2022년 전망 시리즈 10

엔터/레저

확인의 2022

meritz 메리츠증권

2022년 전망 시리즈 10

엔터/레저

(Neutral)

확인의 2022

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
스튜디오드래곤(253450)	Buy	150,000원
골프존(215000)	Buy	220,000원
강원랜드 (035250)	Buy	34,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
제이콘텐트리(036420)	Hold	76,000원

엔터/레저
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Contents

산업분석

Part I
콘텐츠 09
한국 드라마, 글로벌 대중 문화 침투기

Part II
엔터테인먼트 27
NFT 놀이터

Part III
레저 41
여행/카지노/국내 레저

기업분석

스튜디오드래곤 (253450) 56
실적도 주가도 Another level로

제이콘텐트리 (036420) 60
풍요 속 빈곤의 2022

골프존 (352820) 64
PER 9배에 성장형 소비재를 살 수 있는 기회

강원랜드 (035250) 68
2022년도 QoQ 성장을 담보

Summary

확인의 2022

Neutral

콘텐츠 I

- 드라마 제작사 2022년 역대 최대 매출 및 영업이익 기록 전망
- 이는 1) 채널 수요 증가, 2) 판권 리쿱율 상승, 3) 제작비 상승(모수 증가)
- <오징어 게임>이 불러올 한국 드라마 소비 증가는 1) 구작의 가치를 높이며 2) 서구권 판권을 키울 것
- 스튜디오드래곤의 약진이 기대되는 해. 중소형 제작사는 2022년 영업이익 기준 20배 미만 업체 많아 주가 매력도 상승

엔터테인먼트 II

- 2022년 오프라인 기여가 실적 추정치에 충분히 반영된 상황. NFT와 관련해서는 실적 기여도 가늠이 필요
- 엔터 업체 실적의 90% 이상이 팬덤에 기인하는데 현재는 거부 반응이 대세
- 하이브의 게임, 교육 사업이 될 것인가 온라인 콘서트가 될 것인가는 팬덤이 결정할 것. 다만 2차시장 수익 공유는 긍정적

레저 III

- **여행**: 시장 기대와 달리 1) 상위 사업자로의 과점화 및 2) PKG로의 수요 집중 포착되지 않음. B2C 업체들의 약진과 야놀자, 여기어때와 같은 국내 레저 업체들의 해외 여행 사업 진출로 2022년 경쟁 심화 전망
- **카지노**: 중국 카지노 규제로 중국 매출 손상이 예상, 규제 완화까지는 보수적 접근 필요
- 기대감이 반영된 시기. 내수 레저 위주의 수혜가 당분간 가장 확실한 부분. 강원랜드, 골프존으로 압축 투자 필요

결론 IV

- 메타버스, NFT 등 키워드에 의한 주가 변동성이 높아진 시기
- 2022년 확실한 것들에 대한 투자가 현재 가장 유효하다고 판단함
- 2022/2023 엔터 수준의 성장 기대되는 데 반해 주가 레벨 낮은 콘텐츠 및 내수 레저 종목 투자 확대 추천

시나리오별 2022년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	**1. 콘텐츠**	▪ OTT 시장 ▪ 중국 ▪ 국내 방송산업 변화	▪ OTT 콘텐츠 예산 축소 발표 ▪ 글로벌 OTT 중국 진출로 인한 판권 통합 ▪ 방송사 드라마 슬롯 추가 축소	▪ 글로벌 OTT 경쟁 심화 및 수요 증가 ▪ 중국 및 중국 外 이원화된 시장 유지 ▪ 방송사 드라마 수요 증가	▪ 한국 드라마 미개발 지역 소비 확대 ▪ 한국 드라마 중국 방송 허용 ▪ 방송사 드라마 수요 2019년 회복
	2. 엔터테인먼트	▪ 콘서트 ▪ 중국 ▪ NFT ▪ M&A	▪ 2H22 글로벌 콘서트 제한적 운영 ▪ 중국 연예계 규제 강화 ▪ NFT 사업 수익성 미미 확인	▪ 2022 글로벌 콘서트 완전 재개 ▪ 중국 연예계 현 규제 지속 ▪ SM, CJ 인수 완료 ▪ NFT 사업 시작	▪ 1H22 글로벌 콘서트 완전 재개 ▪ 한국인 연예인의 중국 출현 및 활동 재개 ▪ 레이블화 가속: M&A 증가 ▪ K-pop NFT 글로벌 프로젝트 선정
	3. 레저	▪ 코로나 변이 확산 ▪ 각국 문호 재개방 ▪ 중국	▪ 2021년 상황 지속 ▪ 테러/인종차별 등에 의한 여행 수요 감소 ▪ PKG 여행 시장 내 M/S 하락 가속화 ▪ 중국 카지노 규제 강화	▪ 2024년 여행수요, 2019년으로 회귀 ▪ PKG M/S 하락 연간 2-3%p 유지 ▪ 중국 카지노 현 규제 지속 ▪ 내수 레저 위주 회복 집중 지속	▪ 2022년 여행수요, 2019년으로 회귀 ▪ FIT에서 PKG로 소비자 여행 패턴 변화 ▪ 중국 카지노 규제 완화
산업 투자 전략			▪ 비중 축소	▪ 레저: 내수 레저 위주 압축 투자 ▪ 엔터: NFT 사업성 확인 필요 ▪ 콘텐츠: 역대 최대 매출/이익 예상	▪ 레저: 카지노 ▪ 엔터/콘텐츠, 이벤트 발생시 비중 확대
Top-Picks			▪ JYP, 골프존, 강원랜드	▪ 콘텐츠: 스튜디오드래곤, 중소형 제작사 ▪ 레저: 골프존, 강원랜드	▪ 전 종목 매수 유효

기업분석

종목	투자판단	적정주가
스튜디오드래곤(253450)	Buy	150,000원
제이콘텐트리(036420)	Hold	76,000원
골프존(215000)	Buy	220,000원
강원랜드 (035250)	Buy	34,000원

스튜디오드래곤(253450) 실적도 주가도 Another level로

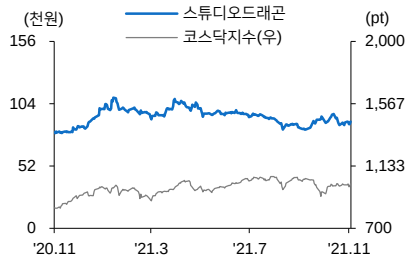
Analyst **이효진** 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	150,000원
현재주가 (11. 12)	89,200원
상승여력	68.2%
KOSPI	1,009.07pt
시가총액	26,773억원
발행주식수	3,001만주
유동주식비율	37.83%
외국인비중	12.04%
52주 최고/최저가	109,200원/79,500원
평균거래대금	156.3억원
주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	55.92
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	-6.5	10.4
상대주가	-5.5	-10.4	-8.1

주가그래프



2022년 매출도 이익도 another level로

- 동사의 2022년 매출 및 영업이익은 각각 6,506억원(+36.7% YoY)과 979억원(+62.3% YoY)으로 예상됨
- 이는 1) 4분기 턴어라운드한 드라마 슬롯(Q), 2) 부재했던 대작의 귀환, 3) 국내외 판권 리쿱율 상승 덕분

2022년이 동사에게 중요한 이유

- 2022년은 1) 미국 현지 드라마를 선보이며 2) 넷플릭스 재계약 시기로 '23년 이후를 결정짓는 중요한 시기
- 미국 현지 드라마는 미국 업체와 달리, 협력사와 공동제작 형태로 시즌1부터 수익구조를 만들어 둔 상황
- NFLX 재계약: 2019년 넷플릭스가 MOU로 제시한 판권비율은 당시 대비 15~20%p 높았음. 작품 선택권을 지속 요구하기 위해서는 현재 대비 최소 10~15%p 상승해야 함. 평균 사이즈 드라마 수익률 상승이 기대됨
- 특히 <오징어 게임>이 한국 드라마 시청을 늘리는 결과를 가져올 경우 동사의 150작품 가까운 구작의 가치가 높아지는 계기가 될 것. 2021년 기준 해외판권 내 구작 비중은 20% 수준
- 동사의 적정주가를 기존 106,000원에서 15만원으로 상향하며 투자의견을 Buy로 상향함. 적정주가 산정 방식(기간 EBITDA*(NFLX EV/EBITDA)*58%)은 동일하나 1) 적용 기간 변경(2H21-1H22→2022) 및 2) 2022년 영업이익을 43% 상향했기 때문. 추정치 상향은 1) 구작 판권 증가, 2) Q 증가에 기인함
- 눌렸던 Q의 턴어라운드에 더해 글로벌 OTT들의 아시아 진출로 협상력은 CP에게 유리한 구간. 2022년은 오랜 동사의 주가 박스권을 뚫는 해가 될 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	468.7	28.7	26.4	942	-26.3	15,242	85.9	5.3	14.9	6.4	35.8
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021E	475.8	60.3	50.1	1,671	60.0	21,972	53.4	4.1	15.4	7.9	25.2
2022E	650.6	97.9	80.3	2,676	60.2	24,648	33.3	3.6	11.7	11.5	25.9
2023E	732.1	114.0	91.6	3,053	14.1	27,701	29.2	3.2	10.3	11.7	23.4

