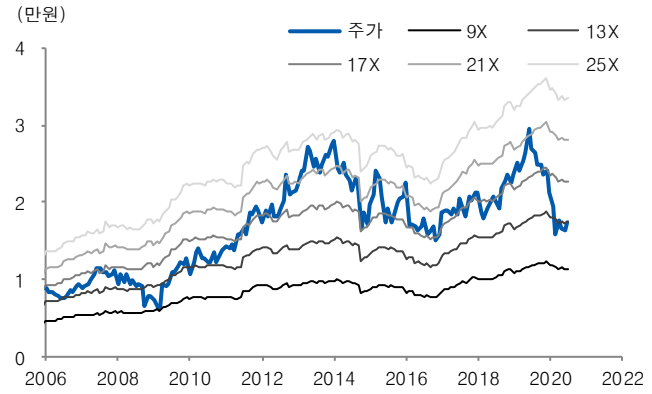
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함



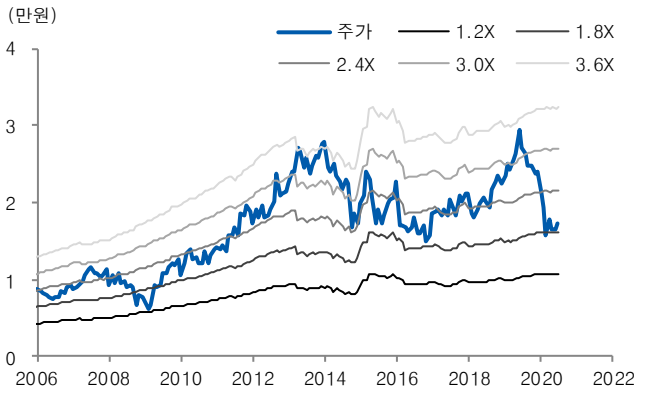
기업별 PER, PBR 밴드 차트

[그림 129] 제일기획, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



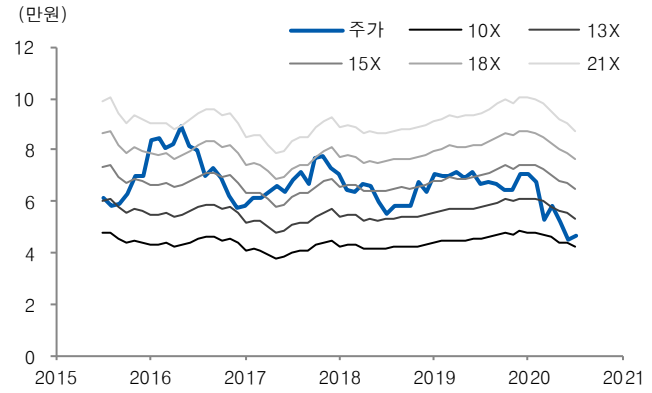
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 130] 제일기획, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



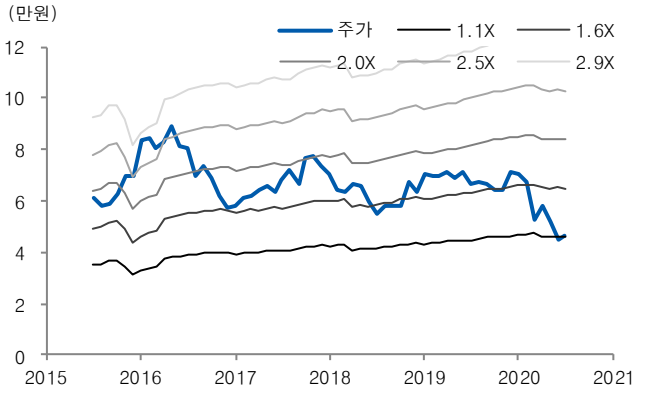
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 131] 이노션, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



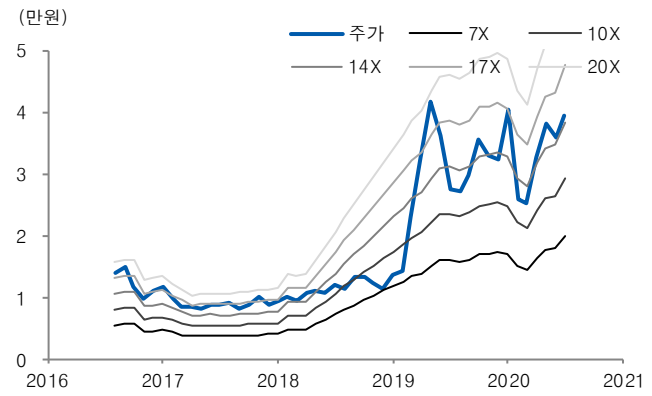
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 132] 이노션, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



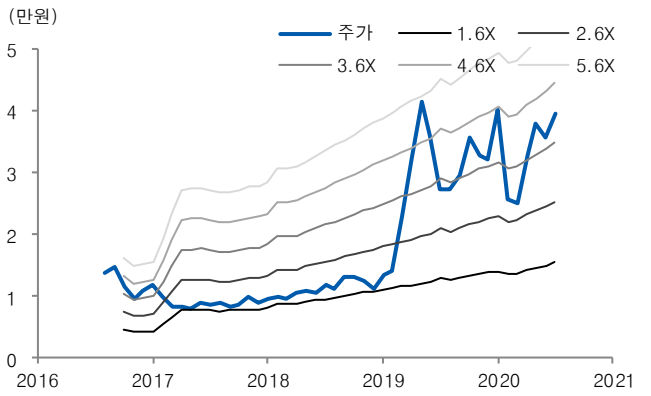
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 133] 에코마케팅, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



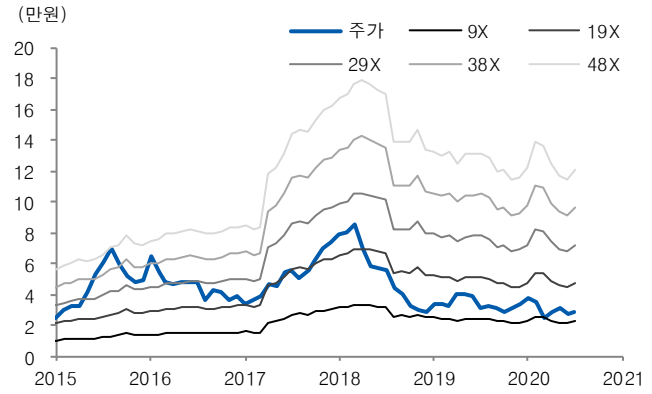
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 134] 에코마케팅, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



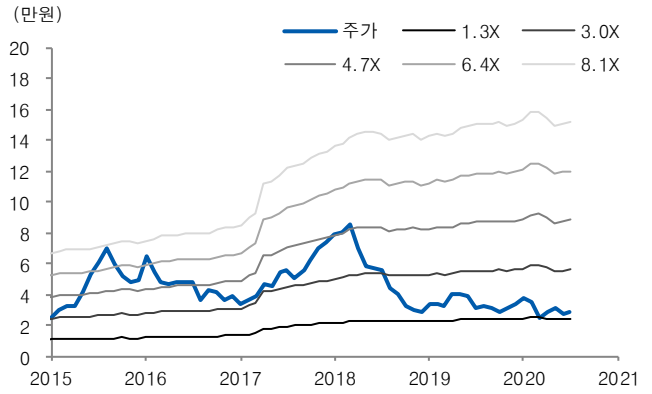
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 135] 나스미디어, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



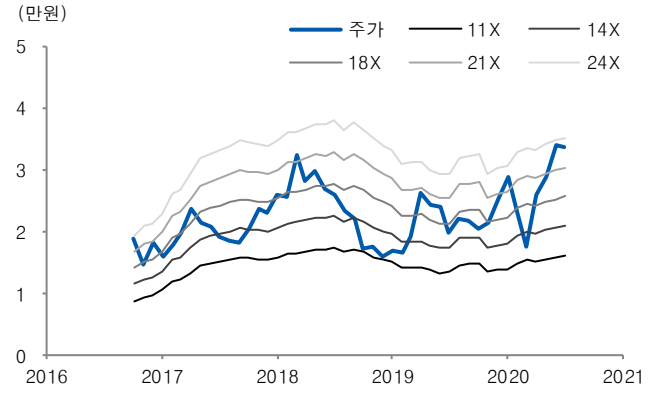
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 136] 나스미디어, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



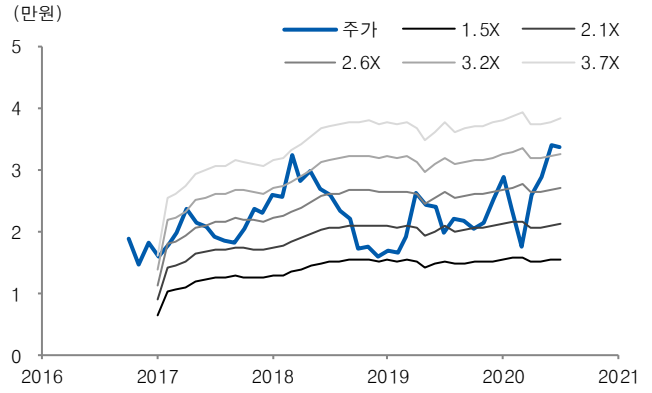
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 137] 인크로스, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



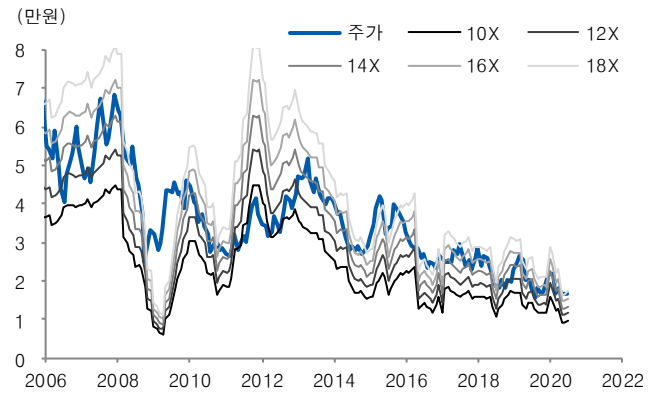
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 138] 인크로스, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



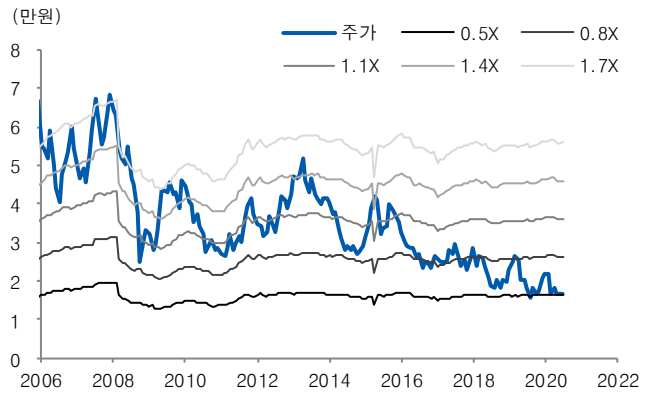
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 139] SBS, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



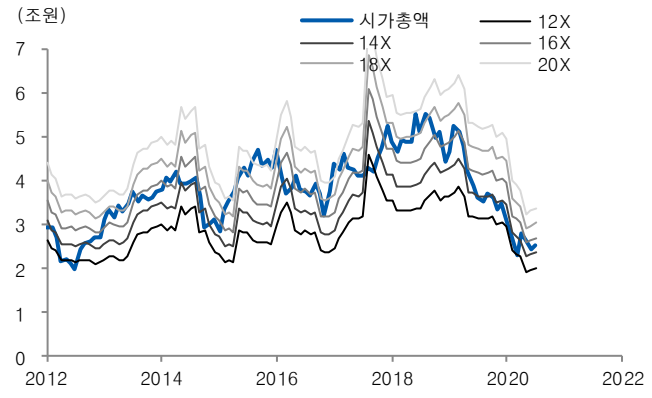
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 140] SBS, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



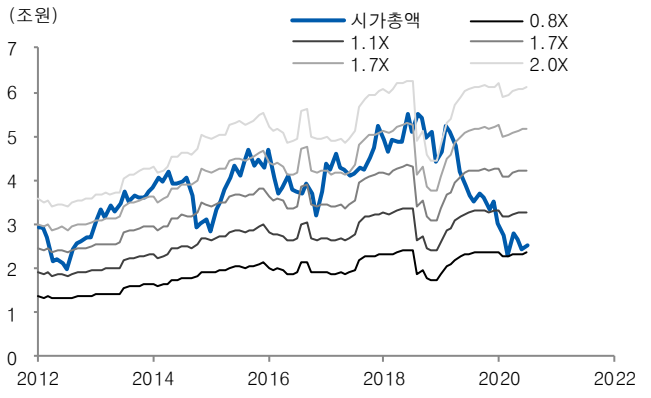
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 141] CJ ENM, PER 밴드차트 (12MF 컨센서스 기준)



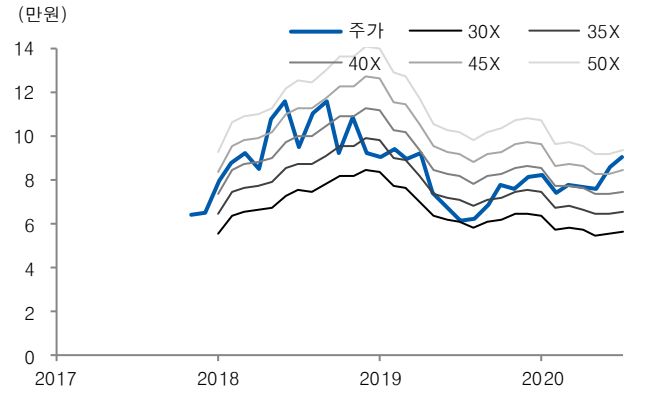
주: 舊 CJ E&M-오쇼핑 합병 이전의 시총, 순이익은 양사 지표를 단순 합산해 산출
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 142] CJ ENM, PBR 밴드차트 (12MF 컨센서스 기준)



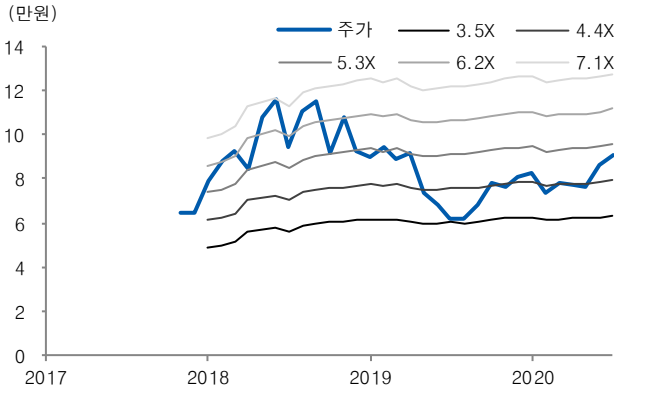
주: 舊 CJ E&M-오쇼핑 합병 이전의 시총, 자본총계는 양사 지표를 단순 합산해 산출
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 143] 스튜디오드래곤, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



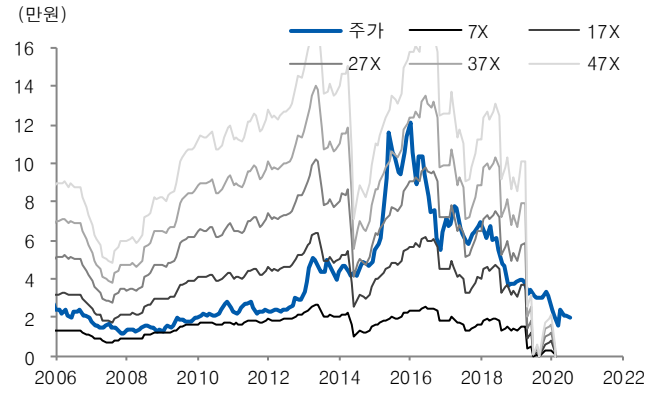
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 144] 스튜디오드래곤, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



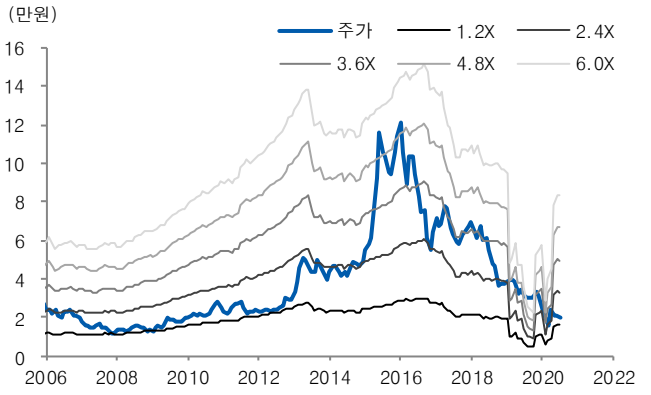
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 145] CJ CGV, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



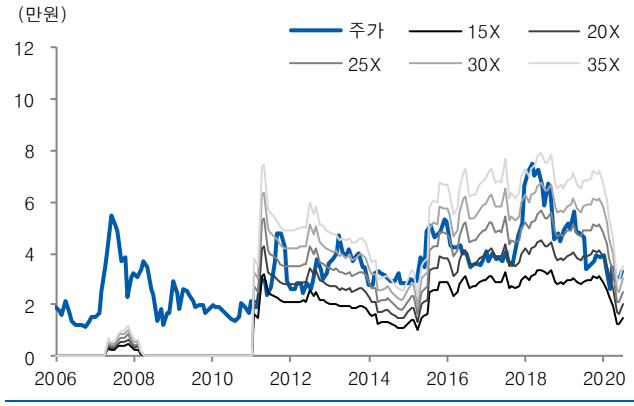
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 146] CJ CGV, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



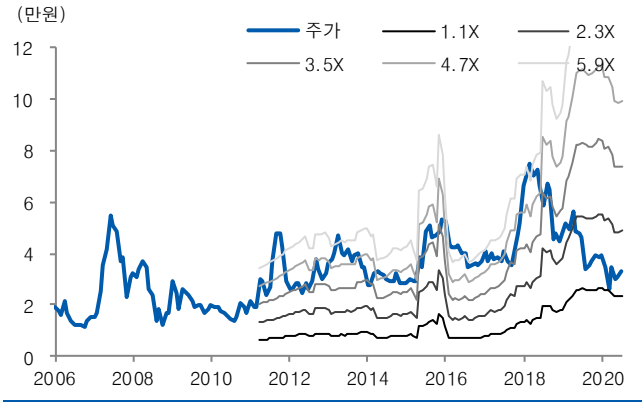
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 147] 제이콘텐트리, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