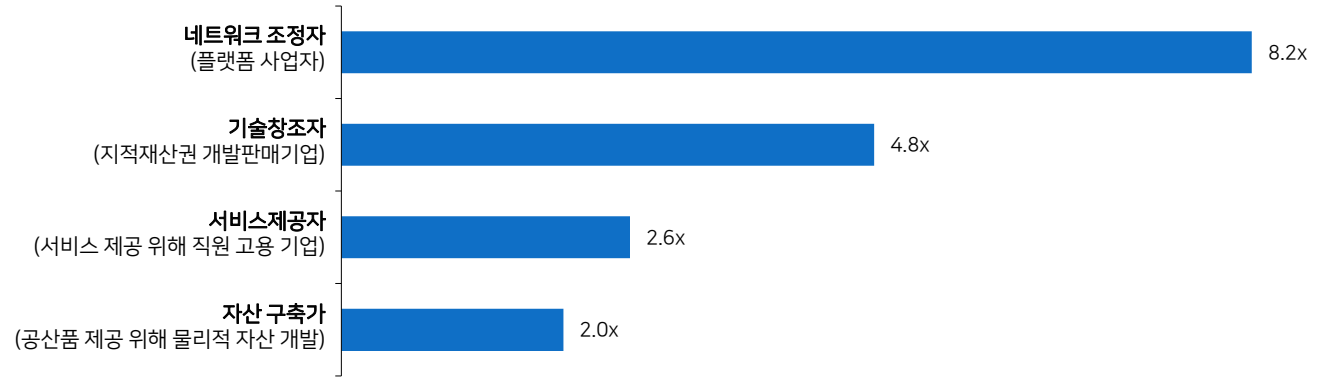
스튜디오드래곤 적정주가 산정

2022년 스튜디오드래곤의 적정주가 15만원 산출 내역

(십억원)	가치 및 적용 밸류에이션	비고
2022년 예상 EBITDA	205.4	(1) 2022년 영업이익 979억원+무형자산 감가상각 1,075억원
적용 밸류에이션 (배)	20.3	(2) 기준이 되는 Netflix 차기 년도 EV/EBITDA의 58%
적정 시가총액	4,386	(1) * (2)
적정주가 (원)	**146,165**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

지적재산권 개발/판매기업에 적용된 시장 승수(multiplier)는 넷플릭스와 같은 플랫폼 사업자의 58% 수준



자료: Harvard Business Review『What Airbnb, Uber, and Alibaba Have in Common』(Barry Libert 外 2인) 자료를 메리츠증권 리서치센터 정리

스튜디오드래곤 실적 추정 내역

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	**286.8**	**379.6**	**468.6**	**525.7**	**475.8**	**650.6**
(% YoY)	46.7	32.4	23.5	12.2%	-9.5%	36.7%
드라마 부문	262.1	367.8	468.2	525.3	475.5	650.3
1. 작품 방영 매출액	**131.2**	**178.1**	**208.7**	**197.0**	**150.0**	**180.6**
작품당 편성매출	5.6	6.7	6.6	7.9	8.4	8.7
작품 수 (편)	21.0	24.5	31.8	21.6	17.8	20.8
ENM 필요 작품 수 (편)	15.0	33.0	38.0	24.0	21.0	36.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	4.0	6.5	6.5	4.0	3.5	6.0
2. PPL	**19.0**	**27.5**	**40.2**	**48.5**	**48.5**	**56.7**
작품당 PPL	0.8	1.1	1.3	2.0	2.7	2.7
3. VOD 매출	**44.7**	**51.9**	**58.9**	**53.2**	**53.4**	**65.5**
작품당 VOD	2.1	2.1	1.9	2.5	3.0	3.2
4. 해외판권	**67.2**	**110.2**	**152.4**	**178.3**	**167.3**	**227.5**
작품당 해외판권	3.2	4.5	4.8	8.2	9.4	11.0
ㄴ중국	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0
5. 글로벌		**0.0**	**8.0**	**48.3**	**56.4**	**120.0**
작품당		0.0	8.0	24.2	14.1	17.1
작품수 (편)		0.0	1.0	2.0	4.0	7.0
엔터테인먼트 부문	**24.7**	**11.9**	**0.4**	**0.4**	**0.3**	**0.3**
매출원가	**239.7**	**324.0**	**420.7**	**450.9**	**385.8**	**519.0**
제작비	149.7	185.6	232.7	259.9	208.6	309.5
작품당 제작비	6.4	7.6	7.8	9.9	11.2	11.4
CJ ENM 수수료	16.9	36.9	47.2	49.0	46.3	65.3
감가상각	41.0	74.9	115.0	113.3	98.2	107.5
기타	8.7	13.3	19.4	28.4	32.4	36.4
판관비	**14.1**	**15.7**	**19.2**	**25.7**	**29.7**	**33.7**
매니지먼트 수수료	2.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	11.8	14.5	19.2	25.7	29.7	33.7
EBITDA	74.0	114.8	143.7	162.4	158.5	205.4
영업이익	**33.0**	**39.9**	**28.7**	**49.1**	**60.3**	**97.9**
드라마 부문	32.2	40.7	28.3	49.0	60.3	97.9
엔터테인먼트부문	0.9	-0.8	0.4	0.1	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**468.7**	**525.7**	**475.8**	**650.6**	**732.1**
매출액증가율(%)	23.5	12.2	-9.5	36.7	12.5
매출원가	420.8	451.0	385.8	519.0	580.4
매출총이익	47.9	74.8	90.0	131.6	151.7
판매비와관리비	19.2	25.7	29.7	33.7	37.7
영업이익	**28.7**	**49.1**	**60.3**	**97.9**	**114.0**
영업이익률(%)	6.1	9.3	12.7	15.0	15.6
금융손익	4.3	-3.8	5.9	8.6	9.6
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-3.8	-0.8	-0.8	-0.8
세전계속사업이익	33.1	41.5	65.5	105.7	122.8
법인세비용	6.6	11.9	15.3	25.4	31.2
당기순이익	**26.4**	**29.6**	**50.1**	**80.3**	**91.6**
지배주주지분 순이익	26.4	29.6	50.1	80.3	91.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	244.5	228.3	362.1	473.4	577.8
현금및현금성자산	59.8	49.1	195.6	262.3	345.9
매출채권	83.6	106.7	96.5	132.0	148.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	337.1	529.0	463.9	458.1	447.9
유형자산	1.2	7.6	6.1	4.9	4.0
무형자산	233.1	230.4	167.7	160.2	149.4
투자자산	13.4	180.1	179.2	182.1	183.5
자산총계	**581.6**	**757.3**	**825.9**	**931.5**	**1,025.6**
유동부채	145.2	132.1	151.4	174.1	175.4
매입채무	18.4	5.9	5.4	7.3	8.2
단기차입금	0.0	0.0	20.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.2	15.8	15.1	17.6	18.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**153.3**	**148.0**	**166.4**	**191.7**	**194.2**
자본금	14.1	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.0	470.0	470.0
기타포괄이익누계액	-1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	93.5	122.9	173.1	253.4	345.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**428.3**	**609.4**	**659.5**	**739.8**	**831.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**-12.2**	**5.2**	**153.6**	**141.3**	**174.8**
당기순이익(손실)	26.4	29.6	50.1	80.3	91.6
유형자산감가상각비	1.8	2.9	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	115.0	113.3	98.2	107.5	110.7
운전자본의 증감	-142.9	-144.1	10.8	-37.8	-17.6
투자활동 현금흐름	**-81.0**	**-16.3**	**-25.7**	**-93.1**	**-88.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.6	-7.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-9.7	-166.7	0.8	-2.9	-1.4
재무활동 현금흐름	**-0.0**	**0.0**	**18.6**	**18.5**	**-2.5**
차입금증감	7.8	0.7	19.8	20.8	0.4
자본의증가	1.7	149.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-93.2**	**-10.7**	**146.5**	**66.7**	**83.5**
기초현금	153.0	59.8	49.1	195.6	262.3
기말현금	59.8	49.1	195.6	262.3	345.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	16,698	18,532	15,856	21,677	24,391
EPS(지배주주)	942	1,044	1,671	2,676	3,053
CFPS	5,346	5,803	5,270	6,815	7,450
EBITDAPS	5,185	5,828	5,335	6,882	7,515
BPS	15,242	20,309	21,972	24,648	27,701
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	85.9	88.7	53.4	33.3	29.2
PCR	15.1	16.0	16.9	13.1	12.0
PSR	4.8	5.0	5.6	4.1	3.7
PBR	5.3	4.6	4.1	3.6	3.2
EBITDA	145.5	165.3	160.1	206.5	225.6
EV/EBITDA	14.9	16.3	15.4	11.7	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	5.7	7.9	11.5	11.7
EBITDA이익률	31.1	31.4	33.6	31.7	30.8
부채비율	35.8	24.3	25.2	25.9	23.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
이자보상배율(x)	58.1	84.8	52.2	42.6	39.4
매출채권회전율(x)	6.2	5.5	4.7	5.7	5.2
재고자산회전율(x)					

제이콘텐트리(036420) 풍요 속 빈곤의 2022

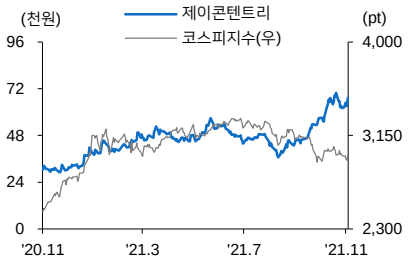
Analyst **이효진** 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold

적정주가(12개월)	76,000원
현재주가(11.12)	67,300원
상승여력	12.9%
KOSPI	2,968.80pt
시가총액	11,872억원
발행주식수	1,764만주
유동주식비율	53.56%
외국인비중	2.70%
52주 최고/최저가	70,000원/29,050원
평균거래대금	219.7억원
주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 2 인	45.55
국민연금공단	10.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.9	46.9	108.0
상대주가	15.8	56.5	73.5

주가그래프



아웃퍼폼의 원인

- 지난 1년간 동사의 주가 흐름은 콘텐츠 사업자보다는 컨택트(영화관/여행 등) 사업자들과 유사했음
- <오징어 게임> 發 콘텐츠 업체 흐름이 최근 주가 추이를 결정. 동사는 11월 19일 넷플릭스 오리지널 <지옥> 개봉 예정. 동 작품은 지난 부산국제영화제에서 일부가 공개, 호평을 받은 바 있음

긍정적 Top line, 아쉬운 Bottom line

- 동사에 대한 적정주가를 기존 51,000원에서 76,000원으로 상향함. 이는 1) Peer 대비 할인율 20%를 제거 및 2) 실적 조정 때문. 할인 제거는 판권 비율이 Peer 수준으로 상향됨을 반영
- 메가박스는 비용 감축을 통해 2022년 소폭의 턴어라운드가 예상됨. 기존 대비 OP 100억원 상향
- JTBC 월화 드라마 슬롯이 재개되며 2022년 풀라인 가동이 예상됨. 높은 Top line 성장을 예상하는 이유
- 반면, 미국 제작사를 비롯한 M&A로 인해 JTBC스튜디오의 높아진 비용 부담은 아쉬운 상황. 스튜디오 증가로 2022년 Top line 성장이 두드러지는 데 반해 JTBC스튜디오 영업이익은 적자전환이 예상되는 이유
- 2022년 상장된 한국 드라마 업체 대부분이 역대 최대 실적이 기대되는 데 반해 동사의 적자 전환이 예상되는 점은 다소 아쉬운 부분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	530.2	33.8	1.1	78	-63.2	22,129	494.2	1.7	9.2	0.3	176.2
2020	363.9	-56.8	-134.9	-8,422	-1,403.3	11,841	-4.5	3.2	32.3	-52.6	459.1
2021E	517.4	-54.9	-73.6	-4,310	-55.4	6,828	-15.6	9.9	19.7	-46.8	182.0
2022E	768.3	-9.9	-24.4	-1,382	-65.3	5,446	-48.7	12.4	12.2	-22.5	187.8
2023E	901.3	26.6	-0.6	-36	-105.7	5,410	-1,874.7	12.4	9.1	-0.7	190.4

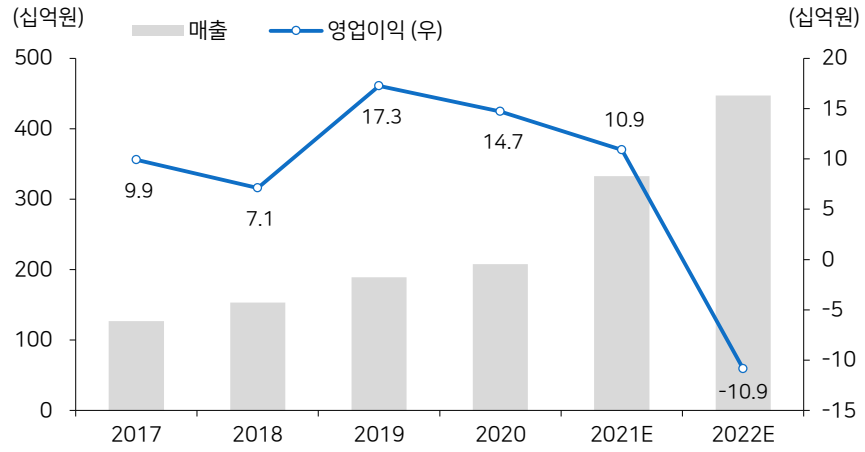
제이콘텐트리 적정주가 산정 내역 및 지배구조도

가치합산 방식을 활용한 제이콘텐트리의 적정주가는 7만6천원

(십억원)	적용 value	EBITDA	가치	주당 가치	비고
JTBC스튜디오	20.3	133.2	1,378.7	95,695	JTBC스튜디오 지분율(51%)를 고려, 2022년 EBITDA에 peer 적용 배수 20.3배를 적용함.(기존 20% 할인 적용→할인 제거 ∵판권 비율 동일화)
메가박스	5.6	55.3	281.1	19,509	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 대비 20% 할인 적용 후 지분율 91% 반영
순차입금 (3)			570.4	39,595	2021년말 기준
(1)+(2)-(3)			**1,089.3**	**75,609**	

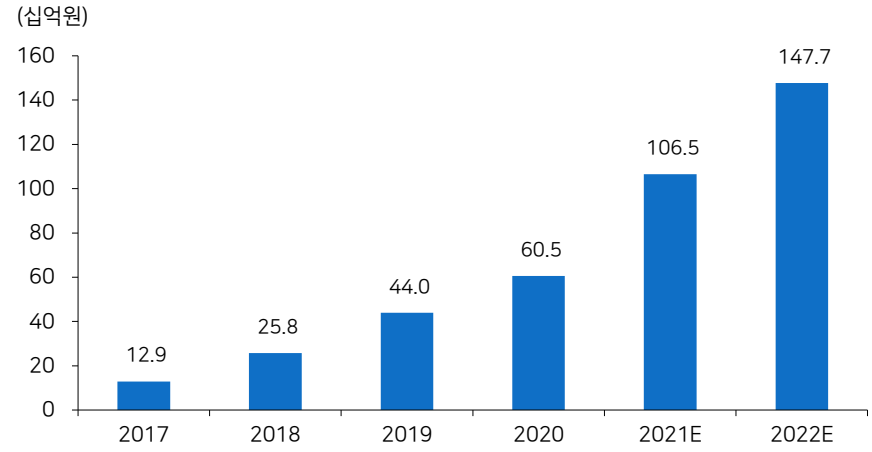
자료: 메리츠증권 리서치센터

JTBC스튜디오 매출 및 영업이익 (자회사 합산)