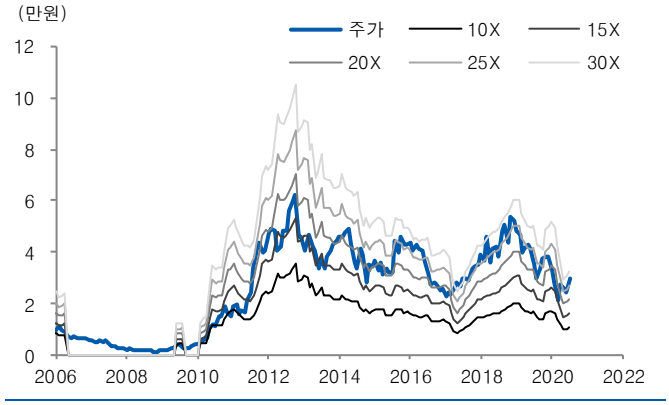
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 148] 제이콘텐트리, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



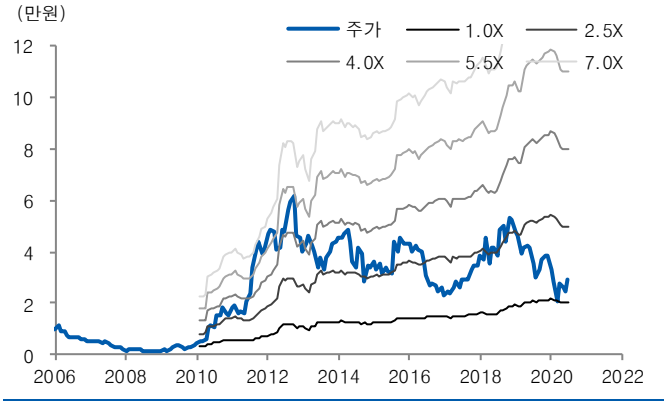
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 149] 에스엠, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



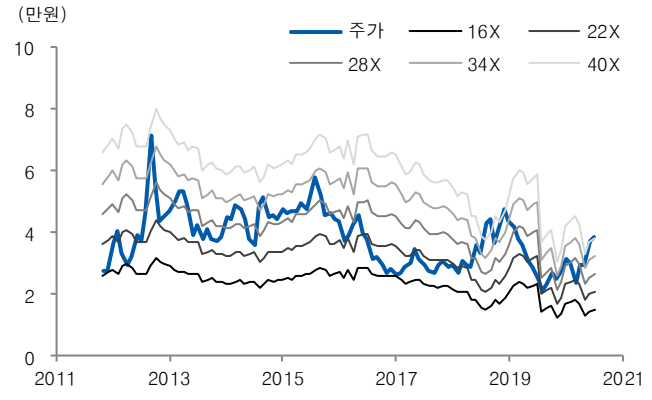
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 150] 에스엠, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



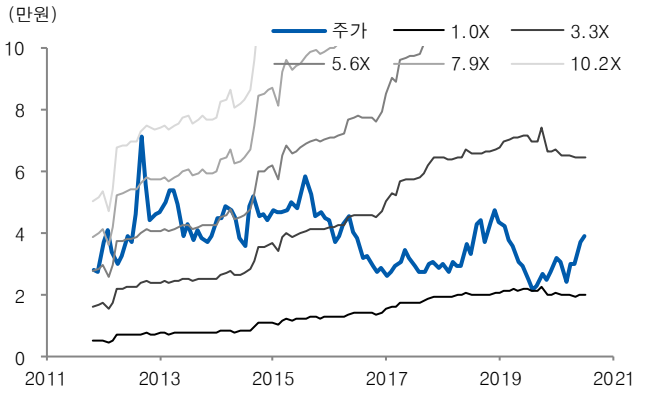
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 151] 와이지엔터테인먼트, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



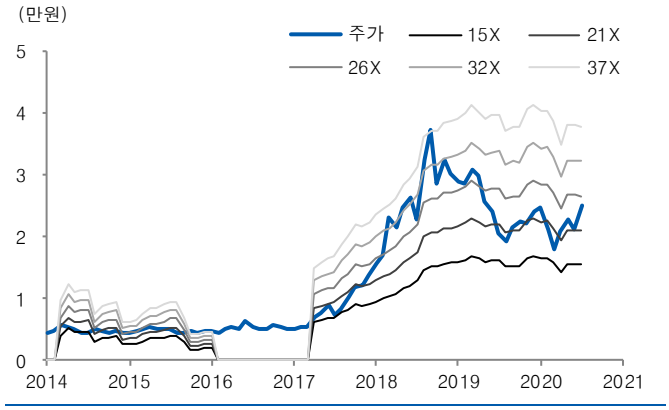
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 152] 와이지엔터테인먼트, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



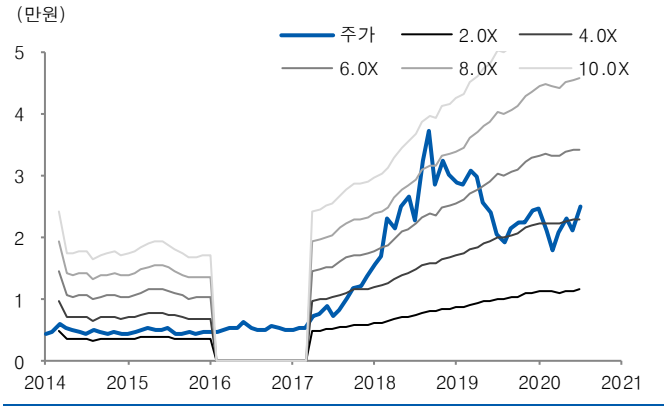
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 153] JYP Ent., PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



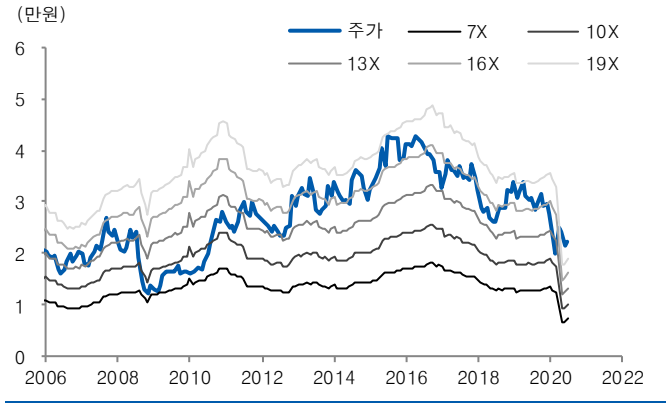
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 154] JYP Ent., PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



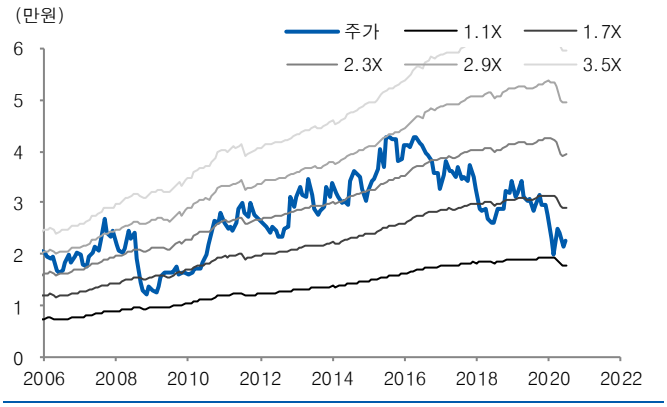
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 155] 강원랜드, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



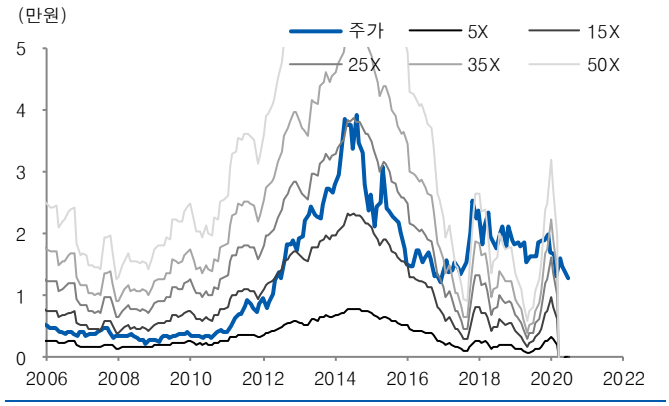
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 156] 강원랜드, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



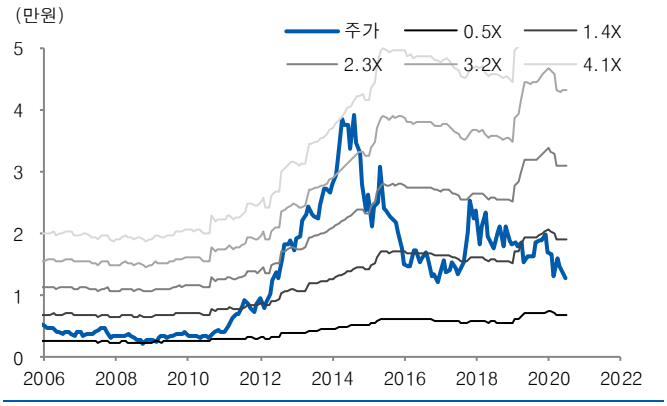
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 157] 파라다이스, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



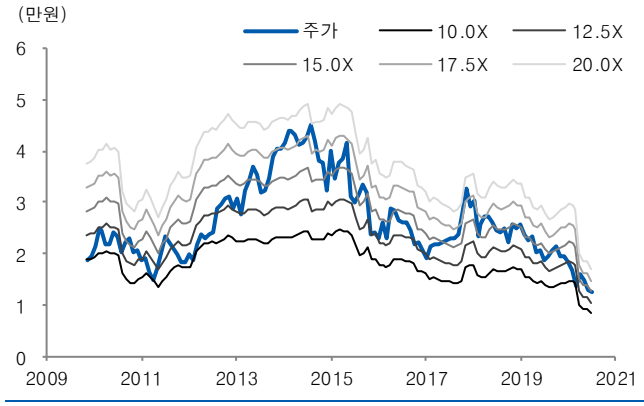
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 158] 파라다이스, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



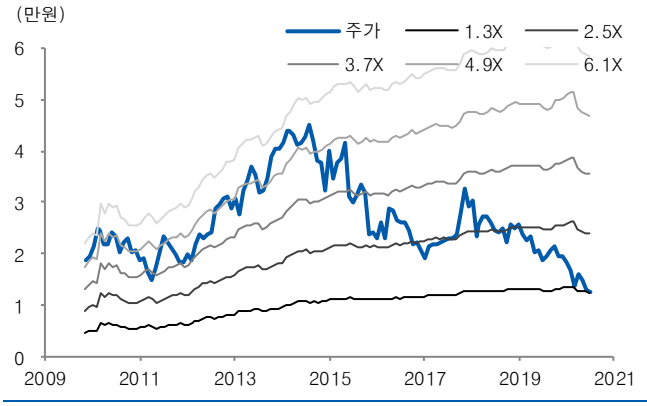
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 159] GKL, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



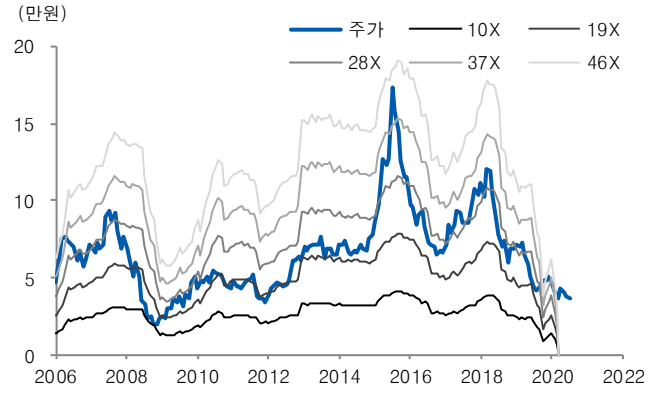
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 160] GKL, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



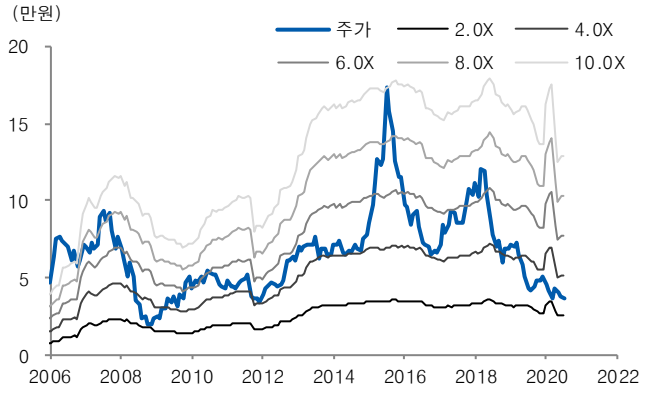
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 161] 하나투어, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



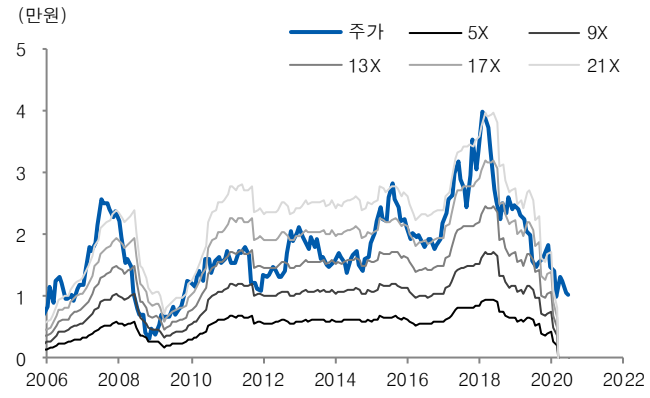
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 162] 하나투어, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



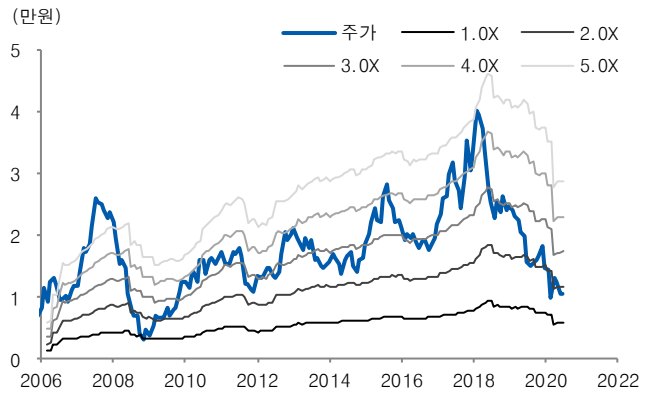
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 163] 모두투어, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 164] 모두투어, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)

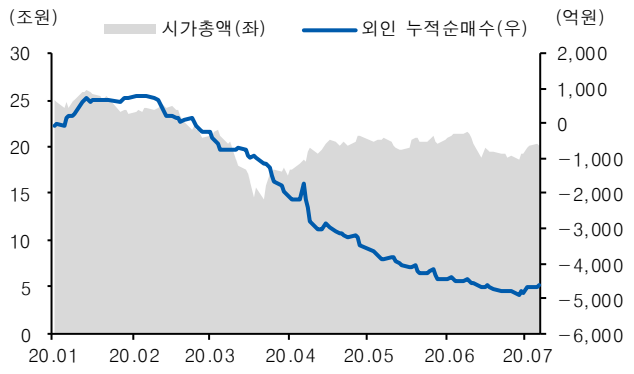


자료: 유안타증권 리서치센터



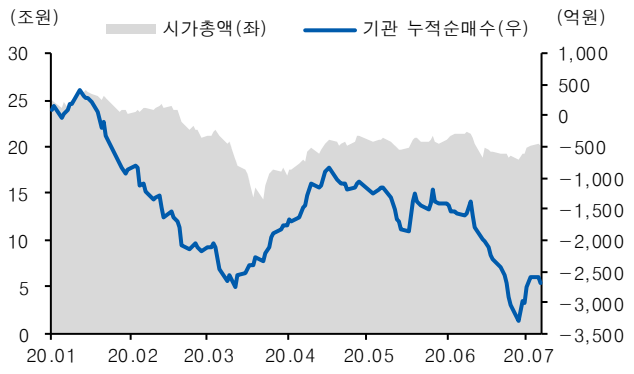
기업별 외국인, 기관 수급 차트

[그림 165] 미디어/엔터/레저(18 개 기업), 외국인 누적 합산 순매수대금 추이



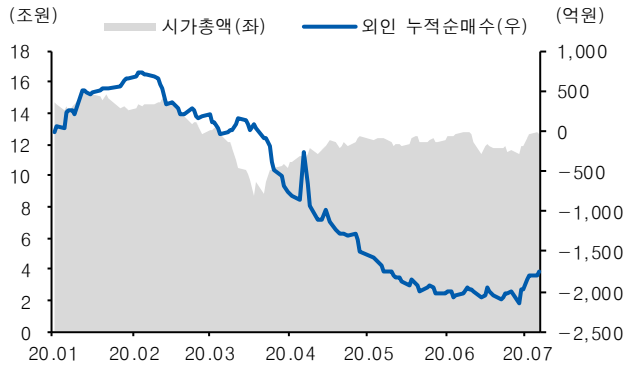
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 166] 미디어/엔터/레저(18 개 기업), 기관 누적 합산 순매수대금 추이



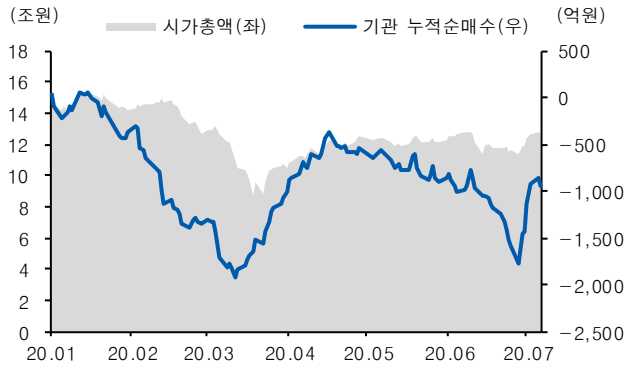
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 167] 미디어/엔터(13 개 기업), 외국인 누적 합산 순매수대금 추이