자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

JTBC스튜디오 IP 보유 작품 기준 드라마 해외 판권 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

제이콘텐트리 실적 추정 내역

제이콘텐트리 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	**420.3**	**511.3**	**530.2**	**363.9**	**517.4**	**768.3**
% YoY	25.4	21.7	3.7	-31.4	42.2	48.5
방송	161.8	231.6	262.3	236.6	332.6	447.3
JTBC 콘텐츠허브	126.9	161.7	188.9	207.9	332.6	447.3
IP 투자	34.8	69.9	73.4	28.7	0.0	0.0
메가박스	290.9	317.2	327.9	105.8	108.1	244.3
(연결 및 조정)	-32.3	-37.5	-60.0	21.5	76.6	76.6
매출원가	199.8	273.8	286.4	239.1	398.3	532.7
매출총이익	220.6	237.5	243.8	124.7	119.0	235.6
매출총이익률(%)	52.5	46.4	46.0	34.3	23.0	30.7
판매관리비	187.2	202.7	210.0	181.5	394.8	205.3
영업이익	**33.3**	**34.7**	**33.8**	**-56.8**	**-54.9**	**-9.9**
방송	11.7	12.1	3.9	16.3	10.9	-10.9
JTBC 콘텐츠허브	9.9	7.1	17.3	14.7	10.9	-10.9
IP 투자	1.8	5.0	-13.4	1.6	0.0	0.0
메가박스	25.9	21.4	39.1	-65.5	-64.6	2.6
영업이익률(%)	**7.9**	**6.8**	**6.4**	**-15.6**	**-10.6**	**-1.3**
방송	7.2	5.2	1.5	6.9	3.3	-2.4
JTBC 콘텐츠허브	7.8	4.4	9.1	7.1	3.3	-2.4
IP 투자	5.2	7.2	-18.2	5.4	N/A	N/A
메가박스	8.9	6.7	11.9	-61.9	-59.7	1.0

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**530.2**	**363.9**	**517.4**	**768.3**	**901.3**
매출액증가율(%)	3.7	-31.4	42.2	48.5	17.3
매출원가	297.3	236.2	398.3	532.7	640.4
매출총이익	232.9	127.7	119.0	235.6	260.9
판매비와관리비	199.1	184.5	174.0	245.6	234.3
영업이익	**33.8**	**-56.8**	**-54.9**	**-9.9**	**26.6**
영업이익률(%)	6.4	-15.6	-10.6	-1.3	3.0
금융손익	-9.1	-86.4	-16.7	-13.0	-13.1
종속/관계기업관련손익	-0.6	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.9	-23.2	-11.5	-11.5	-11.5
세전계속사업이익	19.2	-169.3	-83.1	-34.4	2.1
법인세비용	10.2	-20.9	-9.9	-8.2	0.6
당기순이익	**10.6**	**-154.0**	**-73.2**	**-26.2**	**1.5**
지배주주지분 순이익	1.1	-134.9	-73.6	-24.4	-0.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	236.8	330.0	502.7	521.4	606.6
현금및현금성자산	64.0	124.8	347.7	299.6	347.9
매출채권	67.4	58.4	51.1	75.9	89.0
재고자산	25.6	26.3	37.5	55.6	65.3
비유동자산	924.9	1,145.5	1,246.6	1,188.5	1,123.1
유형자산	257.9	273.6	238.1	202.6	157.1
무형자산	133.9	272.8	278.6	254.6	208.9
투자자산	99.3	111.3	242.2	243.6	269.3
자산총계	**1,161.6**	**1,475.5**	**1,749.4**	**1,709.9**	**1,729.6**
유동부채	339.2	645.2	215.4	190.4	202.3
매입채무	18.4	2.2	3.1	4.5	5.3
단기차입금	72.3	238.5	38.5	38.5	38.5
유동성장기부채	99.1	232.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	401.8	566.4	913.6	925.4	931.6
사채	40.6	179.8	179.8	179.8	179.8
장기차입금	10.0	21.6	361.6	361.6	361.6
부채총계	**741.1**	**1,211.6**	**1,129.0**	**1,115.8**	**1,134.0**
자본금	72.0	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	154.5	154.3	154.3	154.3	154.3
기타포괄이익누계액	14.3	15.0	15.0	15.0	15.0
이익잉여금	83.4	-51.9	-125.4	-149.8	-150.4
비지배주주지분	101.8	69.9	499.9	498.1	500.2
자본총계	**420.6**	**263.9**	**620.4**	**594.1**	**595.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**39.8**	**39.1**	**86.3**	**89.6**	**203.5**
당기순이익(손실)	10.6	-154.0	-73.2	-26.2	1.5
유형자산감가상각비	48.6	53.5	55.5	55.5	55.5
무형자산상각비	39.7	49.9	114.2	144.0	165.6
운전자본의 증감	-59.4	13.9	-10.3	-83.7	-19.2
투자활동 현금흐름	**-101.2**	**-344.6**	**-202.2**	**-141.4**	**-157.0**
유형자산의 증가(CAPEX)	-69.9	-42.2	-20.0	-20.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-17.7	-14.8	-130.9	-1.4	-25.7
재무활동 현금흐름	**-16.2**	**366.4**	**-90.7**	**3.6**	**1.9**
차입금증감	338.6	465.1	-90.7	3.6	1.9
자본의증가	-3.8	9.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-77.6**	**60.9**	**-206.7**	**-48.2**	**48.4**
기초현금	141.6	64.0	124.8	-81.9	-130.0
기말현금	64.0	124.8	-81.9	-130.0	-81.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,800	22,716	30,315	43,552	51,093
EPS(지배주주)	78	-8,422	-4,310	-1,382	-36
CFPS	8,735	3,289	6,055	10,099	13,394
EBITDAPS	8,480	2,912	6,728	10,750	14,045
BPS	22,129	11,841	6,828	5,446	5,410
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	494.2	-4.5	-15.6	-48.7	-1,874.7
PCR	4.4	11.5	11.1	6.7	5.0
PSR	1.0	1.7	2.2	1.5	1.3
PBR	1.7	3.2	9.9	12.4	12.4
EBITDA	122.2	46.6	114.8	189.6	247.8
EV/EBITDA	9.2	32.3	19.7	12.2	9.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	-52.6	-46.8	-22.5	-0.7
EBITDA이익률	23.0	12.8	22.2	24.7	27.5
부채비율	176.2	459.1	182.0	187.8	190.4
금융비용부담률	2.7	6.5	5.6	3.6	3.1
이자보상배율(x)	2.4	-2.4	-1.9	-0.4	1.0
매출채권회전율(x)	7.3	5.8	9.4	12.1	10.9
재고자산회전율(x)	18.1	14.0	16.2	16.5	14.9

골프존(215000) PER 9배에 성장형 소비재를 살 수 있는 기회

Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (11. 12)	167,200원
상승여력	31.6%
KOSPI	1,009.07pt
시가총액	10,492억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	54.20%
외국인비중	18.08%
52주 최고/최저가	173,900원/62,800원
평균거래대금	130.1억원
주요주주(%)	
김원일 외 19인	45.75
KB자산운용	15.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.9	64.4	137.8
상대주가	8.9	57.6	98.0

주가그래프

국내 사업: 2022년 이익 성장이 담보되어 있는 미래 안정적 cashcow

- 스크린스포츠는 주52시간 근무제로 여가 시간 증가 수혜를 입은 대표적 산업. '골프존파크'는 2위 사업자의 공격적인 가격정책에도 불구하고 앱을 통한 소비자 락인 효과로 가격 마케팅 대응 없이도 M/S를 유지함
- 2021년 국내 신규 판매 대수를 peak-out으로 가정하는 데도 불구하고 설치되는 신규 기기가 lagging하여 라운딩 수를 늘리는 데 기여하며 국내 영업이익은 2022년에도 20% 가까운 성장이 기대됨

빛 보기 시작한 GDR/해외 사업

- 국내 골프 인구 증가는 스크린골프를 통해 가격 장벽을 크게 낮춘 데 기여함. 이와 함께 교육 사업에 해당하는 GDR 사업이 2021년 흑자로 전환됨. 과거 2019년 GDR 부문 적자가 200억원에 달했음
- 더불어 해외 사업의 이익 기여도 2022년 본격화될 예정. 특히 2020년 JV를 통해 새로운 모델로 전환한 중국의 성장세가 돋보임. 상반기 40억원을 기록한 중국 법인은 3분기만 65억원을 달성함
- 19년 대비 21년 가맹 매출은 91% 증가하는 데 반해 동기간 영업이익은 271% 증가. 국내 모델을 고려시 중국 연매출 2천억원까지 달성 가능함. 동 매출 달성 시 한국 프랜차이즈 모델이 하나 더 생기는 개념
- 동사의 적정주가를 기존 20만원에서 22만원으로 상향함. 적용 밸류에이션은 2022년 기준 PER 13배로 기존 추정을 유지하나 해외 및 GDR 이익 기여로 2022년 이익을 상향한 데 따름. 해외 이익이 본격화될 경우 밸류에이션은 현재 대비 2배 가까이 상향될 것. 2022년 PER 9배로 성장형 소비재를 살 수 있는 좋은 기회

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	247.0	32.3	16.2	2,584	-20.6	31,877	26.7	2.2	8.5	8.2	56.3
2020	298.5	51.6	38.3	6,098	131.3	35,785	11.4	1.9	5.0	18.0	62.8
2021E	431.9	119.9	91.9	14,642	140.1	47,927	11.4	3.5	7.4	35.0	60.6
2022E	466.7	145.5	111.4	17,753	21.3	63,182	9.4	2.6	5.4	32.0	48.9
2023E	466.7	158.3	121.0	19,275	8.6	79,958	8.7	2.1	4.3	26.9	38.7

골프존 실적 상세 추정 내역

골프존 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정																	
매출	**60.5**	**60.7**	**65.6**	**60.1**	**72.7**	**72.2**	**79.6**	**74.0**	**99.4**	**105.8**	**123.1**	**103.6**	**247.0**	**298.5**	**431.9**	**466.7**	**466.6**
스크린골프	**59.1**	**62.5**	**70.8**	**66.7**	**77.7**	**78.2**	**87.2**	**85.0**	**109.2**	**119.8**	**134.4**	**118.7**	**259.2**	**328.0**	**504.0**	**518.3**	**518.3**
Golf simulator	53.5	54.5	56.6	48.3	64.2	64.5	72.2	62.3	90.6	91.5	109.6	93.6	213.0	263.1	391.0	391.1	381.9
소모품상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
광고/제휴	2.4	3.6	3.8	3.7	2.9	2.9	3.8	3.9	2.5	3.4	3.8	3.9	13.6	13.5	13.5	14.5	15.5
직영사업	5.1	3.9	6.3	8.1	8.7	9.4	10.0	10.4	21.2	22.9	24.7	24.7	23.5	38.5	93.5	106.3	113.9
유지보수	**2.7**	**1.8**	**2.1**	**5.6**	**2.6**	**1.8**	**2.2**	**1.8**	**2.4**	**2.4**	**2.2**	**1.8**	**12.2**	**8.3**	**8.7**	**8.7**	**8.7**
Golf simulator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상AS 및 품질관리 수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비즈몰	2.0	1.8	1.8	1.6	2.0	1.7	2.1	1.7	2.2	2.3	2.1	1.7	7.2	7.5	8.2	8.2	8.2
유지보수 자재	0.8	0.0	0.3	4.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	5.1	0.8	0.5	0.5	0.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결조정	-1.3	-3.6	-7.3	-12.2	-7.5	-7.8	-9.7	-12.8	-12.2	-16.4	-13.5	-16.7	-24.4	-37.8	-58.7	-60.4	-60.4
성장률 (% YoY)																	
매출	***39.1***	***25.3***	***27.8***	***8.6***	***20.2***	***18.9***	***21.3***	***23.0***	***36.6***	***46.5***	***54.6***	***40.1***	***24.3***	***20.9***	***44.7***	***8.1***	***0.0***
스크린골프	***28.4***	***31.6***	***38.6***	***20.0***	***31.4***	***25.0***	***23.1***	***27.4***	***40.6***	***53.2***	***54.2***	***39.7***	***29.4***	***26.6***	***53.6***	***2.9***	***0.0***
Golf simulator	*42.3*	*23.1*	*20.1*	*-6.1*	*19.9*	*18.2*	*27.6*	*28.9*	*41.1*	*41.9*	*51.9*	*50.2*	*18.0*	*23.6*	*48.6*	*0.0*	*-2.4*
소모품상품	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
광고/제휴	*-14.8*	*23.0*	*11.4*	*29.7*	*19.2*	*-19.5*	*0.0*	*3.1*	*-13.8*	*15.6*	*0.0*	*0.0*	*12.5*	*-1.0*	*0.4*	*7.4*	*6.9*
직영사업	*94.3*	*-10.7*	*30.3*	*41.0*	*70.0*	*140.8*	*59.3*	*27.8*	*142.8*	*142.7*	*147.7*	*137.9*	*33.2*	*64.3*	*142.7*	*13.6*	*7.2*
유지보수	*6.4*	*-24.4*	*-23.4*	*97.8*	*-7.0*	*2.1*	*2.0*	*-68.4*	*-6.5*	*29.6*	*0.0*	*0.0*	*16.0*	*-32.0*	*5.0*	*0.0*	*0.0*
원가 추정																	
매출원가	21.6	24.3	24.2	23.8	26.8	26.8	29.4	28.8	35.6	36.6	43.5	29.4	93.9	111.9	144.9	137.8	126.5
매출원가율(%)	35.6	40.0	36.9	39.6	36.9	37.1	37.0	38.9	35.8	34.6	35.3	28.4	38.0	37.5	33.6	29.5	27.1
판매관리비	24.1	26.5	33.7	36.6	30.6	31.3	34.5	38.6	35.4	39.2	42.4	50.1	120.9	135.1	167.1	183.4	181.8
판관비율(%)	39.8	43.7	51.3	60.8	42.0	43.4	43.4	52.3	35.6	37.0	34.5	48.3	48.9	45.2	38.7	39.3	39.0
이익 추정																	
매출총이익	39.0	36.4	41.4	36.4	45.9	45.4	50.2	45.2	63.8	69.2	79.6	74.2	153.2	186.6	287.0	328.9	340.2
매출총이익률(%)	64.4	60.0	63.1	60.4	63.1	62.9	63.0	61.1	64.2	65.4	64.7	71.6	71.9	70.9	73.4	84.1	89.1
% YoY	28.0	25.5	32.7	19.4	17.8	24.7	21.1	24.3	39.0	52.4	58.7	64.3	26.4	21.9	53.7	14.6	3.4
영업이익	**14.8**	**9.9**	**7.8**	**-0.2**	**15.3**	**14.1**	**15.6**	**6.5**	**28.4**	**30.0**	**37.2**	**24.1**	**32.3**	**51.6**	**119.8**	**145.5**	**158.3**
영업이익률(%)	24.5	16.3	11.8	-0.3	21.1	19.5	19.6	8.8	28.6	28.4	30.2	23.3	13.1	17.3	27.7	31.2	33.9
% YoY	41.3	49.1	14.0	-104.6	3.3	42.6	101.2	-3,451.3	85.5	113.0	138.1	269.2	14.7	59.7	132.2	21.5	8.8

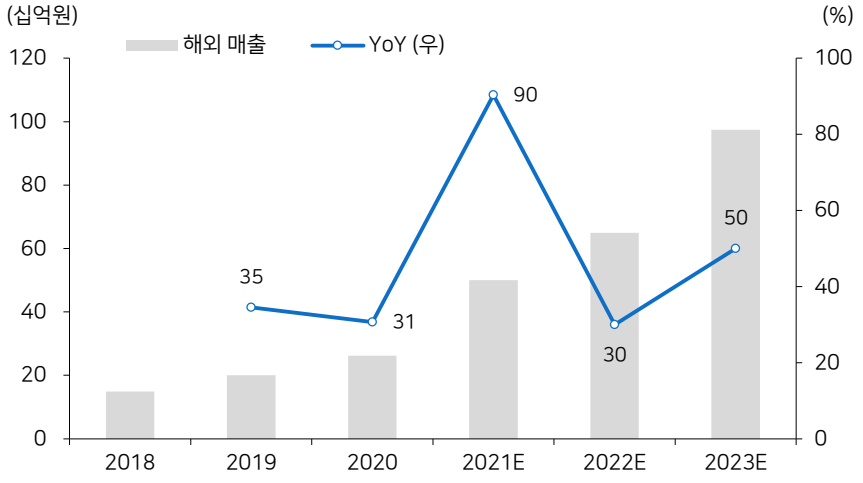
자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