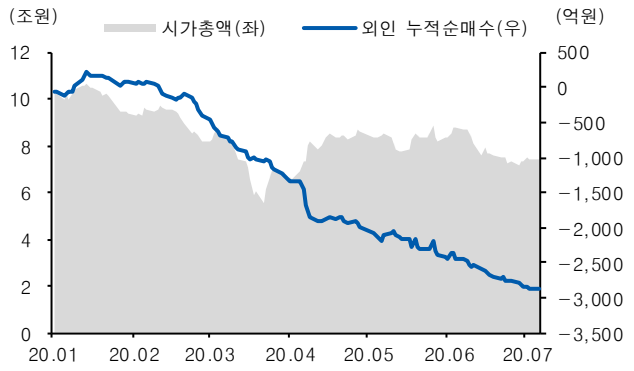
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 168] 미디어/엔터(13 개 기업), 기관 누적 합산 순매수대금 추이



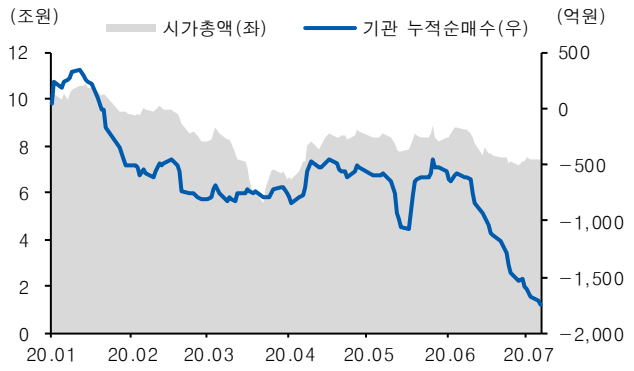
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 169] 호텔/레저(5 개 기업), 외국인 누적 합산 순매수대금 추이



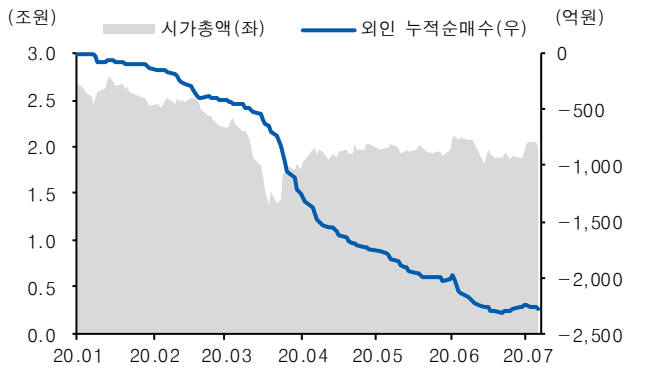
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 170] 호텔/레저(5 개 기업), 기관 누적 합산 순매수대금 추이



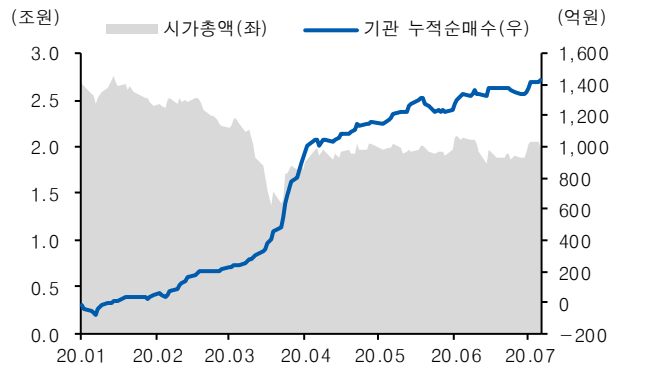
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 171] 제일기획, 외국인 누적 순매수대금 추이



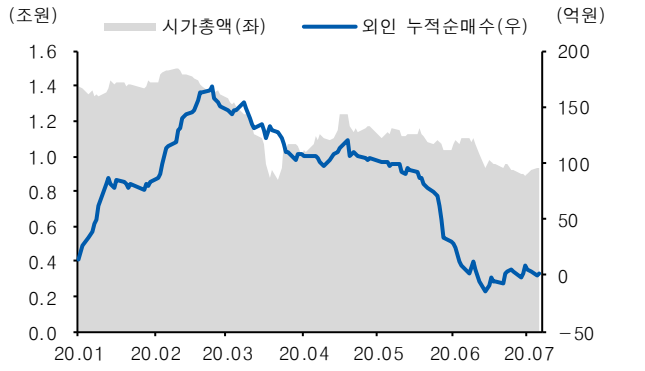
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 172] 제일기획, 기관 누적 순매수대금 추이



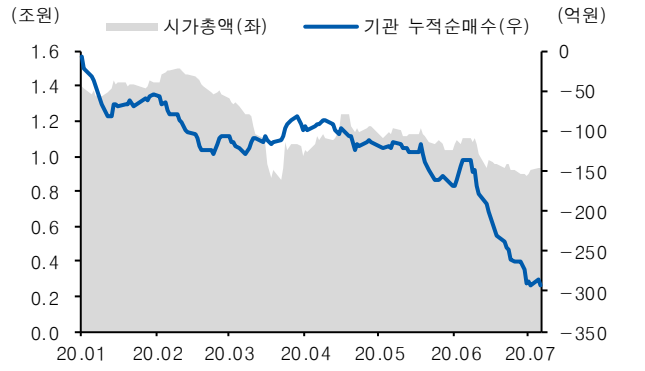
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 173] 이노션, 외국인 누적 순매수대금 추이



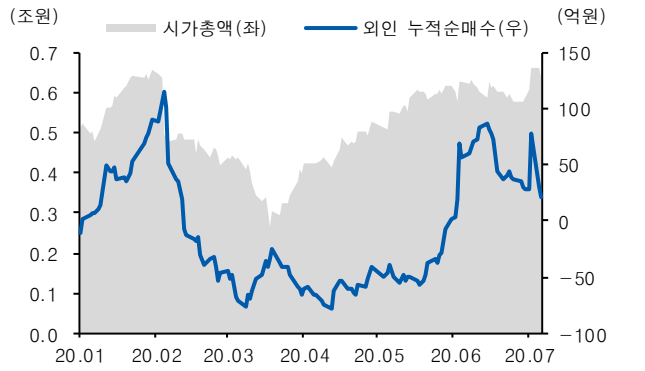
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 174] 이노션, 기관 누적 순매수대금 추이



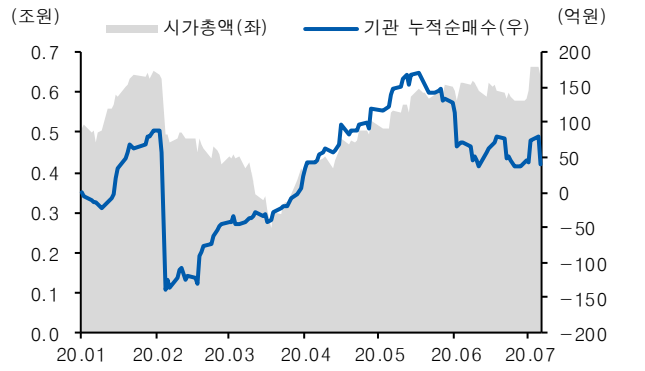
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 175] 에코마케팅, 외국인 누적 순매수대금 추이



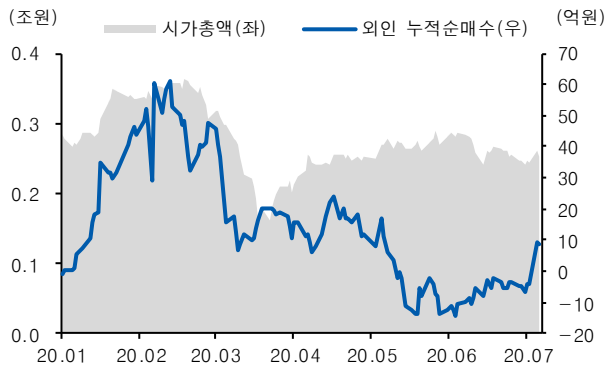
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 176] 에코마케팅, 기관 누적 순매수대금 추이



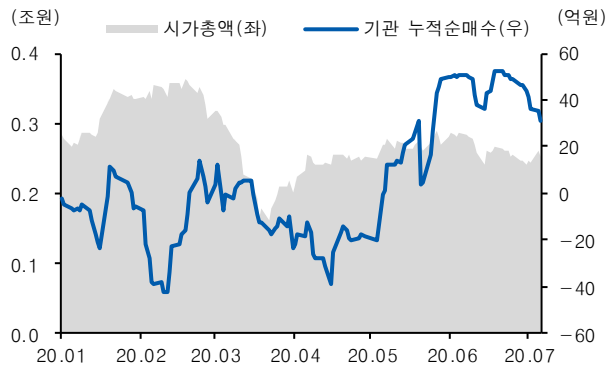
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 177] 나스미디어, 외국인 누적 순매수대금 추이



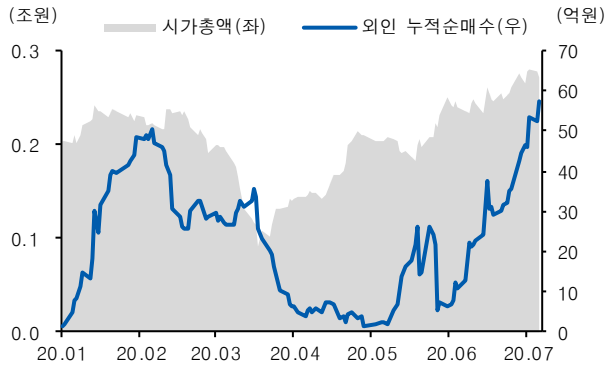
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 178] 나스미디어, 기관 누적 순매수대금 추이



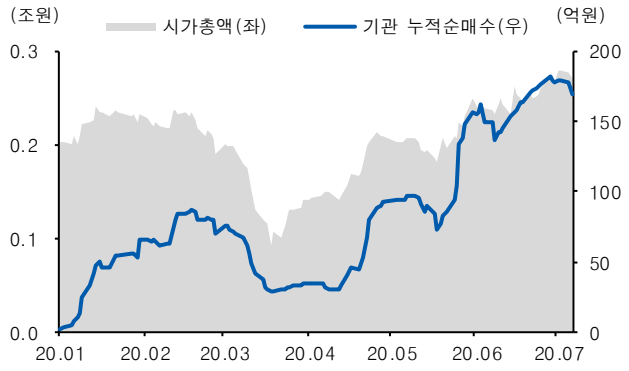
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 179] 인크로스, 외국인 누적 순매수대금 추이



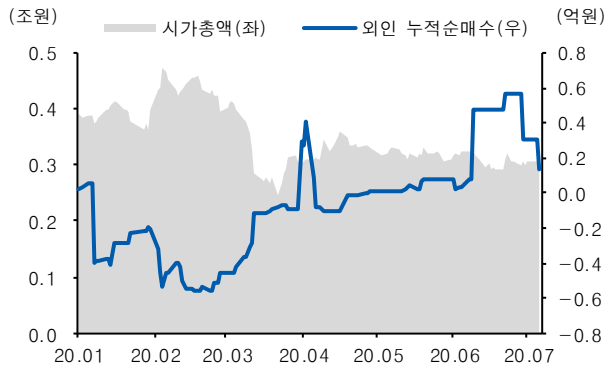
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 180] 인크로스, 기관 누적 순매수대금 추이



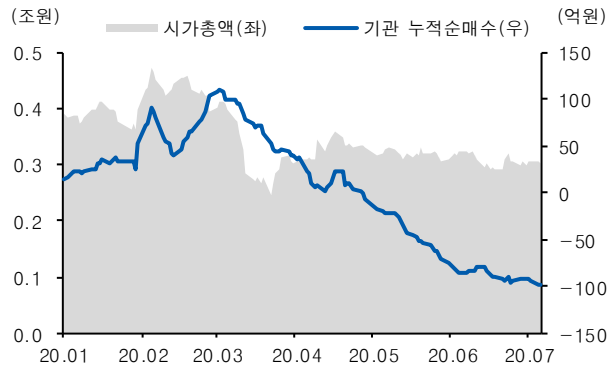
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 181] SBS, 외국인 누적 순매수대금 추이



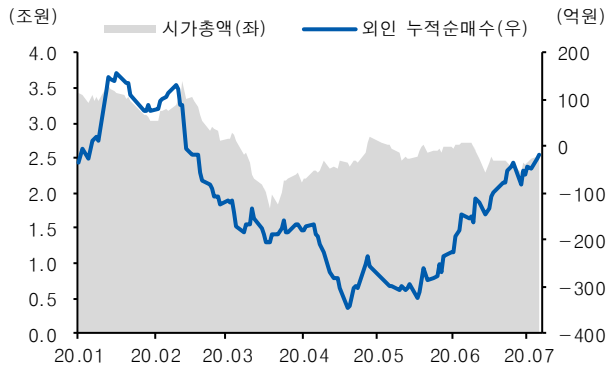
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 182] SBS, 기관 누적 순매수대금 추이



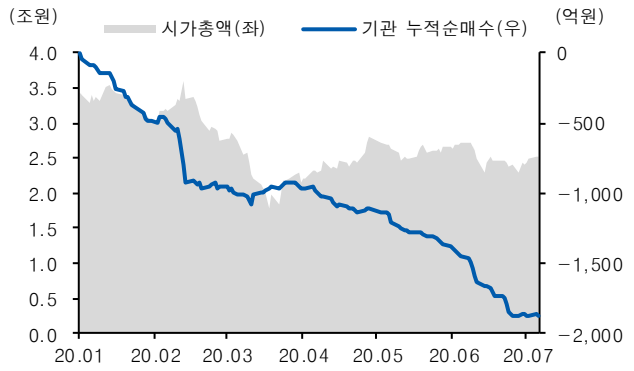
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 183] CJ ENM, 외국인 누적 순매수대금 추이



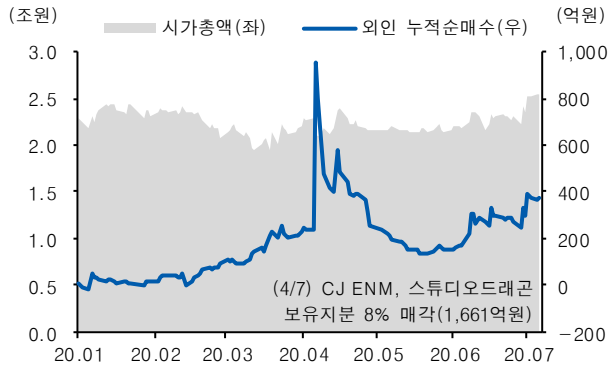
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 184] CJ ENM, 기관 누적 순매수대금 추이



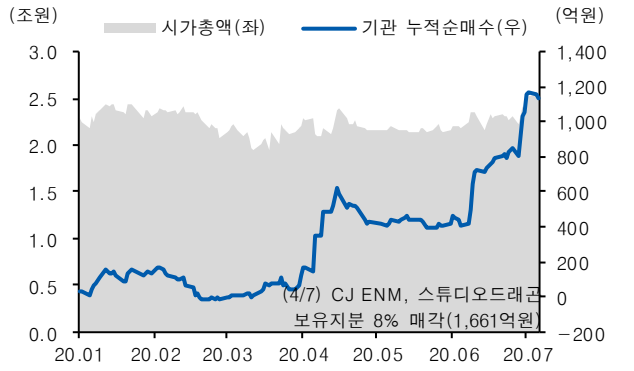
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 185] 스튜디오드래곤, 외국인 누적 순매수대금 추이



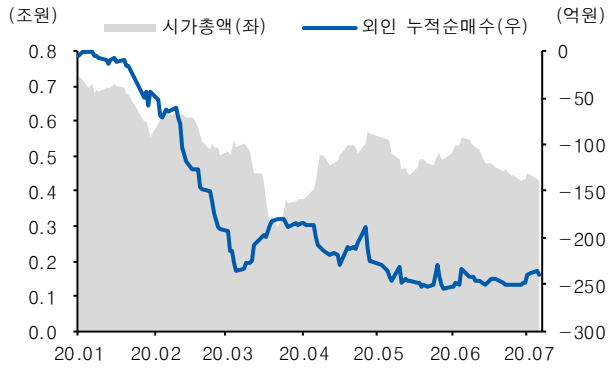
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 186] 스튜디오드래곤, 기관 누적 순매수대금 추이



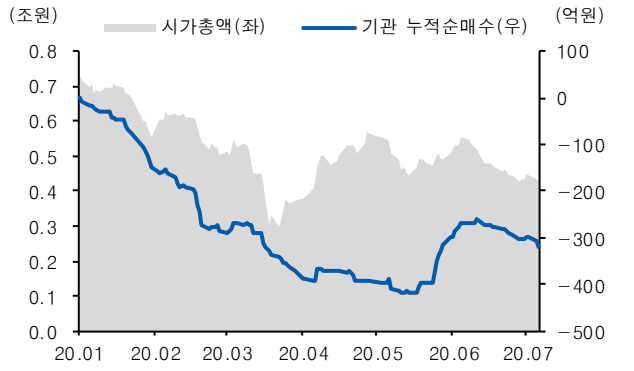
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 187] CJ CGV, 외국인 누적 순매수대금 추이



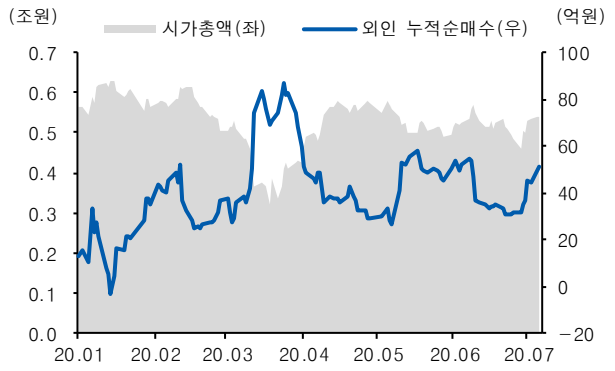
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 188] CJ CGV, 기관 누적 순매수대금 추이



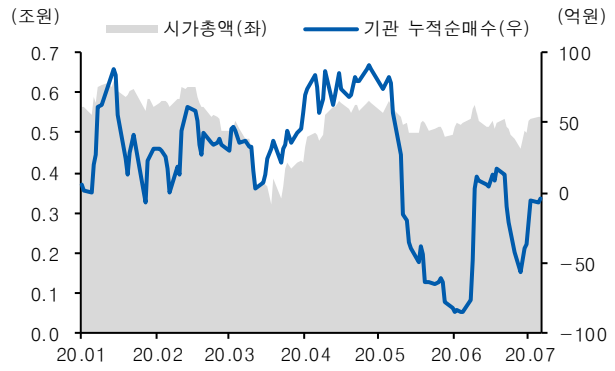
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 189] 제이콘텐트리, 외국인 누적 순매수대금 추이



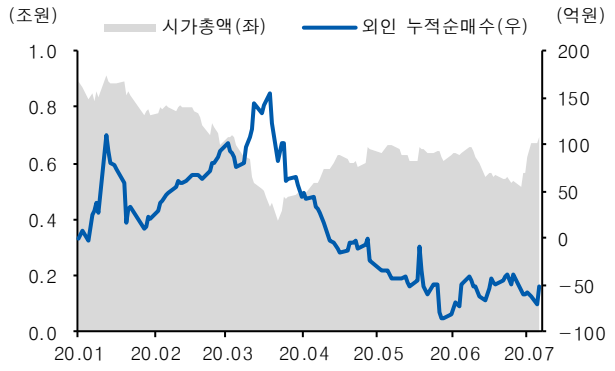
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 190] 제이콘텐트리, 기관 누적 순매수대금 추이



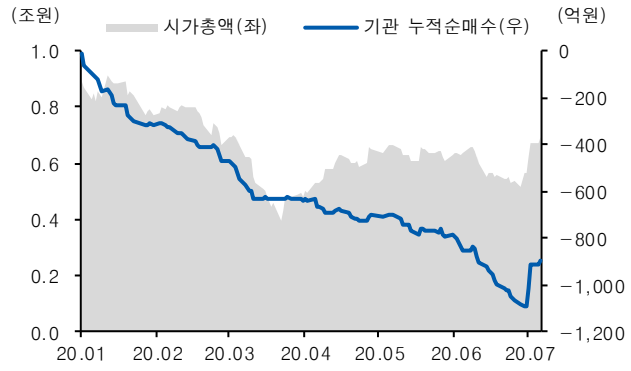
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 191] 에스엠, 외국인 누적 순매수대금 추이



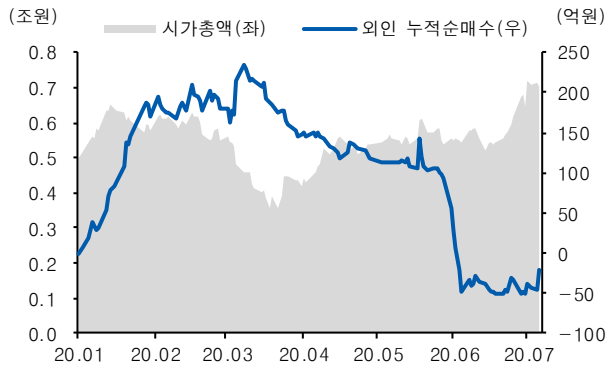
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 192] 에스엠, 기관 누적 순매수대금 추이



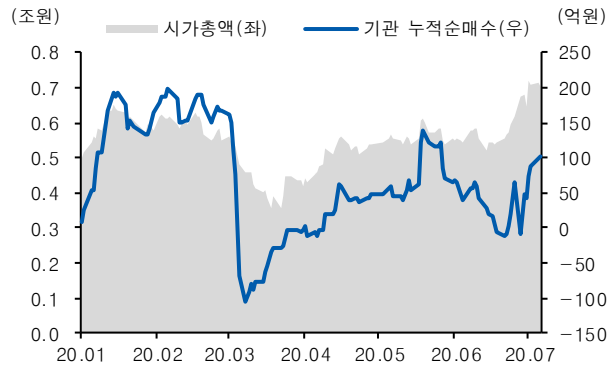
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 193] 와이지엔터테인먼트, 외국인 누적 순매수대금 추이



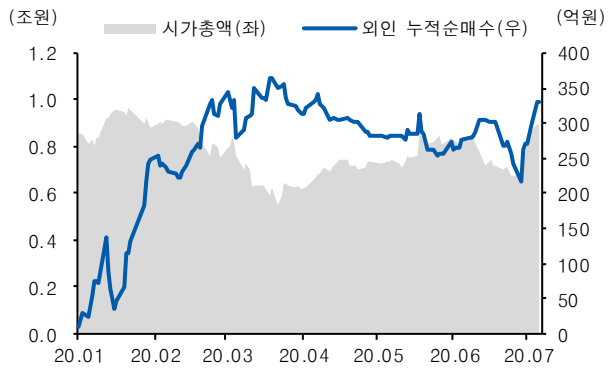
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 194] 와이지엔터테인먼트, 기관 누적 순매수대금 추이



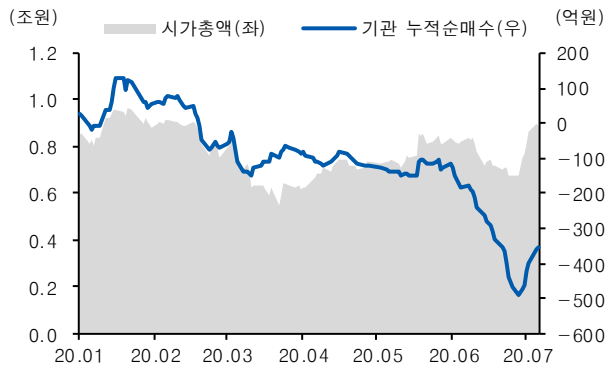
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 195] JYP Ent., 외국인 누적 순매수대금 추이



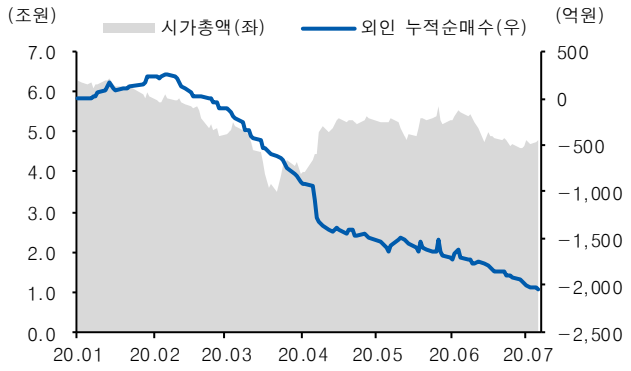
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 196] JYP Ent., 기관 누적 순매수대금 추이



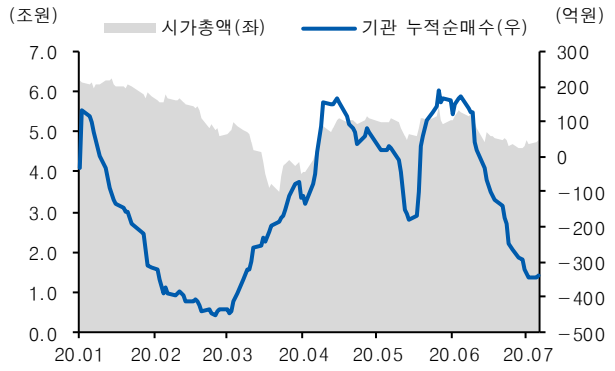
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 197] 강원랜드, 외국인 누적 순매수대금 추이



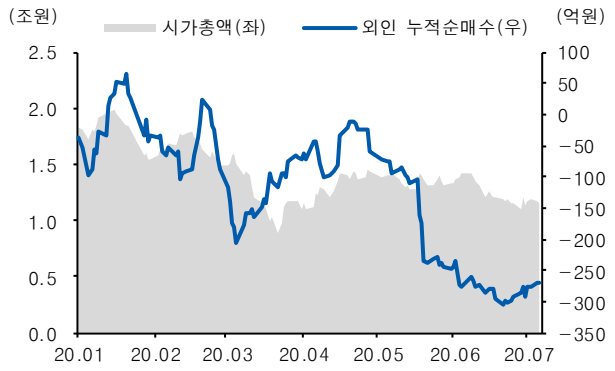
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 198] 강원랜드, 기관 누적 순매수대금 추이



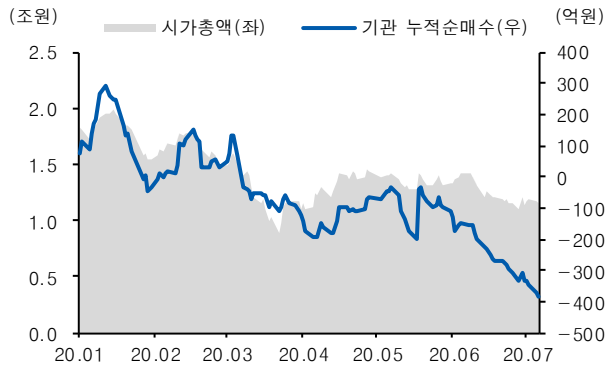
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 199] 파라다이스, 외국인 누적 순매수대금 추이



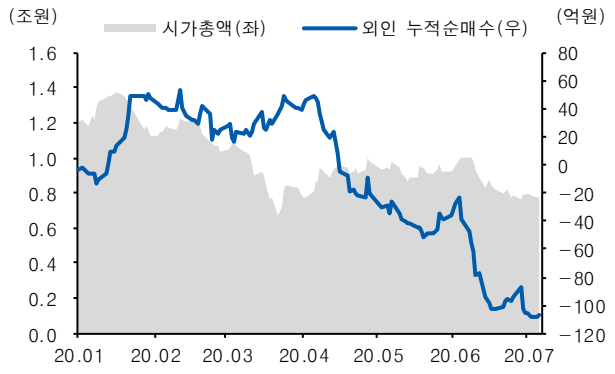
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 200] 파라다이스, 기관 누적 순매수대금 추이



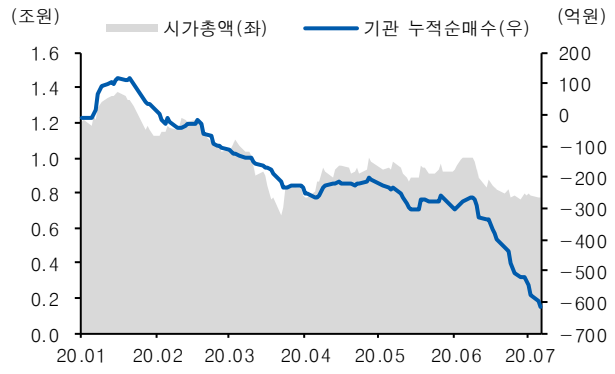
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 201] GKL, 외국인 누적 순매수대금 추이



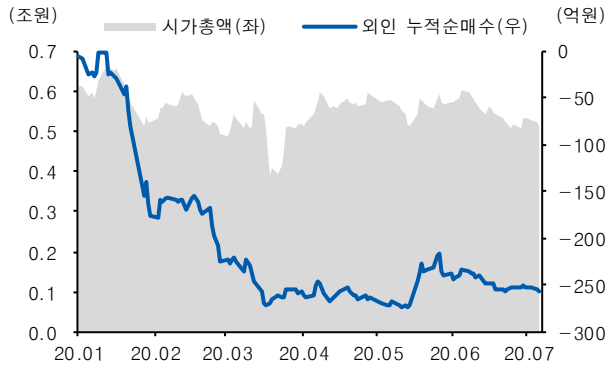
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 202] GKL, 기관 누적 순매수대금 추이



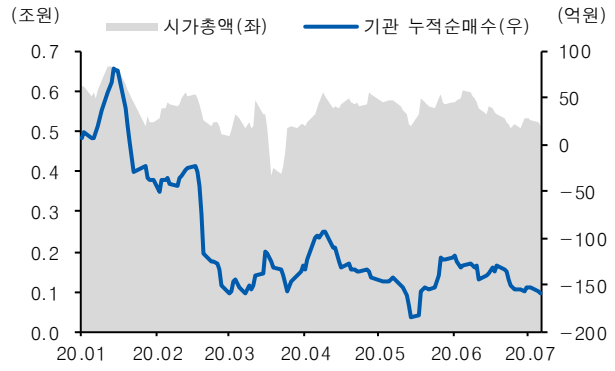
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 203] 하나투어, 외국인 누적 순매수대금 추이



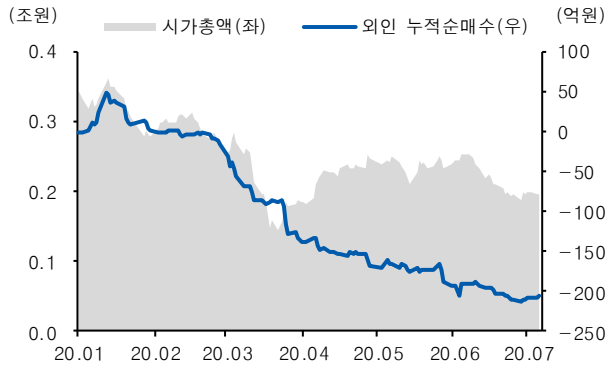
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 204] 하나투어, 기관 누적 순매수대금 추이



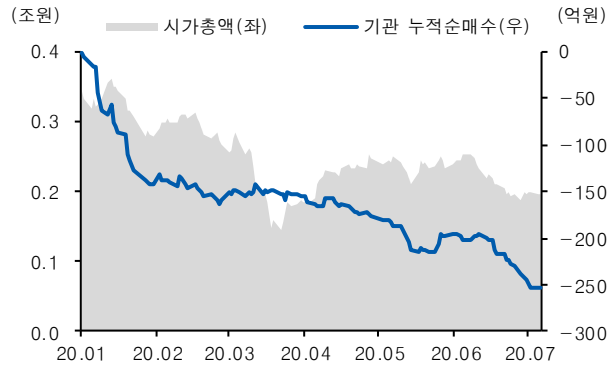
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 205] 모두투어, 외국인 누적 순매수대금 추이



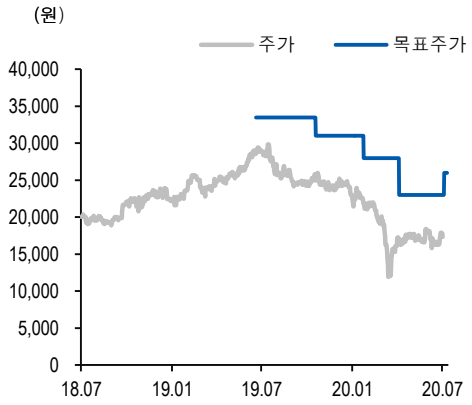
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 206] 모두투어, 기관 누적 순매수대금 추이



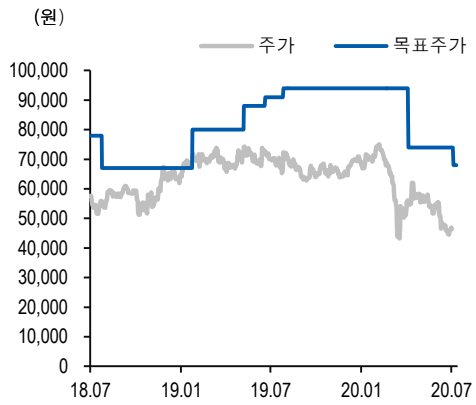
자료: 유안타증권 리서치센터

제일기획 (030000) 투자등급 및 목표주가 추이



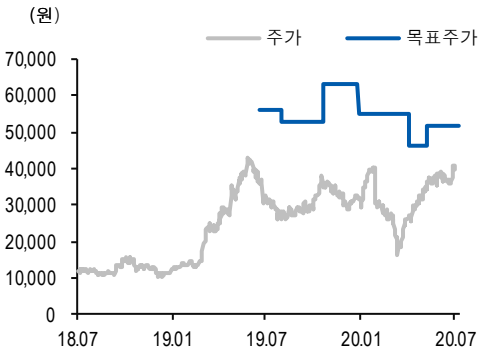
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	26,000	1년		
2020-04-10	BUY	23,000	1년	-25.54	-20.00
2020-01-29	BUY	28,000	1년	-34.31	-21.43
2019-10-24	BUY	31,000	1년	-22.60	-16.13
2019-06-25	BUY	33,500	1년	-21.36	-10.90

이노션 (214320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	68,000	1년		
2020-04-10	BUY	74,000	1년	-28.19	-16.22
2019-08-01	BUY	94,000	1년	-30.13	-20.21
2019-06-25	BUY	91,000	1년	-23.80	-20.33
2019-05-13	BUY	88,000	1년	-19.21	-15.57
2019-01-29	BUY	80,000	1년	-12.76	-7.63
2018-07-30	BUY	67,000	1년	-10.40	3.88
2018-04-30	BUY	78,000	1년	-21.11	-11.92

에코마케팅 (230360) 투자등급 및 목표주가 추이



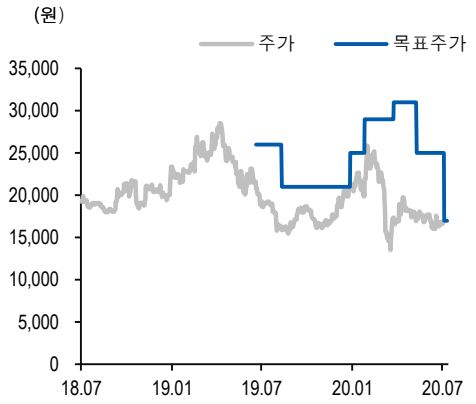
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	52,000	1년		
2020-05-15	BUY	52,000	1년		
2020-04-10	BUY	46,000	1년	-32.36	-23.70
2020-01-02	BUY	55,000	1년	-47.57	-26.45
2019-10-28	BUY	63,000	1년	-48.19	-42.30
2019-08-06	BUY	53,000	1년	-43.62	-28.40
2019-06-25	BUY	56,000	1년	-45.35	-34.38
2018-08-02	1년 경과 이후		1년	100.70	-
2017-08-02	HOLD	9,540	1년	48.09	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

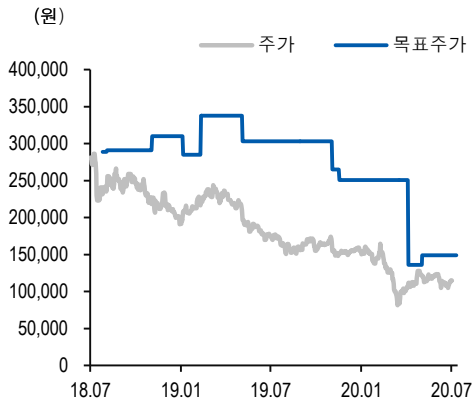
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가",
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가