성장 모멘텀은 국내에서 해외로

안정적인 국내에 더해 부스터 단 해외 매출

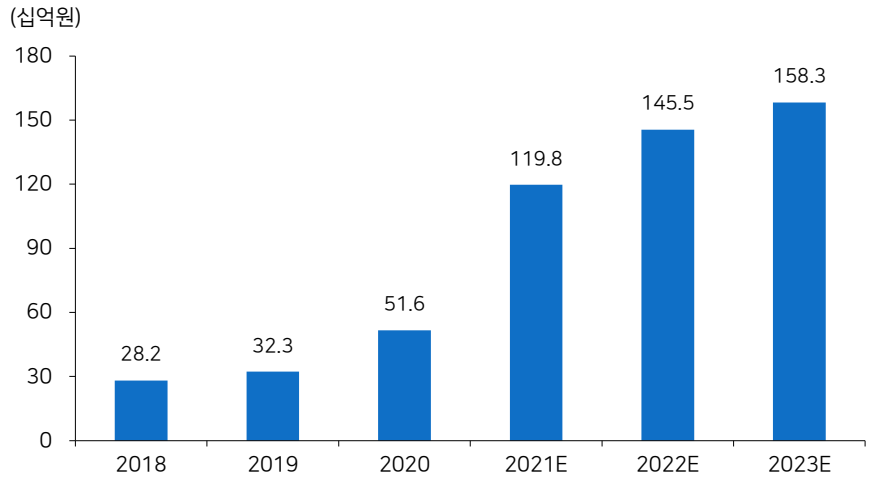
- 당사가 추정하는 2022년 해외 매출은 1,455억원. 이 중 업사이드는 중국과 미국 법인이 결정할 것
- 중국 법인은 현재 기계 매출만을 인식하는 상황. 추후 국내 프랜차이즈 모델과 동일하게 라운딩 연동 매출 방식을 적용할 예정인데, 이 경우 국내 가맹 사업 본부 하나가 더 생기는 효과
- 동사는 골프 대회 유치 등 중국 골프 대중화에 투자하고 있음. 지난 3년간 글로벌 골프 산업이 턴어라운드 한 데 반해 중국에서는 큰 변화가 없었음. 기존 필드 위주의 골프 산업을 사치산업으로 억눌렀기 때문
- 스크린골프가 골프의 대중화를 이끌었다는 점이 중국에서도 발현될 경우 당사가 예상하는 중국 법인의 향후 매출은 2,000억원 까지 달성 가능. 달성 시점을 예상하기는 어려우나 이는 시간 문제일 것

골프존 영업이익 추정치: 해외 매출 보수적 추정, 업사이드 남아있어



자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

당사 해외 매출 추정: 중국, 향후 연간 2,000억원까지 매출 가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**247.0**	**298.5**	**431.9**	**466.7**	**466.7**
매출액증가율(%)	24.3	20.9	44.7	8.1	-0.0
매출원가	93.9	111.9	144.9	137.8	126.5
매출총이익	153.2	186.7	287.0	328.9	340.2
판매비와관리비	120.9	135.1	167.1	183.4	181.8
영업이익	**32.3**	**51.6**	**119.9**	**145.5**	**158.3**
영업이익률(%)	13.1	17.3	27.8	31.2	33.9
금융손익	1.1	0.3	1.0	3.0	5.2
종속/관계기업관련손익	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.4	-3.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.9	48.7	120.9	148.6	163.5
법인세비용	13.6	11.2	30.9	39.4	45.0
당기순이익	**16.2**	**37.5**	**90.0**	**109.2**	**118.5**
지배주주지분 순이익	16.2	38.3	91.9	111.4	121.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	81.7	118.1	239.6	350.6	460.4
현금및현금성자산	16.0	23.5	128.3	235.0	344.7
매출채권	16.7	16.6	24.0	25.9	25.9
재고자산	10.9	10.5	15.1	16.3	16.3
비유동자산	230.9	249.2	242.1	235.0	228.1
유형자산	115.9	117.4	113.2	108.8	104.1
무형자산	20.0	20.9	17.6	14.8	12.5
투자자산	6.1	5.3	5.7	5.8	5.8
자산총계	**312.6**	**367.3**	**481.7**	**585.6**	**688.4**
유동부채	61.1	80.9	117.0	126.4	126.4
매입채무	3.1	4.1	5.9	6.4	6.4
단기차입금	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	51.5	60.8	64.7	65.8	65.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**112.5**	**141.7**	**181.7**	**192.2**	**192.2**
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-2.3	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	127.2	152.5	228.7	324.5	429.7
비지배주주지분	0.0	1.0	-0.8	-3.1	-5.5
자본총계	**200.0**	**225.6**	**299.9**	**393.4**	**496.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**39.5**	**87.4**	**113.9**	**120.6**	**125.5**
당기순이익(손실)	16.2	37.5	90.0	109.2	118.5
유형자산감가상각비	16.9	29.8	4.2	4.4	4.6
무형자산상각비	3.0	3.2	3.3	2.8	2.3
운전자본의 증감	1.8	12.3	16.4	4.3	0.0
투자활동 현금흐름	**-46.9**	**-52.6**	**-0.5**	**-0.1**	**0.0**
유형자산의 증가(CAPEX)	-35.7	-15.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-5.1	0.8	-0.4	-0.1	0.0
재무활동 현금흐름	**-36.1**	**-25.3**	**-8.5**	**-13.8**	**-15.7**
차입금증감	37.6	11.1	7.1	1.9	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-43.1**	**7.5**	**104.8**	**106.7**	**109.8**
기초현금	59.1	16.0	23.5	128.3	235.0
기말현금	16.0	23.5	128.3	235.0	344.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	39,363	47,570	68,817	74,365	74,361
EPS(지배주주)	2,584	6,098	14,642	17,753	19,275
CFPS	7,835	13,452	20,298	24,335	26,337
EBITDAPS	8,327	13,477	20,298	24,335	26,337
BPS	31,877	35,785	47,927	63,182	79,958
DPS	2,050	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	3.0	3.6	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	11.4	11.4	9.4	8.7
PCR	8.8	5.2	8.2	6.9	6.3
PSR	1.8	1.5	2.4	2.2	2.2
PBR	2.2	1.9	3.5	2.6	2.1
EBITDA	52.3	84.6	127.4	152.7	165.3
EV/EBITDA	8.5	5.0	7.4	5.4	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	18.0	35.0	32.0	26.9
EBITDA이익률	21.2	28.3	29.5	32.7	35.4
부채비율	56.3	62.8	60.6	48.9	38.7
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	32.2	34.1	69.2	79.0	84.9
매출채권회전율(x)	14.2	18.0	21.3	18.7	18.0
재고자산회전율(x)	23.1	28.0	33.8	29.7	28.6

강원랜드 (035250) 2022년도 QoQ 성장을 담보

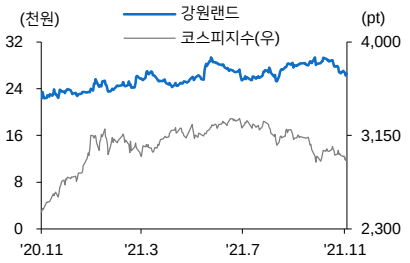
Analyst **이효진** 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	34,000원
현재주가 (11. 12)	26,600원
상승여력	27.8%
KOSPI	2,968.80pt
시가총액	56,908억원
발행주식수	21,394만주
유동주식비율	58.50%
외국인비중	18.96%
52주 최고/최저가	29,400원/22,400원
평균거래대금	245.2억원
주요주주(%)	
한국광해관리공단	36.27
강원도개발공사	5.34
정선군청	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	4.3	15.7
상대주가	-8.0	11.1	-3.6

주가그래프



2022년 QoQ 성장이 담보된 업체

- 7월 델타변이 확산으로 사회적 거리두기 재차 강화되었음에도 불구하고 동사의 3분기 카지노 매출은 2,359억 원으로 2019년 동분기 대비 60%의 매출을 기록함
- 11월 정부의 위드코로나 정책 시행으로 인해 동사의 실적 또한 QoQ 개선을 보일 것. 이는 1) 좌석간 띄어 앉기, 2) 사이드베팅 제한이 완화되기 때문. 4분기 카지노 매출은 2019년 동분기 대비 75% 전망
- 내국인 매출 의존도가 98%에 달하는 동사의 특성상 현재의 코로나 관련 완화 정책이 지속된다면 2022년 2분기에는 2019년, 코로나 이전 수준의 매출을 회복할 수 있을 것

코로나 기간 달라진 것, 달라지지 않은 것

- High-limit 테이블 재개 및 영업시간 증가로 월 매출은 2019년 대비 약 20% 증가했을 것으로 추정
- 반면, 폐광기금 산정 기준은 기존 세전이익의 25%에서 카지노 매출의 13%로 상향되며 배당의 재원인 순이익 단에서 영구 손상이 발생한 상황
- 달라진 영업환경을 온전히 누리기 위해서는 매출총량제 상향이 필요. 다만 이는 대응의 영역
- 백신 접종률 상승하며 위드코로나 수혜가 가장 직접적으로 확인될 분야는 내수레저임. 수요는 풍부한 사업자로 영업 재개가 실적 회복으로 연결, 레저 산업 내 가장 안전한 선택지로 판단됨. Buy 의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,520.1	501.2	334.7	1,564	12.6	17,377	18.9	1.7	8.0	9.2	19.4
2020	478.6	-431.6	-275.9	-1,289	-182.4	15,177	-18.2	1.5	-10.2	-7.9	12.2
2021E	837.8	-2.8	36.8	172	-113.3	15,346	154.7	1.7	49.7	1.1	24.5
2022E	1,521.7	445.4	365.4	1,708	893.7	17,054	15.6	1.6	6.1	10.5	30.5
2023E	1,558.7	479.0	354.6	1,657	-2.9	18,711	16.0	1.4	5.2	9.3	25.5

강원랜드 실적 추정 내역

강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
드롭액	**6,638.7**	**6,134.5**	**6,530.2**	**1,944.0**	**3,689.7**	**6,623.0**
Mass테이블	2,802.1	2,559.3	2,694.5	647.1	1,402.6	3,160.2
슬롯머신	2,400.7	2,284.5	2,360.7	638.0	1,230.3	1,777.0
VIP테이블	1,436.0	1,290.6	1,475.0	658.9	1,056.8	1,685.9
홀드율 (%)	**22.9**	**22.8**	**22.7**	**22.8**	**22.5**	**23.2**
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.3	24.2	24.2	24.7
VIP테이블	18.0	17.3	16.8	19.8	18.0	19.3
매출액	**1,547.8**	**1,438.1**	**1,520.0**	**478.5**	**837.7**	**1,521.7**
Mass테이블	685.2	625.9	659.0	158.3	343.0	772.9
슬롯머신	579.3	551.4	574.5	154.6	298.1	438.8
VIP테이블	258.6	222.8	248.2	130.7	190.2	326.2
비카지노	124.3	166.4	180.0	75.0	90.8	133.3
매출원가	730.8	729.6	736.7	544.5	708.4	933.0
인건비	147.7	148.6	125.9	143.2	142.6	148.7
콤프	137.3	10.9	9.7	6.1	6.3	8.6
세금	227.1	208.4	220.7	62.8	122.4	229.9
판관비	286.0	277.8	282.3	365.7	132.2	143.4
영업이익	**530.9**	**430.7**	**501.1**	**-431.6**	**-2.8**	**445.4**
세전이익	566.2	410.7	488.9	-404.5	51.3	502.1
순이익	437.6	297.3	334.7	-275.9	36.8	365.4
(% YoY)						
드롭액	-5.7	-7.6	6.5	-70.2	89.8	79.5
Mass테이블	-8.9	-8.7	5.3	-76.0	116.7	125.3
슬롯머신	-4.2	-4.8	3.3	-73.0	92.8	44.4
VIP테이블	-1.6	-10.1	14.3	-55.3	60.4	59.5
매출액	-8.8	-7.1	5.7	-68.5	75.1	81.6
Mass테이블	-8.8	-8.6	5.3	-76.0	116.7	125.3
슬롯머신	-4.2	-4.8	4.2	-73.1	92.9	47.2
VIP테이블	-5.3	-13.8	11.4	-47.3	45.6	71.5
영업이익	-14.2	-18.9	16.4	N/A	N/A	N/A
순이익	-3.7	-32.1	12.6	N/A	N/A	893.7

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,520.1**	**478.6**	**837.8**	**1,521.7**	**1,558.7**
매출액증가율(%)	5.7	-68.5	75.1	81.6	2.4
매출원가	736.7	544.5	708.4	933.0	937.4
매출총이익	783.4	-65.9	129.4	588.8	621.4
판매비와관리비	282.3	365.7	132.2	143.4	142.4
영업이익	**501.2**	**-431.6**	**-2.8**	**445.4**	**479.0**
영업이익률(%)	33.0	-90.2	-0.3	29.3	30.7
금융손익	81.5	45.3	52.9	17.5	20.8
종속/관계기업관련손익	0.2	0.4	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	-93.9	-18.7	-13.5	-13.5	-13.5
세전계속사업이익	488.9	-404.5	37.1	449.4	486.3
법인세비용	154.3	-128.6	10.6	122.6	131.7
당기순이익	**334.7**	**-275.9**	**36.8**	**365.3**	**354.6**
지배주주지분 순이익	334.7	-275.9	36.8	365.4	354.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,878.2	1,498.2	2,006.9	2,642.6	2,966.6
현금및현금성자산	60.7	66.1	354.7	951.7	1,372.8
매출채권	7.8	2.1	4.7	6.6	6.1
재고자산	3.6	2.2	4.8	6.8	6.2
비유동자산	2,559.9	2,143.5	2,078.9	2,120.4	2,057.6
유형자산	1,370.6	1,349.4	1,311.2	1,272.1	1,234.1
무형자산	3.9	3.9	3.1	2.5	2.1
투자자산	1,036.3	518.0	488.4	569.5	545.2
자산총계	**4,438.1**	**3,641.6**	**4,085.8**	**4,762.9**	**5,024.2**
유동부채	651.3	330.0	735.1	1,044.0	951.6
매입채무	3.9	1.2	2.7	3.9	3.5
단기차입금	0.0	0.0	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	69.0	64.6	67.7	70.5	69.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**720.4**	**394.6**	**802.7**	**1,114.5**	**1,021.2**
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,655.5	3,184.8	3,220.9	3,586.3	3,940.9
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0
자본총계	**3,717.8**	**3,247.0**	**3,283.1**	**3,648.4**	**4,003.0**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**407.9**	**-655.7**	**428.4**	**725.5**	**349.1**
당기순이익(손실)	334.7	-275.9	36.8	365.3	354.6
유형자산감가상각비	72.1	76.7	78.9	79.0	78.0
무형자산상각비	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5
운전자본의 증감	-40.1	-295.7	328.2	280.6	-83.9
투자활동 현금흐름	**-211.3**	**844.7**	**-144.2**	**-130.9**	**72.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-79.6	-59.0	-32.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-55.3	518.3	29.6	-81.1	24.3
재무활동 현금흐름	**-184.8**	**-183.6**	**4.5**	**2.4**	**-0.7**
차입금증감	68.0	-3.8	5.3	2.4	-0.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**11.8**	**5.4**	**288.6**	**597.0**	**421.1**
기초현금	48.9	60.7	66.1	354.7	951.7
기말현금	60.7	66.1	354.7	951.7	1,372.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,105	2,237	3,916	7,113	7,286
EPS(지배주주)	1,564	-1,289	172	1,708	1,657
CFPS	2,345	-1,458	426	2,571	2,543
EBITDAPS	2,681	-1,656	359	2,454	2,606
BPS	17,377	15,177	15,346	17,054	18,711
DPS	900	0	0	0	0
배당수익률(%)	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	-18.2	154.7	15.6	16.0
PCR	12.6	-16.1	62.4	10.3	10.5
PSR	4.2	10.5	6.8	3.7	3.7
PBR	1.7	1.5	1.7	1.6	1.4
EBITDA	573.5	-354.3	76.8	525.0	557.5
EV/EBITDA	8.0	-10.2	49.7	6.1	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	-7.9	1.1	10.5	9.3
EBITDA이익률	37.7	-74.0	9.2	34.5	35.8
부채비율	19.4	12.2	24.5	30.5	25.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	255.6	-230.1	-3.2		
매출채권회전율(x)	172.4	96.2	247.5	269.2	245.8
재고자산회전율(x)	635.3	165.1	240.9	262.1	239.3