SBS (034120) 투자등급 및 목표주가 추이



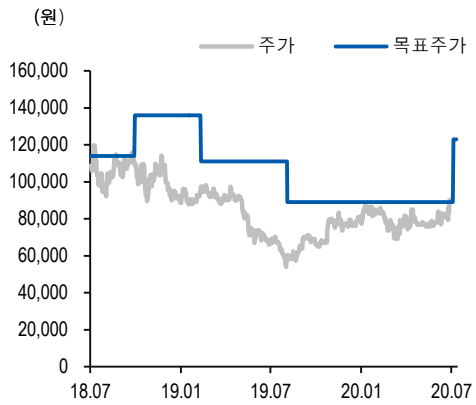
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	HOLD	17,000	1년		
2020-05-15	BUY	25,000	1년	-31.78	-27.60
2020-03-30	BUY	31,000	1년	-42.48	-36.29
2020-01-31	BUY	29,000	1년	-27.58	-10.69
2020-01-02	BUY	25,000	1년	-14.83	-9.40
2019-08-16	BUY	21,000	1년	-16.46	-0.95
2019-06-25	BUY	26,000	1년	-29.10	-19.62

CJ ENM (035760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	149,000	1년		
2020-05-08	BUY	149,000	1년		
2020-04-10	BUY	136,000	1년	-15.34	-5.96
2019-11-22	BUY	251,000	1년	-45.68	-34.46
2019-11-08	BUY	265,000	1년	-42.86	-41.28
2019-05-10	BUY	303,000	1년	-43.79	-35.91
2019-02-15	BUY	338,000	1년	-32.79	-27.87
2019-01-10	BUY	285,000	1년	-25.05	-19.93
2018-11-08	BUY	310,000	1년	-31.53	-24.52
2018-08-09	BUY	291,000	1년	-16.27	-8.42

스튜디오드래곤 (253450) 투자등급 및 목표주가 추이



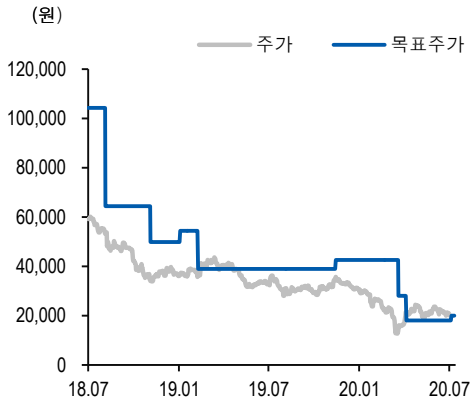
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	123,000	1년		
2020-02-14	HOLD	89,000	1년	-14.41	-
2019-08-09	BUY	89,000	1년	-16.75	-2.25
2019-02-15	BUY	111,000	1년	-27.63	-11.44
2018-10-04	BUY	136,000	1년	-28.00	-16.10
2018-03-19	BUY	114,000	1년	-10.46	5.09

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

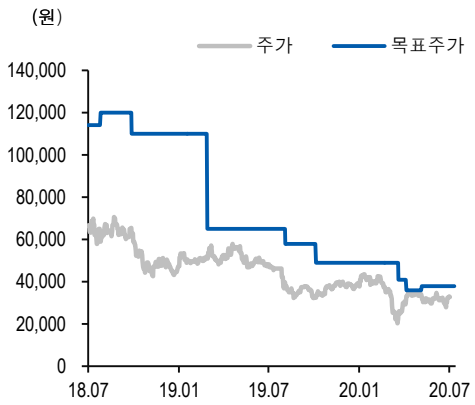
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

CJ CGV (079160) 투자등급 및 목표주가 추이



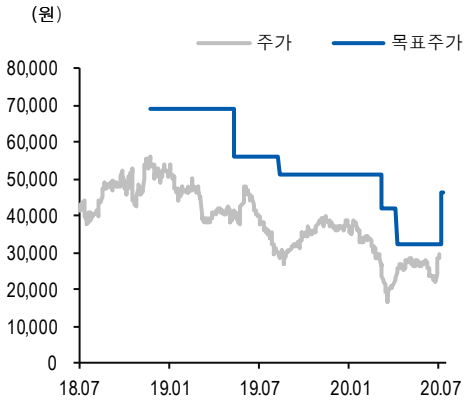
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	HOLD	20,000	1년		
2020-04-10	HOLD	18,142	1년	19.45	-
2020-03-25	BUY	28,119	1년	-38.64	-23.55
2019-11-19	BUY	42,633	1년	-35.92	-17.13
2019-02-13	HOLD	39,004	1년	-11.49	-
2019-01-08	BUY	54,425	1년	-31.16	-28.00
2018-11-09	BUY	49,889	1년	-25.45	-20.18
2018-08-10	BUY	64,403	1년	-32.02	-21.97
2018-05-11	BUY	104,314	1년	-42.86	-32.78

제이콘텐트리 (036420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	38,000	1년		
2020-05-11	BUY	38,000	1년		
2020-04-10	BUY	36,000	1년	-3.93	-1.53
2020-03-25	BUY	41,000	1년	-31.81	-25.37
2019-10-10	BUY	49,000	1년	-24.02	-11.12
2019-08-09	BUY	58,000	1년	-38.86	-34.91
2019-08-02	액면병합	65,000	1년	-23.18	-
2019-03-04	BUY	65,000	1년	-22.39	-10.92
2019-01-17	BUY	110,000	1년	-55.05	-42.73
2018-10-02	Strong Buy	110,000	1년	-55.24	-42.73

에스엠 (041510) 투자등급 및 목표주가 추이



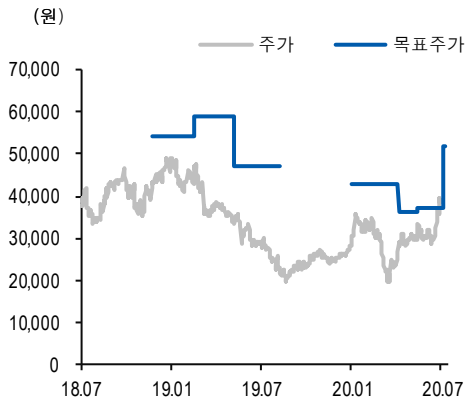
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	46,000	1년		
2020-04-10	BUY	32,000	1년	-17.88	-1.56
2020-03-12	BUY	42,000	1년	-50.42	-44.76
2019-08-16	BUY	51,000	1년	-32.44	-22.25
2019-05-16	BUY	56,000	1년	-30.68	-14.38
2018-11-27	BUY	69,000	1년	-33.99	-18.99

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

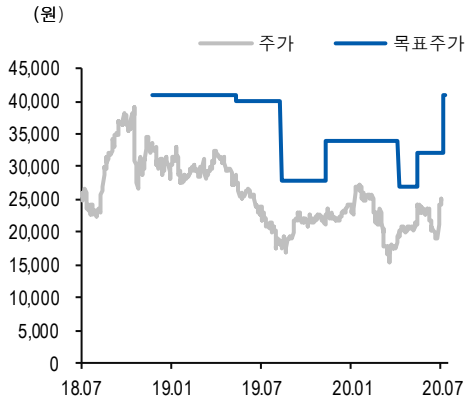
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급 및 목표주가 추이



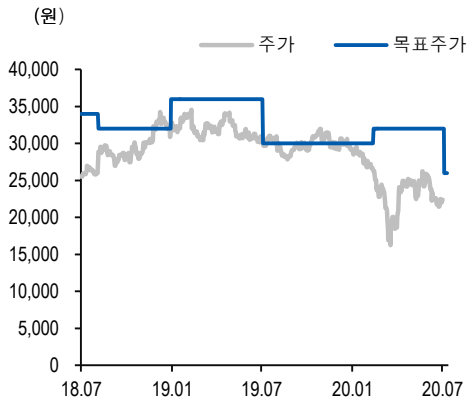
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	52,000	1년		
2020-05-18	BUY	37,000	1년	-11.69	9.19
2020-04-10	BUY	36,000	1년	-17.57	-14.03
2020-01-07	BUY	43,000	1년	-32.12	-16.74
2019-08-13	Not Rated	-	1년		-
2019-05-14	BUY	47,000	1년	-38.43	-23.72
2019-02-22	BUY	59,000	1년	-36.24	-19.49
2018-11-27	BUY	54,000	1년	-16.54	-9.35

JYP Ent. (035900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	41,000	1년		
2020-05-18	BUY	32,000	1년	-29.90	-12.81
2020-04-10	BUY	27,000	1년	-23.85	-20.74
2019-11-15	BUY	34,000	1년	-34.17	-19.71
2019-08-16	BUY	28,000	1년	-24.51	-18.04
2019-05-16	BUY	40,000	1년	-42.21	-30.88
2018-11-27	BUY	41,000	1년	-26.64	-19.15

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



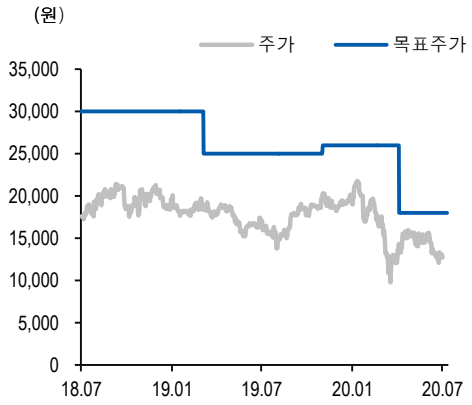
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	HOLD	26,000	1년		
2020-05-13	BUY	32,000	1년	-28.32	-17.97
2020-02-27	Strong Buy	32,000	1년	-29.77	-17.97
2020-02-18	BUY	32,000	1년	-22.58	-17.97
2019-07-09	HOLD	30,000	1년	-1.48	-
2019-02-15	HOLD	36,000	1년	-11.25	-
2019-01-04	BUY	36,000	1년	-8.53	-4.03
2018-08-10	BUY	32,000	1년	-6.87	7.03
2018-02-12	HOLD	34,000	1년	-18.66	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

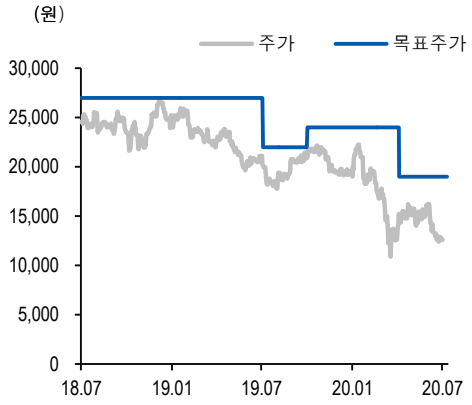
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

파라다이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



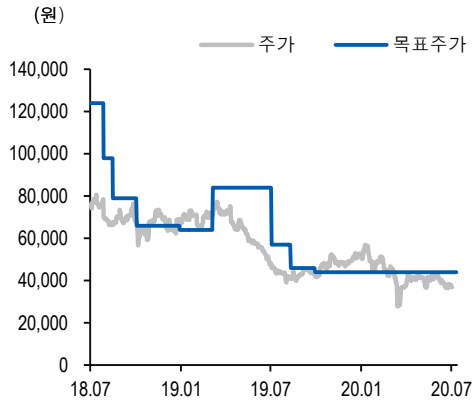
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	18,000	1년		
2020-04-10	BUY	18,000	1년		
2019-11-07	BUY	26,000	1년	-32.33	-16.15
2019-03-11	BUY	25,000	1년	-30.95	-20.40
2018-05-14	Strong Buy	30,000	1년	-35.89	-28.67

GKL (114090) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	19,000	1년		
2020-04-10	BUY	19,000	1년		
2020-02-18	BUY	24,000	1년	-21.41	-7.29
2019-10-07	HOLD	24,000	1년	-15.07	-
2019-07-09	HOLD	22,000	1년	-11.27	-
2018-11-09	1년 경과 이후		1년	-14.10	-
2017-11-09	HOLD	27,000	1년	-6.95	-

하나투어 (039130) 투자등급 및 목표주가 추이



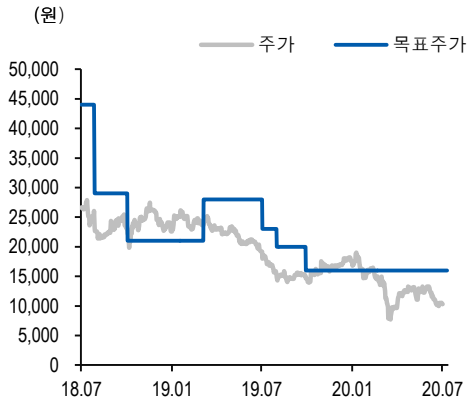
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	HOLD	44,000	1년		
2019-10-04	HOLD	44,000	1년		
2019-08-16	BUY	46,000	1년	-5.80	-0.98
2019-07-08	BUY	57,000	1년	-23.99	-18.07
2019-03-11	BUY	84,000	1년	-24.01	-7.86
2019-01-03	HOLD	64,000	1년	8.88	-
2018-10-08	HOLD	66,000	1년	0.48	-
2018-08-21	BUY	79,000	1년	-11.68	-3.16
2018-08-02	BUY	98,000	1년	-30.63	-29.08
2018-05-18	BUY	124,000	1년	-29.76	-16.53

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	HOLD	16,000	1년		
2019-10-04	HOLD	16,000	1년		
2019-08-06	BUY	20,000	1년	-24.86	-20.75
2019-07-08	BUY	23,000	1년	-25.91	-19.57
2019-03-11	BUY	28,000	1년	-21.21	-10.00
2018-10-08	HOLD	21,000	1년	15.82	-
2018-08-02	BUY	29,000	1년	-20.69	-12.24
2018-02-02	BUY	44,000	1년	-23.55	-8.07

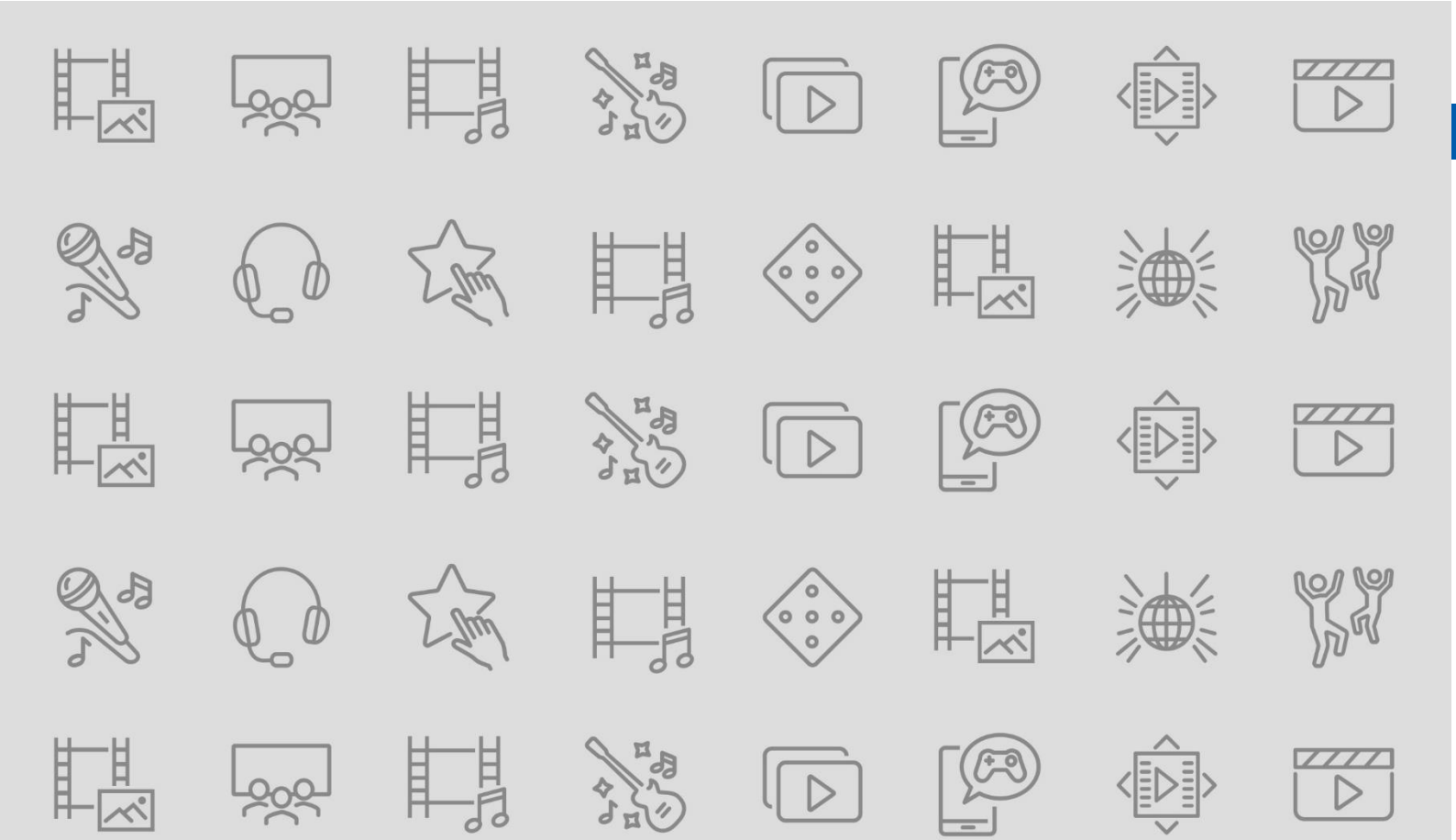
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자:박성호,이혜인)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



기업분석

나스미디어 (089600)

인크로스 (216050)

나스미디어 (089600)

미디어/엔터



박성호
02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	40,000원 (I)
현재주가 (7/8)	28,600원
상승여력	40%

시가총액	2,504억원
총발행주식수	8,754,691주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	86,246주
52주 고	41,600원
52주 저	18,400원
외인지분율	11.10%
주요주주	케이티 외 1 인 59.59%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.3)	(0.7)	(13.6)
상대	(12.8)	(21.3)	(24.6)
절대(달러환산)	(10.6)	1.4	(14.6)

나도 좀 봐주소!

디지털 미디어렙 시장의 최강자 나스미디어는 2000년 더블클릭코리아㈜로 설립되어 2002년 정기호 現 대표이사가 최대지분을 인수하면서 현재의 사명을 갖게 된 국내 최대 디지털 미디어렙. 2008년 KT가 지분 50%를 인수하면서 KT 계열사로 편입. DA, IPTV, 옥외광고의 판매를 대행하면서 광고주를 위한 크로스미디어 솔루션을 제공할 수 있다는 점이 장점. 2016년 10월 KT와 공동으로 SA광고 대행에 강점을 보이는 NSM(現 플레이디) 인수

2010년대 들어 모바일 DA 시장이 급성장세를 보임에 따라, 동사의 외형도 폭발적인 성장세 시현. 동사의 별도기준 취급고는 2013년 1,882억원 → 2017년 4,855억원으로 증가해 CAGR 26.7%의 고속성장 기록. 동 기간 DA 시장의 CAGR 성장률(19.9%)을 큰 폭으로 상회하면서 디지털 미디어렙 시장 내에서의 M/S 확대 지속

동사는 2016년 이후, DA시장의 성장속도가 둔화되면서 De-rating 추세 지속. 동사의 별도기준 취급고는 2016년 3,532억원 → 2019년 5,532억원으로 증가해 CAGR 16.1% 기록. 2020년엔 코로나19 사태로 인해 DA광고의 장점인 브랜드 제고에 대한 수요가 약화됨에 따라 실적 정체 및 주가정체 국면 진입 상태

싸고 좋은 주식 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 4만원으로 커버리지 개시. 목표주가 4만원은 2020~21E 평균 EPS 2,678원에 Target PER 15배를 적용해 산출

現 시점은 동사에 대한 비중확대 기회로 활용하기에 좋은 구간으로 판단. 이유는 다음과 같음 : 1)실적 : 동사와 연결자회사 플레이디는 국내 광고시장 불안 및 쿠팡 관련 기고효과(플레이디)로 인해 2Q20 각각 영업수익 역성장 예상. 다만, KAI 온라인/모바일 지수(전년동월 대비 익월 전망 기준)가 2020년 5월 89.7p → 6월 100.4p → 7월 103.4p으로 개선되고 있어 2Q20를 저점으로 실적 개선 유력. 2)풍부한 현금 유동성 : 동사의 별도기준 순현금은 1Q20 528억원에 달해 M&A를 통한 비유기적 성장 기회 모색 가능. 동사의 별도기준 현금창출능력(EBITDA – Capex – 이자비용 – 법인세비용)은 2019년 243억원 기록. 3)Valuation 매력 : 동사의 12MF PER은 11.5배에 불과해 인크로스의 23.1배 대비 지나친 저평가 상태. 본사의 현금성 자산과 자회사 플레이디 관련 지분 가치만으로도 동사의 시가총액 中 1,300억원 가량을 설명 가능

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	287	-7.7	9.6	301	-4.4
영업이익	63	-22.3	40.1	66	-3.7
세전계속사업이익	67	-19.9	28.2	71	-5.3
지배순이익	46	3.6	25.3	45	0.6
영업이익률 (%)	22.1	-4.1 %pt	+4.8 %pt	21.9	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	15.9	+1.7 %pt	+2.0 %pt	15.1	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	1,066	1,170	1,182	1,315
영업이익	249	306	288	349
지배순이익	189	206	210	259
PER	26.1	14.4	11.9	9.7
PBR	3.7	2.0	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.1	6.1	4.1	3.4
ROE	15.0	15.1	13.8	15.4

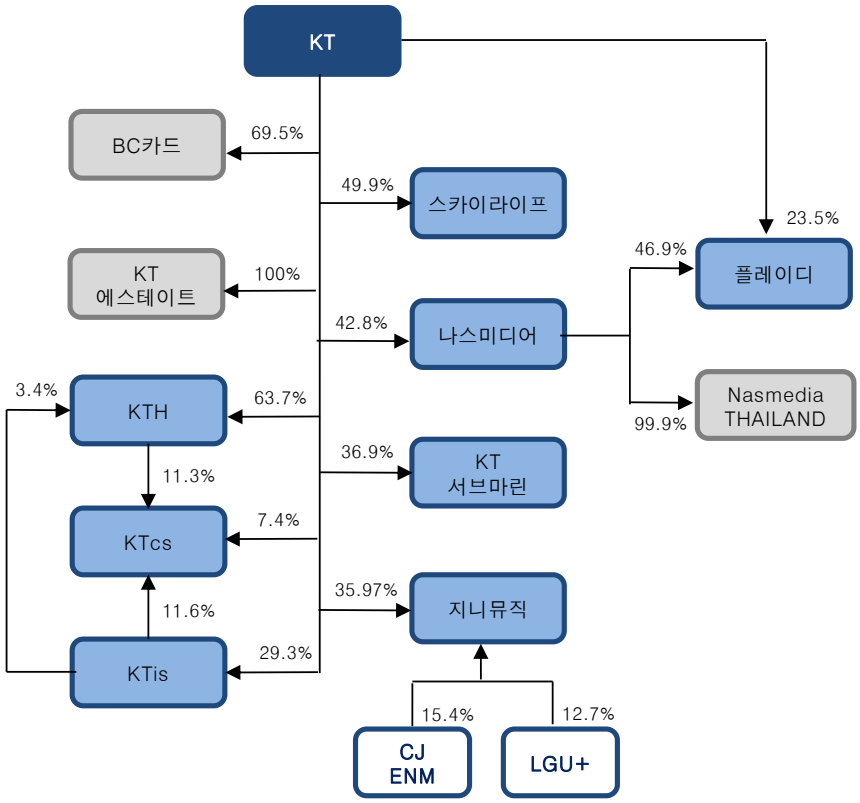
자료: 유안타증권

[표 71] 나스미디어 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	**270**	**267**	**249**	**280**	**282**	**311**	**268**	**309**	**262**	**287**	**303**	**329**	**1,066**	**1,170**	**1,182**	**1,315**
[본사]	185	178	169	187	169	213	180	222	186	203	218	234	719	784	840	933
- 온라인(DA)	91	94	89	94	74	114	108	118	83	106	111	122	367	414	422	457
- 모바일플랫폼	36	37	33	39	47	73	61	61	60	60	67	67	145	243	254	299
- IPTV	11	8	5	14	20	-4	-11	14	20	15	16	16	37	19	67	70
- 디지털옥외	47	38	43	41	28	28	22	29	23	22	23	29	169	107	97	107
[플레이디; 추정]	86	89	80	93	113	99	88	87	77	83	85	94	347	386	339	379
- 온라인(SA)	51	51	46	55	74	57	53	44	42	46	50	52	203	228	189	218
- 온라인(DA)	34	38	34	38	39	43	35	42	34	38	35	42	145	159	149	161
영업수익(YoY)	-4%	-15%	-16%	-9%	4%	17%	8%	10%	-7%	-8%	13%	7%	-11%	10%	1%	11%
[본사]	-4%	-22%	-18%	-13%	-9%	20%	7%	19%	10%	-4%	21%	5%	-15%	9%	7%	11%
- 온라인(DA)	10%	-7%	0%	11%	-19%	21%	22%	26%	13%	-7%	3%	3%	3%	13%	2%	8%
- 모바일플랫폼	-31%	-35%	-42%	-25%	33%	96%	85%	56%	26%	-18%	10%	10%	-34%	67%	5%	18%
- IPTV	-42%	-47%	-69%	-59%	80%	-	-	3%	2%	-	-	12%	-55%	-49%	248%	5%
- 디지털옥외	23%	-30%	-6%	-10%	-41%	-27%	-47%	-29%	-18%	-20%	2%	2%	-8%	-37%	-9%	10%
[플레이디; 추정]	-4%	3%	-11%	-1%	32%	11%	10%	-7%	-32%	-16%	-3%	9%	-4%	11%	-12%	12%
- 온라인(SA)	-7%	-3%	-21%	-2%	44%	13%	15%	-19%	-43%	-20%	-5%	18%	-8%	12%	-17%	15%
- 온라인(DA)	-1%	12%	6%	-8%	12%	12%	4%	10%	-11%	-12%	0%	0%	2%	10%	-6%	8%
영업비용	200	204	199	215	201	230	218	215	217	224	222	232	817	864	894	965
- 인건비	107	111	105	116	116	126	114	116	121	126	117	127	439	472	491	515
- 지급수수료	58	66	64	62	52	57	66	58	54	55	61	62	249	233	231	271
- 기타	34	27	30	37	33	47	37	42	43	43	43	44	128	159	173	179
영업이익	**71**	**63**	**50**	**66**	**80**	**82**	**50**	**93**	**45**	**63**	**82**	**97**	**249**	**306**	**288**	**349**
- 본사	57	47	42	49	52	62	40	79	45	54	71	80	194	234	250	285
(자회사 및 연결조정)	14	16	9	17	28	20	10	14	0	9	11	17	56	72	37	65
OPM	26%	24%	20%	23%	29%	26%	19%	30%	17%	22%	27%	30%	23%	26%	24%	27%
지배 순이익	**53**	**49**	**40**	**48**	**56**	**44**	**36**	**70**	**36**	**46**	**58**	**70**	**189**	**206**	**210**	**259**
NIM	20%	18%	16%	17%	20%	14%	13%	23%	14%	16%	19%	21%	18%	18%	18%	20%

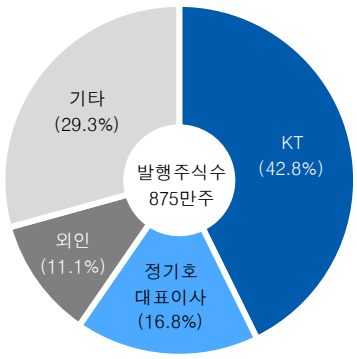
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 207] KT 그룹사 지배구조도



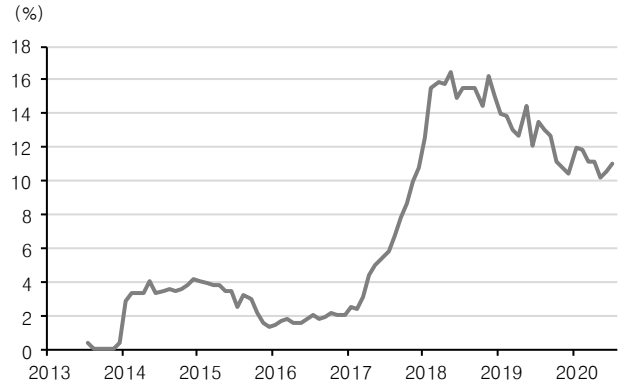
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 208] 나스미디어 주주 구성



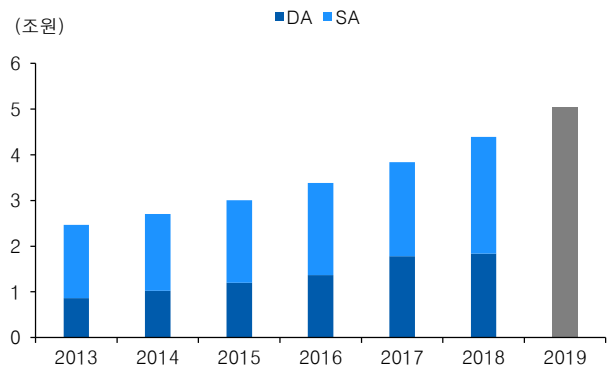
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 209] 나스미디어 외인 지분율 추이



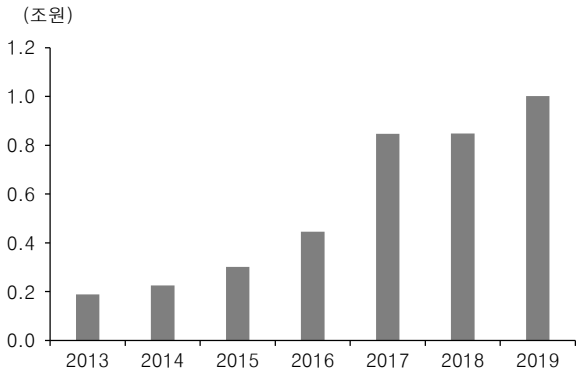
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 210] 국내 디지털 광고시장 추이



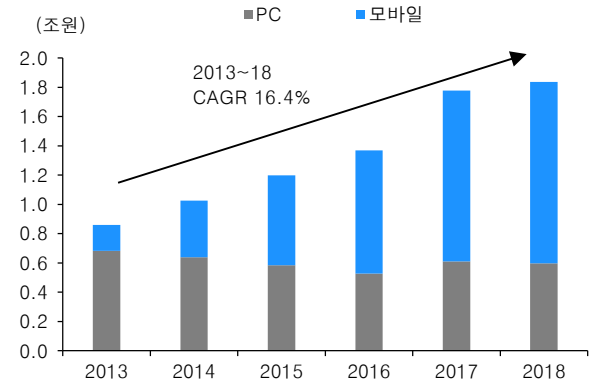
자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

[그림 211] 나스미디어 취급고 추이 (연결기준)



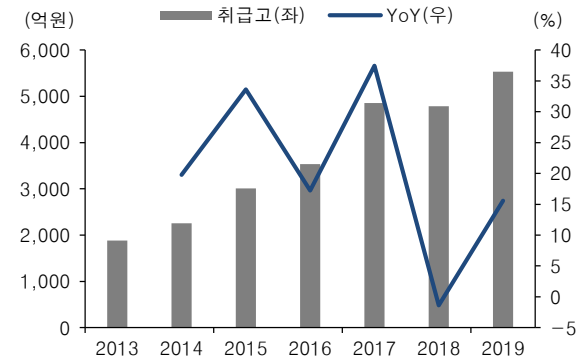
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 212] 국내 DA 광고시장 추이



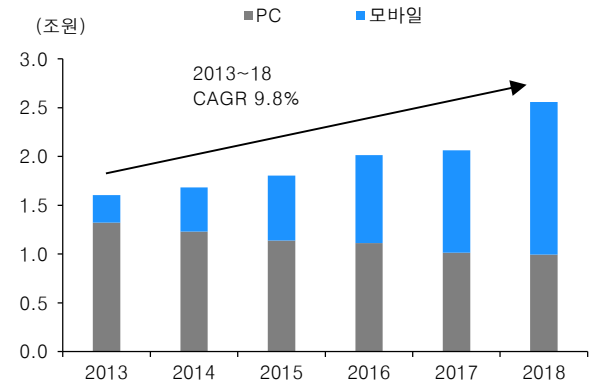
자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

[그림 213] 나스미디어 취급고 추이 (별도기준)



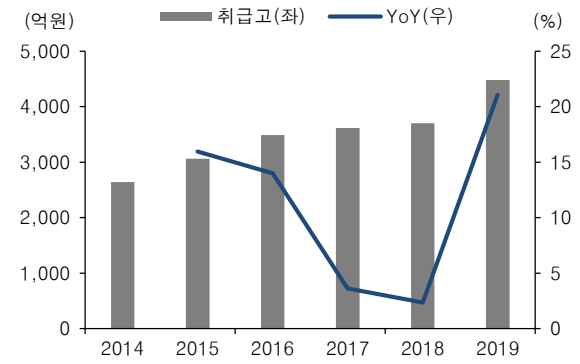
자료: 나스미디어, 유안타증권 리서치센터

[그림 214] 국내 SA 광고시장 추이



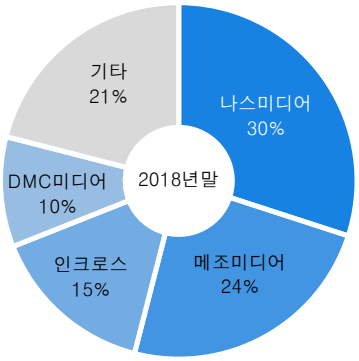
자료: 제일기획, 유안타증권 리서치센터

[그림 215] 플레이디 취급고 추이



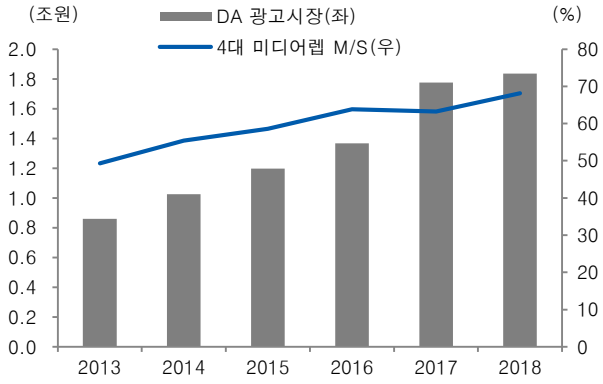
자료: 플레이디, 유안타증권 리서치센터

[그림 216] 국내 디지털 미디어렙 M/S (2018 년말)



주: 나스미디어 추정치 기준
자료: 나스미디어

[그림 217] 국내 노출형광고 시장 中 4 대 미디어렙사의 취급고 비중 추이



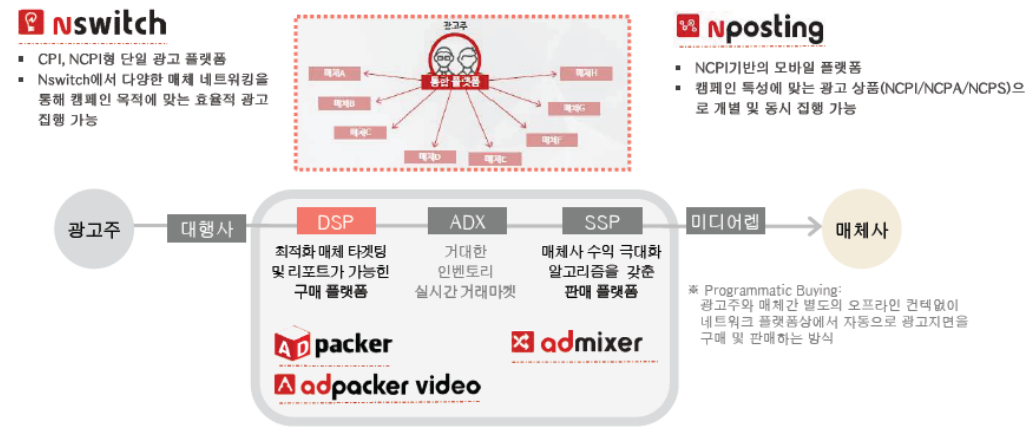
주: 4 대 미디어렙사는 나스미디어, 메조미디어, 인크로스, DMC 미디어
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[표 72] 국내 미디어렙사 현황

사업 영역		나스미디어	메조미디어	인크로스	DMC 미디어	메이블	M2 디지털	크로스미디어
온라인	인터넷	○	○	○	○	○	○	○
	모바일	○	○	○	○	○	○	○
옥외광고(디지털 사이니지)		○	○	○	○			
방송	IPTV	○	○	○	○			
	CATV	○	○					
비고		KT 계열	CJ 계열	SKT 계열	SBS 계열	사명변경후 나스미디어에 편입	-	-