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

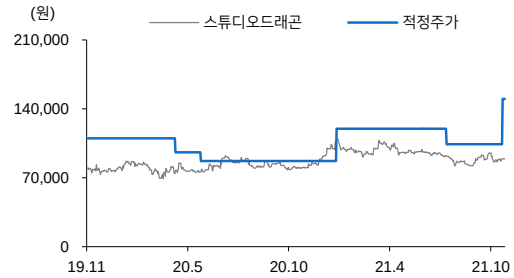
2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

스튜디오드래곤(253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Buy	110,000	이효진	-28.1	-20.9
2020.04.10	산업브리프	Buy	96,000	이효진	-18.7	-11.5
2020.05.25	산업분석	Hold	87,000	이효진	-2.4	22.9
2021.01.22	산업브리프	Hold	120,000	이효진	-18.6	-9.0
2021.08.06	기업브리프	Hold	104,000	이효진	-15.3	-8.3
2021.11.15	기업브리프	Buy	150,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

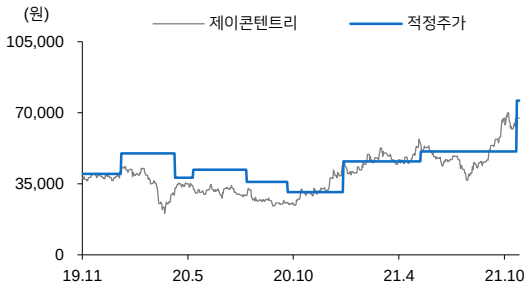


제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Hold	40,000	이효진	-3.9	2.1
2020.01.09	산업브리프	Buy	50,000	이효진	-29.7	-12.9
2020.04.10	산업브리프	Buy	38,000	이효진	-9.2	-6.7
2020.05.11	기업브리프	Buy	42,000	이효진	-25.3	-17.1
2020.08.10	기업브리프	Buy	36,000	이효진	-25.0	-8.6
2020.10.19	산업브리프	Buy	31,000	이효진	-12.4	4.4
2020.11.17	산업분석	Hold	31,000	이효진	10.3	42.4
2021.01.22	산업브리프	Hold	46,000	이효진	1.5	23.9
2021.06.03	산업분석	Hold	51,000	이효진	-0.5	37.3
2021.11.15	기업브리프	Hold	76,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

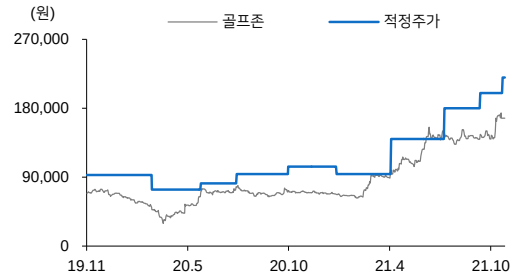


골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.07.31	기업브리프	Buy	93,000	이효진	-29.3	-19.9
2020.02.28	기업브리프	Buy	74,000	이효진	-38.4	-13.0
2020.05.25	산업분석	Buy	82,000	이효진	-12.9	-5.6
2020.07.28	기업브리프	Buy	94,000	이효진	-25.7	-16.0
2020.10.28	기업브리프	Buy	104,000	이효진	-32.8	-30.0
2021.01.22	산업브리프	Buy	94,000	이효진	-17.6	3.4
2021.04.29	기업브리프	Buy	140,000	이효진	-12.7	11.1
2021.08.02	기업브리프	Buy	180,000	이효진	-21.4	-15.6
2021.10.05	기업브리프	Buy	200,000	이효진	-23.9	-13.1
2021.11.15	기업브리프	Buy	220,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

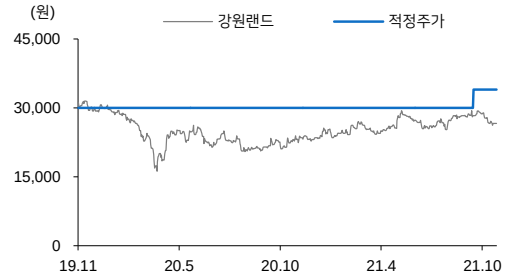


강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Hold	30,000	이효진	-11.3	5.0
2020.04.10	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-21.7	-9.8
2021.04.10		1년 경과			-17.1	-16.7
2021.04.14	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-10.4	-2.0
2021.10.08	산업브리프	Buy	34,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

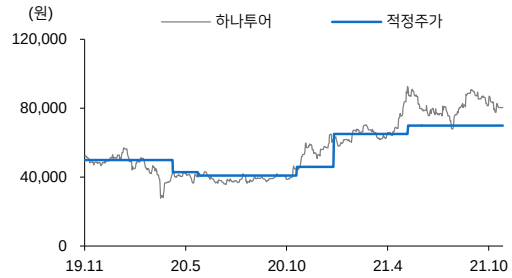


하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Hold	50,000	이효진	-6.6	13.8
2020.04.10	산업브리프	Hold	43,000	이효진	-5.6	-0.7
2020.05.25	산업분석	Hold	41,000	이효진	-4.0	13.4
2020.11.17	산업분석	Hold	46,000	이효진	20.7	41.1
2021.01.22	산업브리프	Hold	65,000	이효진	3.0	42.5
2021.06.03	산업분석	Hold	70,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

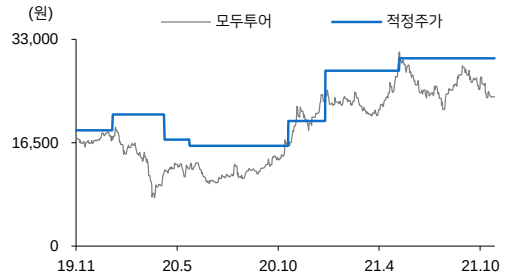


모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Buy	18,500	이효진	-8.2	-1.6
2020.01.09	산업브리프	Buy	21,000	이효진	-34.2	-9.5
2020.04.10	산업브리프	Buy	17,000	이효진	-27.1	-21.8
2020.05.25	산업분석	Buy	16,000	이효진	-23.8	5.9
2020.11.17	산업분석	Buy	20,000	이효진	2.4	21.0
2021.01.22	산업브리프	Buy	28,000	이효진	-17.0	10.4
2021.06.03	산업분석	Hold	30,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

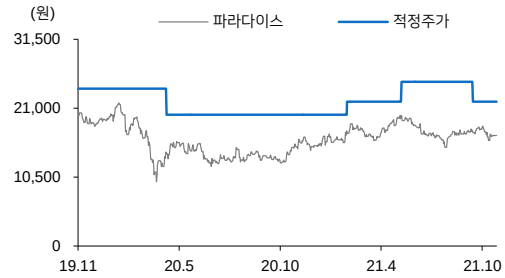


파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

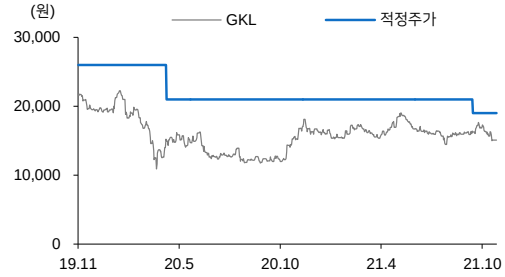
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Buy	24,000	이효진	-26.3	-9.2
2020.04.10	산업브리프	Buy	20,000	이효진	-27.6	-12.3
2021.02.26	기업브리프	Buy	22,000	이효진	-19.2	-9.8
2021.06.03	산업분석	Buy	25,000	이효진	-30.1	-20.4
2021.10.08	산업브리프	Buy	22,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.11.04	산업분석	Buy	26,000	이효진	-29.3	-14.4
2020.04.10	산업브리프	Buy	21,000	이효진	-30.9	-13.8
2021.04.10		1년 경과			-21.5	-9.3
2021.10.08	산업브리프	Hold	19,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이