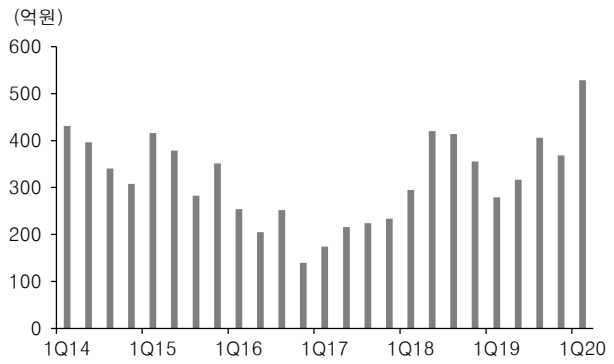
자료: 메조미디어, 유안타증권 리서치센터

[그림 218] 나스미디어의 모바일 플랫폼



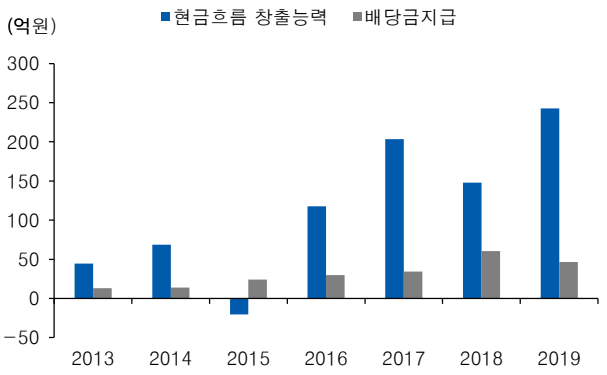
자료: 나스미디어

[그림 219] 나스미디어, 별도 기준 순현금 추이



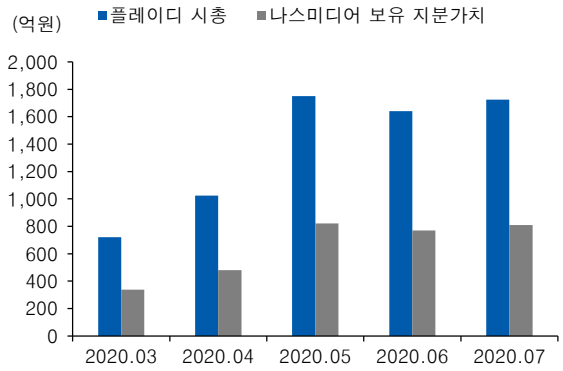
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 220] 나스미디어, 별도기준 현금흐름 창출능력 및 배당금 지급액 추이



주: 현금흐름 창출능력 = EBITDA - capex - 이자비용 - 법인세비용
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 221] 나스미디어의 플레이디 지분 가치 추이 (플레이디 IPO 이후)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 222] 나스미디어 및 인크로스의 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

나스미디어 (089600) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,066**	**1,170**	**1,182**	**1,315**	**1,443**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,066	1,170	1,182	1,315	1,443
판관비	817	864	894	965	1,019
영업이익	**249**	**306**	**288**	**349**	**424**
EBITDA	283	410	353	378	445
영업외손익	13	10	19	28	23
외환관련손익	-1	0	0	0	0
이자손익	11	4	14	18	23
관계기업관련손익	2	3	1	0	0
기타	1	3	3	10	0
법인세비용차감전순손익	262	316	306	378	447
법인세비용	56	91	76	91	108
계속사업순손익	206	225	230	286	339
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	206	225	230	286	339
지배지분순이익	**189**	**206**	**210**	**259**	**306**
포괄순이익	202	238	231	288	340
지배지분포괄이익	186	221	220	274	324

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**214**	**324**	**525**	**453**	**514**
당기순이익	206	225	230	286	339
감가상각비	12	83	44	7	0
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	-2	-3	-1	0	0
자산부채의 증감	-26	-62	200	97	113
기타현금흐름	24	81	53	62	62
투자활동 현금흐름	**-144**	**6**	**-334**	**-27**	**-5**
투자자산	0	1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-6	-7	-7	-7
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-131	12	-327	-20	2
재무활동 현금흐름	**-90**	**-194**	**241**	**-59**	**-75**
단기차입금	-30	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-60	-46	-56	-59	-75
기타현금흐름	0	-148	297	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-158	-181	-68
현금의 증감	**-20**	**136**	**274**	**186**	**366**
기초 현금	173	153	289	563	749
기말 현금	153	289	563	749	1,116
NOPLAT	**249**	**306**	**288**	**349**	**424**
FCF	**190**	**255**	**475**	**384**	**449**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,293**	**2,800**	**3,162**	**3,379**	**3,781**
현금및현금성자산	153	289	563	749	1,116
매출채권 및 기타채권	1,732	2,164	1,803	1,833	1,869
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	738	762	657	667	652
유형자산	120	112	116	122	129
관계기업등 지분관련자산	5	8	12	16	16
기타투자자산	97	96	0	0	0
자산총계	**3,031**	**3,562**	**3,819**	**4,047**	**4,433**
유동부채	1,458	1,895	1,820	1,955	2,111
매입채무 및 기타채무	1,368	1,741	1,680	1,816	1,972
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	154	136	132	132	132
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**1,612**	**2,031**	**1,952**	**2,087**	**2,243**
지배지분	1,321	1,415	1,638	1,715	1,946
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	842	1,016	1,170	1,247	1,478
비지배지분	99	116	229	244	244
자본총계	**1,419**	**1,531**	**1,867**	**1,959**	**2,190**
순차입금	**-495**	**-581**	**-1,271**	**-1,457**	**-1,823**
총차입금	0	24	11	11	11

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,161	2,355	2,403	2,953	3,494
BPS	15,088	16,645	19,265	20,176	22,893
EBITDAPS	3,227	4,687	4,033	4,315	5,088
SPS	12,177	13,365	13,502	15,018	16,482
DPS	530	660	690	880	1,050
PER	**26.1**	**14.4**	**11.9**	**9.7**	**8.2**
PBR	**3.7**	**2.0**	**1.5**	**1.4**	**1.2**
EV/EBITDA	**16.1**	**6.1**	**4.1**	**3.4**	**2.1**
PSR	**4.6**	**2.5**	**2.1**	**1.9**	**1.7**

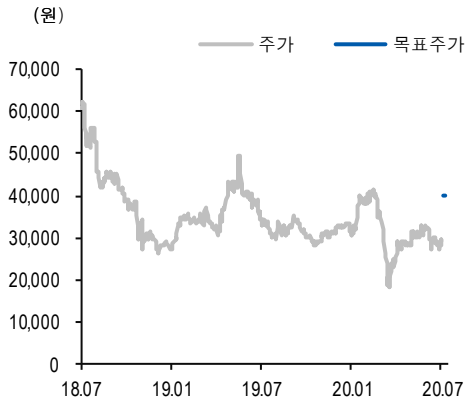
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-11.4**	**9.8**	**1.0**	**11.2**	**9.7**
영업이익 증가율 (%)	**-27.3**	**22.5**	**-5.9**	**21.5**	**21.3**
지배순이익 증가율 (%)	**-23.0**	**9.0**	**2.0**	**22.9**	**18.3**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**23.4**	**26.1**	**24.3**	**26.6**	**29.4**
지배순이익률 (%)	17.7	17.6	17.8	19.7	21.2
EBITDA 마진 (%)	26.5	35.1	29.9	28.7	30.9
ROIC	21.7	23.7	26.8	41.7	62.0
ROA	6.1	6.3	5.7	6.6	7.2
ROE	**15.0**	**15.1**	**13.8**	**15.4**	**16.7**
부채비율 (%)	113.5	132.6	104.6	106.5	102.4
순차입금/자기자본 (%)	-37.5	-41.1	-77.6	-84.9	-93.7
영업이익/금융비용 (배)	326.7	35.9	253.9	576.1	698.8

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

나스미디어 (089600) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	40,000	1년		
2020-06-25	1년 경과 이후		1년		-
2019-06-25	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-07-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

인크로스 (216050)

미디어/엔터



박성호
02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인
02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	39,000원 (I)
현재주가 (7/8)	32,500원
상승여력	20%

시가총액	2,618억원
총발행주식수	8,056,777주
60일 평균 거래대금	47억원
60일 평균 거래량	168,751주
52주 고	34,800원
52주 저	11,350원
외인지분율	9.19%
주요주주	SK 텔레콤 외 1 인 34.63%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.9	74.7	49.8
상대	9.1	38.6	30.8
절대(달러환산)	11.8	78.4	48.1

T-Deal, 그리고 Addressable TV

다윗, 골리앗과 협력관계가 되다 인크로스는 SKT의 전임연구원 출신인 이재원 現 대표이사가 설립한 디지털 미디어렙 겸 광고플랫폼 회사. 동사는 국내 디지털 미디어렙 3위 회사이며, 동영상 애드네트워크 플랫폼인 다윈을 보유 중. 동사의 최대주주는 이재원 대표이사 (2007년 8월 설립시점) → SK그룹 사돈가 일원인 노재헌 변호사(2007년 9월) → 스톤브릿지캐피탈(2015년 12월) → NHN(2017년 12월) → SKT(2019년 6월)로 변경. 이재원 대표이사는 최근까지 SKT와 SKB의 광고사업유닛장직을 겸임했으며, 현재는 SKT의 유닛장직만 유지하고 있음. 이재원 대표이사가 SKT의 광고사업을 지휘하는 역할을 맡고 있는만큼 향후 SKT-인크로스간의 다양한 시너지 발생 기대

SKT와의 협력은 T-Deal 과 Addressable TV로 시작

1)T-Deal(SKT향 광고상품) : SKT 가입자 中 높은 구매전환율이 예상되는 타겟고객에게 SMS 광고메시지를 전송해 빠르고 쉬운 구매를 가능하게 하는 커머스 광고상품. 타겟고객은 SKT 고객의 식별정보와 DMP(T Map, 11번가, OK캐쉬백, 네이트, Btv 등으로부터 소비자 데이터 축적) 데이터를 결합해 추출. 광고주는 CPS 방식으로 판매매출의 일부를 SKT에 정산. SKT는 인크로스에 T-Deal 관련 운영대행수수료 지급 구조. 2020년 4월 T-Deal의 시범서비스 개시. 2020년 8~9월 중으로 정식서비스 론칭 예정

2)Addressable TV(SKB와의 협력) : 방송사가 모든 가구에 동일한 광고를 송출하는 기존 방식에서 벗어나 플랫폼사업자가 가구별 맞춤광고를 송출하는 TV광고. TV-모바일을 연계시 개인단위까지 타겟팅 가능. 인크로스는 Addressable TV 관련 중소PP향 미디어렙 역할과 TV-디지털 광고를 연계하는 애드네트워크로써 다윈을 활용하는 방안 구상 중. 방송사-IPTV간 합의가 필요한 만큼, 중장기 관점의 사업으로 봐야 할 것

성장사업을 더하는 그림이 좋다

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 3.9만원으로 커버리지 개시. 목표주가 3.9만원은 2021E EPS 1,945원에 Target PER 20배를 적용해 산출. SKT와의 협력으로 폭발적인 성장성이 있는 사업들이 더해지는 그림을 긍정적으로 평가. 향후 T-deal 관련 지표가 공개되면, 동사의 2021년 실적 컨센서스는 빠르게 상향될 것으로 판단

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	78	-2.0	14.4	82	-4.9
영업이익	25	-20.0	55.0	33	-23.2
세전계속사업이익	26	-20.4	50.2	34	-21.6
지배순이익	20	-20.1	48.4	27	-24.8
영업이익률 (%)	32.6	-7.3 %pt	+8.6 %pt	40.4	-7.8 %pt
지배순이익률 (%)	25.6	-5.8 %pt	+5.9 %pt	32.4	-6.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	358	345	350	445
영업이익	111	122	126	202
지배순이익	86	93	99	157
PER	22.0	18.4	26.4	16.7
PBR	2.9	2.4	3.3	2.9
EV/EBITDA	13.5	10.8	15.5	9.7
ROE	13.8	14.5	14.4	20.7

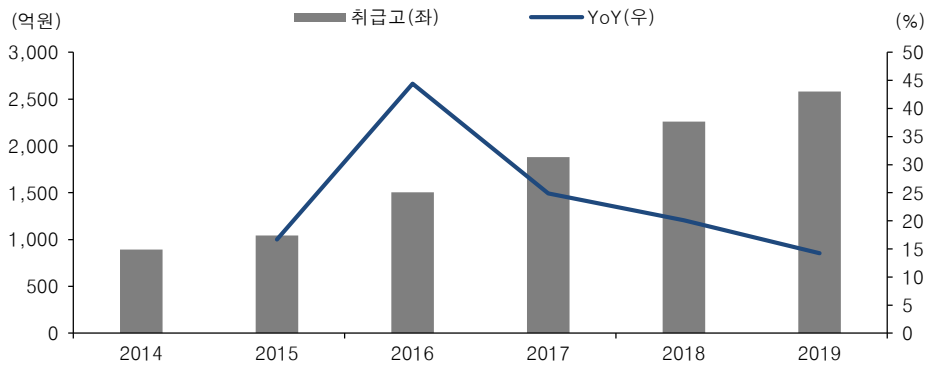
자료: 유안타증권

[표 73] 인크로스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**84**	**89**	**88**	**98**	**67**	**79**	**90**	**108**	**68**	**78**	**88**	**117**	**358**	**345**	**350**	**445**
- 미디어렙	56	60	61	69	50	61	69	87	55	62	69	88	247	267	274	308
- 광고플랫폼	19	20	18	20	10	10	13	13	6	8	10	11	77	46	35	38
- OMP 운영	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	34	32	31	31
- T-Deal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-	-	10	68
매출액(YoY)	34%	-7%	-13%	-10%	-19%	-11%	3%	10%	1%	-2%	-3%	8%	-3%	-4%	2%	27%
- 미디어렙	55%	27%	10%	-1%	-11%	1%	14%	25%	10%	1%	0%	2%	18%	8%	3%	12%
- 광고플랫폼	43%	-43%	-45%	-27%	-49%	-49%	-28%	-35%	-42%	-20%	-20%	-20%	-30%	-40%	-25%	10%
- OMP 운영	-31%	-33%	-32%	-29%	-14%	0%	-5%	-5%	-3%	-5%	-1%	0%	-31%	-6%	-2%	0%
- T-Deal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	580%
매출원가	46	49	50	50	42	37	43	46	38	39	41	48	195	168	165	181
- 원재료 및 상품매입액	10	10	10	11	7	7	8	8	4	5	6	6	43	31	21	23
- 인건비	20	20	23	23	21	21	23	26	24	25	25	31	86	91	104	113
- 지급수수료	8	12	9	8	7	4	5	3	3	3	3	4	37	18	14	15
- 기타	8	7	8	7	7	6	6	9	7	6	6	6	30	28	26	30
판관비	12	10	13	17	13	10	12	19	14	13	14	16	51	55	58	62
영업이익	**25**	**30**	**25**	**30**	**12**	**32**	**35**	**43**	**16**	**25**	**32**	**52**	**111**	**122**	**126**	**202**
OPM	30%	34%	28%	31%	18%	40%	39%	40%	24%	33%	37%	45%	31%	35%	36%	45%
지배 순이익	**21**	**23**	**20**	**22**	**11**	**25**	**29**	**28**	**13**	**20**	**25**	**41**	**86**	**93**	**99**	**157**
NIM	25%	26%	23%	22%	16%	31%	33%	26%	20%	26%	29%	35%	24%	27%	28%	35%

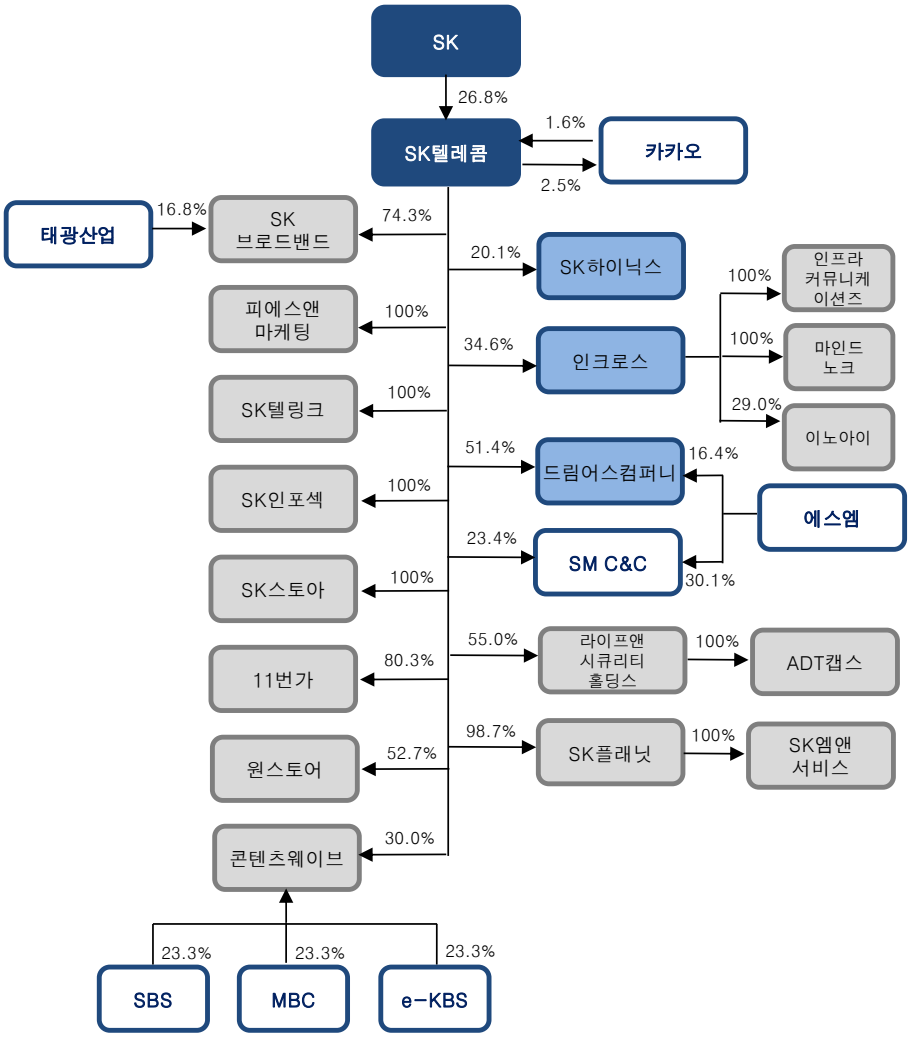
주: T-Deal 은 2Q20부터 시범서비스 개시. 초기 매출추정에 필요한 지표부족으로 인해 2Q20와 3Q20의 T-Deal 매출은 보수적으로 제로로 설정함
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 223] 인크로스 취급고 추이



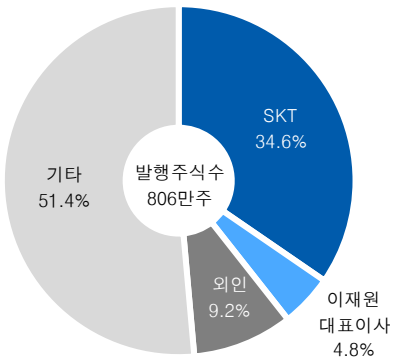
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 224] SK 텔레콤 계열사 지배구조도



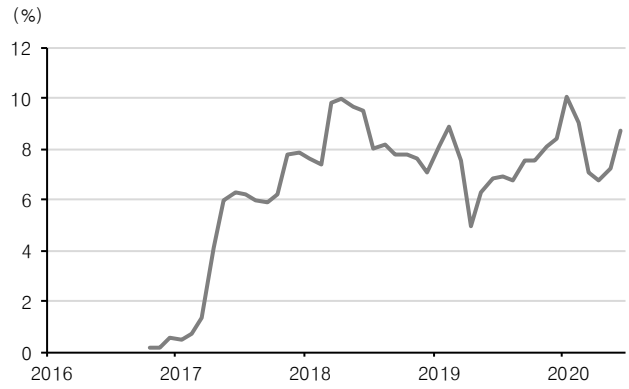
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 225] 인크로스 주주 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 226] 인크로스 외인 지분율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 227] T-Deal 광고 상품 개요

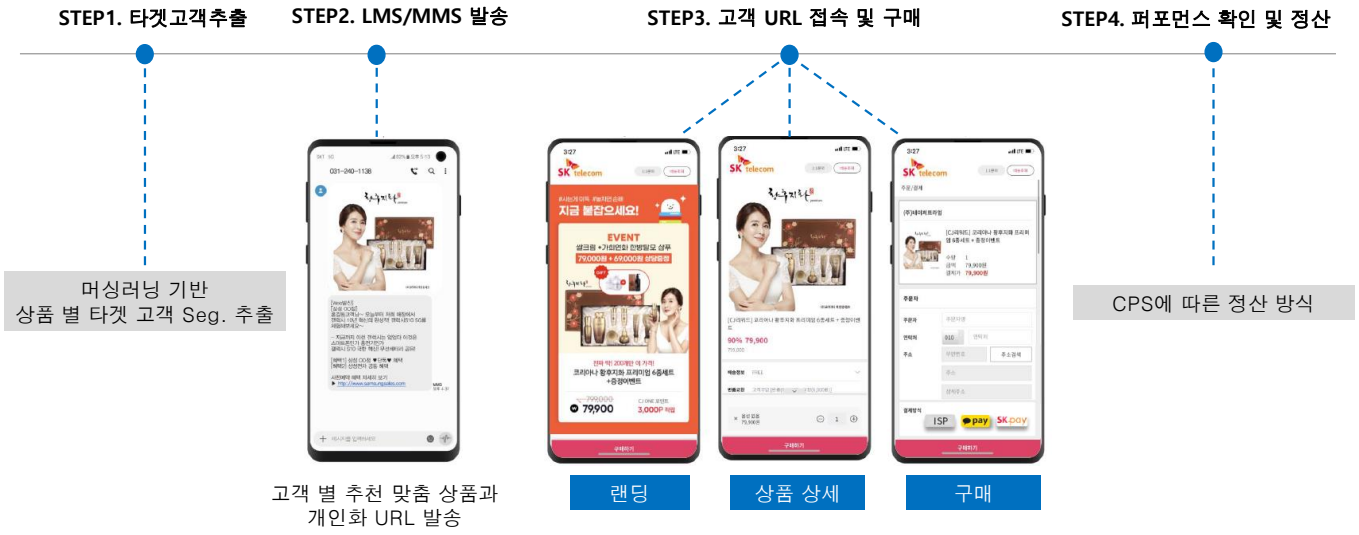
각 상품별로 구매 가능성이 높은 고객군을 타겟팅해 LMS/MMS를 발송함으로써
상품 정보 확인부터 구매까지 가능한 온라인 페이지로 연결시켜주는 빅데이터 기반의 CPS 광고상품



타겟 고객 추출	LMS/MMS 발송	고객 URL 접속 및 구매	퍼포먼스 확인 및 정산
SK Telecom의 식별 데이터를 기반으로 상품별 타겟 고객 segment 추출	고객별 추천 맞춤 상품과 개인화 URL 발송	SK Telecom이 제공하는 개인화 URL을 통해 고객사 제품 판매	고객 퍼포먼스 확인 상품 판매 매출에 대한 수익을 CPS 방식으로 정산

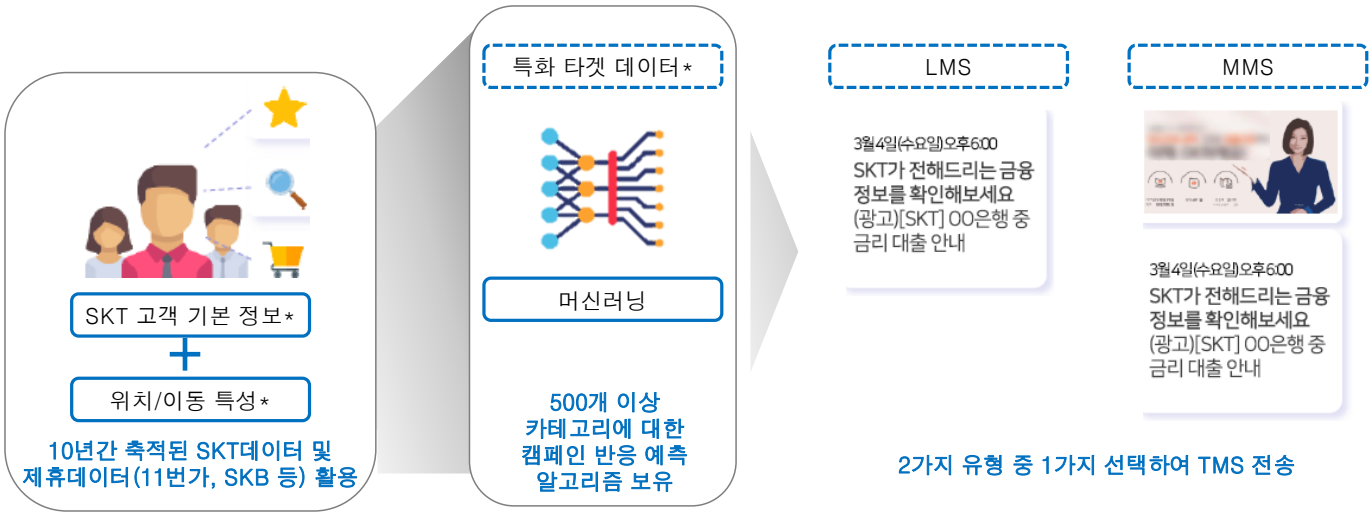
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 228] T-Deal 광고 상품 진행 시나리오



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

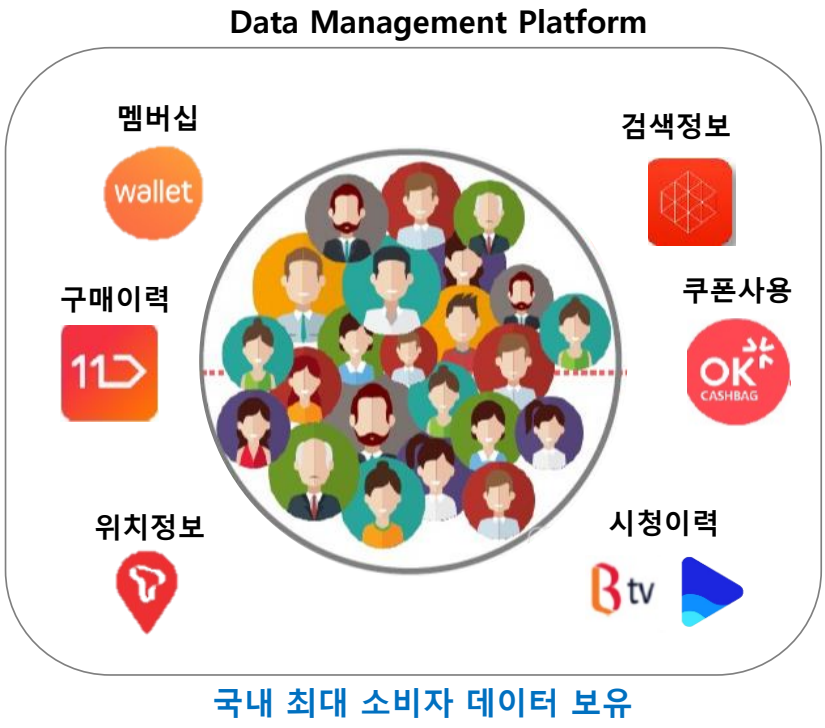
[그림 229] T-Deal, SKT 고객의 식별정보 및 DMP 를 바탕으로 타겟광고 가능



(*머신러신을 통해 세분화된 타겟을 자동으로 추출하며, 개인정보는 유출되지 않음)

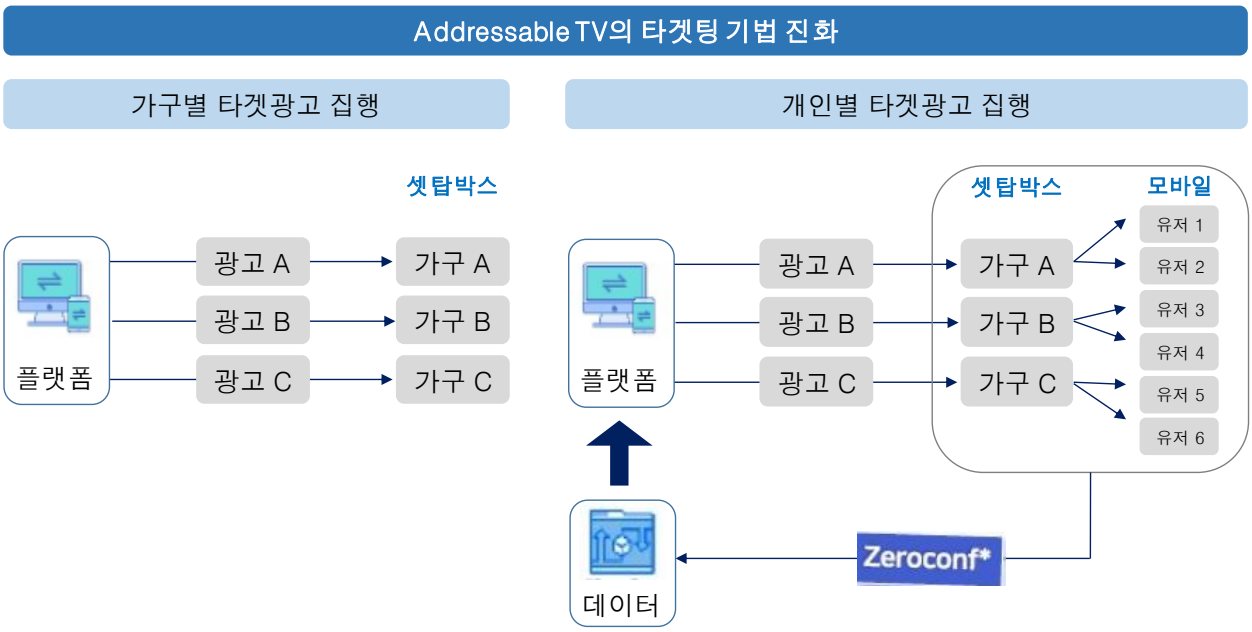
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 230] SKT 계열의 DMP



자료: 유안타증권 리서치센터

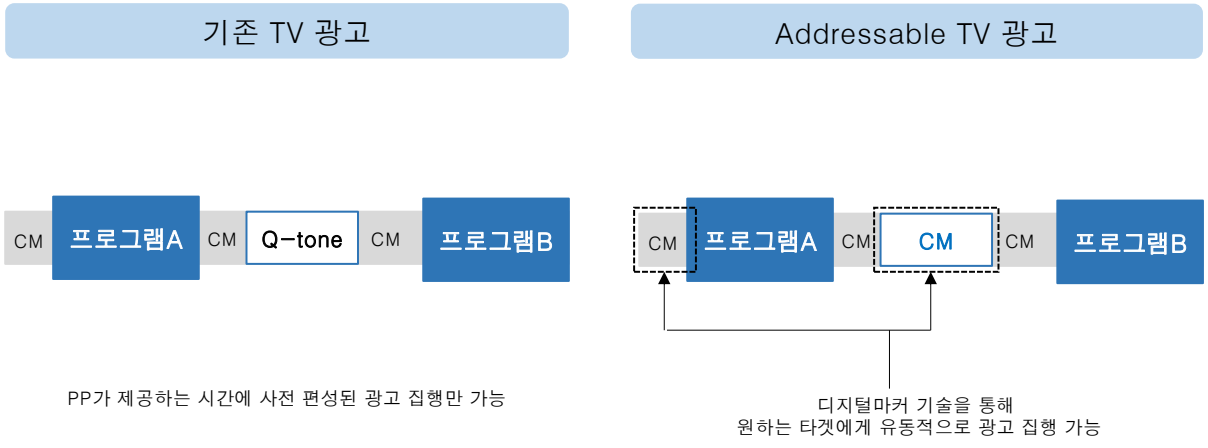
[그림 231] Addressable TV 의 타겟팅 기법 : 가구단위에서 개인 맞춤형으로 진화 가능



(*Zero Configuration Networking(무설정네트워킹): 특별한 설정서버를 사용하지 않고, 이용 가능한 인터넷 프로토콜(IP) 네트워크를 자동적으로 작성하는 기법)

자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 232] Addressable TV 를 통해 원하는 타겟에게 광고 집행 가능



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

인크로스 (216050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**358**	**345**	**350**	**445**	**493**
매출원가	195	168	165	181	201
매출총이익	162	177	185	263	292
판관비	51	55	58	62	63
영업이익	**111**	**122**	**126**	**202**	**229**
EBITDA	116	133	138	214	242
영업외손익	0	0	4	5	8
외환관련손익	0	-1	0	0	0
이자손익	7	7	4	5	8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-6	-6	0	0	0
법인세비용차감전순손익	111	122	131	207	237
법인세비용	25	29	31	50	57
계속사업순손익	86	93	99	157	180
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	93	99	157	180
지배지분순이익	**86**	**93**	**99**	**157**	**180**
포괄순이익	80	90	99	157	180
지배지분포괄이익	80	90	99	157	180

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**-8**	**24**	**160**	**129**	**173**
당기순이익	86	93	99	157	180
감가상각비	1	8	9	9	10
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-113	-101	35	-60	-41
기타현금흐름	17	24	17	24	23
투자활동 현금흐름	**104**	**-1**	**4**	**-14**	**-14**
투자자산	39	-5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	0	-10	-9	-9
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	74	4	14	-5	-5
재무활동 현금흐름	**-70**	**-68**	**-42**	**-5**	**-5**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-70	-68	-42	-5	-5
연결범위변동 등 기타	0	0	113	-35	44
현금의 증감	**26**	**-45**	**235**	**75**	**198**
기초 현금	104	130	85	319	394
기말 현금	130	85	319	394	592
NOPLAT	**111**	**122**	**126**	**202**	**229**
FCF	**-31**	**3**	**133**	**95**	**136**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**1,110**	**1,337**	**1,204**	**1,285**	**1,488**
현금및현금성자산	130	85	319	394	592
매출채권 및 기타채권	713	973	694	700	706
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	103	105	133	131	128
유형자산	16	15	17	17	16
관계기업등 지분관련자산	3	1	1	2	2
기타투자자산	48	48	49	49	49
자산총계	**1,213**	**1,443**	**1,336**	**1,416**	**1,616**
유동부채	580	775	584	585	606
매입채무 및 기타채무	561	743	548	549	569
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	10	33	33	33
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**584**	**785**	**618**	**619**	**639**
지배지분	629	657	719	797	977
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	408	408	396	396	396
이익잉여금	265	356	455	533	713
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**629**	**657**	**719**	**797**	**977**
순차입금	**-335**	**-285**	**-477**	**-552**	**-749**
총차입금	0	3	25	25	25

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,084	1,157	1,231	1,945	2,231
BPS	8,243	8,946	9,954	11,037	13,527
EBITDAPS	1,454	1,649	1,717	2,650	3,005
SPS	4,492	4,281	4,345	5,522	6,120
DPS	0	0	0	0	0
PER	**22.0**	**18.4**	**26.4**	**16.7**	**14.6**
PBR	**2.9**	**2.4**	**3.3**	**2.9**	**2.4**
EV/EBITDA	**13.5**	**10.8**	**15.5**	**9.7**	**7.7**
PSR	**5.3**	**5.0**	**7.5**	**5.9**	**5.3**

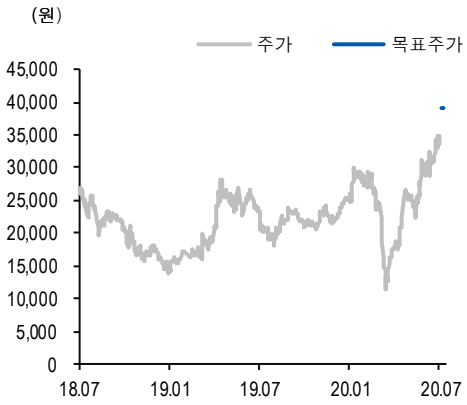
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-2.7**	**-3.7**	**1.6**	**27.1**	**10.8**
영업이익 증가율 (%)	**8.2**	**10.1**	**3.6**	**59.5**	**13.8**
지배순이익 증가율 (%)	**4.0**	**8.0**	**6.5**	**58.0**	**14.7**
매출총이익률 (%)	45.4	51.3	52.7	59.2	59.2
영업이익률 (%)	**31.0**	**35.4**	**36.1**	**45.3**	**46.5**
지배순이익률 (%)	24.1	27.0	28.3	35.2	36.5
EBITDA 마진 (%)	32.4	38.5	39.5	48.0	49.1
ROIC	54.5	44.4	47.2	91.9	109.8
ROA	7.0	7.0	7.1	11.4	11.9
ROE	**13.8**	**14.5**	**14.4**	**20.7**	**20.3**
부채비율 (%)	92.7	119.4	85.9	77.6	65.4
순차입금/자기자본 (%)	-53.2	-43.4	-66.3	-69.2	-76.7
영업이익/금융비용 (배)	11,745.6	215.2	56.1	79.6	90.6

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

인크로스 (216050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-10	BUY	39,000	1년		
2020-06-25	1년 경과 이후		1년		-
2019-06-25	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-07-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

MEMO

한한령, 콘텐츠, 그리고 광고

유안타증권 元大證券